

T.C. İstanbul Üniversitesi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü  
İşletme Anabilim Dalı  
Muhasebe-Denetim Doktora Programı

Doktora Tezi

İşletmelerde Kârı Yüksek Gösterme Yöntemleri ve Türkiye'de Hisse  
Senetlerinin Halka Arzı Öncesi Kârı Yüksek Gösterme Eğilimleri

Osman Yükseltürk  
2502980201

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Cengiz Erdamar

İstanbul, 2006

## ÖZ

Bu çalışmada ülkemizde hisse senetlerini ilk defa halka arz eden işletmelerin halka arz dönemlerinde tahakkuklarını kullanarak kârlarını yüksek gösterip göstermedikleri incelenmiştir. İşletmelerin kârları, nakit ve tahakkuklar olarak iki ayrı bileşenden oluşmaktadır. Nakit kârlar, tahsil edilmiş gelirler ve ödenmiş giderlerden oluşmaktadır. Tahakkuklar ise, nakit olarak tahsil edilmemiş gelirler ve ödenmemiş giderlerden oluşmaktadır. Nakit karşılığı oluşan işlemler seçilen muhasebe politikalarından etkilenmemektedir. Buna karşılık, tahakkuklar seçilen muhasebe politikaları, uygulanan yöntemler ve gelir ve giderlerin tanıma zamanına göre değişebilmektedir.

Çalışmada, 1994-2001 yılları arasında halka açılan işletmelerden belirli kriterler gözetilerek 95 adedi seçilmiş ve bu işletmelerin takdire bağlı tahakkuklar olarak adlandırılan işletmenin normal faaliyet seviyelerin gerektirdiği tahakkukların dışındaki, işletme yöneticilerinin seçtikleri muhasebe politikaları sonucunda oluşan tahakkuklarının halka arz dönemleri itibariyle değişimi incelenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre işletmelerin halka arz döneminden önce tahakkuklarını artırarak kârlarını yükseltmeye başladıkları, halka arz yılında ise tahakkuklarını en yüksek seviyelere çıkardıkları görülmüştür. Halka arz döneminden sonra ise tahakkukların halka arz öncesi seviyelerine yakın seviyelere düştüğü görülmüştür. Bu durum, ülkemizde hisse senetlerini halka arz eden işletmelerin tahakkuklarını kullanarak kârlarını yüksek gösterdiğine dair hipotezleri destekler niteliktedir. Sonuçların gücünü test etmek için aynı dönemde hisse senetlerini halka arz etmeyen ve aynı sektörde faaliyet gösteren işletmeler incelenmiş ve bu işletmelerin tahakkukları ile halka açılan işletmelerin tahakkuklarının dönemler itibariyle değişiminde önemli farklılıklar gözlenmiştir. Bu da aynı dönemlerdeki tahakkuklardaki değişimlerin, işletmelerin tümü için geçerli olmadığı, sadece halka açılan işletmeler için geçerli olduğunu göstermektedir.

## **ABSTRACT**

This study examines whether companies in Turkey overstate their profits during initial public offerings. Profits are comprised of two components, namely cash and accruals. Cash profits are generated by revenues received and expenses paid. Accruals arise from noncash revenues and expenses. Accruals are affected by the company's accounting policies whereas cash transactions are not. Managers may alter their accounting policies and alter the recognition times for their revenues and expenses if they believe they will benefit from overstated profits.

In this study, 95 IPO's between the years 1994-2001 were selected and the variations of accruals ensuing from their accounting policies, namely discretionary accruals, during the IPO periods were examined. According to the results, companies increase their discretionary accruals before the IPO periods and in the IPO year their accrual levels peak. During the two years period following the IPO periods, accruals fall to their levels before the IPO periods. These observations support the hypothesis that in Turkey IPO companies overstate their profits by increasing their accruals. In order to verify the power of the results, sample companies were matched with non-IPO companies that operate in the same sectors. The control and sample companies reflect significant differences between the changes of their accrual levels in the periods under examination. Thus, it can be stated that the changes in accrual levels in the same periods is not a common phenomenon for all companies, but for IPO companies solely.

## ÖNSÖZ

Kârın yüksek gösterilmesi konusu uluslar arası muhasebe ve finans yazınında oldukça yoğun bir şekilde ele alınmıştır. Ülkemizde bu alanda yapılan çalışmaların sayısı son dönemlerde artmakla birlikte henüz yeterli sayıya ulaşmamıştır. Bu açıdan gerçekleştirilen bu araştırmanın ülkemizdeki finansal raporlama yazınına katkıda bulunması ve halka açılan işletmelerin hisse senetlerine yatırım yapan yatırımcıların, analistlerin ve diğer ilgili kişilerin faydalanması umulmaktadır. Araştırma gerçekleştirilirken yaşanan güçlüklerden bir tanesi halka arz izahnamelerinin elektronik formatta bulunmayışı ve bu izahnamelere IMKB kütüphanesindeki günlük bültenler taranarak ulaşılabilmesidir. Diğer güçlükler ise finansal tabloların sadece Excel formatında bulunması, ilgilenen dönem içinde Excel'deki finansal tabloların bazılarının standart dışı olması nedeniyle verilerin düzenlenmesinde yaşanan güçlüklerdir. Halen deneme yayınında olan Kamuyu Aydınlatma Platformu'nun (KAP) araştırmacıların karşı karşıya olacağı bu güçlüklerin aşılmasında faydalı olacağı inancındayım. Ancak KAP'ın sadece son dönemlerdeki finansal tabloların dışında geriye doğru tüm dönemlere ait finansal tablolar ve tüm işletme bilgilerini kapsamaması araştırmacıların ülkemizdeki işletmeler hakkında daha fazla analitik çalışma yapmasına yardımcı olacaktır. Bu açıdan ABD'deki COMPUSTAT benzeri bir bilgi sisteminin oluşturulması çok faydalı olacaktır.

Tez dönemim süresince benden her türlü desteğini esirgemeyen, beni çalışmaya teşvik eden ve tezimde emeği geçen tez danışmanım Prof. Dr. Cengiz Erdamar'a, akademik yaşama ilk adım attığımda bana mesleği sevdiren Prof. Dr. Göksel Yücel'e, çalışmalarımda bana sürekli destek olan ve kendisinden çok şey öğrendiğim Doç. Dr. Ufuk Mısırlıoğlu'na, İstanbul Bilgi Üniversitesi'ndeki çalışma arkadaşlarıma çok teşekkür ederim. Benden maddi ve manevi olarak desteklerini esirgemeyen annem Gülten ve babam Ahmet Yükseltürk'e teşekkürü bir borç bilirim. Son olarak sevgili eşim Frie'ye de her zaman yanımda olduğu için teşekkür ederim. Onun sevgisi ve desteği olmasaydı bu tez tamamlanamazdı.

## İÇİNDEKİLER

	<i>Sayfa</i>
ÖZ.....	iii
ABSTRACT.....	iv
ÖNSÖZ.....	v
İÇİNDEKİLER.....	vi
TABLolar LİSTESİ.....	ix
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xii
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xiv
GİRİŞ.....	1
1. Çalışmanın Konusu.....	1
2. Çalışmanın Amacı.....	6
3. Çalışmanın Yöntemi ve Kullanılacak Veriler.....	9
3.1. Çalışmanın Yöntemi.....	9
3.2. Kullanılacak Veriler.....	12
4. Çalışmanın Yapısı.....	13
BİRİNCİ BÖLÜM: İŞLETME KÂRI VE HALKA AÇILMA.....	15
1.1. Kâr Kavramı.....	15
1.1.1. Kârın Tanımı.....	15
1.1.2. Kârın Saptanması.....	18
1.1.2.1. Ticari Kâr - Mali Kâr Ayrımı.....	19
1.1.2.2. Gelir Tablosu – Bilanço Yaklaşımı.....	20
1.1.3. Kârın Unsurları.....	26
1.1.3.1. Gelir Tablosu Sınıflandırılmasından.....	27
Kaynaklanan Kâr Unsurları	
1.1.3.2. Kârın Nakit ve Tahakkuk Unsurları.....	30
1.2. Halka Açılma.....	32
1.2.1. Halka Açılma Kavramı.....	33
1.2.1.1. Halka Açılmanın Avantajları.....	34
1.2.1.2. Halka Açılmanın Dezavantajları.....	36
1.2.2. Halka Açılma Yöntemleri.....	37
1.2.2.1. Sermaye Artırımı.....	39
1.2.2.2. Mevcut Hissedarların Sahip Oldukları.....	40
Hisselerinin Satışı	
1.2.2.3. Her İki Yöntemin Birlikte Kullanılması.....	41
1.2.3. Halka Açılma Süreci.....	41
1.2.3.1. Halka Arzın Zamanlaması.....	41
1.2.3.2. Aracı Kuruluşların Seçimi ve Aracılık.....	42
Sözleşmesinin İmzalanması	
1.2.3.3. Hisse Senedi Fiyatının Belirlenmesi.....	43
1.2.3.4. Satış Yönteminin Belirlenmesi.....	52

1.2.3.5. Sermaye Piyasası Kurulu ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na Başvuru	54
1.2.3.6. İzahnamenin Tescili ve Yayınlanması.....	55
1.2.3.7. Yeni Pay Alma Haklarının Kullanımı.....	62
1.2.3.8. İlan ve Reklamlar.....	62
1.2.3.9. Halka Arz ve Satış.....	62
İKİNCİ BÖLÜM : KÂRİ YÜKSEK GÖSTERME.....	64
2.1. Kârı Yüksek Gösterme Nedenleri.....	64
2.1.1. İşletme Dışı Etkenler.....	64
2.1.1.1. Kâr İle İlgili Beklentileri Karşılama.....	65
2.1.1.2. Borçlanma Gücünü Artırmak.....	67
2.1.1.3. Halka Arzlarda Hisse Senedi Fiyatlarının..... Etkilenmesi	68
2.1.1.4. Birleşme ve Satın Almalar.....	77
2.1.2. İşletme İçi Etkenler.....	80
2.1.2.1. Yöneticilerin Primlerinin Etkilenmesi.....	80
2.1.2.2. Yöneticilerin Değişme Olasılıkları.....	86
2.1.2.3. İşletmelerin Yönetim Yapısı.....	87
2.2. Kârı Yüksek Gösterme Yöntemleri.....	90
2.2.1. Gelirlerin Yüksek Gösterilmesi.....	92
2.2.1.1. Gelirlerin Finansal Tablolara Alınması.....	93
2.2.1.2. Gelirleri Yüksek Gösterme Yöntemleri.....	96
2.2.2. Giderlerin Düşük Gösterilmesi.....	106
2.2.2.1. Giderlerin Finansal Tablolara Alınması.....	107
2.2.2.2. Giderleri Düşük Gösterme Yöntemleri.....	109
2.2.3. Varlıkların Yüksek Gösterilmesi.....	112
2.2.3.1. Varlıkların Finansal Tablolara Alınması.....	113
2.2.3.2. Varlıkları Yüksek Gösterme Yöntemleri.....	114
2.2.4. Borçların Düşük Gösterilmesi.....	135
2.2.4.1. Borçların Finansal Tablolara Alınması.....	136
2.2.4.2. Borçları Düşük Gösterme Yöntemleri.....	136
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM: TÜRKİYE'DE HİSSE SENETLERİNİN HALKA.....	140
ARZI ÖNCESİ KÂRİ YÜKSEK GÖSTERME EĞİLİMLERİ	
ARAŞTIRMASI	
3.1. Teori.....	140
3.1.1. Toplam Tahakkukların İncelenmesi.....	141
3.1.2. Belirli Tahakkukların İncelenmesi.....	154
3.1.3. Kârlardaki Frekans Dağılımının İncelenmesi.....	163
3.2. Araştırmanın Yöntemi.....	169
3.2.1. Araştırmanın Hipotezleri.....	170
3.2.2. Örnek Seçimi.....	171
3.2.3. Model.....	175
3.2.3.1. Bağımlı Değişkenler.....	181
3.2.3.2. Bağımsız Değişkenler.....	182

3.2.4. Model İle İlgili Düzenlemeler.....	184
3.2.4.1. Değişen Varyans.....	185
3.2.4.2. Ardışık Bağımlılık.....	186
3.2.4.3. Çoklu Doğrusallık.....	187
3.3. Araştırma Sonuçları.....	188
3.3.1. Tahakkukların İncelenmesi.....	188
3.3.1.1. Toplam Tahakkuklar.....	188
3.3.1.2. Çalışma Sermayesi Tahakkukları.....	192
3.3.2. Halka Arz Yılı ve Sektörlerin Etkilerinin.....	196
İncelenmesi	
3.3.2.1. Toplam Tahakkuklar.....	197
3.3.2.2. Çalışma Sermayesi Tahakkukları.....	201
3.3.3. Halka Arz Dönemlerinin Etkilerinin.....	205
İncelenmesi	
3.3.3.1. Toplam Tahakkuklar.....	206
3.3.3.2. Çalışma Sermayesi Tahakkukları.....	207
3.3.4. Halka Arz Dönemlerinin, Yılların ve Sektörlerin.....	208
Etkilerinin İncelenmesi	
3.3.4.1. Toplam Tahakkuklar.....	206
3.3.3.2. Çalışma Sermayesi Tahakkukları.....	210
3.4. Duyarlılık Analizi.....	212
3.4.1. Çalışma Sermayesi Tahakkuklarının Karşılaştırılması....	214
3.4.2. Çalışma Sermayesi Tahakkuklarındaki Yıl ve Sektör.....	220
Etkilerinin Karşılaştırılması	
3.4.3. Halka Arz Dönemlerinin Etkilerinin Karşılaştırılması....	229
3.5. Sonuçların Yorumlanması ve Tartışılması.....	231
SONUÇ VE ÖNERİLER.....	238
KAYNAKLAR.....	245
EK 1.....	257
EK 2.....	259
ÖZGEÇMİŞ.....	262

## TABLolar LİSTESİ

	<u>Sayfa</u>
<u>Tablo 1.1.</u> Giderlerin fonksiyonlarına göre gösterimi, örnek gelir tablosu	28
<u>Tablo 2.1.</u> Stok değerieme yöntemlerinin satışların maliyetine olan etkilerini gösteren örnek	129
<u>Tablo 3.1.</u> Hisse senetleri halka arz edilen işletmeler ile kontrol amacıyla kullanılan benzer işletmelerin belirli tahakkuklarındaki beklenmeyen değışimler ve aralarındaki farklar	162
<u>Tablo 3.2.</u> 1994-2001 döneminde gerçekleşen birincil halka arzlar	172
<u>Tablo 3.3.</u> Örneklemede yer alan işletmelerin sektörlere göre ve halka arz yıllarına göre dağılımı	174
<u>Tablo 3.4.</u> Yıl değışkenlerinin regresyon denklemlerinde kullanımı ve örneklemedeki dağılımı	182
<u>Tablo 3.5.</u> Toplam tahakkuklar ile satışlardaki değışim ve maddi duran varlıklar arasındaki ilişkiyi ölçen regresyon sonuçları	188
<u>Tablo 3.6.</u> Takdire bağı tahakkukların dönemler itibariyle ortalama ve ortanca değeri.	190
<u>Tablo 3.7.</u> Takdire bağı tahakkukların dönemler itibariyle birbirlerinden önemli ölçüde farklılıklar gösterip göstermediğinin incelendiğı t-testi sonuçları.	192
<u>Tablo 3.8.</u> Çalışma sermayesi tahakkukları ile satışlardaki değışim ve maddi duran varlıklar arasındaki ilişkiyi ölçen regresyon sonuçları.	193
<u>Tablo 3.9.</u> Takdire bağı çalışma sermayesi tahakkuklarının dönemler itibariyle ortalama ve ortanca değeri	194
<u>Tablo 3.10.</u> Takdire bağı çalışma sermayesi tahakkuklarının dönemler itibariyle birbirlerinden önemli ölçüde farklılıklar gösterip göstermediğinin incelendiğı t-testi sonuçları	196



<u>Tablo 3.11.</u> Örnekleme yer alan sektörlerden 6'dan daha az işletme ile temsil edilen sektörlerin birleştirilmesi sonucunda yeniden düzenlenen örneklem grubunun dağılımı.	197
<u>Tablo 3.12.</u> Toplam tahakkuklar ile satışlardaki değişim, maddi duran varlıklar, yıllar ve sektörel değişkenler arasındaki ilişkiyi ölçen regresyon sonuçları	198
<u>Tablo 3.13.</u> Yıl ve sektör etkilerinden arındırılmış takdire bağlı tahakkukların dönemler itibariyle ortalama ve ortanca değerleri	199
<u>Tablo 3.14.</u> Yıl ve sektör etkilerinin ölçüldüğü modelde takdire bağlı tahakkukların dönemler itibariyle birbirlerinden önemli ölçüde farklılıklar gösterip göstermediğinin incelendiği t-testi sonuçları	201
<u>Tablo 3.15.</u> Çalışma sermayesi tahakkukları ile satışlardaki değişim, maddi duran varlıklar, yıllar ve sektörel değişkenler arasındaki ilişkiyi ölçen regresyon sonuçları	202
<u>Tablo 3.16.</u> Yıl ve sektör etkilerinden arındırılmış takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarının dönemler itibariyle ortalama ve ortanca değerleri	203
<u>Tablo 3.17.</u> Yıl ve sektör etkilerinin incelendiği modelde takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarının dönemler itibariyle birbirlerinden önemli ölçüde farklılıklar gösterip göstermediğinin incelendiği t-testi sonuçları	205
<u>Tablo 3.18.</u> Toplam tahakkuklara satışlardaki değişim, maddi duran varlıkların seviyesi, halka arz ile ilgili dönemlerin etkilerini gösteren regresyon denklemi sonucu	206
<u>Tablo 3.19.</u> Çalışma sermayesi tahakkuklarına satışlardaki değişim, maddi duran varlıkların seviyesi, halka arz ile ilgili dönemlerin etkilerini gösteren regresyon denklemi sonucu	207
<u>Tablo 3.20.</u> Toplam tahakkuklara satışlardaki değişim, maddi duran varlıkların seviyesi, yılların, sektörlerin ve halka arz ile ilgili dönemlerin etkilerini gösteren regresyon denklemi sonucu	209
<u>Tablo 3.21.</u> Çalışma sermayesi tahakkuklarına satışlardaki değişim, maddi duran varlıkların seviyesi, yılların, sektörlerin ve halka arz ile ilgili dönemlerin etkilerini gösteren regresyon denklemi sonucu	211
<u>Tablo 3.22.</u> Örneklem grubu ile kontrol grubunun eşleştirilmesi sonucu oluşan örneklem grubunun sektör ve yıllara göre dağılımı	213

<u>Tablo 3.23.</u> Örneklem grubu ile kontrol grupları çalışma sermayesi tahakkukları ile satışlardaki değişim ve maddi duran varlıklar arasındaki ilişkiyi ölçen regresyon sonuçları	214
<u>Tablo 3.24.</u> Örneklem ve kontrol grubu ortalama ve ortanca takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları	215
<u>Tablo 3.25.</u> Örneklem grubu ve kontrol grubu takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarının dönemler itibariyle birbirlerinden önemli ölçüde farklılıklar gösterip göstermediğinin incelendiği t-testi sonuçları	218
<u>Tablo 3.26.</u> Örneklem ve kontrol grubu ortalama ve ortanca takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları arasındaki fark; anormal tahakkuklar	219
<u>Tablo 3.27.</u> Örneklem grubu çalışma sermayesi tahakkuklarına satışlardaki değişim, maddi duran varlıkların seviyesi, yılların ve sektörlerin etkilerini gösteren regresyon denklemi sonucu	221
<u>Tablo 3.28.</u> Kontrol grubu çalışma sermayesi tahakkuklarına satışlardaki değişim, maddi duran varlıkların seviyesi, yılların ve sektörlerin etkilerini gösteren regresyon denklemi sonucu	223
<u>Tablo 3.29.</u> Örneklem ve kontrol grubu ortalama ve ortanca takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları	224
<u>Tablo 3.30.</u> Örneklem grubu ve kontrol grubu takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarının dönemler itibariyle birbirlerinden önemli ölçüde farklılıklar gösterip göstermediğinin incelendiği t-testi sonuçları	227
<u>Tablo 3.31.</u> Örneklem ve kontrol grubu ortalama ve ortanca takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları arasındaki fark; anormal tahakkuklar	228
<u>Tablo 3.32.</u> Örneklem ve kontrol grupları çalışma sermayesi tahakkuklarına halka arz dönemlerinin etkilerini gösteren regresyon denklemi sonuçları	230

## ŞEKİLLER LİSTESİ

	<u>Sayfa</u>
<u>Şekil 1.1.</u> 1990–2004 yılları arasında gerçekleştirilen birincil halka arzlarda kullanılan halka arz yöntemleri	38
<u>Şekil 2.1.</u> Yatırımcılar ile işletme arasındaki kârı yüksek gösterme oyunu	75
<u>Şekil 2.2.</u> Yönetici Prim Şeması	81
<u>Şekil 3.1.</u> Örneklemdaki işletmelerin kârlarındaki değişimin dağılımı	165
<u>Şekil 3.2.</u> Örneklemdaki işletmelerin kârlarının dağılımı	167
<u>Şekil 3.3.</u> Tüm dönemlere ait takdire bağlı tahakkukların ortalama ve ortanca değerlerindeki değişim	191
<u>Şekil 3.4.</u> Tüm dönemlere ait takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarının ortalama ve ortanca değerlerindeki değişim	195
<u>Şekil 3.5.</u> Tüm dönemlere ait takdire bağlı tahakkukların ortalama ve ortanca değerlerindeki değişim	200
<u>Şekil 3.6.</u> Tüm dönemlere ait takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarının ortalama ve ortanca değerlerindeki değişim	204
<u>Şekil 3.7.</u> Örneklem grubunun takdire bağlı takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarının ortalama ve ortanca değerlerindeki değişim	216
<u>Şekil 3.8.</u> Kontrol grubunun takdire bağlı takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarının ortalama ve ortanca değerlerindeki değişim	217
<u>Şekil 3.9.</u> Anormal çalışma sermayesi tahakkuklarının ortalama ve ortanca değerlerindeki değişim	220
<u>Şekil 3.10.</u> Örneklem grubunun takdire bağlı takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarının ortalama ve ortanca değerlerindeki değişim	225
<u>Şekil 3.11.</u> Kontrol grubunun takdire bağlı takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarının ortalama ve ortanca değerlerindeki değişim	226

Şekil 3.12. Anormal çalışma sermayesi tahakkuklarının ortalama ve ortanca değerlerindeki değişim

229

## KISALTMALAR LİSTESİ

<b>ABD</b>	Amerika Birleşik Devletleri
<b>a.e.</b>	Aynı Eser
<b>a.g.e.</b>	Adı Geçen Eser
<b>a.g.m.</b>	Adı Geçen Makale
<b>A.O.</b>	Anonim Ortaklığı
<b>A.Ş.</b>	Anonim Şirketi
<b>COSO</b>	The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (Treadway Komisyonu'nu Destekleyen Kuruluşlar Komitesi)
<b>FASB</b>	Financial Accounting Standards Board (Amerikan Finansal Muhasebe Standartları Kurulu)
<b>FIFO</b>	First in First Out (İlk giren ilk çıkar)
<b>FOB</b>	Free on Board (Alıcı ile satıcı arasında kararlaştırılan bir fiyatın, malın satıcı tarafından belli bir limanda gemi üzerinde teslimi şartıyla biçilmiş olduğunu gösteren kısaltma)
<b>GVK</b>	Gelir Vergisi Kanunu
<b>İMKB</b>	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>KVK</b>	Kurumlar Vergisi Kanunu
<b>LIFO</b>	Last in First Out (Son giren ilk çıkar)
<b>para.</b>	Paragraf
<b>SEC</b>	Securities and Exchange Commission (Amerikan Sermaye Piyasası Kurulu)
<b>SFAC</b>	Statement of Financial Accounting Standards (Finansal Muhasebe Kavramları Bildirisi)
<b>SFAS</b>	Statement of Financial Accounting Concepts (Finansal Muhasebe Standartları Bildirisi)
<b>SPK</b>	Sermaye Piyasası Kurulu
<b>TCMB</b>	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
<b>TL</b>	Türk Lirası
<b>TMS</b>	Türkiye Muhasebe Standartları
<b>TMSK</b>	Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu
<b>TSPAKB</b>	Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
<b>TTK</b>	Türk Ticaret Kanunu
<b>UFRS</b>	Uluslar arası Finansal Raporlama Standartları
<b>UMS</b>	Uluslar arası Muhasebe Standartları
<b>VFAÖK</b>	Vergi, Faiz ve Amortisman Öncesi Kâr
<b>Vol.</b>	Volume (Cilt)
<b>VUK</b>	Vergi Usul Kanunu
<b>YTL</b>	Yeni Türk Lirası



# GİRİŞ

## 1. Çalışmanın Konusu

Finansal tabloların amacı, işletmenin finansal durumunu doğru bir biçimde bu bilgilerin kullanıcılarına aktarmaktır. İşletme içi kullanıcılar finansal bilgilerin yaratıcıları ya da birinci elden kullanıcıları olduğu için ellerindeki finansal bilgileri karar alma sürecinde kullanırken daha az sorun yaşamaktadırlar. Ancak, işletme dışı kullanıcılar finansal tabloların hazırlanışı sürecinde bulunmadıkları için işletme yönetimi tarafından kendilerine sunulan bilgilerle yetinmek zorunda kalırlar. Bu durum, finansal tabloların kullanıcıları ile işletme yönetimi arasında bilginin eşit olarak paylaşılmasına engel oluşturmakta, bilgi asimetrisi yaratmaktadır. Muhasebe standartları ve bağımsız denetim, aradaki bilgi eksikliğini gidermek ve bu bilgilerin en doğru ve güvenilir şekilde kullanıcılara iletilebilmesi için oluşturulmuş olan yapının ana parçalarıdır. Muhasebe standartlarına uygun olarak hazırlanmış ve bir bağımsız denetim kuruluşu tarafından onaylanmış finansal tabloların işletmenin performansını ve finansal durumunu doğru olarak yansıttığı düşünülmektedir. Böylece piyasada performansı iyi olan işletmeler ile kötü olanlar arasındaki ayırım yapılabilmekte, bunun sonucunda da ekonomideki kaynakların daha etkin ve verimli bir şekilde dağıtılabilmesine olanak sağlanabilmektedir.

Finansal tablolardan beklenen ekonomik faydalarının sağlanabilmesi için işletmelerin performansları arasındaki farklılıkları zamanında, anlaşılabilir ve doğru bir biçimde yansıtabilmeleri gerekmektedir. Gerek ulusal, gerekse uluslararası muhasebe sistemleri ve standartları bu özellikleri sağlama amacıyla oluşturulmaktadır. Sayılan özelliklerden sadece doğruluğu sağlamaya odaklanmış muhasebe standartları finansal tabloların zamanında ve kullanıcılar tarafından kolayca anlaşılabilir olmalarını engelleyebilirken, öbür taraftan da bu özelliklere fazlasıyla önem veren standartlar da finansal tabloların

doğruluğu konusunda şüphe uyandırabilmektedir<sup>1</sup>. Bu nedenle muhasebe standartları hem işletme yöneticilerine işletmenin finansal bilgilerini işletmenin özelliklerine uygun bir şekilde gerekli varsayımlar ve yorumlar ışığında iletebilme olanağı sağlamalı, hem de işletmenin finansal bilgilerinin yatırımcıları yanıltmayacak düzeyde doğru olmasını sağlayabilmelidir.

Muhasebe standartlarındaki yorum olanakları ve de işletme faaliyetlerinin gün geçtikçe karmaşıklaşması işletme yöneticilerinin finansal tabloların sonuçlarını kısmen de olsa kendi istedikleri yönde oluşturabilmelerine olanak sağlayabilmektedir. İşletme yöneticileri işletmenin hisse senedi fiyatını yükseltmek, sermaye maliyetini düşürmek, kendi alacakları prim miktarını artırmak, ödeyeceği vergi tutarını azaltmak gibi amaçlarla bazı finansal tablo kalemlerini manipüle etme yoluna başvurabilirler. Bu işlemlerin bazıları genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine aykırı olabilmekle beraber, bazıları bu ilkelerin mümkün olan en yaratıcı şekillerde kullanılmasıyla oluşabilmektedir. Muhasebe yazınında hesapların manipüle edilmesi olarak adlandırılan bu olgu, kârı farklı göstermek (earnings management), kârların standardize edilmesi (income smoothing), hesapların temizlenmesi (big bath accounting) ve yaratıcı muhasebe olarak sınıflandırılmıştır.

Kârı farklı göstermek, daha önceden belirlenmiş bir kâr hedefini tutturmak amacıyla kârların aktif bir şekilde değiştirilmesi olarak tanımlanabilir<sup>2</sup>. Daha ayrıntılı bir tanımla, şirketin ekonomik performansı hakkında çıkar gruplarının hepsini ya da bir kısmını yanıltmak ya da muhasebe rakamlarına dayalı sözleşme sonuçlarını etkilemek amacıyla finansal raporlardaki kâr rakamlarını değiştirecek ve muhasebe kayıtları ile ilgili yönetsel kararları da içerecek her türlü faaliyet, kârı farklı göstermek olarak adlandırılmaktadır. Kâr hedefi çeşitli nedenlerle belirlenmiş olabilir; yöneticilerin

---

<sup>1</sup> Paul M. Healy, James M. Wahlen, "A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting", **Accounting Horizons**, Vol.13, No.4, Aralık 1999, ss.366-367

<sup>2</sup> Charles W. Mulford, Eugene E. Comiskey, **The Financial Numbers Game: Detecting Creative Accounting Practices**, John Wiley & Sons Inc., New York:2002, s:3



kârlardan belli oranda prim elde etme imkanlarının bulunması, analistler tarafından yapılan kâr tahminlerine ulaşabilme, halka arz öncesi işletmenin hisse senedi fiyatını yükselterek elde edilebilecek nakit miktarını artırmak, işletmenin değerini artırmak, ödenecek vergi miktarını azaltmak, bu nedenlerden bazılarıdır.

Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkeleri'ne göre yöneticiler farklı muhasebe politikaları uygulayarak kârlarını daha yüksek gösterebilirler. Kârların yüksek gösterilmesi için kullanılan teknikler genellikle üç ana kategoride değerlendirilebilir: Muhasebe yöntemlerinin seçimi, tahminlerin gözden geçirilmesi, gelirlerin erken tanınması ya da giderlerin geç tanınması<sup>3</sup>. İşletme seçtiği muhasebe politikalarıyla, örneğin stok değerlendirme yöntemleri (FIFO, LIFO, ağırlıklı ortalama), amortisman yöntemleri (doğrusal amortisman, azalan bakiyeler) kârlarını farklı miktarlarda açıklayabilir. Ayrıca yöneticilerin yaptıkları tahminlerde değişiklik yaparak, örneğin duran varlıkların kullanılabilir ömrü, şüpheli alacakların tahmini gibi, kârları farklı gösterebilen olanakları vardır<sup>4</sup>. Son olarak da yöneticiler gelirlerin ve giderlerin gerçekleştiği zamanlardaki farklarda takdirlerini kullanarak kârları yükseltebilirler. Bu anlamda tahakkuk esaslı ile nakit esaslı arasındaki farklılıklar önemlidir. Her iki yöntem arasındaki fark zamanla ilgilidir. Bir işletmenin faaliyet süresinin toplamında tahakkukları ile nakdi arasında fark olmayacaktır<sup>5</sup>. Kısa vadede ise gelirler ve giderler dönemsel ilkesine göre ele alındığında tahakkuk esaslı ile nakit esaslı arasında belli bir miktarda fark olması kaçınılmazdır. Kârlarını yüksek göstermek isteyen bir yönetici bu zamanlama farkını kullanarak bir sonraki dönemin gelirlerini öne çekebilir, ya da içinde bulunulan dönemin giderlerini bir sonraki döneme aktarmanın yollarını arayabilir. Böylece işletmenin bir

---

<sup>3</sup> Larry L. DuCharme, Paul H. Malatesta, Stephan E. Sefcik, "Earnings Management: IPO Valuation and Subsequent Performance" **University of Washington School of Business Working Paper**, Ağustos 2000, s.1

<sup>4</sup> Ülkemiz mevzuatları, özellikle Vergi Usul Kanunu bu konularda işletmelerin seçme haklarını kısıtladığı için yöneticilerin bu yolları kullanarak karları aşağıya doğru manipüle etmeleri olanakları da sınırlanmıştır.

<sup>5</sup> Jennifer J. Jones, "Earnings Management During Import Relief Investigations", **Journal of Accounting Research**, Vol.29, No.2, Güz 1991, s.210

sonraki dönemde daha iyi performans göstereceğini umarak sonraki dönem kârlarının bir bölümünü içinde bulunulan döneme aktarabilirler.

Kârları farklı göstermenin bir başka biçimi de kârların standardize edilmesidir (income smoothing). Kâr standardizasyonu işletmenin kârlarında oluşabilecek aşırı dalgalanmaların azaltılmasını amaçlar. Bir işletmenin kârlarında oluşabilecek yüksek tutardaki dalgalanmalar o işletmenin piyasada riskli bir işletme olarak görülmesine neden olacaktır. Bu nedenle işletmeye yatırım riskini azaltabilmek için bu tarz dalgalanmaların azaltılması gerekmektedir. Bunu sağlayabilmek için, kârlar beklentilerden daha yüksek çıktığı dönemlerde sonraki dönemlere aktarılır. Böylece ileride oluşabilecek aşağıya doğru yönelimlerde elde tutulan “rezerv” kârlar kullanılarak kârlarda oluşabilecek dalgalanmalar engellenmiş olur.

Bir başka yöntem de hesapların temizlenmesidir (big bath accounting). İçinde bulunulan dönemi kötü göstererek, yani hesaplarda ileride problem yaratacak unsurları o döneme aitmiş gibi göstererek ileriki dönemlerde oluşabilecek negatif unsurları temizlemek amacını güder. Bu durum özellikle yeni bir yönetici iş başına geldiğinde meydana gelir. Yönetici böylece oluşan aksaklıkları geçmiş yönetimlere atfederek ileride düşük kâr etme olasılığına karşı elinde kârı yüksek gösterecek rezerv bulundurur.

Yaratıcı muhasebe, yukarıda belirtilen yöntemleri de kapsamakla beraber sadece kârlarla ilgili işlemleri değil, gerektiğinde belli bazı düzenlemelerden kaçabilmek, belirli hedefleri tutturabilmek için var olan muhasebe standartlarının işletmenin amaçlarına uygun şekilde zorlanması, esnetilmesi amacını güder.

Bu çalışmada ülkemizde halka açılan işletmelerin halka arz fiyatını yükseltebilmek amacıyla kârlarını yüksek gösterme yoluna gidip gitmedikleri incelenecektir. Halka açılan işletme hakkında daha önce piyasada oluşmuş herhangi bir fiyat bulunmamaktadır. Bu nedenle işletme ve halka arzda aracılık edecek aracı kurum belli

kriterleri kullanarak halka arz fiyatı belirlerler. Buna karşılık olarak da yatırımcılar benzer kriterleri kullanarak oluşacak fiyata göre taleplerini belirlerler. Halka arz fiyatının belirlenmesindeki en önemli faktörlerden bir tanesi işletmenin finansal tablo bilgileridir. İşletmenin finansal tablolarındaki bilgiler ile daha önce halka açılmış ve benzer sektörde faaliyet gösteren işletmelerin finansal bilgilerindeki değişkenlerin karşılaştırılmasıyla fiyat belirlenmesi genellikle en çok kullanılan yöntemdir. 1990-1997 yılları arasında hisse senetleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) halka arz edilen 237 işletme arasında yapılan bir araştırmada işletmelerin %28.6'sının aynı alanda faaliyet gösteren şirketlerin fiyat/kazanç oranlarını kullanarak halka arz fiyatlarını belirlediği görülmüştür. İkinci yöntem olarak esas faaliyet kârı rasyosu yöntemi %21 oranında kullanılmış, daha sonra %18.1 ile iskonto edilmiş nakit akımları, %15.1 oranında İMKB'deki tüm şirketlerin fiyat/kazanç oranları, %14.3 oranında ciro katsayısı yöntemi kullanılmıştır<sup>6</sup>.

Halka arz fiyatının yüksek olması, işletmenin var olan ortakları ve yöneticilerinin yararınadır. Bir taraftan işletmenin ortaklarının ellerindeki hisse senetlerinin değeri yüksek olacak, böylece varlıkları artmış olacak, diğer taraftan da işletmenin halka arz sonrası elde edeceği nakit tutarı yüksek olacağı için işletmenin büyümesi için yapılacak yatırım tutarı artırılacaktır. Bu nedenlerle yeni yatırımcılara sunulacak finansal tabloların olumlu olması işletmenin var olan ortakları ve yöneticilerinin faydasına olacaktır. İşletmenin finansal tablolarını oluşturacak bu grupların da finansal tabloları olduğundan iyi gösterme eğilimi artacaktır.

---

<sup>6</sup> Hatice G. Düzakın, "Türkiye'de Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören Firmaların Halka İlk Arz ile İlgili Görüşlerinin Değerlendirilmesi", **Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt:8 Sayı:1 Yıl:1998, s. 207

## 2. Çalışmanın Amacı

Bu çalışmanın amacı, yurtdışında, özellikle de Anglo-Sakson muhasebe modeli uygulayan ülkelerde oldukça fazla olarak yapılan kârın yüksek gösterilmesinin ölçülmesi ile ilgili çalışmaları ülkemizdeki şirketler için test etmektir. Ülkemizde kârların farklı gösterilmesi, vergi kanunları çerçevesinde incelenmiş bir konudur. Ancak kanunlara uygun bir şekilde yapılan ve muhasebe standartlarının belli oranlarda esnetilerek işletmelerin muhasebe bilgilerini daha önceden belirlenen hedefler çerçevesinde raporlama amacını güden farklı gösterim ile ilgili ülkemizde henüz yeterli sayıda yayın bulunmamaktadır. Bu amaçla, çalışmada kârların yüksek gösterilmesinin en fazla görülebileceği dönem olarak işletmelerin halka açılma dönemleri ele alınacak ve halka arz öncesi işletme değerini, bunun sonucu olarak da halka arzdan elde edilecek nakdini artırmaya yönelik olarak hesaplarda herhangi bir değişiklik yapıp yapılmadığı ortaya çıkarılacaktır.

Uluslararası muhasebe yazınında kârın yüksek veya düşük gösterilmesi olgusu son yıllarda artan bir ivmeyle tartışılmaya başlanmıştır. Araştırmacıların en çok üzerinde durdukları konular bu tip uygulamaların ortaya çıkış nedenleri olmuştur. Yöneticileri kârlarını olması gerekenden az veya yüksek göstermeye iten üç ana neden üzerinde durulmuştur; politik maliyetleri azaltmak, sermaye maliyetini azaltmak ve yöneticilerin kişisel servetlerini artırmak.

Politik maliyetleri azaltma amacında olan işletmeler, sahip oldukları ayrıcalıklı durumları kötüye kullanıyormuş gibi görünmek istemedikleri için kârlarını düşük göstermek isterler. Örneğin, vergi, rekabet, damping veya çevre gibi konularda soruşturmaya uğrayan bir işletme kârını düşük göstermeyi tercih edebilir. Diğer taraftan belli bir ihtiyacı sağlamak amacıyla kurulan ve doğal tekel konumunda bir işletme de kârını düşük göstererek bu konumundan haksız bir şekilde fayda sağlamadığını

göstermek isteyebilir. Bu işletmeler kârlarını düşük göstermek amacıyla çeşitli yöntemlere başvurabilirler.

Bir işletmenin sermaye maliyeti dışarıdan sağlayacağı borç kaynaklarının maliyetine ve de iç kaynaklarının maliyetine bağlıdır. Halka açılma, banka veya çeşitli kuruluşlardan borç bulma konumunda olan bir işletme kârını yüksek göstererek elde edeceği kaynağın maliyetini azaltmak isteyecektir.

Yöneticiler kişisel kaygılarla da kârları yüksek gösterme yoluna gidebilir. Maaş veya primlerin kâra bağlı olması, yeni atanan bir yöneticinin beklentileri hemen karşılama amacıyla kendini kanıtlama çabası, geçmiş yönetimi başarısız gösterme çabası gibi motivasyonlar yöneticilerin kârlarını yüksek göstermesine etmesine yol açabilir.

Kârların farklı gösterilmesi uygulamaları düzenleyici kuruluşlar tarafından da incelenmiştir. Amerikan sermaye piyasası kurumu olan Securities and Exchange Commission (SEC) eski başkanı Arthur Levitt'e göre, finansal raporlamanın önündeki en önemli tehlikelerden bir tanesinin işletme yöneticilerinin, denetçilerin ve analistlerin birer parçası oldukları kâr rakamlarının beklentilere uydurulması oyunudur<sup>7</sup>. Kazançların raporlama kalitesinde yaşanan erozyonun finansal raporların kalitesine etkisinin çok büyük olduğu ve bunun sonucu olarak da finansal sistemin işleyişinde problemler yaşanacağı sonucunu çıkarmıştır. Gerçekten de daha sonra yaşanan muhasebe rakamlarını farklı göstermeye dayanan bir dizi skandal, finansal raporlama sisteminin kalitesi konusundaki endişelerin gerçekliğini ortaya çıkarmıştır.

Bu çerçevede çalışma aşağıdaki alt amaçlara ulaşmayı hedeflemektedir:

---

<sup>7</sup> Arthur Levitt, "The Numbers Game", 28 Eylül 1998, (Çevrimiçi)  
<http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch220.txt>, 15 Haziran 2004

- a. Yatırımcıların finansal tablolardaki toplam bilginin özeti olarak algılanan kârlar ve unsurlarına verdikleri önemi ortaya koymak. Halka açılan işletmelerin kârlarının ülkemizde analistler ve yatırımcılar açısından ne ölçüde dikkate alındığını incelemek ve ortaya çıkan sonuçları hisse senetleri halka arz edilen işletmelerin, yatırımcıların ve analistlerin dikkatine sunmak.
- b. Ülkemiz muhasebe standartlarının kârın farklı gösterilmesine ne ölçüde izin verdiğini araştırarak kanun koyucuların faydasına sunmak.
- c. Uluslararası muhasebe yazınında sıkça kullanılan kârların yüksek gösterilmesinin ortaya çıkarılması ile ilgili istatistiki çalışmaları ülkemiz işletmelerine uygulayarak bu konuda genel karşılaştırmalar yapılabilmesine olanak sağlamak.
- d. Ülkemizdeki işletmelerin halka arz öncesi finansal tablolarında kârlarını olduğundan yüksek gösterme yöntemlerini kullanıp kullanmadığını inceleyerek ortaya çıkan halka arz fiyatlarının gerçekçiliğini tartışmaya açmak.
- e. İşletmelerin kârlarını yüksek gösterme yöntemlerini uygulayıp uygulamadığı konusundaki bilgi eksikliğini gidermek.
- f. Yatırımcıları kârların gerçekçiliği konusunda bilgilendirmek.
- g. IMKB'nin teorik ve uygulamalı bilgi çerçevesinin oluşmasına katkıda bulunmak.

Çalışmanın önemi, ülkemiz muhasebe yazınında kârların yüksek gösterilmesi uygulamaları konusunda yeterli çalışmaların yapılmamış olması ve halka arz işlemleri öncesi işletmelerin kârlarını yüksek gösterip göstermediği, eğer yüksek gösteriyorlar ise de hangi ölçüde yüksek gösterme uygulamasına gittiğinin henüz ortaya çıkarılmamış olmasıdır. Ayrıca çalışma sonunda elde edilecek bulgularla halka arz fiyatlamasının ne kadar gerçekçi olduğu sorgulanacaktır. Yatırımcılar genellikle işletmenin hisse senetlerine taleplerini belirlerken işletmelerin bu tip uygulamaya gittiklerini düşündükleri için halka arz fiyatında iskonto yapmaktadırlar. Çalışmadan elde edilecek bulgularla yapılan iskontonun ne derecede haklı olduğu ortaya çıkarılacaktır.

### 3. Çalışmanın Yöntemi ve Kullanılacak Veriler

#### 3.1. Çalışmanın Yöntemi

Çalışmanın üçüncü bölümünde istatistiki yöntem kullanılarak 1994-2001 yılları arasında hisse senetleri halka arz edilen işletmelerin halka arz öncesindeki dönemde tahakkukları kullanarak kârlarını yüksek gösterip göstermedikleri incelenecektir. Araştırmacılar, kullandıkları araştırma yöntemlerinde iki temel noktayı incelemektedirler, seçilen muhasebe yöntemleri (politikaları) ve tahakkukların yönetimi. Muhasebe yöntemlerindeki değişiklikler analistler tarafından daha kolay ortaya çıkarılabilirken, tahakkukların yönetimi sonucu gerçekleşen kârın farklı gösterimi uygulamasını ortaya çıkarabilmek daha detaylı istatistiki çalışma gerektirmektedir. Ayrıca tahakkuklar, muhasebe yöntemlerinin seçimi, gelirlerin ve giderlerin tanınmasının zamanlaması, tahminlerde yapılan değişikliklerin de göstergesi olarak karşımıza çıkmaktadır<sup>8</sup>.

Tahakkukların kârın yüksek gösteriminin ortaya çıkarılmasında kullanılmasının nedeni, yöneticilerin gelirlerin ve giderlerin zamanlarındaki takdirlerini kullanarak kârlarını değiştirebilmeleridir. Kârını yüksek göstermek isteyen bir işletme yöneticisi bir sonraki dönemde gerçekleşmesi beklenen geliri içinde bulunulan döneme aktarabilir ya da içinde bulunulan dönemde gerçekleşme olasılığı bulunan bir gideri erteleyerek bir sonraki döneme aktarabilir. Bu anlamda tahakkuk esası ile nakit esasındaki farklılıklar önemlidir. Her iki yöntem arasındaki fark zamanla ilgilidir. Bir işletmenin faaliyet süresinin toplamında tahakkukları ile nakdi arasında fark olmayacaktır<sup>9</sup>. Kısa vadede ise gelirler ve giderler dönemsellik ilkesine göre ele alındığında tahakkuk esası ile nakit esasında belli bir miktarda fark olması kaçınılmazdır. Eğer bir işletmenin tahakkuklarının tutarı kârını yüksek göstermek istediği dönemde önemli ölçüde yüksek çıkıyorsa, bu durumda o işletmenin kârını yüksek gösterdiği düşünülebilir. Burada

<sup>8</sup> DuCharme, Malatesta, ve Sefcik, (2000), a.g.m. , s. 10

<sup>9</sup> Jones, (1991), a.g.m. , 211

dikkat edilmesi gereken bir nokta da tahakkukların işletmenin normal faaliyetlerinin sonucu olarak ortaya çıkıp çıkmadığıdır. Araştırmacılar işletmenin normal faaliyetleri sonucu ortaya çıkan tahakkukları takdire bağlı olmayan (nondiscretionary) tahakkuklar olarak adlandırmışlar, tahakkukların normal faaliyetlere bağlı olmayıp kârı yüksek gösterme amacıyla şekillendirilen kısmını da takdire bağlı (discretionary) tahakkuklar olarak adlandırmışlardır.

Araştırmalarda tahakkuklar iki farklı türde hesaplanmıştır. Jones<sup>10</sup> çalışma sermayesi tahakkuklarını kullanarak hesaplama yapmıştır. Çalışma sermayesi tahakkuklarını hesaplamak için işletmenin iki hesap dönemi arasındaki hazır değerler ve menkul kıymetler dışında kalan dönen varlıklarından kısa vadeli borçların uzun vadeli kredilerin kredi anapara taksit ve fazileri dışında kalan kısmı arasındaki farkdaki değişim bulunarak hesaplanır.

$$\text{Toplam Tahakkuklar} = \Delta [(\text{Dönen Varlıklar} - \text{Hazır Değerler} - \text{Menkul Kıymetler}) - (\text{Kısa Vadeli Borçlar} - \text{Uzun Vad. Kre. Anapa. Tak. ve F.} - \text{Ödenecek Vergi})]$$

Bu hesaplama yöntemi, çalışma sermayesindeki tahakkuk esasları ile nakit esasları arasındaki farkı verecektir.

Çalışmada takdire bağlı (discretionary) tahakkuklar hesaplanırken halka arz öncesi kıyaslama dönemindeki tahakkuk tutarı baz alınacak ve halka arz döneminde tahakkukların ne ölçüde değiştiği test edilecektir. Eğer işletmenin büyümesi de dikkate alındığında halka arz döneminde tahakkukların tutarı önemli derecede artıyorsa bu durumda tahakkukların artan kısmının takdire bağlı olarak şekillendirildiği sonucu çıkarılacaktır. Basit olarak örnek vermek gerekirse, halka arz öncesindeki yılda (T-1) işletmenin satışlarının 100.000 YTL ve toplam tahakkuk miktarının da 10.000 YTL olduğu farz edilirse, halka arz döneminde (T0) işletmenin %50 büyüdüğü, yani satışların

<sup>10</sup> a.e. , s. 207



150.000 YTL'na yükseldiği, buna karşılık da tahakkuk tutarının da 30.000 YTL olduğu görüldüğünde bu işletmenin kârını yüksek gösterdiği sonucu çıkartılabilir. Çünkü normal şartlarda tahakkukların tutarı satışların %10'u olarak gerçekleşmektedir. Buna karşılık halka arz döneminde bu oran %20 olmuştur. 30.000 YTL'lık tahakkuk tutarının 15.000 YTL'lık kısmı işletmenin normal faaliyetlerinden oluşan takdire bağlı olmayan (nondiscretionary) tahakkuklardan oluşmakta, geri kalan 15.000 YTL'lık kısmı da takdire bağlı (discretionary) tahakkuklardan oluşmaktadır.

Çalışmada tahakkuklar ile halka arz arasındaki ilişkiyi tahmin etmek için regresyon analizi kullanılacaktır. Temel olarak aşağıdaki regresyon denklemi kullanılacaktır.

$$TTAH_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta SATIŞ_{it} + \beta_2 DVARLIK_{it} + e_{it}$$

$TTAH_{it}$  i işletmesinin t yılındaki toplam tahakkukları

$\Delta SATIŞ_{it}$  i işletmesinin t yılındaki net satış miktarı ile ticari alacakları arasındaki farkın t-1 yılına göre değişimi

$DVARLIK_{it}$  i işletmesinin t yılındaki duran varlıklarının toplamı

İşletmenin takdire bağlı olmayan tahakkuklarını etkileyecek faktörler ve satışlarındaki değişim, duran varlıkları ile açıklanan büyüklük faktörüdür. Bu faktörlerle açıklanamayacak olan kısım ise işletmenin takdire bağlı tahakkukları olacaktır.

Bu yöntemin bir sonraki adımı işletme büyüklüklerindeki farklılıkları gidermek için tüm değişkenlerin işletmenin (T-1) dönemindeki toplam varlıklarına bölünmesi olacaktır:

$$TTAH_{it}/TV_{it-1} = \beta_0 [1/TV_{it-1}] + \beta_1 [\Delta SATI\text{Ş}_{it}/TV_{it-1}] + \beta_2 [DVARLIK_{it}/TV_{it-1}] + e_{it}$$

Çalışmada ayrıca sonuçlar işletmelerin içinde buldukları endüstri kollarına, halka arzın gerçekleştiği yıllara ve halka arz dönemlerine göre regresyon analizi tekrar gerçekleştirilecek ve de bu sonuçların ışığında kârın yüksek gösterimi olgusu incelenecektir.

Çalışmada aşağıdaki hipotezler test edilecektir:

1. Halka arz öncesinde işletmelerin takdire bağlı tahakkukları artmaktadır.
2. Halka arz yılında işletmelerin takdire bağlı tahakkukları artmaktadır.
3. Halka arz sonrasındaki yıllarda işletmelerin takdire bağlı tahakkukları azalmaktadır.

### *3.2. Kullanılacak Veriler*

Çalışmada 1994-2001 yılları arasında IMKB’de halka arz edilen işletmeler belirlenecek ve sektör bazında kriterlere uymayan işletmeler elenerek örneklem kümesi ortaya çıkacaktır. Daha sonra IMKB tarafından yayınlanan günlük bültenlerden söz konusu işletmelerin halka arz izahnameleri elde edilecektir. İzahname, halka arz öncesi işletmelerin IMKB’ye yollamaları gereken ve içinde işletmeyi tanıtıcı bilgilerin yer aldığı formdur. İzahnamede işletme hakkında genel bilgiler, halka arz ile ilgili bilgiler, satış ve fiyat tespiti ile ilgili bilgiler, halka arzdan önceki üç yıllık finansal tabloları, kar dağıtım tabloları, kaynak kullanım tabloları, finansal tablolara ilişkin açıklamalar, mali analize ilişkin bilgiler, işletme yönetimi ve yöneticileriyle ilgili bilgiler, işletme faaliyetleri, ürün ve pazarlar hakkında genel bilgiler yer almaktadır.

1994-2001 yılları arasında IMKB halka açılan işletmelerden gayrimenkul yatırım ortaklıkları, yatırım ortaklıkları, sigorta işletmeleri, bankalar, finansal kiralama şirketleri, risk sermayesi yatırım ortaklıkları, menkul değerler işletmeleri, faktoring kuruluşları ve finans kurumları çıkarılacak ve kalan işletmeler ile istatistiki çalışma gerçekleştirilecektir. Her işletmenin izahnamesi elde edilecek ve yukarıda belirtilen şekilde izahnamelerde yer alan bilgiler ışığında işletmelerin finansal tablolarından elde edilecek tahakkuk toplamı ve diğer bilgiler kullanılarak regresyon analizi tamamlanacaktır.

#### **4. Çalışmanın Yapısı**

Çalışmanın birinci bölümünde kâr kavramı ve halka arz ile ilgili teorik bilgiler sunulacaktır. Bu bölümde kârın tanımı, kârın saptanmasında kullanılan yaklaşımlar ve kârın gelir tablosu sınıflandırmasına göre ve nakit veya tahakkuklardan oluşmasına göre ortaya çıkan kârın unsurları incelenecektir. Daha sonra, halka açılma ile ilgili teorik bilgiler sunulacak ve ülkemizdeki düzenlemelere göre oluşan halka arz süreci incelenecektir.

Çalışmanın ikinci bölümü kârın yüksek gösterilmesi olgusu üzerinedir. Bu bölümde işletmelerin kârı yüksek göstermelerinin ardındaki nedenler incelenecek, daha sonra işletmelerin kârlarını yüksek göstermek için kullandığı yöntemler Uluslararası Muhasebe Standartları (UMS) ve ülkemiz mevzuatları çerçevesinde ortaya konacaktır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde hisse senetleri halka arz edilen işletmelerin kârlarını yüksek gösterip göstermediğini ortaya çıkarabilmek amacıyla istatistiki çalışma yapılacaktır. Bu bölümde kullanılacak yöntemlerle ilgili uluslar arası çalışmalar

incelenecek, daha sonra örnekleme yer alan işletmelerin finansal verileri kullanılarak gerçekleştirilen çalışmanın sonuçları ortaya konulacak ve bu sonuçlar tartışılacaktır.

Çalışma, sonuç ve önerilerle sona erecektir.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### İŞLETME KÂRI VE HALKA AÇILMA

Bu bölümde, bu çalışmanın konusunu oluşturan kâr kavramı ve halka açılma ile ilgili bilgiler verilecektir. İlk bölümde kârın tanımı yapılacak, daha sonra kârın saptanması ve kârın unsurları üzerinde durulacaktır. Bu bölümün diğer konusu olan halka açılma ile ilgili olarak, halka açılma kavramı, halka açılmanın nedenleri ve ülkemizdeki hisse senetlerinin halka arz süreci konuları ele alınacaktır.

#### 1.1. Kâr Kavramı

##### 1.1.1. Kârın Tanımı

Finansal muhasebenin önemli amaçlarından bir tanesi, kullanıcılarına işletmenin gelecekteki performansı hakkında öngöründe bulunabilmeleri için bilgi sağlamaktır. Yatırımcılar ve işletmeye borç sağlayan kreditorler, işletmenin gelecekteki finansal durumunu ölçebilmek için bu bilgilere sahip olmak isterler. İşletmelerin nihai hedefi kâr elde ederek, ortaklarının servetini artırmaktır. Kâr bu amaca ulaşmak için ulaşılmaması gereken bir hedeftir. İşletme kârı yüksek çıktığında o işletmenin faaliyetlerinin başarılı bir şekilde yürütüldüğü kanısına varılır. Bu açıdan bakıldığında kâr, işletmeleri birbirleriyle karşılaştırmanın ve performansının ölçüsüdür.

Kârın tanımlanmasında farklı yaklaşımlar ortaya çıkmaktadır. Ekonomi biliminde kârın tanımlanmasında farklı bakış açılarına göre farklı kavramlar ortaya çıkmıştır. Bu yaklaşımlardan biri kârı üretim faktörlerinden olan girişimcinin aldığı riskler ve üretim

faktörlerini bir araya toplaması sonucunda yarattığı değer artışı olarak tanımlamaktadır<sup>1</sup>. Buna göre kâr yöneticinin ücretini, kapital faizini ve iş hayatının getirdiği belirsizlikleri de içerir<sup>2</sup>. Diğer bir yaklaşım ise kârı bir işletmenin toplam gelirinden bütün kullanılan girdilerin toplam fırsat maliyetinin çıkarılmasının sonucu olarak tanımlamaktadır<sup>3</sup>. Bu yaklaşıma göre işletme kârı hesaplanırken işletmeye konan sermayenin fırsat maliyetlerinin de hesaba katılması gerekmektedir. Oldukça kabul gören bir başka tanıma göre ise kâr, işletmenin iki dönem arasındaki değeri arasındaki farktır. Bu tanım Hicks'in kâr tanımına dayanmaktadır. Hicks'e göre kâr, "haftanın sonunda haftanın başındaki servetin aynısına sahip olmak kaydıyla, hafta boyunca tüketilebilecek en fazla tutar" dır<sup>4</sup>. Bu tanım işletmelere uyarlandığında, işletmenin yıl sonunda yılın başındaki servetinin aynısına sahip olmak kaydıyla ortaklarına dağıtabileceği en fazla tutar tanımına ulaşılabilir<sup>5</sup>. Bu tanım, servetin nasıl hesaplanabileceği konusuna açıklık getirmemektedir. Servetin hesaplanmasında iki temel yaklaşım bulunmaktadır. Bunlardan birincisi bugünkü değer yaklaşımıdır. İşletmenin varlıklarından ileride elde edilecek faydanın yılın başındaki net bugünkü değeri ile yılın sonundaki net bugünkü değeri ile karşılaştırılması sonucunda işletmenin kârı ortaya çıkar. Diğer yaklaşım ise işletmenin varlıklarının ve borçlarının değerinin hesaplanmasına dayanmaktadır<sup>6</sup>. Varlık ve borçların değerlerinin hesaplanmasında çeşitli değerlendirme ölçüleri mevcuttur. Bu ölçüler, maliyet bedeli, rayiç bedel, itibari değer, yerine koyma bedeli, net gerçekleştirilebilir değer gibi ölçülerden biri veya birkaçı olabilir. Ancak, yılın başındaki servet ile yılın sonundaki servetin karşılaştırılabilmesi ancak işletmenin varlık ve borçlarının piyasa değerlerinin karşılaştırılması ile mümkün olabilir. Ekonomik kârı

---

<sup>1</sup> İlker Parasız, **İktisada Giriş**, 7. Basım, Bursa, Ezgi Kitabevi, 2003, s.221

<sup>2</sup> Gülten Kazgan, **İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi**, 9. Basım, İstanbul, Remzi Kitabevi, 2000, s. 150-151

<sup>3</sup> Parasız, a.g.e. s.124

<sup>4</sup> Richard Lewis, David Pendrill, **Advanced Financial Accounting**, Londra, Financial Times Prentice Hall, 2000, s. 43: "J.R. Hicks, **Value and Capital**, 2. Basım, Oxford, Oxford University Press, 1948, s. 172"

<sup>5</sup> Patrick R. Delaney, Barry J. Epstein, Ralph Nach ve Susan Weiss Budak, **Wiley GAAP 2004: Interpretation and Application of Generally Accepted Accounting Principles**, New Jersey, John Wiley & Sons, 2003, ss. 61-62

<sup>6</sup> Lewis ve Pendrill, a.g.e., ss. 43-44

ölçebilmek için, işletmenin değerindeki değişimleri de ölçebilmek, işletmenin maddi ve maddi olmayan varlıklarının değerlerinin ölçülerini bilebilmek, kullanılan kaynakların fırsat maliyetlerini de doğru olarak ölçebilmek gerekmektedir. İşletmelerin faaliyetleri kârın hesaplanabilmesi için kesilemeyeceği ve piyasa değeri birçok varlık için tam ve kesin olarak hesaplanamayacağı için pratikte ekonomik kârı ölçebilmek neredeyse imkansızdır. Ekonomik kâr ancak ve ancak işletmenin tasfiye edildiğinde tam ve kesin olarak hesaplanabilir. Böylece işletmenin kuruluşundaki varlıklarının değeri tam olarak bilindiği ve tasfiye edildiğinde de tasfiye değeri bilindiği için yapılan karşılaştırma kesin sonuç verecektir.

Ekonomistlerin yaptıkları tanımlamalara karşılık, muhasebe bilimi uygulama ile daha yakından ilişkili olduğu için kâr tanımı daha pratik yaklaşımlarla ele alınmıştır. Muhasebede bilgilerin ölçülebilir, anlamlı ve güvenilir olması gerekmektedir<sup>7</sup>. Bu nedenle, muhasebe süreci sonucunda oluşturulan bilgilerin hangi işlemler tarafından oluşturulduğu, tarafsız gözlerce de doğrulanabilir olması gerekmektedir. Kârın tanımlanması ve ölçülmesinde, muhasebe bilgilerinin kullanıcıları açısından da farklı yaklaşımlar bulunmaktadır. İşletmeye yatırım yapmak üzere olan kreditorler ve yatırımcılar açısından bakıldığında, kârın işletmeye gelecekte pozitif nakit akımı sağlaması gerekmektedir. Bu gruplar, işletmenin performansının ölçüsü olan kârdan yola çıkarak, gelecekte işletmenin yaratacağı nakit akımları konusunda bilgi sahibi olmayı beklerler. Muhasebede oluşan kâr tutarı tahakkuk esasına göre ortaya çıkmaktadır, bu nedenle gelir ve giderlerin kaydedilmesinde ödeme değil, gerçekleşme öne çıkmaktadır. Yine de bu gelir ve giderlerin ödemelerinin gerçekleşeceğinden yola çıkılarak, işletme kârı sayesinde gelecekte nakit akımlarının hangi yönde oluşacağı öngörülebilir. İşletme kârına dayanarak vergi alan kamu otoritesine göre ise kâr, işletmenin ödeyeceği verginin hesaplanması için bir araç niteliğindedir. Vergi tutarının hesaplanmasında kullanılan mali kâr ile işletmenin gerçekte elde ettiği kâr tutarı aynı olmayabilir. Devlet otoritesi,

---

<sup>7</sup> FASB, Statement of Financial Accounting Concepts No. 5, **Recognition and Measurement in Financial Statements of Business Enterprises**, Aralık 1984, para. 63

kâr unsurlarını değiştirerek, gelirlerin ve giderlerin hesaplanmasında farklı ilkeler benimseyebilir. Bu iki yaklaşım sonucunda, ticari kâr ve mali kâr kavramları da ortaya çıkmaktadır.

Bütün bu yaklaşımlara rağmen muhasebede kârın temelde iki tanımı bulunmaktadır. Birincisi işletmenin faaliyetleri sonucundaki gelirleri ile o gelirlerin yaratılması sırasında faaliyetler için katlanılan giderler arasındaki fark ve ikincisi ise şirket faaliyetleri sonucu sahiplerin özvarlığının artması<sup>8</sup>. Gelir tablosunun sonunda raporlanmış olan kâr tutarından giderek kârı tanımlayan yaklaşıma gelir tablosu veya işlemsel<sup>9</sup> (transactional) yaklaşım adı verilmektedir. İşlemsel yaklaşım, finansal tablo rakamlarının bir değişim sonucu ortaya çıktığı varsayımına dayanır. Buna göre kâr, işletmenin işletme dışı unsurlarla gerçekleştirmiş olduğu işlemler sonucu ortaya çıkmaktadır<sup>10</sup>. Gelirler ve giderler, içinde gerçekleştikleri dönemlerde dönemsellik ilkesine göre karşılaştırılır ve aradaki fark işletmenin o dönemde elde etmiş olduğu kâr olarak raporlanır. İkinci yaklaşımda kâr, temettüler ve sermaye hariç tutulmak üzere, işletmenin iki tarih arasındaki net varlıklarındaki değişimdir<sup>11</sup>.

### *1.1.2. Kârın Saptanması*

Birbirinden farklı amaçlar ve yöntemlerle kârın hesaplanmasında ticari kâr, mali kâr, gelir tablosu yaklaşımına göre hesaplanan kâr, bilanço yaklaşımına göre hesaplanan kâr ve kapsamlı kâr gibi farklı kavramları ortaya çıkmaktadır. Aşağıda, bu yaklaşımlar incelenerek kârın oluşum süreci ve raporlanması tartişılacaktır.

---

<sup>8</sup> Cengiz Erdamar, Feryal Orhon Basık, **Finansal Muhasebe ve Tekdüzen Muhasebe Sistemi**, İstanbul, Dönence Basım Yayınevi, 2003, s.41

<sup>9</sup> Ahmed Riahi-Belkaoui, **Earnings Measurement, Determination, Management, and Usefulness: An Empirical Approach**, Londra, Quorum Books, 1999, s.1

<sup>10</sup> Richard G. Schroeder, Myrtle W. Clark, Jack M. Cathey, **Financial Accounting Theory and Analysis**, 7. Basım, New York, John Wiley & Sons, 2001, ss. 68-69

<sup>11</sup> Tim Sutton, **Corporate Financial Accounting and Reporting**, Londra, Financial Times Prentice Hall, 2000, s. 135.



### 1.1.2.1. Ticari Kâr – Mâli Kâr Ayrımı

Genel kabul görmüş muhasebe ilkelerinin uygulanması sonucunda elde edilen kâr rakamı işletmenin ticari kârıdır. Buna göre, ticari kâr işletmenin gelir tablosunda raporlanan ve bilançoya aktarılan kârdır. Muhasebe ilkeleri, işletmenin mali yapısını korumak amacıyla kârın yüksek gösterilerek işletmenin mali yapısının olduğundan iyi gösterilmesini engelleyecek çeşitli düzenlemeler içermektedir. Böylece, yüksek değerlendirme ile kârı yüksek göstererek sermayenin temettü şeklinde dağıtılmasına engel olunarak, potansiyel yatırımcıların ve işletmeden alacaklı durumda olan üçüncü şahıs ve kurumların korunması amaçlanmıştır<sup>12</sup>. Türk Ticaret Kanunu da özel hukuk ilişkilerini düzenlediği için, aynı amaçla değerlendirme ile ilgili hükümlerde en üst sınırların tanımı yapılmış ve de kârın olduğundan daha fazla gösterilerek dağıtılması önlenmiştir.

Enflasyonun yüksek olduğu ortamlarda gerçekleşen kârın bir kısmı da sadece enflasyon nedeniyle oluşan gerçek olmayan (zahiri) kârlar da bulunmaktadır<sup>13</sup>. Bu durum hem işletmenin kazanılmamış kârların vergilendirilmesine hem de özsermayesinin bir kısmının kâr payı olarak dağıtılmasına neden olmaktadır. Özsermayenin hem satın alma gücü hem de üretim gücü açısından korunabilmesi için yedeklerin ayrılması zorunlu tutulmuştur. Tüm bu nedenlerden dolayı, TTK'nın 458, 466 ve 467. maddelerinde sırasıyla gizli yedek akçe, kanuni yedek akçe ve ihtiyari yedek akçe ile ilgili düzenlemeler yapılmıştır. Gizli yedek akçeler, "...aktiflerin bilanço günündeki kıymetlerinden daha aşağı bir kıymetle bilançoya konması veya başka suretle<sup>14</sup>..." şeklinde ayrılır. TTK, muhasebe ilkeleri ve Sermaye Piyasası Kanunu varlıkların değerlemesinde üst sınır belirleyerek gizli yedek akçe ayrılmasını teşvik etmektedir. Ayrıca, "...safî karın yirmide birinin ödenmiş esas sermayenin beşte birini buluncaya

---

<sup>12</sup> Ümit Ataman, **Genel Muhasebe: Muhasebeye Dönem Sonu İşlemleri Cilt II**, İstanbul, Türkmen Kitabevi, 1999, s. 21

<sup>13</sup> Ümit Gücenme, **Ticaret İşletmelerinde Envanter İşlemleri**, Bursa, Marmara Kitabevi Yayınları, 2000, ss. 8-9

<sup>14</sup> Türk Ticaret Kanunu, Madde 458

kadar<sup>15</sup>...” zorunlu yedek akçe ayrılması gerekmekte ve işletmenin ana sözleşmesine hüküm konularak ihtiyari yedek akçe ayrılması da sözkonusu olabilmektedir. Sadece gizli yedek akçe, işletmenin kârını düşürmekte, diğer yedek akçeler ise işletme kârı ortaya çıktıktan sonra hesaplanmaktadır.

Vergi kanunları hükümleri gereğince hesaplanan ve vergi matrahını oluşturan kâr işletmenin mâli kârıdır. Devletin elde edeceği vergi gelirlerinde kayba neden olmamak için, TTK ve SPK'nın tersine, vergi kanunlarında varlıkların daha düşük değerle değerlendirilmesini engelleyen, bazı giderleri kanunen kabul edilmeyen giderler olarak tanımlayan, bazı gelirleri de çeşitli teşvik hükümleri nedeniyle vergiden muaf gelirler olarak tanımlayan hükümler bulunmaktadır<sup>16</sup>.

Mâli kârın hesaplanmasında ticari kâra kanunen kabul edilmeyen giderler eklenir ve vergiden muaf gelirler toplam tutardan çıkarılır. Çıkan sonuç işletmenin üzerinden vergi ödeyeceği kârdır.

#### *1.1.2.2. Gelir Tablosu - Bilanço Yaklaşımı*

Gelir tablosu yaklaşımına göre işletmenin muhasebe dönemi içinde elde ettiği gelirler ile giderler arasındaki fark işletmenin o dönemde elde ettiği kârıdır. Gelir tablosu yaklaşımı aynı zamanda gelir/gider yaklaşımı veya eşleştirme (matching) yaklaşımı olarak da adlandırılmaktadır. Bu yaklaşım, gelirlerin ve giderlerin ilgili dönemlerde eşleştirilmesi ilkesine dayanmakta ve işletmenin gelirleri ile giderleri arasındaki farkın ölçülmesine odaklanmaktadır<sup>17</sup>. Bu anlamda gelir tablosu yaklaşımına göre kârın saptanması konusu incelendiğinde, gelir tablosunun özellikleri ve bu özellikleri oluşturan gelirler ve giderlerin nasıl saptandığının da ele alınması gerekmektedir.

---

<sup>15</sup> Türk Ticaret Kanunu, Madde 466

<sup>16</sup> İlgili hükümler için bkz. Gelir Vergisi Kanunu Madde 40, 41, Kurumlar Vergisi Kanunu Madde 14, 15 ve Vergi Usul Kanunu'nun değerlendirme ile ilgili hükümleri.

<sup>17</sup> Rihai-Belkaoui (1999),a.g.e., s. 3

Gelir tablosu, muhasebe dönemi süresince gerçekleşen işletme faaliyetlerinin sonucu ile bu sonucunun bileşenlerinin raporlandığı finansal tablodur<sup>18</sup>. İşletmenin belirlenmiş bir zaman dilimi içindeki performansını ölçer ve raporlar. Gelir tablosunun muhasebe dönemleri tarafından ayrılmış zaman dilimleri arasında yapmış olduğu performans ölçümü bir taraftan da bu tablo için bir zayıflık oluşturmaktadır<sup>19</sup>. İşletmeler sürekli olarak faaliyette buldukları, bir taraftan mal veya hizmet ürettikleri, diğer taraftan ise çeşitli gider ve maliyetlere katlandıkları için gelir tablosunun içerdiği muhasebe döneminin son gününde bazı işlemler henüz tamamlanmamış durumda kalacaktır. Bu nedenle de dönemsellik ilkesi gereği, muhasebe döneminin sonunda yapılan ayarlama kayıtları aracılığıyla bu tamamlanmanın derecesi ölçülerek gelirler ve giderler ait oldukları dönemlere kaydedilmektedir. Bu durum yine de belli tahminler içermektedir ve işletmenin performansının doğru ölçülmesi tahminlerin hangi ölçüde doğru yapıldığı ile yakından ilgilidir.

Gelir tablosunu oluşturan bileşenlerden bir tanesi işletmenin gelirleridir. Gelir, işletmenin bir dönem içindeki faaliyetlerinin sonucunda elde ettiği yararların brüt tutarı olarak tanımlanabilir<sup>20</sup>. Gelirler, işletmenin bir dönem içinde ana faaliyet konusunu oluşturan işlemler sonucu oluşur. Gelir tablosu yaklaşımında, gelirler dışakış (outflow) kavramına göre ele alınırlar. Bu kavramda gelirler mal ve hizmetlerin işletmeden dışarıya doğru akışı sonucu oluşur<sup>21</sup>. Mal satışı, hizmet verilmesi gibi örneklerde işletmeden dışarıya doğru bir mal ve hizmet akışı söz konusudur. Hangi işlemlerin gelir olarak tanımlanacağı ve bu gelirlerin hangi muhasebe dönemine ait olacağı muhasebe kuramı ve uygulamasında oldukça önemli bir problem teşkil etmektedir. İhtiyatlılık ilkesine göre gelirler ancak gerçekleştikten veya gerçekleşmesi kesinleştikten sonra kaydedilebilir. Burada gerçekleşme kavramı, nakde dönüşme değil, nakit talep etme

---

<sup>18</sup> Orhan Çelik, “İşletme Performansının Ölçülmesinde Bir Klasik Araç Olarak Gelir Tablosu: Teorisi, İlkeleri ve Sınırlılıkları”, **Muhasebe ve Denetim Bakış**, Sayı: 10, Eylül 2003, s. 69

<sup>19</sup> Delaney, Epstein, Nach ve Budak (2003), a.g.e. s. 59

<sup>20</sup> Çelik (2003), a.g.m., s. 70

<sup>21</sup> Riahi-Belkaoui (1999), a.g.e. s. 3

hakkının doğması olarak ele alınmalıdır<sup>22</sup>. Gelirin tanınması için, gelir elde etme sürecinin tamamlanması ve değişim işleminin oluşmuş olması gerekmektedir. Böylece gelirin tutarı ve de zamanlaması ortaya çıkmış olur.

Giderler, işletmenin faaliyetlerini sürdürebilmek ve gelir elde edebilmek için kullandığı ve tükettiği girdilerin, faydası tükenmiş maliyetlerin gelirden düşülen kısmıdır<sup>23</sup>. Giderler, işletmenin ana faaliyet konusunu oluşturan işlemler sonucu oluşurlar. Bir değişim işleminin gider olarak tanımlanabilmesi için o işletmenin o işlem sonucu bir fayda (gelir) sağlamış olması ve bu faydanın tüketilmiş olması gerekmektedir. Yine dönemsellik ilkesi gereği, işletmenin maliyet olarak tanımladığı çeşitli girdilerin, ilgili gelir faaliyeti ile eşleştirilmesi sonucu gider ortaya çıkmaktadır.

Gelirler ve giderler işletmenin işletme dışı kesimlerle gerçekleştirdiği değişim işlemleri sonucu oluşmaktadır. Bu değişimin özetlenmesi sonucu oluşan gelir gider farkı gelir tablosu, gelir/gider yaklaşımı ya da eşleştirme yaklaşımı sonucu oluşan işletme kârıdır.

Bilanço yaklaşımında kâr, varlık ve borçlarda oluşan değişimler sonucu ortaya çıkar. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından yayımlanmış olan Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğ'de kâr<sup>24</sup>, "...ortakların katkısı ve ortaklara dağıtılan tutarlar hariç olmak üzere, dönem sonundaki net varlıkların finansal (parasal) tutarının dönem başındaki net varlıkların finansal (parasal) tutarından fazla olan kısmı..." olarak tanımlanmıştır. Diğer taraftan, Gelir Vergisi Kanunu da kârın tespitini bilanço yaklaşımı ile yapmıştır<sup>25</sup>.

---

<sup>22</sup> Ufuk Mısırlıoğlu, "Gelirin Tanınma Kuralları ve Küresel Hatalar", **Vergi Sorunları**, 2003, Sayı 175, s. 116

<sup>23</sup> Çelik (2003), a.g.m., s.71

<sup>24</sup> Sermaye Piyasası Kanunu, **Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğ**, Seri XI. No. 25, madde. 51

<sup>25</sup> Gelir Vergisi Kanunu, madde 38

*“Bilanço esasına göre ticari kazanç, teşebbüsdeki öz sermayenin hesap dönemi sonunda ve başındaki değerleri arasındaki müsbet farktır. Bu dönem zarfında sahip veya sahiplerce:*

*1. İşletmeye ilave olunan değerler bu farktan indirilir;*

*2. İşletmeden çekilen değerler ise farka ilave olunur.*

*Ticari kazancın bu suretle tespit edilmesi sırasında, Vergi Usul Kanunu'nun değerlemeye ait hükümleri ile bu kanunun 40 ve 41'inci maddeleri hükümlerine uyulur.”*

Bu yaklaşım kâra sadece işletme tarafından ihtiyatlılık ilkesine göre tanınmış olan gelirler ve giderler açısından değil, işletmenin bilançosunda yer alan net varlıklarındaki değişim açısından bakmaktadır. Bu yaklaşıma bilanço, varlık-borç veya sermayenin korunması<sup>26</sup> (capital maintenance) yaklaşımı adı verilmektedir. Bu anlamda gelir tablosunda raporlanmış olan kâr sadece dağıtılabılır kâr olarak görülmekte, bilanço yaklaşımındaki kâr ise işletmenin genel değerlemesi sonucu ortaya çıkan kâr olarak görülmektedir.

Bilanço yaklaşımında gelir ve giderlerle ilgili yaklaşım da farklıdır. Gelirler içakış (inflow) kavramına göre ele alınmaktadırlar. Bu kavramda gelir oluşması için işletmeye varlık girişi olması ya da işletmenin faaliyetleri sonucunda varlıklarında artış olması gerekmektedir<sup>27</sup>. Amerikan Finansal Muhasebe Standartları Kurulu'nun (Financial Accounting Standards Board-FASB) gelir tanımı da gelirleri bu yaklaşımla tanımlar. Gelirler, işletmenin sürmekte olan, önemli veya ana faaliyet konusuna ait işlemleri sonucunda varlıklarında gerçekleşen artışların (ya da iyileşmelerin) veya borçlarında meydana gelen azalışların ayrı ayrı veya birlikte gerçekleşmesi sonucu oluşur<sup>28</sup>. SPK da

---

<sup>26</sup> Riahi-Belkaoui (1999), a.g.e. s. 3

<sup>27</sup>a.e. s. 3

<sup>28</sup> FASB, Statement of Financial Accounting Concepts (SFAC) No. 6, **Elements of Financial Statements**, para. 78

geliri benzer şekilde tanımlamıştır<sup>29</sup>. Gelirler, “hesap dönemi içerisinde, ortakların katkısı haricinde öz sermayenin artmasını sağlayan, varlıkların değerinin artması, varlık girişi veya yükümlülüklerin azalması şeklinde ekonomik faydadaki artıştır.” Giderler ise işletmenin sürmekte olan, önemli veya ana faaliyet konusuna ait işlemleri sonucunda varlıklarında gerçekleşen azalışların veya borçlarında meydana gelen artışların ayrı ayrı veya birlikte gerçekleşmesi sonucu oluşur<sup>30</sup>. Yine SPK’na göre gider, “hesap dönemi içinde, hissedarlara dağıtım dışında öz sermayenin azalmasıyla sonuçlanacak şekilde, varlık çıkışı, varlıkların tükenmesi veya yükümlülüklerin artması suretiyle ekonomik faydanın azalışı” şeklinde tanımlanmıştır. Bilanço yaklaşımında kârı oluşturan unsurlar sadece gelir ve giderler değildir. Bunların dışında kazanç ve kayıplar da kârı etkileyen unsurlardır.

Kazançlar gelir yaratan veya işletmeye sermaye eklenmesi dışındaki işlem ve ekonomik olaylar dışında özsermayede meydana gelen artışlardır<sup>31</sup>. Kazançlar ile gelirler arasında üç temel fark bulunmaktadır. Gelirler işletmenin ana faaliyetleri sonucu oluşurken kazançlar rastlantıya bağlı veya yan faaliyetleri sonucu oluşurlar<sup>32</sup>. Örneğin, bir üretim veya ticaret işletmesinin yatırım amacıyla satın aldığı menkul değerlerden elde ettiği kazançlar bu işletmenin ana faaliyet konusunu oluşturmazlar. Ancak aynı işlem eğer bir banka tarafından gerçekleştirilmişse bu işlem kazanç değil gelir olarak adlandırılmalıdır. Kazanç ve gelir arasındaki bir başka fark ise, gelirlerin yapılan bir işlem sonucu kazanılmış olması, kazancın ise karşılıklı olmayan bir işlem sonucu oluşmasıdır. Örneğin bir işletme yatırım amacıyla satın aldığı hisse senetlerini SPK’na göre bilanço gününden önceki beş gün boyunca oluşan günlük ağırlıklı ortalama fiyatların ağırlıklı ortalaması ile değerler<sup>33</sup>. Bu değerlendirme sonucu eğer kazanç oluşmuşsa, bu kazanç işletmenin hisse senetlerini satması sonucu değil, bu hisse senetlerinin değer kazanması

---

<sup>29</sup> SPK, Seri XI, No. 25, madde 38

<sup>30</sup> FASB, SFAC No. 6, para. 80

<sup>31</sup> FASB, SFAC No. 6, para. 82

<sup>32</sup> FASB, SFAC No. 6, para. 87

<sup>33</sup> Sermaye Piyasası Kanunu, **Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğ**, Seri XI, No. 1, madde 21

sonucu oluşmuş kazançtır. Bir başka fark ise gelirlerin brüt değerleri ile raporlanması, kazançların ise net değerleri ile raporlanmasıdır.

Kayıplar, gider oluşması veya işletmeden sermaye çekme dışındaki işlem ve ekonomik olaylar dışında özsermayede meydana gelen azalışlardır<sup>34</sup>. Kayıplar ile giderler arasındaki farklar gelirler ve kazançlar arasındaki farkların aynısıdır.

Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanmış olan muhasebe standartlarında kazanç hasılat ile birlikte gelirin altında tanımlanmıştır<sup>35</sup>. Tebliğe göre hasılat, işletmenin olağan faaliyetlerinden doğar. Buna karşılık kazançlar olağan veya olağanüstü faaliyetlerden oluşabilir.

Standart gelir tablosunda yer almayan ancak yine de işletmelerin özsermayelerinde artış veya azalış yaratan varlık artış veya azalışları (ya da borç azalış ya da artışları) da bulunmaktadır. Bunlara örnek olarak yeniden değerlendirme ve maliyet bedeli artırımını sonucu oluşan “Maddi Duran Varlıklar Yeniden Değerleme Artışları” ve “Maliyet Artışları Fonu” gösterilebilir. Bu artışlar her ne kadar özsermayeyi artırırsalar da gelir tablosunda değil bilançoda raporlanırlar. Gelir tablosu işletme yöneticilerinin performansının ölçüsü olarak ele alındığında bu şekilde raporlama doğrudur. Gelir tablosunu oluşturan unsurlar işletme yönetimi tarafından kontrol edilebilen ve onların işletme hakkında aldıkları kararların yansıması sonucu oluşurlar. Ancak özsermayeyi artıran diğer unsurlar işletmenin yöneticilerinin aldıkları kararlar sonucu değil, onların kontrolleri dışında gerçekleşmektedir. Özsermayedeki bu tür değişimleri raporlamak için kapsamlı kâr kavramı ortaya çıkmıştır.

---

<sup>34</sup> FASB, SFAC No. 6, para. 83

<sup>35</sup> SPK, Seri XI, No. 25, madde 39

Kapsamlı kâr, bilanço yaklaşımından yola çıkılarak işletmenin net varlıklarındaki her türlü değişimleri içerir<sup>36</sup>. İşletmenin özsermayesindeki gelirler, giderler, kazançlar ve kayıplardan kaynaklanan değişimler ile özsermayede işletmeye ortaklar tarafından yapılan eklemeler veya ortaklara dağıtılan kâr payları haricindeki nedenlerle gerçekleşen değişimler kapsamlı kârı oluşturur<sup>37</sup>. Bu anlamda kapsamlı kâr işletmelerin net dönem kârını da kapsayan bir kâr ölçüsüdür. İşletmenin net dönem kârı ile kapsamlı kâr arasındaki farka “diğer kapsamlı kâr” adı verilmektedir.

Kapsamlı kâr ile ilgili tanımlar ve standartlar Amerika Birleşik Devletlerinde 1997 yılında yürürlüğe giren SFAS 130 tarafından düzenlenmiştir. Bu standarda göre diğer kapsamlı kâr, işletmenin gelir tablosuna ek olarak düzenlenecek ve işletmenin finansal tablolarını oluşturan set içinde diğer tablolarla aynı önem ve öncelikte sunulacaktır<sup>38</sup>. Diğer kapsamlı kârı oluşturan unsurların en çok karşılaşılanları, yabancı paranın ulusal paraya çevirisi ile ilgili düzeltmeler, özel emeklilikte en düşük emeklilik yükümlülükleri ile ilgili düzeltmeler, satışa hazır menkul değerlerde ortaya çıkan gerçekleşmemiş kazanç ve kayıplardır.

### *1.1.3. Kârın Unsurları*

İşletmelerin kâr tutarlarını oluşturan unsurlar da kârın raporlanması ve analiz edilmesi açısından önemlidir. Gelir tablosu sadece işletmenin net dönem kârını veren bir tablo değildir. İşletmenin kârının nasıl oluştuğunu da gösterir. Gelir tablosundan kaynaklanan unsurların dışında, kârın nakit ve tahakkuk unsurları da bulunmaktadır. Kârın nakit unsuru, nakit olarak tahsil edilen gelirlerden ve nakit olarak ödenen giderlerden oluşur. Tahakkuk unsuru ise henüz tahsil edilmemiş gelirlerden ve henüz ödemesi yapılmamış giderlerden veya nakit girişi sağlamayan gelirlerden ve nakit çıkışı yaratmayan

---

<sup>36</sup> Necdet Şensoy, “Muhasebede Gerçekleşme Kavramı ve Yansımaları-“Kapsamlı Kâr” (Comprehensive Income)”, **Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi**, Cilt 4, Sayı 2, Haziran 2002, ss. 12

<sup>37</sup> Delaney, Epstein, Nach ve Budak (2003), a.g.e. s. 65

<sup>38</sup> FASB, SFAS, No. 130, para. 22



giderlerden oluşur. Bu bölümde her iki sınıflandırmadan kaynaklanan unsurlar incelenecektir.

#### *1.1.3.1. Gelir Tablosu Sınıflandırılmasından Kaynaklanan Kâr Unsurları*

Gelir tablosunu oluşturan kalemler iki şekilde raporlanabilir. Birincisi, giderlerin esaslarına göre gösterim yöntemidir<sup>39</sup>. Bu yöntemde, giderler esaslarına göre toplanarak gösterilirler. Örneğin, amortisman giderleri, hammadde ve malzeme giderleri, maaş giderleri gibi alt başlıklar altında gösterilirler. Bu durumda, işletmenin kârı toplu halde gelirleri ve giderleri ve giderleri arasındaki fark alınarak raporlanır. Buna tek kademeli gelir tablosu adı da verilmektedir. Bir başka gösterim yöntemi ise giderlerin fonksiyonlarına göre gösterim yöntemidir<sup>40</sup>. Bu yöntemde, giderler fonksiyonlarına göre ayrılarak satışların maliyeti, pazarlama, satış ve dağıtım giderleri veya genel yönetim giderleri gibi başlıklar altında toplanırlar. Bu şekilde hazırlanan gelir tablolarına çok kademeli gelir tablosu adı da verilmektedir. Örneğin bir işletmenin amortisman giderlerinin bir kısmı satışların maliyetinin, bir kısmı pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinin, bir kısmı da genel yönetim giderlerinin altında raporlanabilmektedir. Bu yöntem, finansal tabloların kullanıcılarının ihtiyaçları için giderlerin fonksiyonlarına göre gösterilmesi yöntemine oranla daha uygun olabilmektedir. Ancak, giderlerin fonksiyonlarına göre ayrımı finansal tablolarını hazırlayanların takdirine göre şekillenebilmektedir<sup>41</sup>.

Giderlerin fonksiyonlara göre sınıflandırıldığı çok kademeli gelir tablolarında, ara başlıklar altında farklı kâr tutarları bulunmaktadır. Bunlar brüt kâr, esas faaliyet kârı, vergi öncesi kâr, vergi sonrası kâr ve net dönem kârıdır. Aşağıda, giderlerin fonksiyonlarına göre gösterimi ile ilgili olarak SPK tarafından örnek olarak sunulmuş olan gelir tablosu formatı bulunmaktadır.

<sup>39</sup> SPK, Seri XI, No: 25, Madde: 79

<sup>40</sup> SPK, Seri XI, No: 25, Madde: 80

<sup>41</sup> Uluslararası Muhasebe Standartları (UMS) 1, **Finansal Tabloların Sunumu**, para: 92

	<b>Cari Dönem</b>	<b>Geçmiş Dönem</b>
Hasılat	X	X
Satışların Maliyeti	(X)	(X)
Brüt Kâr	X	X
Diğer Esas Faaliyet Gelirleri	X	X
Dağıtım Giderleri	(X)	(X)
Genel Yönetim Giderleri	(X)	(X)
Diğer Esas Faaliyet Giderleri	(X)	(X)
Esas Faaliyet Kârı	X	X
Finansman Giderleri	(X)	(X)
İştiraklerden Gelirler	X	X
Vergi Öncesi Kâr	X	X
Vergi	(X)	(X)
Vergi Sonrası Kâr	X	X
Ana Ortaklık Dışı Pay	X	X
Net Dönem Kârı	X	X

*Tablo 1.1.* Giderlerin fonksiyonlarına göre gösterimi, örnek gelir tablosu.

(Kaynak: SPK, Seri XI, No: 25, Beşinci Bölüm, Ek: 2)

Brüt kâr, işletmenin net satışlarından satışların maliyetinin çıkarılması sonucu ortaya çıkan tutardır. Brüt kâr tutarı, finansal tablo kullanıcılarına işletmelerin satışlarının satışlarla doğrudan ilgili olan mal veya hizmetlerin üretim maliyetlerinin ilişkisini gösterir. Brüt kâr tutarı işletmenin piyasada yapmış olduğu satışlardaki fiyat ve miktar dengesini gösterirken aynı zamanda işletmenin mal alış veya üretim sürecindeki verimliliğini de göstermektedir. Talep dengesine göre en uygun fiyat ve satış miktarı dengesini sağlayan işletmeler gelirlerini yükseltebilirler. Buna karşılık, sattıkları mal

veya hizmetlerle ilgili olarak alış veya üretim sürecini başarılı olarak sürdürebilen işletmelerin satışların maliyeti de göreceli olarak düşük olacaktır. İşletmeler, böylece brüt kârlarını artırabilecektir.

Esas faaliyet kârına, brüt kâra diğer esas faaliyet gelirleri eklenerek ve brüt kârdan dağıtım giderleri, genel yönetim giderleri ve diğer esas faaliyet giderleri çıkarılarak ulaşılır. SPK tarafından sunulan örnek gelir tablosunda bulunmasa bile, işletmelerin araştırma ve geliştirme giderlerini de ayrı bir başlık olarak bu bölümde kullandıkları görülmektedir<sup>42</sup>. Diğer esas faaliyet gelirleri, konusu kalmayan karşılıklar, tazminat gelirleri, kira gelirleri, temettü gelirleri, sabit kıymet ve iştirak satış kârı gibi gelirlerden oluşmaktadır. Diğer esas faaliyet giderleri ise, sabit kıymet değer düşüklüğü zararı, sabit kıymet ve iştirak satış zararı, karşılık giderleri gibi giderlerden oluşmaktadır.

İşletmelerin esas faaliyetleri dışında elde ettikleri gelirler veya giderlerin esas faaliyet kârından çıkarılmasıyla vergi öncesi kâr tutarına ulaşılır. Bu bölümde finansman gelir/giderleri<sup>43</sup> ve iştiraklerden gelirler yer almaktadır<sup>44</sup>. Ayrıca, enflasyon muhasebesi uygulandığı dönemlerde net parasal pozisyon kârı veya zararı da bu bölümde yer alan kalemlerdendir. Finansman gelirleri, satışlardan kaynaklanan vade farkı gelirleri, devlet tahvili, hazine bonusu ve vadeli mevduattan elde edilen faiz gelirleri ve kur farkı gelirleri gibi gelirlerden oluşmaktadır<sup>45</sup>. Finansman giderleri ise, alışlardan kaynaklanan vade farkı giderleri, kur farkı giderleri, faiz giderleri gibi giderlerden oluşmaktadır.

---

<sup>42</sup> Örneğin, Arçelik A.Ş., 01.01.2004-31.12.2004 dönemine ait enflasyona göre düzeltilmiş, konsolide gelir tablosu.

<sup>43</sup> SPK formatında bu bölümde sadece finansman giderleri başlığı kullanılmıştır. Ancak uygulamada, finansman gelir ve giderlerinin netleştirilmiş tutarının bu bölümde kullanıldığı görülmektedir.

<sup>44</sup> Arçelik A.Ş. 01.01.2004-31.12.2004 dönemine ait gelir tablosunda bu bölümde ayrıca satılmaya hazır finansal varlıklardan kaynaklanan makul değer gelirleri/giderlerini de raporlamaktadır.

<sup>45</sup> Uygulamada bu konuda da farklılıklar olduğu görülmektedir. Örneğin, Arçelik A.Ş.'nin 01.01.2004-31.12.2004 döneminde hazırlanmış olduğu gelir tablosunda kur farkı gelirleri ve giderleri finansman gelir/giderleri altında sınıflandırılmaktayken, Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş.'nin aynı dönem gelir tablosunda kur farkı gelir ve giderleri, kur farkı kârı olarak gelir tablosunun içinde ayrı bir başlık olarak raporlanmaktadır.

İşletmelerin döneme ilişkin vergilerinin raporlanmasından sonra vergi sonrası kâr tutarına ulaşılır. Verginin hesaplanması, dönem sonuçlarından vergi kanunlarına göre hesaplanan vergi tutarına ertelenen verginin eklenmesi veya çıkarılması yoluyla gerçekleşir<sup>46</sup>.

İşletmelerin vergi sonrası kâr tutarından konsolidasyon sonrası, işletme kârı üzerindeki azınlık paylarının haklarını ifade eden ana ortaklık dışı payın çıkarılması sonucu işletmelerin net dönem kârlarına ulaşılmaktadır.

#### *1.1.3.2. Kârın Nakit ve Tahakkuk Unsurları*

Kârın unsurlarının bir başka sınıflandırması da kârın nakit ve tahakkuk unsurlarıdır. Nakit akım tablosu dışındaki finansal tablolar tahakkuk esasına göre hazırlanmaktadır. Tahakkuk esasına göre, "...işlemlerin ve diğer olayların etkileri, bunlarla ilgili nakit ve nakit benzerlerinin tahsilatlarının veya ödemelerinin yapıldığı tarih itibariyle değil, bunların vuku bulduğu tarihler esas alınarak mali tablolara alınır.<sup>47</sup>" Bu nedenle, işletme kârını oluşturan gelirler ve giderlerin gelir tablosuna alınması için nakit tahsilat veya ödeme değil, ilgili dönemde oluşması (veya giderler için oluşmasının muhtemel olması) yeterlidir. Bu durumda kârı oluşturan gelirler, bir taraftan gerçekleşmiş ve nakit olarak tahsil edilmiş gelirlerden oluşmaktayken diğer taraftan da henüz nakde dönüşmemiş ancak raporlama tarihi itibariyle gerçekleşmiş gelirlerden oluşmaktadır. Aynı şekilde, giderler de bir taraftan gerçekleşmiş ve nakit olarak ödenmiş giderlerden oluşurken, diğer taraftan da bilanço tarihi itibariyle henüz ödenmemiş giderler ve ihtiyatlılık ilkesi gereği finansal tablolara alınan giderlerden oluşmaktadır. Bu nedenle, gelirler ve giderler arasındaki fark olan kârın da nakit ve tahakkuklar olarak ayrılması mümkündür.

---

<sup>46</sup> Ertelenen vergi, bilanço kalemlerinin yasal yükümlülüklerine göre değerlemesi ile UFRS'ye göre değerlemesi sonucunda ortaya çıkan geçici farklılıklardan kaynaklanmaktadır. Ayrıntılı bilgi için bakınız: SPK, Seri XI, No: 25, 28. Kısım veya UFRS 12

<sup>47</sup> SPK, Seri XI, No: 25, Madde: 15

$$\text{Net Dönem Kârı} = (\text{Nakit Tahsil Edilen Gelirler} - \text{Nakit Ödenen Giderler}) + (\text{Nakit Dışı Gelirler} - \text{Nakit Dışı Giderler})$$

Nakit akım tablosuyla gelir tablosu arasında ilişki bulunmaktadır. Nakit akım tablosundaki esas faaliyetlerden kaynaklanan nakit akımları, işletmelerin net kârını belirleyen işlemlerin nakit etkilerini göstermektedir<sup>48</sup>. Bu tanımdan yola çıkarak, esas faaliyetlerden kaynaklanan nakit akımlarının kârın nakit unsurlarını gösterdiği sonucuna varılabilmektedir.

$$\text{Net Dönem Kârı} = \text{Esas Faaliyetlerden Kaynaklanan Nakit Akımları} + \text{Kârın Tahakkuk Unsurları}$$

Kârın tahakkuk unsurları da iki ayrı bölüme ayrılabilir. Birincisi, işletmelerin cari varlıklar ve cari yükümlülüklerindeki kârı etkileyen değişimlerden oluşan çalışma sermayesi tahakkukları (cari tahakkuklar), ikincisi ise nakit girişi gerektirmeyen gelir ve giderlerden oluşan diğer tahakkuklardır (cari olmayan tahakkuklar). Örneğin, işletmenin ticari alacaklarındaki değişimler veya ticari borçlarındaki değişimler çalışma sermayesi tahakkuklarıdır. Buna karşılık, amortisman giderleri, karşılık giderleri, duran varlık satış karları veya zararları diğer tahakkuklar olarak sınıflandırılmaktadır. Buna göre, aşağıdaki eşitlikleri kurmak mümkündür<sup>49</sup>.

<sup>48</sup> FASB, SFAS No: 95, **Statement of Cash Flows**, 1987, para: 20

<sup>49</sup> Victor L. Bernard ve Thomas L. Stober, "The Nature and Amount of Information in Cash Flows and Accruals", **The Accounting Review**, 1989, Vol. 64, No: 4, s: 625

$$\text{Faaliyet Tahakkukları} = \text{Cari Tahakkuklar} + \text{Esas Faal. Kayn. Nakit Akımları}$$
$$\text{Net Dönem Kârı} = \text{Faaliyet Tahakkukları} + \text{Cari Olmayan Tahakkuklar}$$

Kârın nakit ve tahakkuk unsurları yatırımcılar tarafından işletmenin kârının kalitesinin ve kalıcılığının belirlenmesinde ve işletmenin gelecekteki kârlarının tahmininde kullanılmaktadır. İşletmenin kârının nakit unsurunun net dönem kârının içindeki oranının artması, işletmenin kârının daha kaliteli ve kalıcı olduğu yorumuna neden olmaktadır<sup>50</sup>. Bu konuda gerçekleşen çalışmalar da kârın tahakkuk ve nakit unsurlarının işletmenin sonraki dönemlerde gerçekleşecek kâr tutarının tahmininde kullanılabileceğini göstermektedir. Sloan'ın 1996 yılında ABD'de gerçekleştirdiği çalışmaya göre<sup>51</sup>, işletmelerin kârlarının içindeki nakit unsurların tahakkuk unsurlarına göre düşük olduğunda, işletmelerin kârları sonraki dönemlerde eskisi kadar yüksek olmamaktadır. Bunun nedeni, tahakkukların dönem içinde ters dönerek kârları azaltmasıdır. Aynı çalışmada hisse senedi fiyatlarıyla kârların tahakkuk ve nakit unsurları incelendiğinde ise, yatırımcıların kârın tutarının tamamıyla ilgilendikleri ve nakit ve tahakkuk ayrımı yapmadıkları görülmüştür. Hisse senedi fiyatlarının kârın unsurlarından etkilenmediği sonucuna varılmıştır.

## 1.2. Halka Açılma

Bu bölümde işletmelerin halka açılmaları ile ilgili bilgiler sunulacak ve ülkemizde hisse senetlerini halka arz eden işletmelerin hangi süreçlerden geçtikleri açıklanacaktır.

<sup>50</sup> Richard G. Sloan, "Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings?", *The Accounting Review*, 1996, Vol. 71, No: 3, ss: 291

<sup>51</sup> a.e. , s. 314

### 1.2.1. Halka Açılma Kavramı

İşletmeler, kuruluş aşamalarında genellikle kendileri şirket yöneticileri olan birkaç ortak tarafından oluşturulurlar. Bu tip işletmelere şahıs ortaklıkları adı verilir. Ancak zamanla şahıs ortaklıkları büyümeye başladıkları zaman iç kaynakları yeterli olmamaya başlar ve büyümelerini finanse edebilecek yöntemler ararlar. Bunun için iki yol vardır; yabancı kaynaklar ve özkaynaklar. Yabancı kaynaklar, işletmelerin borçlanmaları yoluyla oluşur. Bu durumda, işletmelerin önceden belirlenmiş bir zamanda borçlarını ve bu borçlarla ilgili oluşan faiz ödemelerini yapma yükümlülükleri bulunmaktadır. Buna karşılık, özkaynaklar yoluyla elde edilen kaynaklar önceden belirlenmiş dönemlerde ve tutarlarda ödeme yapma zorunluluğu olmadığı için işletmeler tarafından tercih edilmektedir<sup>52</sup>.

Halka açılma işletmelerin, sermaye piyasaları yoluyla sermayelerini artırma işlemidir. Bir başka tanımla, halka açılma bir işletmenin yeni ortak edinmek üzere hisse senetlerini belli bir aile, belirli bir grup veya kişinin elinden çıkararak halka satmasıdır<sup>53</sup>. Sermaye Piyasası Kanunu'na göre halka açılma, “sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağırılı, halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini, pay senetlerinin borsalar veya örgütlenmiş diğer piyasalarda işlem görmesini ifade etmektedir.”<sup>54</sup>

İşletmelerin halka açılmalarının kendine göre bazı avantajları ve dezavantajları vardır. Şirketler halka açılmayı gerçekleştirmeden önce kendi durumlarının detaylı bir analizini yapmaları gerekmektedir.

---

<sup>52</sup> Öztin Akgüç, **Finansal Yönetim**, 7. Basım, Muhasebe Enstitüsü Yayın No:65, Avcıol Basım Yayın, İstanbul:1998, ss: 481-482

<sup>53</sup> Zafer Sayar, **Bankaların Halka Açılması ve Banka Yatırımcılarının Korunması**, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 146, 2003:Ankara, ss: 10-11

<sup>54</sup> 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu Madde 3/c

### 1.2.1.1. Halka Açılmanın Avantajları

Halka açılmanın en önemli avantajı, işletmenin halka açılma işlemi sonucunda doğrudan fon elde edebilmesini sağlamasıdır. Böylece işletme yapması gereken yatırımları kredi kuruluşlarından kredi alarak yapmak yerine işletmeye yeni hissedarlar katma yoluyla fonlama olanağı sağlamış olur. Bu da işletmeye finansal esneklik sağlar ve ileride ekonomik şartların değişmesi sonucu faiz oranlarında oluşacak dalgalanmalardan kaynaklanan faiz riskine karşı işletmenin finansal esnekliğini sürdürmesine olanak verir.<sup>55</sup>

Halka açılarak fon yaratan işletmelere borçlanma nedeniyle sabit bir yük bindirilmemiş olur.<sup>56</sup> İşletme dışarıdan borçlanarak fon sağladığı zaman borcunu belli faiz oranlarında ve belli vadelerde geri ödemek zorundadır. Halka açılmada bu tip bir geri ödeme planı yoktur. İşletme kâr sağladığı zaman yetkili organlarının kararıyla kâr payı dağıtır.

Halka açık işletmelerin borçlanması, halka açık olmayan işletmelere göre daha kolay olabilmektedir. Halka açılma, şeffaflık, kamuyu doğru ve zamanında bilgilendirme ve bağımsız dış denetim yaptırma gibi yükümlülükleri beraberinde getirdiği için bu tip işletmelerin borçlanmaları daha kolay, daha uzun vadeli ve daha ucuza gerçekleşebilmektedir.<sup>57</sup>

Halka açık olan işletmelerin hisse senetlerinin değeri piyasa şartlarında sürekli olarak belli olduğu için bu hisse senetlerinin el değiştirmesi halka kapalı işletmelerin hisse senetlerine oranla daha kolaydır. Bu durum, halka açık işletmenin daha likit olmasını sağlayacaktır. Likiditesi artan şirketlerin yeni hisse senedi ihraç etmeleri daha

---

<sup>55</sup> Özlem İ. Koç, **Şirketlerin Halka Açılması ve bir Uygulama**, SPK Yayınları No: 118, 1998:Ankara, ss.16-17

<sup>56</sup> Akgüç (1998), a.g.e., s.754

<sup>57</sup> Koç (1998), a.g.e., s.17



kolaylaşacak<sup>58</sup> ve bunun yanında firmanın yeni tip sermaye piyasası araçları yoluyla fon yaratmasını kolaylaştıracaktır.<sup>59</sup>

Halka açık işletmeler sürekli olarak piyasanın denetiminde olduğu için halka kapalı şirketlere oranla daha profesyonel ve sorumlu olmak zorundadır. Bu da işletme içindeki bazı keyfi uygulamaları ortadan kaldırarak firmanın daha verimli bir halde çalışmasını sağlayacaktır.

Halka açık işletmeler hakkındaki bilgiler, sermaye piyasalarının şeffaflık ve kamuyu aydınlatma işlevleri çerçevesinde ulusal ve uluslar arası yayın kuruluşlarına ulaştırılmaktadır. Bu bilgi dağıtımı, bu işletmelerin ve işletmelerin sundukları ürün ve hizmetlerin yurtiçi ve yurtdışında tanınmalarına yardımcı olmaktadır. Bunun sonucu olarak da bu işletmelerin ürün ve hizmetlerine olan talep artabilmekte, bu işletmelerin başka işletmelerce tanınarak işbirliği olanaklarının artması gibi ek avantajlar da sağlanabilmektedir<sup>60</sup>.

Ülke ekonomisi açısından değerlendirilirse, halka açılma serbest piyasa ekonomisini gelişmesini ve sermayenin tabana yayılmasını sağlar. Bu durum, ekonomik durgunluklar dönemlerinde işletmelerin krizlerden etkilenme derecesini azaltır ve ülkenin krizlerden en az ölçüde etkilenmesini sağlar. Ayrıca kişilerin ekonomik karar mekanizmalarının içine çekilmesiyle piyasa demokrasisinin artması da halka açılmanın sosyal faydalarından biri olarak düşünölmelidir. Sermaye piyasasının gelişmesi küçük tasarrufçuyu piyasalara çekerek tasarruf eğilimlerini artırıcı bir fayda sağlar.

---

<sup>58</sup> Akgüç (1998), a.g.e., s.766

<sup>59</sup> Koç (1998), a.g.e., s.17

<sup>60</sup> Sayar (2003), a.g.e., s. 14

### 1.2.1.2. Halka Açılmanın Dezavantajları

Halka açılma işlemi her zaman avantajlı bir işlem değildir. Bazı durumlarda avantajların yanında dezavantajlar da mevcuttur. İşletmelerin halka açılmadan önce kurumsal yapısını çok iyi oturtmuş ve yeterli büyüklüğe erişmiş olması gerekmektedir. Halka açılmadan önce gerekli analizlerin yeterli yapılmaması ya da yanlış analizler yapılması halka açılmanın getireceği faydaları azaltırken zararları da artırır.

Halka açık olan bir işletme, kapalı şirketlerin tabi olduğu Türk Ticaret Kanunu'nun yanında Sermaye Piyasası Kanunu'na da tabi olacaktır. Bu durum işletmenin SPK'nın denetiminde olacağı anlamına gelmektedir. Bu da işletmenin üzerindeki bürokratik yüklerin artmasına neden olacaktır.

Halka açık işletmeler kapalı işletmelere oranla dışarıya daha fazla bilgi vermek zorundadır. Bu durum kamuyu aydınlatma ilkesinin bir gereğidir. Kamuyu aydınlatma ilkesi, denetim raporlarının yanısıra, gerek hisse senedi sahiplerinin, gerekse hisse senedi sahibi olmayı düşünenlerin işletme faaliyetleri hakkında gerçek, açık ve yeterli bilgi sahibi olmalarını ifade eder. Bu yüzden de işletmeler, finansal raporlar, özel durum açıklaması, faaliyet raporu, izahname ve sirküler gibi belgelerle kamuoyunu bilgilendirirler<sup>61</sup>. İşletmelerin bazen vermek zorunda olduğu bilgiler rakiplerden saklanılmak istenen bilgiler olabilir, bu da halka açık işletmelerin açık olmayan işletmelere oranla rekabet dezavantajlı olmasına yol açabilmektedir.

Halka kapalı işletmelerde yöneticiler daha az sayıda ortağa karşı sorumlu olurlar ancak halka açıldıktan sonra sorumlu oldukları ortak sayısı artar. Bu da yöneticilerin karar almada inisiyatiflerini sınırlandırır. Ayrıca halka kapalı ortaklıklarda işletme ortakları işletme hakkındaki tüm gelişmelerle ilgili olarak doğrudan yöneticiler tarafından bilgilendirilirler. Ancak halka açık ortaklıklarda bu durum belli bazı kurallara tabidir. Bu

---

<sup>61</sup> Koç (1998), a.g.e., s.22

nedenle işletme yöneticilerinin işletme hakkındaki henüz açıklanmamış gizli bilgileri ortakların bazılarına diğer ortaklara veya potansiyel ortaklara oranla daha avantajlı bir konuma sokacak bir şekilde iletmeleri kanun tarafından yasaklanmış bir fiildir. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47. Maddesi bu durumu içerden öğrenenlerin ticareti olarak tanımlamaktadır ve bu fiili işleyenlere karşı cezai sorumluluk öngörmektedir.

Halka arz işlemi masraflı ve uzun süren bir süreçtir. Özellikle halka arz olunacak tutar az ise halka arzın getirisinin maliyetine oranı düşük kalmaktadır. Halka arz işlemi sırasında işletmenin değerlemesi işlemi, çeşitli danışmanlık ve aracılık işlemleri, denetim işlemi ile ilgili ve çeşitli yasal komisyonlar, vergiler gibi maliyetlerin yüksek olması bu duruma yol açmaktadır.

Çeşitli yasal düzenlemeler ve ortaklardan gelen baskılar gibi nedenlerle halka açık şirketlerde kâr payı dağıtım oranının yüksek olduğu görülmektedir, bu durum ortaklığın gelecekte yaratılan iç kaynaklarıyla özkaynaklarını artırmasını zorlaştırabilmektedir.<sup>62</sup>

Halka açık işletmelerde, halka açıklık oranı yüksekse ve halka açık hisselerin toplamı işletmede çoğunluğu sağlamaya yetiyorsa, işletmenin halka açık hisse senetleri bir kişi veya kuruluş tarafından satın alınarak işletme yönetiminin bu gruba geçmesi olasılığı bulunmaktadır<sup>63</sup>.

### *1.2.2. Halka Açılma Yöntemleri*

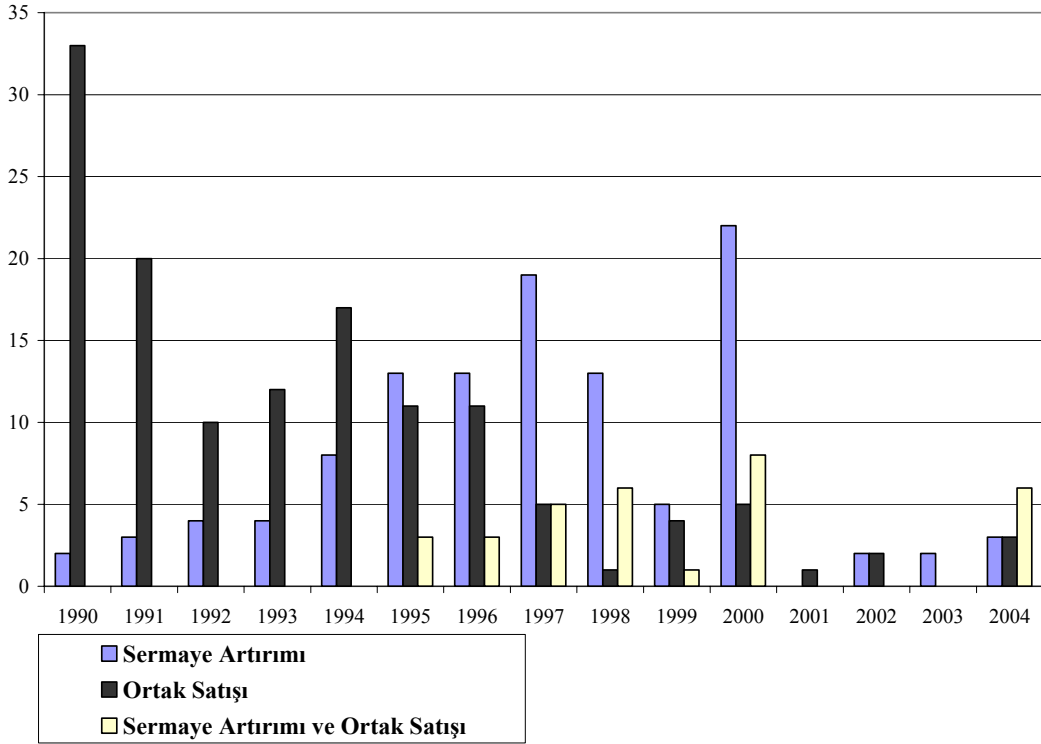
İşletmelerin halka açılma yöntemlerinde iki farklı yöntem bulunmaktadır. İşletmeler sermaye artırarak, mevcut hissedarların sahip olduğu hisse senetlerinin bir kısmını satarak halka açılabilir. Ayrıca her iki yöntemin birlikte kullanılması sonucu da halka açılmak mümkündür.

---

<sup>62</sup> Akgüç (1998), a.g.e., s.767

<sup>63</sup> İbrahim Ethem Sancak, "Türkiye'nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşunun Halka Açılma Olanakları", **Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu (Yeterlik Etüdü)**, No: XIV-8/7-5, 1999, s. 9

Bu çalışma çerçevesinde yapılan incelemede, ülkemizde 1990-2004 yılları arasında gerçekleştirilen halka açılmaların %40,36'sının sermaye artırımını yoluyla, %48,21'inin mevcut hissedarların ellerindeki hisseleri satışı yoluyla, %11,43'ünün ise her iki yöntemin birlikte kullanılması yoluyla gerçekleştiği görülmüştür. 1995 yılına kadar hissedarların mevcut hisselerini satmalarının (ortak satışı) daha fazla gerçekleştiği görülmüş, 1995 yılından itibaren ise sermaye artırımını yönteminin daha fazla kullanıldığı görülmüştür. Aşağıdaki şekilde, bu dönem içerisinde gerçekleştirilen halka arzların halka arz yöntemine göre dağılımı sunulmaktadır.



*Şekil 1.1.* 1990–2004 yılları arasında gerçekleştirilen birincil halka arzlarda kullanılan halka arz yöntemleri.

### 1.2.2.1. Sermaye Artırımı

İşletme, mevcut ortaklarının rüçhan (mevcut ortakların yeni pay alma) haklarını kısmen veya tamamen kısıtlayarak işletmeye yeni ortaklarının girmesini sağlar. Sermaye artırımı yönteminde, işletmeye yeni fon girişi olur. İşletme, satıştan elde edilen kaynakları kullanarak yeni yatırımlarda, borçların ödenmesinde veya çalışma sermayesi ihtiyaçlarını karşılamak için kullanabilmektedir<sup>64</sup>. Bu yöntemde, yönetim kurulu halka açık şirket olmanın gerektirdiği esas sözleşme değişikliklerini yapar. Bu değişiklikler SPK ve Sanayi ve Ticaret Bakanlığı tarafından onaya tabidir. Daha sonra, işletmenin yönetim kurulu sermaye artırımı ve rüçhan hakkının kısıtlanmasına ilişkin karar alır. Sermaye artırımı yoluyla halka arz başvurularında, halka arz edilecek hisse senetlerinin artırım sonrası ulaşılabilecek nominal sermayenin aşağıdaki oran ve tutarlarda olması zorunludur<sup>65</sup>.

- 1) Sermayeleri 10 trilyon Türk lirasına kadar olan ortaklıklar için %25,
- 2) Sermayeleri 10 trilyon Türk lirası ile 50 trilyon Türk Lirası arasında olan ortaklıklar için %15,
- 3) Sermayeleri 50 trilyon Türk lirası ve daha fazla olan ortaklıklar için ise %5 olması.

Sermaye artırımı yoluyla halka açılmada, hisse senetlerinin satışından elde edilen kaynaklar işletme tarafından kullanılacağı için, işletmenin özkaynakları artacaktır. Bu da işletmenin elde ettiği fonları kullanmasının yanında, işletmenin borçlanma gücünü artıracacağı için işletmenin büyümesini sağlayabilecektir.

---

<sup>64</sup> Bu çalışma çerçevesinde incelenen izahnamelerde, sağlanan kaynakların kullanım yerleri olarak bu üçü en fazla bahsedilen kullanım yerleridir.

<sup>65</sup> SPK, Seri I, No: 26, "Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği", Madde: 6

### *1.2.2.2. Mevcut Hissedarların Sahip Oldukları Hisselerin Satışı*

Ortak satışı olarak da adlandırılan bu yöntemde, işletmenin hisselerini elinde bulunan hissedarlarının elindeki hisselerin bir kısmı satılarak işletme halka açık hale getirilmektedir. Bu satış sonucunda, işletmenin özkaynaklarında bir değişim söz konusu değildir. Buna karşılık, hisseler el değiştirdiği için işletmenin ortak sayısında artış olacaktır. İşletmeye yeni kaynak girişi sağlanmayacak, satıştan elde edilen kaynaklar satışı gerçekleştiren hissedarlar tarafından kullanılacaktır. Ortak satışının gerçekleştirilmesi için aşağıdaki şartların yerine gelmiş olması gerekmektedir<sup>66</sup>.

- a) Ortaklık sermayesinin tamamının ödenmiş olması,
- b) Hisse senetlerinin nominal değerleri toplamının, Kurul'a başvuru tarihi itibarıyla ortaklığın nominal sermayesine oranının en az;
  - 1) Sermayeleri 10 trilyon Türk lirasına kadar olan ortaklıklar için %25,
  - 2) Sermayeleri 10 trilyon Türk lirası ile 50 trilyon Türk Lirası arasında olan ortaklıklar için %15,
  - 3) Sermayeleri 50 trilyon Türk lirası ve daha fazla olan ortaklıklar için ise %5 olması,
- c) Hisse senetlerinde rehin veya teminata verilmek suretiyle devir veya tedavülünü kısıtlayıcı ve senet sahibinin haklarını kullanmasına engel teşkil edici kayıtların olmaması,
- d) Hisse senetlerinin, Kurul'un hisse senetlerinin şekil şartlarına ilişkin düzenlemelerine uygun olması.

---

<sup>66</sup> SPK, Seri I, No: 26, Madde 5

### *1.2.2.3. Her İki Yöntemin Birlikte Kullanılması*

İşletmeler, her iki yöntemi birlikte kullanarak da halka açılmayı tercih edebilmektedirler. Her iki yöntemin birlikte kullanılması sonucunda, hem işletmeye kaynak girişi sağlanmakta hem de mevcut hissedarlar ellerindeki hisse senetlerini satma olanağı bulmaktadırlar.

### *1.2.3. Halka Açılma Süreci*

Bu bölümde halka arz sürecinde gerçekleşen işlemler açıklanmaktadır.

#### *1.2.3.1. Halka Arzın Zamanlaması*

İşletmeler veya hisse senetlerini satacak olan ortaklar halka açılma sürecine başlarken halka arzın başarılı olması için, halka arzın zamanlamasına dikkat etmelidirler. Halka açılmanın başarılı olması için borsa endeksinin arttığı dönemlerde halka arzın gerçekleşmesi gerekmektedir. Halka arzın yapılabilmesiyle ile borsa endeksi arasında bir ilişki bulunmaktadır. Ülkemizde endeksin artış gösterdiği dönemlerde halka arzların da arttığı görülmüştür<sup>67</sup>. İşletmenin içinde bulunduğu sektörün durumu da halka arzın başarısı için önemlidir. İşletmenin içinde bulunduğu sektörün yatırımcılar tarafından tanınma bir sektör olması, sektörün yatırımcıların ilgisini çeken bir sektör olması halka arzın başarısını olumlu yönde etkileyecektir. İşletmenin büyüme sürecine girdiği ve ürünlerine talebin arttığı bir dönemde halka açılması da halka arzın başarısı için önemli etkenlerden bir tanesidir. Alternatif yatırım araçlarının durumu da halka arzın başarısını etkileyebilmektedir. Faizlerin yüksek olduğu veya yabancı paraların ulusal paraya oranla değer kazandığı dönemlerde gerçekleşecek halka arzlara yatırımcı ilgisi yetersiz kalabilmektedir.

---

<sup>67</sup> İlhami Koç, “Türkiye’de Yatırım Bankacılığı”, **Reel Sektörün Finansmanında Aracı Kuruluşların Rolü**, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) Yayın No: 7, 2002:İstanbul, s. 116

### *1.2.3.2. Aracı Kuruluşların Seçimi ve Aracılık Sözleşmesinin İmzalanması*

Uygun dönemin saptanmasından sonra, seçilen halka arz yönteminin gerektirdiği ön hazırlıkların yapılması gerekmektedir. Bu amaçla gerekli ana sözleşme değişiklikleri, yönetim kurulu kararları alındıktan sonra ve gerekli izinler alındıktan sonra halka arza aracılık edilecek aracı kuruluşların seçilmesi gerekmektedir. Halka arz için tek bir aracı kuruluş seçilebileceği gibi, birçok aracı kurumun içinde bulunduğu bir konsorsiyum aracılığıyla da halka arz gerçekleştirilebilmektedir. Halka arzın aracı kuruluşlar yoluyla gerçekleştirilmesinin nedeni, bu konuda bilgi ve deneyim sahibi olan bu kuruluşların halka arz işlemini daha çabuk, daha az maliyetle ve en uygun koşullarda satabilmesi ve işletmenin bu satıştan beklediği fon girişini en kısa sürede sağlamasını mümkün kılmasıdır<sup>68</sup>. Aracı kuruluşun seçiminden sonra aracı kuruluşla aracılık yüklenim sözleşmesi imzalanır.

Aracılık yüklenim sözleşmesinde aracılığın türünün belirtilmesi gerekmektedir. Halka arzda aracılık iki türlü olabilmektedir, yüklenimli aracılık ve en iyi gayret aracılığı. Yüklenimli aracılık, bakiyeyi yüklenim, tümünü yüklenim, kısmen bakiyeyi yüklenim ve kısmen tümünü yüklenim olmak üzere dört farklı şekilde olabilmektedir<sup>69</sup>.

Bakiyeyi yüklenim, hisse senetlerinin halka arz yoluyla satılmasının ve satılamayan kısmının tamamının bedeli satış süresi sonunda tam ve nakden ödenerek satın alınmasının söz konusu olduğu taahhütlü aracılık işlemidir. Bu yöntemde, aracı kuruluş satılamayan hisse senetlerinin tamamını satın almayı taahhüt etmekte, böylece satılamayan kısım için riski üstlenmeyi kabul etmektedir. Eğer yapılan sözleşmede satılamayan kısmının tamamı yerine satılamayan kısmının bir kısmının aracı kuruluş

---

<sup>68</sup> Cemal Küçüksözen, **Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu Açından Değerlendirilmesi**, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 131, 1999:Ankara, s: 99

<sup>69</sup> SPK, Seri V, No: 46, “Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ”, Madde: 38



tarafından satın alınma taahhüdü bulunmaktaysa, bu durumda kısmen bakiyeyi yüklenim şeklinde aracılık gerçekleşmektedir.

Tümünü yüklenim ise, hisse senetlerinin bedeli aracı kuruluş tarafından satışın başlamasından önce tam ve nakden ödemek suretiyle tamamının satın alınarak halka satılmasını ifade etmektedir. Bu yöntemde, aracı kuruluş hisse senetlerini işletmeden satın almakta ve daha sonra satışı gerçekleştirmektedir. Aracı kuruluşun hisse senetlerinin bir kısmını satın alması ise kısmen tümünü yüklenim adını almaktadır.

En iyi gayret aracılığında, aracı kuruluşun satış ile ilgili riskleri yüklenme yükümlülüğü bulunmamaktadır. Bu yöntemde, hisse senetleri izahnamede gösterilen satış süresi içinde satılır, satılmayan kısım ise satışı yapana iade edilir veya bunları daha önce satın almayı taahhüt etmiş üçüncü kişilere satılır.

Bu çalışma çerçevesinde yapılan incelemede, 1993-2004 döneminde<sup>70</sup> ülkemizde halka arzların %11'inin en iyi gayret yöntemiyle, %89'unun ise bakiyeyi yüklenim yöntemiyle gerçekleştiği görülmüştür. En iyi gayret yöntemi en son 1998 yılında kullanılmış, o tarihten bu yana en iyi gayret yöntemiyle halka arz gerçekleşmemiştir<sup>71</sup>.

### *1.2.3.3. Hisse Senedi Fiyatının Belirlenmesi*

Aracı kuruluş ve işletme, halka arz edilecek hisse senedi fiyatını belirlemek için çalışmalara başlar. 1990-1997 yılları arasında hisse senetleri İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) halka arz edilen 237 işletme arasında yapılan bir araştırmada işletmelerin halka arzlarda hisse senedi fiyatlarını belirlemek için kullandığı yöntemler araştırılmıştır. Buna göre, işletmelerin %18,1'inin iskonto edilmiş nakit akımları

<sup>70</sup> Bu konuyla ilgili 1990-1992 dönemine ait bilgilere ulaşıl原因amamıştır.

<sup>71</sup> Koç (1998)'un çalışmasında (sayfa 36), Akbulak'ın (Sevinç Akbulak, "Şirketlerin Halka Açılması", SPK Yeterlik Etüdü, Ankara, 1991, s. 115) çalışmasına dayandırılarak verilen bilgide, ülkemizde ihraçların ağırlıklı olarak en iyi gayret aracılığıyla gerçekleştirildiği belirtilmiştir. Bizim bulgularımız 1993-2004 döneminde bunun tam tersinin doğru olduğunu göstermektedir. Akbulak'ın çalışmasına dayanarak, 1991 öncesi halka arzlarda en iyi gayret aracılığının daha fazla olduğu, ancak bu eğilimin daha sonra bakiyeyi yüklenim yöntemine doğru kaydığı sonucuna varılabilir.

yöntemini kullandığı, %28.6'sının aynı alanda faaliyet gösteren işletmelerin fiyat/kazanç oranlarını kullandığı, %15,2'sinin İMKB'deki bütün işletmelerin fiyat/kazanç oranlarını kullandığı, %21'inin esas faaliyet kârı oranını kullandığı<sup>72</sup>, %14,3'ünün ciro katsayısı yöntemini kullandığı görülmüştür<sup>73</sup>. İşletmelerin hisse senedi fiyatlarının belirlenmesinde tek bir yöntem kullanılmaz. Birden fazla yöntem kullanılarak alt ve üst sınırlar hesaplanır. Bu alt ve üst sınırlara göre ortalama bir değer belirlenerek hisse senedinin halka arz fiyatı ortaya çıkarılır.

#### *İskonto Edilmiş Nakit Akımları Yöntemi*

İşletmelerin kârlılık durumlarının geniş bir anlamda ölçümü için nakit akışına daha fazla önem verilmektedir<sup>74</sup>. İskonto edilmiş nakit akımları yöntemine göre, işletmelerin gelecekte sağlaması beklenen nakit akımları belirli bir iskonto oranına göre bugünkü değere indirgenerek işletmenin değeri bulunur. Bu değer de hisse senedi sayısına bölünerek hisse senedi fiyatı ortaya çıkarılır.

Bu yöntem ile hesaplama yapabilmek için gelecekte oluşması beklenen nakit akımlarının tahmin edilerek hesaplanması ve bu nakit akımlarını bugünkü değere getirilmesi için iskonto oranının belirlenmesi gerekmektedir.

İşletmelerin gelecekte sağlayacağı nakit akışlarının belirlenebilmesi için işletme hakkındaki geçmiş yıllara ait finansal verilerin kullanılarak geleceğe yönelik tahminlerin gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Bu nedenle, işletmelerin geçmiş ve cari verileri üzerine tahmini büyüme oranları kullanılarak işletmenin gelecekte oluşması beklenen

---

<sup>72</sup> Çalışmada bu yöntem hakkında bilgi verilmemektedir. Ancak izahnamelerde yapılan incelemede bu oranın işletme değerinin vergi faiz ve amortisman öncesi kâra bölünmesi ile elde edildiği sonucuna varılmıştır.

<sup>73</sup> Hatice G. Düzakın, "Türkiye'de Hisse Senetleri İMKB'de İşlem Gören Firmaların Halka İlk Arz ile İlgili Görüşlerinin Değerlendirilmesi", **Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt:8 Sayı:1 Yıl:1998, s. 207

<sup>74</sup> Ümit Ataman, Halil Kibar, **Hisse Senetlerinin Gerçek Değerin Hesaplanması**, Türkmen Kitabevi, İstanbul:1999, s. 117

finansal tabloları hesaplanır. Daha sonra ise, aşağıdaki formül aracılığıyla nakit akımları hesaplanır.

$$\begin{aligned} \text{Nakit Akımları} = & [ \text{Faiz ve Vergi Öncesi Kâr} \times (1 - \text{Vergi Oranı}) ] \\ & + \text{Amortisman ve Diğer Nakit Çıkışı Gerektirmeyen Giderler} \\ & - \text{Yatırım Harcamaları} - \text{İşletme Sermayesi İhtiyacı} \end{aligned}$$

Halka arz öncesi işletmelerin yönetim yapılarından ve tabi oldukları muhasebe standartlarından kaynaklanan bazı finansal tablo kalemi büyüklüklerinin halka arz sonrası farklı olma ihtimaline karşın bazı düzeltmelerin yapılması gerekebilmektedir.

Nakit akımlarını bugünkü değere getirmek için kullanılacak olan iskonto oranının da belirlenmesinde bazı tahminlerin kullanılması gerekmektedir. Genellikle değerlendirme yapılırken tek bir iskonto oranı kullanılmaz. Birden fazla iskonto oranı ile değerlendirme yapılarak farklı senaryolarda ortaya çıkabilecek işletme değeri belirlenir.

İskonto oranının belirlenmesinde nakit akışlarının riski, alternatif yatırım araçlarının getirisi, enflasyon oranı, benzer sektörde yer alan işletmelerin getiri oranları ve ağırlıklı ortalama sermaye maliyetleri gibi dışsal etkenlerin yanında, işletmenin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, gelecekte oluşması beklenen ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti gibi içsel etkenlerin de dikkate alınması gerekmektedir.

Nakit akımları ve iskonto oranı belirlendikten sonra nakit akımları bugünkü değere indirgenir. İşletmenin gelecekte gerçekleşecek nakit akımları için tek bir iskonto oranı uygulama zorunluluğu da bulunmamaktadır. Örneğin ilk beş yıl için yüksek iskonto oranı uygulandıktan sonra sonsuza kadar devam edecek nakit akımları için düşük bir iskonto oranı uygulanabilir.

İskonto edilmiş nakit akımları yöntemi, kâr yerine nakit akımlarını dikkate aldığı için muhasebe politikalarındaki değişikliklerden etkilenmez. Ayrıca geleceğe yönelik bir değerlendirme yöntemi olduğu için yatırımcıların beklentilerine uygun bir değerlendirme yöntemidir. Ancak, iskonto edilmiş nakit akımları yöntemi hem nakit akımlarının tahminini hem de iskonto oranının tahminini gerektirdiği için kişisel beklenti ve tahminlerden çok fazla etkilenmektedir. Bu nedenle tek başına kullanılmaması ve diğer yöntemlerle birlikte kullanılarak sonuçların karşılaştırılması gerekmektedir.

#### *Fiyat Kazanç Oranı Yöntemi*

Hisse senetleri halka arz edilen işletmeler ile ilgili henüz piyasada oluşmuş bir fiyat bilgisi bulunmadığı için, hisse senetlerinin fiyatları piyasa göstergeleri kullanılarak bulunabilmektedir. Piyasa göstergelerini dikkate alan yöntemlerden bir tanesi fiyat kazanç oranıdır. Fiyat kazanç oranı, hisse senedinin borsada oluşan değerinin hisse başına net kâra bölünmesi ile elde edilir. Net kâr tutarının, gelir tablosunda raporlanan kâr tutarından kurumlar vergisi ve fonlara ilişkin yasal yükümlülükler, yasal yedek akçeler, kurucu ve imtiyazlı pay sahiplerine, yönetim kurulu ve çalışanlara ödenmesi gereken tutarlar çıkarıldıktan sonra kalan kâr olması gerekmektedir<sup>75</sup>. Ancak, IMKB’de hisse senetleri halka arz edilen işletmelerin bu oranı hesaplarken kullandıkları kâr tutarı gelir tablosunda raporlanan net dönem kârıdır. Fiyat kazanç oranı yoluyla yapılacak değerlemelerin daha sağlıklı olabilmesi için dağıtılabılır kârın kullanılması gerekmektedir.

Fiyat kazanç oranı, hisse senedi başına elde edilen kâr ile hisse senedinin borsada oluşan değeri arasındaki ilişkiyi gösterir<sup>76</sup>. Buna göre, yatırımcıların her 1 YTL’lik hisse başına kâra karşılık o hisse senedi için ne kadar ödemeye razı olduklarını göstermektedir. Fiyat kazanç oranı, yatırımcıların uluslar arası yatırım ortamı, ulusal ekonomik durum, ilgili

<sup>75</sup> Ataman ve Kibar (1999), a.g.e., s. 119

<sup>76</sup> Akgüç (1998), a.g.e., s. 67

sektörün durumu ve işletmenin durumu hakkındaki beklentileri ile işletmenin kârı arasındaki ilişkiyi göstermektedir<sup>77</sup>.

Fiyat kazanç oranı ile değerlemede gösterge olarak kullanılan oranlar, İMKB’de işlem gören işletmelerin tümünün fiyat kazanç oranlarının ortalaması, benzer sektörlerde yer alan işletmelerin fiyat kazanç oranlarının ortalaması ve benzer işletmelerin fiyat kazanç oranları olabilmektedir. Bu oranlar elde edildikten sonra işletmenin hisse başına net kâr tutarı fiyat kazanç oranları ile çarpılarak işletmenin hisse senedi fiyatı bulunmaktadır.

Fiyat kazanç oranları karşılaştırılacak işletmelerin halka açılacak işletme ile sektör, sermaye yapısı, gelirleri, üretim düzeyi, pazar yapısı gibi konularda benzeyen ve bu konularda karşılaştırılabilir işletmelerin seçilmesi yapılacak olan fiyat tespitinin gerçeğe yakın olma olasılığını artıracaktır<sup>78</sup>. Amerika Birleşik Devletleri’nde 1981 yılında gerçekleştirilen bir çalışmada, aynı sektörden yer alan işletmelerin fiyat kazanç oranları karşılaştırılmıştır. Buna karşılık da aynı sektörde yer alan ve son on yılda birbirlerine yakın oranlarda kâr artışı sağlayan işletmelerin fiyat kazanç oranları karşılaştırılmıştır. Son on yılda birbirlerine yakın oranlarda kâr artışı sağlayan işletmelerin fiyat kazanç oranları birbirlerine daha yakın çıkmıştır<sup>79</sup>. 1992 yılında gerçekleştirilen bir başka çalışmada ise, sektör, işletme büyüklüğü ve kârların büyüme oranının fiyat kazanç oranına göre değerlemede benzer işletmelerin seçiminde kullanılması araştırılmıştır<sup>80</sup>. Aynı sektörde yer alan işletmelerin fiyat kazanç oranlarının karşılaştırılmasının oldukça başarılı sonuçlar verdiği bulunmuştur. İşletme büyüklüğü ve kârlardaki büyüme oranına göre eşleştirmenin de benzer oranda başarılı sonuçlar sağladığı görülmüştür. Ancak bu

---

<sup>77</sup> Barry Elliott ve Jamie Elliott, **Financial Accounting and Reporting**, 9. Basım, Prentice Hall, Glasgow:2005, s. 588

<sup>78</sup> Shannon P. Pratt, Robert F. Reilly ve Robert P. Schweihs, **Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies**, 4. Basım, McGraw Hill, New York:2000, ss: 230-231

<sup>79</sup> James R. Boatsman ve Eba F. Baskin, “Asset Valuation with Incomplete Markets”, **The Accounting Review**, 1981, Vol. 56, No. 1, ss: 38-53

<sup>80</sup> Andrew W. Alford, “The Effect of the Set of Comparable Firms on the Accuracy of the Price-Earnings Valuation Method”, **Journal of Accounting Research**, 1992, Vol. 30, No. 1, ss: 94-108

iki değişkene göre ayrı ayrı yapılan sınıflandırmalarda elde edilen sonuçların başarısı düşük kalmıştır.

Fiyat kazanç oranlarının hesaplamasında halka arz dönemindeki açıklanmış olan son tam yılın finansal tablolarına dayanan fiyat kazanç oranları ve bir sonraki yılın sonunda oluşacak tahmini fiyat kazanç oranları hesaplanmaktadır. Buna göre değerleme yapılmaktadır. Örneğin 1998 yılında hisse senetleri halka arz edilen Van Et Entegre Et Sanayi ve Ticaret A.ř. 25 şubat 1998 tarihli izahnamesinde 23 Ocak 1998 tarihinde İMKB’de oluşan fiyatları dikkate alarak 1997 yılı dönem sonu sonuçlarına göre fiyat kazanç oranlarını hesaplamıştır. Buna göre işletmenin hisse başına kâr tutarı 310 TL’dir. İMKB’nin şirketlerinin ortalama fiyat kazanç oranı 16,4 olduğunda işletmenin hisse senedi fiyatı (16,4 x 310) 5.084 TL çıkmaktadır. Benzer işletmeler olarak Pınar Et ve Maret alınmıştır. Pınar Et’in fiyat kazanç oranı 9,1’dir ve buna göre oluşan hisse senedi fiyatı (9,1 x 310) 2.821 TL olmuştur. Maret’e göre ise (12,2 x 310) 3.782 TL olmuştur. Benzer işletmelerin fiyat kazanç oranları ortalaması alındığında ise<sup>81</sup> Van Et’in hisse senedi fiyatı (10,7 x 310) 3.317 TL olmaktadır. 1998 yılında fiyat kazanç oranları tahminleri yaklaşık yarıya indirilmiş buna karşılık işletmenin tahmini hisse başına kârı 900 TL’ye yükselmiştir. Buna göre oluşan hisse senedi fiyatları İMKB ortalamasına göre (8,2 x 900) 7.380 TL, Pınar Et’e göre (5 x 900) 4.500 TL, Maret’e göre (6 x 900) 5.400 TL ve benzer işletmeler ortalamasına göre (5,5 x 900) 4.950 TL olarak hesaplanmıştır<sup>82</sup>.

#### *İşletme Değeri – Vergi, Faiz ve Amortisman ncesi Kâr Oranı*

Bu oran işletmenin piyasa değerinin vergi faiz ve amortisman öncesi kârına bölünmesiyle hesaplanır. İşletme değerine, işletmenin hisse senetlerinin piyasa değerine

---

<sup>81</sup> İzahnamede benzer işletmelerin hangileri olduğu belirtilmemektedir. Ancak elde edilen sonuçlar incelendiğinde benzer işletmeler olarak yine Pınar Et ve Maret’in alındığı görülmektedir.

<sup>82</sup> Diğer değerleme yöntemleri de kullanıldığında hisse senedi fiyatı tahminleri 2.714 ile 7.449 TL arasında çıkmıştır. İşletme hisse senetlerini 4.500 TL fiyatla halka arz etmiştir.

işletmenin borçlarının eklenmesi ve bu toplamdan işletmenin hazır değerlerinin çıkarılması ile ulaşılır. Bu tutar, işletmenin teorik olarak satılabileceği tutarı vermektedir. Vergi, faiz ve amortisman öncesi kâr (VFAÖK) işletmenin esas faaliyetlerinden nakit yaratma gücünü göstermektedir. Böylece, işletmenin nakit yaratma gücü ile piyasada oluşan değeri arasındaki ilişki ortaya konur. İşletme değerinin VFAÖK tutarına bölünmesi sonucu ulaşılan oran, işletmenin kârlarından nakit yaratma gücünün kaç katı kadarının değere yansıdığını göstermektedir. Bu oran benzer işletmeler için hesaplanır ve hisse senetleri halka arz edilen işletmelerin vergi, faiz ve amortisman öncesi kârları ile çarpılarak halka açılan işletmelerin piyasada oluşması beklenen tahmini değerlerine ulaşılır.

Bu oranda net dönem kârı yerine vergi, faiz ve amortisman öncesi kârın kullanılması işletmelerin performanslarının karşılaştırılmasını kolaylaştırmasıdır<sup>83</sup>. İşletmelerin amortisman giderleri işletmelerin kullandıkları amortisman yöntemlerine, duran varlıklarını yeniden değerlemeye tabi tutup tutmadıklarına ve borçlanma maliyetlerini aktifleştirip aktifleştirmediklerine göre değişiklik göstermektedir. Faiz giderleri, işletmelerin borçlanma yapılarına, borçlanma maliyetlerini aktifleştirip aktifleştirmediklerine ve piyasada değişen faiz oranlarına göre farklılıklar gösterebilmektedir. Vergiler ise, işletmenin performansından çok vergi kanunları ve işletmenin gelir ve giderlerinde vergiden muaf gelirlerin ve kanunen kabul edilmeyen giderlerin tutarına göre değişiklik göstermektedir. Bu nedenle, işletmenin uzun vadeli performansının ölçüsü olarak ve bu performanstan sağlanacak nakit tutarının bir göstergesi olarak vergi, faiz ve amortisman öncesi kâr kullanılmaktadır.

Van Et'in halka arz izahnamesinde bu oran Pınar Et, Maret ve bu iki işletmenin ortalamalarına göre hesaplanmıştır. Pınar Et için hesaplanan oran 2,2 olmuştur. Van Et'in 1997 yılında 370.000 milyon TL vergi, faiz ve amortisman öncesi kâr edeceği

---

<sup>83</sup> Aswath Damodaran, **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**, 2. Basım, John Wiley and Sons, New York:2001, s. 46

hesaplanmıştır. Buna göre Van Et'in işleme değeri (2,2 x 370,000) 814.000 milyon TL olmuş ve hisse senedi değeri ise 2.714 TL olarak hesaplanmıştır. Maret'in ilgili dönemdeki işletme değerinin vergi, faiz ve amortisman öncesi kârına oranı 5,1 olmuş, buna göre Van Et'in piyasa değeri (5,1 x 370.000) 1.887.000 milyon TL, hisse değeri ise 6.290 TL olarak hesaplanmıştır.

### *Ciro Katsayısı Yöntemi*

Ciro katsayısı yöntemi, işletmelerin değerleri ile cirolarını ilişkilendiren bir yöntemdir. Bu yöntemde, işletme değeri işletmenin cirosuna bölünerek işletmenin cirosuna oranla ne kadarlık değer yarattığı ölçülür. Halka arzda işletmenin piyasa değeri henüz belli olmadığı için benzer işletmeler için bu oran hesaplanır ve işletmenin gerçekleşen veya cirosuyla çarpılarak işletmenin hisse senetlerinin halka arz fiyatı hesaplanır.

Bu yöntemin kâr veya defter değerini hesaba katan yöntemlere göre bazı avantajları bulunmaktadır<sup>84</sup>. Bu yöntemde sadece satış hasılatı hesaba katıldığı için, muhasebe politikalarından kaynaklanan farklı değerlendirme yöntemlerinden etkilenmez. Karşılaştırma için kullanılan diğer işletmelerin stok değerlendirme yöntemleri, amortisman yöntemleri, karşılık giderleri gibi giderleri farklı yöntemlerle hesaplanabildiği için diğer yöntemlerde karşılaştırma yapmak sağlıklı bilgi vermeyebilmektedir. Bu yöntemin bir başka avantajı ise, fiyat kazanç oranına oranla ciro katsayısının dönemsel değişimlerden daha az etkilenmesidir. İşletmelerin satış hasılatları dönemler itibarıyla çok fazla dalgalanma göstermezler. Ancak, özellikle faiz oranlarının ve kurların önemli dalgalanma gösterdiği ülkemizde finansman gelir veya giderleri dönemler arasında önemli farklılıklar gösterebilmektedir. Ciro katsayısı yöntemi bu değişimleri dikkate almadığı için daha sağlıklı sonuçlar verebilmektedir. Bir başka önemli nokta ise, bu yöntemin işletmenin uzun vadede değerini etkileyen en önemli etken olan satışlardaki büyümeyi dikkate almasıdır.

---

<sup>84</sup> a.e., ss: 43-44



### *Piyasa Değeri – Defter Değeri Yöntemi*

Bu yöntemde, işletmenin piyasa değeri defter değerine oranlanarak, işletmenin piyasada oluşan değeri ile defter değeri arasında uygun bir katsayı bulunur. İlgili işletmenin hisse senedinin gerçek fiyatının hesaplanmasında, işletmenin defter değeri hesaplanır ve benzer işletmeleri piyasa değeri defter değeri oranı ile çarpılır<sup>85</sup>. Defter değeri, varlıkların bilançoda kayıtlı olan değerlerinden borçların kayıtlı değerlerinin çıkarılması sonucu elde edilir. Muhasebenin esas görevi, işletme faaliyetlerini kayda almak ve dönem sonu işletme sonucunu ortaya koymaktır<sup>86</sup>. Piyasa değeri ise, söz konusu varlık ve yükümlülüklerin cari değerleri ve net varlıkların işletmeye gelecekte sağlayacakları ekonomik faydanın tutarıyla ilgilidir. Bu nedenle, muhasebe sürecinde üretilen bilgilerin işletmenin değerini ortaya çıkarma amacı bulunmamaktadır. Muhasebenin amacı, işletmenin varlık ve yükümlülükleri hakkında güvenilir, ihtiyaca uygun ve zamanında bilgi sunmaktır. Piyasa değeri ve defter değeri arasındaki ilişki işletme, sektör veya genel ekonomik durum hakkındaki beklentilerdeki değişimler nedeniyle her zaman aynı olmamaktadır.

Piyasa değerinin defter değerine oranının kullanıldığı değerlendirme yaklaşımındaki amaç, işletmenin benzer işletmelere oranla defter değerinin kaç katına piyasa tarafından değerlendirildiğini ölçmektir. Ancak, bu oranın anlamlı olabilmesi için değerlendirme yapılacak işletme ile karşılaştırma yapılacak işletmelerin sektör, varlık yapısı, uygulanan muhasebe politikaları yönünden benzerlik göstermesidir. Özsermaye kârlılığı ile piyasa değeri defter değeri oranı arasında korelasyon bulunmaktadır<sup>87</sup>. Bu nedenle, değerlendirme yapılacak işletme ile karşılaştırma yapılacak işletmelerin özsermaye kârlılıklarının benzer olması bu oranın kullanımının daha başarılı olmasını sağlayacaktır.

---

<sup>85</sup> Ataman ve Kibar (1999), a.g.e., ss. 120-121

<sup>86</sup> a.e. , s: 63

<sup>87</sup> Pratt, Reilly ve Scweihs (2000), a.g.e. s. 248

#### *1.2.3.4. Satış Yönteminin Belirlenmesi*

İşletmeler veya satışı gerçekleştirecek hissedarlar aracı kurum ile birlikte hisse senetlerinin satışını hangi yöntemle gerçekleştireceklerini belirlerler. Hisse senetlerinin satış yöntemleri SPK tarafından düzenlemeye tabi tutulmuştur<sup>88</sup>. Bu yöntemler iki ana gruba ayrılmaktadır. Bunlar talep toplama yöntemi ve borsada satış yöntemidir. Talep toplama yöntemi de sabit fiyatla talep toplama ve fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama yöntemi olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

Bu çalışma çerçevesinde yapılan incelemeye göre, 1993-2004 yılları arasında ülkemizde gerçekleşen birincil halka arzların %71'i sabit fiyatla talep toplama, %12'si fiyat teklifi alma yoluyla talep toplama ve %17'si borsada satış yöntemi ile gerçekleştirilmiştir. 1997 yılından itibaren fiyat teklifi yoluyla talep toplama yöntemi hiç kullanılmamıştır. Bu sonuçlardan görüldüğü üzere, ülkemizdeki halka arzların çoğunluğu sabit fiyatla talep toplama yöntemiyle gerçekleşmektedir.

#### *Talep Toplama Yöntemi*

Talep toplama yönteminde, yatırımcıların satışa sunulan hisse senetlerine ilişkin talepleri toplanır. Daha sonra bu talepler değerlendirilerek hisse senetleri yatırımcılar arasında dağıtılır<sup>89</sup>.

Sabit fiyatla talep toplama yönteminde, satışa sunulan hisse senedi için sabit bir fiyat belirlenmektedir. Bu fiyata göre, yatırımcılar belirli bir süre içinde taleplerini belirlemekte ve bedelini de ilan edilen banka şubesine yatırmaktadır. Talep toplama süresinin bitiminde, hisse senetleri talepte bulunan yatırımcılar arasında dağıtılır. Eğer talepte bulunulan hisse senedi miktarı arz edilen miktardan daha düşükse tüm

---

<sup>88</sup> SPK, Seri VIII, No: 22, "Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği"

<sup>89</sup> SPK, Seri VIII, No: 22, Madde: 4

yatırımcılara talep ettikleri miktarda hisse senedi verilir. Kalan hisse senetleri de eğer yüklenimli aracılık sözleşmesi imzalandıysa aracı kurum tarafından satın alınır. Ancak eğer talep edilen miktar arz edilen hisse senedi sayısından daha fazla ise, bu durumda kademeli dağıtım gerçekleştirilir. Önce hisse senetleri tüm yatırımcılara eşit olarak dağıtılır. Bu dağıtımda alt limit yatırımcının talep ettiği miktar, üst limit ise arz olunan hisse senedi sayısının yatırımcı sayısına bölünmesiyle elde edilen miktardır. Eğer bu dağıtım sonunda dağıtılmamış hisse senedi kalırsa, aynı ilkelere tabi olmak üzere yeni dağıtım gerçekleşir. Bu dağıtım, arz edilen hisse senetleri bitene kadar devam eder.

Sabit fiyatla talep toplama yönteminin tercih nedeni, halka arz edilen hisse senedi fiyatının belirli olmasıdır. Fiyatlamaya doğru yapıldığı ve satışın zamanlaması da doğru olduğu sürece işletmenin hisse senetlerinin tamamını belirledi fiyattan satabilmektedir. Böylece halka arz başarılı olur. İşletmeler, Sermaye Piyasası Kuruluna başvurduktan sonra en fazla 30 gün süreyle ön talep toplayabilmektedirler. Ön talepte bulunan yatırımcılar açısından herhangi bir yükümlüğün bulunmadığı bu süreçte, ön talepte bulunan yatırımcılara daha sonra satış sırasında öncelik tanınabilir. Ön talepte belirli bir fiyat aralığı belirlenir ve bu fiyat aralığında yatırımcılar hangi fiyattan ne kadar hisse senedi talep edeceklerini belirlerler. Böylece işletme, belirlediği fiyata gelecek talebi belirlemiş olur. Ön talep toplama yöntemi tercih edilirse, satışın sabit fiyatla talep toplama yöntemiyle gerçekleşmesi bir zorunluluktur.

Fiyat teklifi alma yöntemiyle talep toplanmasında, işletme veya hissedarlar tarafından asgari bir fiyat belirlemektedirler. Yatırımcılar, bu fiyattan düşük olmamak üzere talep ettikleri hisse senedi sayısı ve fiyat tekliflerini belirtmekte ve bu tutarı bankaya yatırmaktadırlar. Talep toplama süresinin bitiminden sonra toplanan teklifler, en yüksek fiyat teklifinden en düşük fiyat teklifine doğru olmak üzere, her fiyat düzeyinde talep edilen miktarlar ile birikimli miktarları gösteren bir tabloya dönüştürülür. Birikimli olarak en çok hisse senedinin satılabildiği fiyat, satış fiyatı olarak belirlenir. Hisse senetlerinin dağıtımında bu fiyatı karşılayan teklifler dikkate alınır. Belirlenen fiyat

düzeyinde talep edilen toplam hisse senedi miktarının satışa sunulandan fazla olması durumunda, en yüksek fiyatlı talepten başlamak suretiyle dağıtım işlemi yapılır. Teşekkül eden fiyat seviyesinde birden fazla yatırımcının karşılanamayan talebi olması durumunda, yatırımcılar arasında dağıtım talep miktarı ile orantılı olarak yapılır. Dağıtım sonucunda ortaya çıkan miktarlar, miktar konusunda alt sınır koyan yatırımcılar açısından gözden geçirilir, ortaya çıkan miktarın bu alt sınırın altında kalması halinde yatırımcı isteğine uygun olarak listeden çıkarılır ve bu miktarlar tekrar dağıtım tabi tutulur<sup>90</sup>.

#### *Borsada Satış Yöntemi*

Bu yöntemde, hisse senetleri doğrudan İMKB’de satışa sunulur. Satışa sunulmadan önce en az 20 gün önce İMKB’ye başvurunun yapılması ve bu başvurunun kabul edilmesiyle satış gerçekleşir. Hisse senetlerinin borsadaki açılış fiyatı işletme tarafından belirlenen halka arz fiyatıdır.

#### *1.2.3.5. Sermaye Piyasası Kurulu’na ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’na Başvuru*

İşletmeler, hisse senetlerini satacak olan ortaklar veya sözleşme imzalanan aracı kuruluş, gerekli bilgi ve belgeler ile Sermaye Piyasası Kurulu ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’na başvururlar. Bu bilgi ve belgeler, işletmeyi tanıtan ve halka arz hakkında bilgi veren bilgi ve belgelerdir. SPK başvurusu, hisse senetlerinin kayda alınması için gereklidir. Borsa başvurusu ise, işletmenin hisse senetlerinin ilgili pazarda işlem görebilmesini sağlamak içindir.

Sermaye Piyasası Kurulu, başvuruları inceler ve verilen bilgilerin kamuyu aydınlatma ilkeleri çerçevesinde inceler. İncelemeler sonucunda açıklamaların yeterli olmadığı veya açıklamaların gerçeği yansıtmadığı sonucuna varılırsa bu bilgilerin düzeltilmesi

---

<sup>90</sup> SPK, Seri VIII, No: 22, Madde: 4.1.2.1.1.7.

istenebilir. Bu da yeterli olmazsa hisse senetleri kurul kaydına alınmaz. Kabul edilen başvurular sonucunda hisse senetleri kurul kaydına alınır.

İMKB incelemesi ise, belge incelemelerinin dışında işletmenin merkez ve üretim tesislerinin ziyaretini de kapsamaktadır. İşletmeler hammadde temini, üretim yapısı, yatırımları, satışları, yönetim ve çalışanların durumu, grup şirketleri ile olan ilişkileri gibi yönlerden incelenir. Ayrıca işletmelerin finansal tabloları da detaylı incelemelere tabi tutulur.

#### *1.2.3.6. İzahnamenin Tescili Yayınlanması*

Hisse senetleri ilk defa halka arz edilen işletmeler hakkında yatırımcılar yeterince bilgi sahibi değildir. Bu nedenle, işletme hakkında yatırımcıları bilgilendiren bir bilgi kaynağının hazırlanması gerekmektedir. Halka arzlarda, halka arz ve işletme hakkında en detaylı bilgi kaynağı izahnamedir. İzahnamede, işletmenin yaptığı iş hakkında, geçmişteki finansal durumu ve performansı hakkında, ortaklık yapısı hakkında, halka arz hakkında ve yatırımın genel riski hakkında bilgiler bulunmaktadır. İzahnamelerdeki bilgilerin Sermaye Piyasası Kurulu tarafından onaylanması işletme hakkında verilen bilgilerin verilen çerçeveler içinde doğru olduğunu göstermektedir. Bu yönüyle izahname, ihraççının ve aracı kurumun yatırımcıları bilgilendirdiğini gösteren belgedir. Sirküler ise, izahnamenin SPK tarafından belirlenen şartlara uygun olarak hazırlanmış özetidir.

İzahnamede bulunması gereken bilgiler SPK tarafından belirlenen bilgilerdir. Halka arzlarda SPK'nın belirlemiş olduğu izahname formatına uymak zorunludur. İzahnameler, hisse senetlerinin kayda alınmasından sonra ticaret siciline tescil ve ilan edilir. Daha sonra, günlük gazetelerde sirküler yayınlanarak halka arzın duyurusu yapılır<sup>91</sup>. İzahname ve sirkülerde hisse ihraççı ve aracı kuruluşun beraber imza atması

---

<sup>91</sup> 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, Madde: 6

gerekmektedir. İzahname ve sirkülerde yer alan bilgilerin gerçeği dürüst bir şekilde yansıtmasından halka arz edilen hisse senetlerinin sahibi olan işletme veya hissedarlar sorumludur. Ancak, aracı kurumlardan da bu bilgilerin doğru yansıtılması için özen göstermesi istenir. İzahname ve sirkülerde yer alan bilgilerin gerçeği doğru yansıtılmamasından kaynaklanan zararlar önce ihraççılardan tazmin ettirilir, ihraççılardan tazmin ettirilemeyen kısımlar için aracı kurumlara müracaat edilir<sup>92</sup>. İzahnamede yer alan denetlenen dönemlere ait finansal tablolar ise bağımsız denetim kuruluşu tarafından imzalanır.

İzahnamelerde yer alan bilgiler ve bu bilgilerin öne çıkan özellikleri aşağıdadır.

#### *Ortaklığı Tanıtıcı Bilgiler*

Bu bölümde işletmenin ünvanı, adres bilgileri, ortak sayısı ve kuruluş amacı gibi ortaklığı tanıtan bilgiler verilmektedir.

#### *Mevcut Sermaye ve Paylarla İlgili Bilgiler*

Bu bölümde işletmenin sermayesinin ortaklar arasındaki dağılımı ve bu dağılım hakkında bilgiler verilmektedir. Ortaklığın sermayesindeki veya toplam oy oranı içindeki payları %5 veya üzerinde olan gerçek kişilerin akrabalık ilişkilerinin açıklandığı bölüm, işletmenin aile şirketi olup olmadığı ve bu anlamda işletmenin kurumsallığının bir göstergesi olabileceği için önemlidir. Ayrıca, bu bölümle birlikte ihraççı yönetiminde doğrudan veya dolaylı olarak söz sahibi olan veya olabilecek hissedarların açıklandığı bölümün incelenmesi de işletmenin kurumsal yapısı hakkında bilgi verebileceği için önem verilmesi gereken bir bölümdür.

---

<sup>92</sup> 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, Madde: 7

### *Artırılan Sermaye Paylarına İlişkin Bilgiler*

Bu bölümde, işletme sermaye artırımını yoluyla halka arzı gerçekleştiriyorsa, sermaye artırımını sonucunda halka arz edilen paylarla ilgili bilgiler yer almaktadır. Bu bölümde sermaye artırımının nasıl gerçekleştiği, temettü tarihleri, yeni pay alma hakları ve satış hakkındaki bilgiler yer almaktadır.

### *Mevcut Payların Bir Kısmının Satışı Hakkında Bilgiler*

Bu bölümde, işletmenin hissedarlarının sahip olduğu payların bir kısmı halka arz ediliyorsa bu paylarla ilgili bilgiler yer almaktadır. Bu bölümde, hisse senetlerini satacak ortaklar hakkında bilgiler yer almaktadır. İşletmenin önemli ortaklarının hisse senetlerini satarak ortaklıktan çıkıp çıkmadığı bu bölümde dikkat edilmesi gereken bir noktadır. Eğer işletmenin kurucu ortakları veya önemli oranda pay sahibi ortakları hisse senetlerini satarak ortaklıktaki paylarını önemli ölçüde azaltıyorsa işletmenin gelecekteki performansı hakkında olumlu görüşe sahip olmadıkları için sattıkları ihtimali bulunmaktadır<sup>93</sup>. Bu bölümde ayrıca, halka arz edilen hisse senetlerinin temettü bilgileri de yer almaktadır.

### *Halka Arzla İlgili Genel Bilgiler*

Bu bölüm, yatırımcılar açısından izahnamenin en önemli bölümlerinden bir tanesidir. Bu bölümde halka arzın süresi, satış fiyatı, satış fiyatının nasıl tespit edildiği, satış yöntemi, aracı kurumla yapılan yüklenim sözleşmesinden kaynaklanan aracı kurumun yüklenimde bulunacağı paylar, ortaklığın satıştan elde edeceği nakit akımını nerede kullanacağı niteliği ve ek satış hakkının kullanılıp kullanılmayacağı hakkında bilgiler yer almaktadır.

---

<sup>93</sup> Robin Carnahan, **How to Read a Prospectus: A Guide for Beginning Investors**, (Çevrimiçi) [http://www.sos.mo.gov/securities/pubs/How%20to%20Read%20A%20Prospectus\\_01.2005.pdf](http://www.sos.mo.gov/securities/pubs/How%20to%20Read%20A%20Prospectus_01.2005.pdf) (01.09.2005)

Satış fiyatının tespit yönteminin incelenmesi, ortaya çıkan satış fiyatının hangi ölçüler kullanılarak belirlendiği hakkında yatırımcılara bilgi verecektir. Fiyat tespitinde kullanılan yöntemler ve yöntemlerde kullanılan değişkenlerin detaylı açıklanması belirlenen fiyatın hangi şartlar ve hangi varsayımlar altında oluşturulduğu konusunda bilgilendirici olacaktır. Ayrıca mümkün olduğunca fazla yöntemin kullanılarak fiyat tespitinin yapılması da fiyat tespit yöntemlerinin sağlaması açısından önemlidir. İskontolu nakit akışları yöntemi kullanıldığında işletmenin nakit akışlarının büyüme oranlarının ve bu nakit akışlarını bugüne indirgeyen iskonto oranlarının gerçekçi olup olmadığı bu yöntemde oluşacak fiyatın gerçekçi olup olmadığı hakkında bilgi verecektir. Başka işletmelerle karşılaştırmalı olarak kullanılan fiyat kazanç oranı, piyasa değeri defter değeri oranı, ciro katsayısı gibi yöntemlerde karşılaştırma yapılan işletmelerin niteliği de bu yöntemlerin başarısını etkileyecektir. Bu açıdan, işletme ile benzer işi yapan, finansal yapı itibarıyla benzer olan, kârlılık oranları açısından benzer olan işletmelerin seçilmesi gerekmektedir. İşletmeler genellikle bu yöntemleri kullandıktan sonra oluşan değerlerin ortalamasını alıp daha sonra ise işletme ilk defa halka arz edildiği ve satışı cazip kılmak için bu değeri de kendi belirledikleri ölçüde iskonto ederek halka arz fiyatına ulaşmaktadırlar.

Aracı kurum ile ilgili bilgiler de önemlidir. Halka arz edilen işletme veya ortaklarının aracı kurumla bağının bulunması<sup>94</sup> veya aracı kurumun geçmişte gerçekleştirdiği halka arzların başarısı önemli bilgiler olarak göz önünde bulundurulmalıdır. Aracı kurumla yapılan aracılık sözleşmesinin niteliği de önemlidir. Tümünü yüklenim veya bakiyeyi yüklenim yönteminin kullanılması aracı kurumun satışta oluşan fiyatın yatırımcılar açısından cazip bir fiyat olarak belirlediği ve aracı kurumun halka arzın başarılı olacağına güvendiğinin bir göstergesi olabilmektedir.

Halka arzdan kaynaklanan nakit akımlarının kullanım yerleri de önemlidir. Sermaye artırımını sonucu artırılan payların halka arzlarında elde edilecek nakit akımı işletme

---

<sup>94</sup> Bir bankanın iştiraki olan bir işletmenin o bankaya ait bir aracı kurum tarafından halka arz edilmesi gibi.



tarafından kullanılacaktır. İşletmenin bu nakit akımlarını nerede kullanacağı hakkında belirli bir planının bulunması ve bu planı yatırımcılarla paylaşması halka arzın başarısında etkili olabilmektedir.

### *Mali Durum İle İlgili Bilgiler*

Mali durum ile ilgili bilgiler bölümünde işletmenin finansal tabloları, finansal tablolara ilişkin açıklamalar, bağımsız denetim raporları ve mali analize ilişkin bilgiler yer almaktadır. Bu bölüm, işletmenin halka arz öncesi dönemle ilgili finansal durumunu göstermesi açısından önemli bir bölümdür.

İzahnamelerde işletmenin son üç yıla ait ve işletme ara dönemde halka arz ediliyorsa en son ara dönem finansal tablolarının bulunması gerekmektedir. Örneğin, işletme Eylül 2005’de halka arz ediliyorsa, 2004, 2003 ve 2002 yıllarına ait yılsonu finansal tablolarının ve 2005 ve 2004 yılına ait altı aylık finansal tabloların finansal tablolarda yer alması gerekmektedir. İzahnamede yer alan finansal tablolar, bilanço, gelir tablosu, kâr dağıtım tablosu ve kaynak kullanım tablosudur. Ancak, SPK Seri XI. No: 25 “Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğ” uygulanmaya başladıktan sonra hazırlanan izahnamelerde, finansal tabloların bu tebliğe uygun olarak hazırlandığı ve kaynak kullanım tablosunun yerini nakit akım tablosunun aldığı görülmüştür.

Finansal tablolara ilişkin açıklamalar ise, işletmenin finansal tablolarında yer alan kalemler ile ilgili yapılan açıklamaları içermektedir. Ayrıca, bilanço tarihinden sonra ortaya çıkan ve açıklamayı gerektiren hususlar, şarta bağlı zararlar ve kazançlara ilişkin bilgiler, iştiraklerin kâr dağıtım politikaları gibi bilgiler yer almaktadır.

İşletmenin denetlenmiş finansal tablolarına ait denetim raporu görüşleri ve bu görüşlerin “şartlı”, “görüş bildirmeyen” veya “olumsuz” görüş bildiren veya açıklama paragrafı içeren rapor özetleri de bu bölümde yer alması gereken bilgilerdir.

Mali analize ilişkin bilgilerde ise, işletmenin likidite, faaliyet, finansal yapı, kârlılık, mali yükümlülükleri karşılama, büyüme oranları ve pay başına bilgiler yer almaktadır.

#### *Yönetime İlişkin Bilgiler*

Bu bölümde, işletmenin organizasyon şeması, yönetim kurulu üyeleri hakkında bilgiler, yönetimde söz sahibi olan personel hakkında bilgiler ve bu kişilerin ortaklık içindeki payları, yönetim kurulu üyeleri ve işletmenin yönetiminde söz sahibi olan kişilerin son hesap döneminde sağlanan ücret ve benzeri menfaatler ve bu kişilerin ortaklıkla yaptıkları alım ve satım işlemleri varsa bu işlemler hakkında bilgiler yer almaktadır.

Bu bölüm, işletmenin kurumsal yapısı ve yönetim yapısı açısından incelenmesi açısından önemlidir. Geçmişte yönetim zafiyeti içinde olan kişilerin işletmenin içinde yer alması, işletmenin yönetim kurulu üyelerinin eğitim durumları itibariyle işletmeyi yönetecek düzeyde olmamaları, yönetim tecrübesi olmayan kişilerin yönetimde yer almaları veya aralarında akrabalık ilişkisi bulunan kişilerin yönetim kurulunda ve yönetimde bulunmaları işletmenin yönetimi açısından risk faktörleridir.

#### *Faaliyet Hakkında Bilgiler*

Bu bölüm, işletmenin faaliyetlerinin ve genel sektörel yapı içinde işletmenin yerinin açıklandığı bölümdür. İşletmenin ürettiği mal veya hizmetlerin miktar bazında değişimi, satışların miktar bazında değişimi, kullanılan teknoloji, tesisler, çalışanlar hakkında bilgiler, kiralanan veya kiraya verilen gayrimenkuller, finansal kiralama faaliyetleri ile ilgili bilgiler, hammadde temin koşulları ve temin koşullarında meydana gelebilecek

değişiklikler, patent, lisans gibi haklara ilişkin bilgiler, önemli uyuşmazlıklarla ilgili bilgiler ve yapılmakta olan yatırımlar ile bilgiler bu bölümde açıklanan konulardır. Yatırımcılar bu bölümü inceleyerek işletmenin yaptığı iş ile ilgili bilgi edinirler ve işletmenin gelecekteki durumu ile ilgili tahmin yapmaya çalışırlar.

### *Grup Hakkında Bilgiler*

İşletme bir şirketler grubuna bağlı bir işletme ise, bu işletmenin aynı grupta yer alan işletmelerle olan ilişkileri yatırımcıları ilgilendiren önemli bir konudur. İşletmenin bir gruba ait olması, yaratılan sinerji açısından önemlidir. Ancak, özellikle aynı grup içinde halka açık olmayan işletmeler bulunmaktaysa bu durumda örtülü kazanç aktarımı gibi durumlar söz konusu olabilmektedir. Bu nedenle, bu tür risklerin anlaşılabilmesi için işletmenin grup şirketleriyle olan ilişkilerinin de incelenmesi gerekmektedir.

İşletmenin grupta yer alan diğer işletmelerle olan borç alacak ilişkisi açıklanmaktadır. Söz konusu alacakların faizsiz olması veya düşük faizli olması örtülü kazanç aktarımı anlamına geleceği için bu konuda risk unsuru görülen işletmelerin hisse senetleri satın alınmamalıdır. Bir başka nokta, işletme tarafından alınan kredilerin grup şirketlerine devredilerek onlar tarafından kullanılması da işletmenin riskini artıracığı ve işletmenin ileride borçlanma olanaklarını kısıtlayacağı için bu bölümün de dikkate alınmasında fayda bulunmaktadır. Karşılıklı verilen taahhüt, garanti veya kefaletler de bu bölümde yer alan bir başka unsurdur. Ayrıca, grup şirketlerinin birbirlerine yaptıkları satışlar da bu bölümde açıklanır. Grup şirketlerinin birbirlerine yaptıkları satışlarda transfer fiyatlaması işletme aleyhine kullanılabileceği için de bu alandaki risklerin dikkate alınması gereklidir.

### *Hisse Senetleri ile İlgili Vergilendirme Esasları*

Bu bölümde gelir vergisi kanunu ve kurumlar vergisi kanunu hükümlerine göre hisse senetleri alım satım kazançları ve temettü gelirlerinin vergilendirme esasları açıklanmaktadır.

#### *1.2.3.7. Yeni Pay Alma Haklarının Kullanımı*

İşletme sermaye artırarak hisse senetlerini halka arz ettiğinde, mevcut ortakların rüçhan (yeni pay alma) haklarını tamamen veya kısmen kısıtlayabilir. Yeni pay alma haklarının kısmen kısıtlandığı durumlarda, mevcut ortaklar bu haklarını 15 günden az olmamak, 60 günden de fazla olmamak kaydıyla kullanabilirler<sup>95</sup>.

#### *1.2.3.8. İlan ve Reklamlar*

Halka arz ile ilgili yapılacak ilan ve reklam metinleri SPK tarafından onaylanmak zorundadır. Bu ilan ve reklamlarda izahname ve sirkülerde yer alan bilgiler dışında her hangi bir bilgiye yer verilemez.

#### *1.2.3.9. Halka Arz ve Satış*

Hisse senetlerinin satışına başlanır. Bu satış daha önce seçilmiş olan sabit fiyatla talep toplama, fiyat teklifi yoluyla talep toplama veya borsada satış yöntemi ile olabilir<sup>96</sup>. Talep toplama yöntemi kullanıldığında, toplanan kesin talebin satışa sunulan hisse senedi miktarından fazla olması durumunda, daha önce izahnamede belirtilmiş olma

---

<sup>95</sup> SPK, Seri I, No: 26, Madde: 18

<sup>96</sup> Bu yöntemlerle ilgili bilgiler “1.4.3.4. Satış Yönteminin Belirlenmesi” başlıklı bölümde açıklanmıştır.

kaydıyla, mevcut ortakların elindeki hisse senetleri ek satışa sunulabilir. Bu hisse senetlerinin sayısı halka arz edilen hisse senetlerinin %15'ini geçemez<sup>97</sup>.

---

<sup>97</sup> SPK, Seri I, No: 26, Madde: 21

## İKİNCİ BÖLÜM

### KÂRI YÜKSEK GÖSTERME

Bu bölümde, işletme yöneticilerin hangi nedenlerle kârlarını olduğundan yüksek gösterdikleri ve kârlarını yüksek göstermek için kullandıkları yöntemler incelenecektir.

#### 2.1. Kârı Yüksek Göstermenin Nedenleri

İşletmelerin kârlarının yüksek gösterilmeleri için bu faaliyetten fayda sağlaması gerekmektedir. Sağlanacak faydayı, işletmenin kurumsal olarak sağlayacağı faydalar ve işletme kârını etkileyebilecek yöneticilerin kişisel çıkarları dolayısıyla sağlayabilecekleri kişisel faydalar olarak ikiye ayırmak mümkündür. Kişisel ve kurumsal faydalar bazen çatışabilir, bazen de birbiriyle uyumlu olarak hem işletme hem de yönetici lehinde olabilir.

İşletmelerin kârlarını olduğundan yüksek veya düşük göstermelerinin nedenleri çok çeşitlidir. Bu nedenlerden bazıları işletmenin dışındaki etkenlerden kaynaklanırken, bazıları da işletmenin içinde bulunduğu şartlardan ve işletmenin muhasebe rakamları konusunda söz sahibi olan yöneticilerin kişisel motivasyonlarından kaynaklanmaktadır<sup>1</sup>.

##### 2.1.1. İşletme Dışı Etkenler

İşletme dışı etkenler, işletmenin kurumsal olarak veya yöneticilerin kişisel olarak kontrol edemediği çevredeki değişikliklere ayak uydurabilmek amacıyla kârını yüksek göstermesine neden olan etkenlerdir.

---

<sup>1</sup> James R. Duncan, "Twenty Pressures to Manage Earnings", *The CPA Journal*, Temmuz 2001, s:34

### 2.1.1.1. Kâr ile İlgili Beklentileri Karşılatabilmek

Yatırımcılara yatırım tavsiyeleri veren analistler, işletmelerin gelecekte oluşacak kârları hakkında çeşitli öngörülerde bulunurlar. Üst üste birkaç defa analistlerin tahminlerinden daha az tutarda kâr açıklayan işletmelerin hisse senedi fiyatları hızlı bir şekilde düşebilmektedir. Eğer, işletme analistlerin tahminlerine uygun yükseklikte kâr oranı açıklayamama durumunda ise ve işletme yönetimi hisse senedi fiyatlarının düşmesini istemiyorsa kârlarını analistlerin tahminleri ölçüsünde yukarı doğru düzeltme eğilimine girebilmektedirler.

1998 yılında yapılan çalışmada bankacılık sektöründe bankaların piyasada oluşan kâr beklentilerini karşılayabilmek amacıyla kârlarını yükseltip yükseltilmediği araştırılmıştır<sup>2</sup>. ABD’de yapılan bu çalışmada, 149 adet bankanın 1986-1991 yılları arasındaki üçer aylık dönemlerde analistlerin kâr tutarlarına ilişkin tahminleri incelenmiş ve en az üç adet analiz raporunun birbirleriyle tutarlı olduğu dönemlerdeki banka finansal tabloları istatistiki çalışmadaki veri setine dahil edilmiştir. Çalışmanın sonunda, analistlerin tahminleri birbirlerine yakın olduğunda kârları tahminlerin altında kalan bankaların kârlarını yükselttiklerine, buna karşılık analistlerin raporlarındaki kâr rakamları birbirlerine yakın olmadığı ve bankaların kârlarının tahminlerin üzerinde olduğu durumlarda kârların aşağıya doğru düzeltildiğine dair bulgulara ulaşılmıştır.

Analistlerin yanı sıra, işletme yönetimi de işletmenin gelecekteki performansı hakkındaki tahminlerini faaliyet raporları ve diğer raporlar aracılığıyla açıklarlar. Rakamsal kâr tutarları belirtmeseler de, çeşitli ifadelerle işletme performansının hangi yönde olacağı konusundaki beklentilerini paylaşırlar. İşletme yönetimi genellikle gelecekteki dönemde kârlarının gerçekten yükselmesini bekliyorsa kâr ile ilgili beklentilerini paylaşma olasılığı artar. Ayrıca, işletme yönetimi analistlerin işletme

---

<sup>2</sup> Sean W. G. Robb, “The Effect of Analysts's Forecasts on EM in Financial Institutions”, **The Journal of Financial Research**, Vol. 21, No. 3, 1998, ss:315-331

hakkında yapmış oldukları analizleri de göz önünde bulundurarak analistlerin beklentilerini de bu yönde şekillendirmeye çalışırlar. Ancak işletme yönetimi daha önce yayınlamış olduğu kâr tahminlerini tutturamama olasılığı belirlediğinde, kârı yüksek göstererek tahminleri tutturma çabasına girebilmektedir.

Hollanda'da gerçekleştirilen çalışmada, işletme yönetiminin açıklamış olduğu niteliksel<sup>3</sup> kâr tahminlerini tutturabilmek amacıyla kârı yüksek gösterip göstermediği incelenmiştir<sup>4</sup>. 1984-1994 yılları arasındaki on yıllık dönemde kâr tahminlerini açıklayan işletmelerden oluşan 622 adetlik veri seti kullanılarak gerçekleştirilen çalışmada, kâr tutarlarının tahminlere yaklaştığı durumlarda yöneticilerin tahminleri yakalayabilmek amacıyla kârı yüksek gösterecek düzeltmeler yaptığı bulunmuştur. Ancak, tahminler ile gerçekleşme arasındaki fark kârı yüksek gösterme teknikleri kullanılarak kapatılamayacak kadar yüksekse, bu durumda işletme yönetiminin o dönemi kaybetmeyi göze alarak kârı biraz daha düşürerek bir sonraki döneme aktaracak rezerv kâr bulundurmaya tercih ettikleri görülmüştür.

Aynı konuda ABD'de gerçekleştirilen çalışmada 1987-1991 yılları arasında gönüllü nicel<sup>5</sup> kâr tahminleri açıklayan 366 işletmenin verileri kullanılmıştır<sup>6</sup>. Çıkan sonuçlar işletmelerin kârlarının tahminlerin altında kaldığında tahminleri tutturabilmek amacıyla kârlarını yüksek gösterdiği yönündedir. İşletme yönetimi kârlarını açıkladığında hisse senedi fiyatları buna bağlı olarak ne kadar fazla artarsa ve bu tahminler sonucunda ne kadar fazla finansal analist beklentilerini tahminler yönünde şekillendirirse kârı yüksek gösterme eğilimlerinin o kadar fazla olduğu da ortaya çıkarılmıştır.

---

<sup>3</sup> Örneğin: "Kârımızın bu yıl önemli ölçüde yükseleceğini düşünüyoruz."

<sup>4</sup> Andre B. Dorsman, Henk P.A.J. Lagendijk, Bart Van Praag, "The Association Between Qualitative Management Earnings Forecasts and Discretionary Accounting in the Netherlands", **The European Journal of Finance**, Vol. 9, 2003, ss: 19-40

<sup>5</sup> Örneğin: "Bu yıl kârımızın %15 artmasını bekliyoruz."

<sup>6</sup> Ron Kasznik, "On the Association Between Voluntary Disclosure and Earnings Management", **Journal of Accounting Research**, Vol. 37, No. 1, 1999, ss: 57-81



### 2.1.1.2. Borçlanma Gücünü Artırmak

İşletmeler varlıklarının finansmanında borç kaynaklarına başvurumaktadırlar. İşletmenin borçlanma gücü gelecekte yaratacağı nakit akımlarının göstergesi olan kâr ile yakından ilişkilidir. İşletmenin kârında oluşan düşüşler, işletmenin borçlanma olanaklarını kısıtlayacak ve sermaye maliyetini artıracaktır. Bu nedenle işletmeler borçlanma olanaklarını artırabilmek amacıyla kârlarını yüksek gösterebilmektedirler.

Borçlanma ve finansal kiralama anlaşmaları işletmenin önceden belirlenmiş kâr ve finansal oranlar gibi çeşitli şartlar içerebilmektedir. İşletmenin bu şartları karşılayamadığı durumlarda çeşitli yaptırımlarla karşılaşması veya borcun tamamının hemen ödenmesi söz konusu olabilmektedir. İşletme yönetimi anlaşmanın içeriğine bağlı olarak belirlenmiş şartları karşılayabilmek amacıyla kâr tutarını yüksek gösterme yoluna gidebilmektedir. İşletmeler muhasebe rakamları bazında belirlenmiş borçlanma şartlarını karşılayamama ihtimali belirdiğinde, kârlarını yüksek göstererek borçlanma anlaşması gereği oluşabilecek yaptırımlar ve maliyetlerin önüne geçmeye çalışabilmektedirler.

ABD’de 1986-1994 yılları arasında elde edilen verilerle gerçekleştirilen çalışmada finansal açıdan sağlıklı olan işletmeler seçilmiş ve bu işletmelerin borçlanma anlaşmalarından kaynaklanan şartları karşılayamama noktasına yaklaştıkça kârlarını daha yüksek gösterdiklerine yönelik sonuçlara ulaşılmıştır<sup>7</sup>.

1987-1989 yılları arasındaki üç yıllık dönemde 653 adet işletme verisiyle gerçekleştirilen bir başka çalışmada ise işletmelerin duran varlık satışlarının zamanlaması ile borçlanma oranları<sup>8</sup> arasındaki ilişki incelenmiştir<sup>9</sup>. İşletmelerin duran varlıklarının satışlarının zamanlarını ayarlayarak kârlarını yüksek gösterebileceği öngörüsüyle gerçekleştirilen

---

<sup>7</sup> Dominic Peltier-Rivest, Steve Swirsky, “Earnings Management in Healthy Firms”, **Quarterly Journal of Business and Economics**, Vol. 39, No. 4, 2001, ss: 21-37

<sup>8</sup> Toplam Borçlar / Özsermaye

<sup>9</sup> Eli Bartov, “The Timing of Asset Sales and Earnings Manipulation”, **The Accounting Review**, Vol. 68, No. 4, 1993, ss: 840-855

çalışmada, işletmelerin borçlanma oranları arttıkça borçlanma şartlarının sınırlarına yaklaşacağı bu nedenle de kârlarını yüksek göstererek bu sınırdan uzaklaşabileceği ortaya konulmuştur. Çalışmada elde edilen sonuçlarda, borçlanma oranları yüksek olan işletmelerin duran varlık satışlarından elde etmiş oldukları gelirler borçlanma oranları düşük olan işletmelere göre önemli ölçüde yüksek çıkmıştır.

### *2.1.1.3. Halka Arzlarda Hisse Senedi Fiyatlarının Etkilenmesi*

İşletmeler değişen iş koşullarına ve artan rekabete karşı koyabilmek için büyümek zorundadır. Büyüeyebilmek için işletmelerin daha fazla ürün satması gerekmektedir. Daha fazla satış yapmak, pazarlama, satış ve dağıtım kanallarını geliştirebilmeye, yeni ürünler geliştirmeye, var olan ürünlerinin kalitesini artırmaya, üretim maliyetlerini düşürmeye ve üretim kapasitesini artırmaya bağlıdır. Bütün bu faaliyetler işletmelerin yeni yatırımlar yapmasını gerektirmektedir. İşletmelerin yatırımlarının finansmanını sağlayacak en uygun fon kaynaklarına uygun maliyetlerle ulaşabilmesi de işletmelerin başarısında önemli bir etken olarak öne çıkmaktadır. İşletmeler, hisse senetlerini organize borsalarda satarak fon ihtiyaçlarını karşılama yoluna gidebilmektedir.

Halka arz sürecinden doğrudan etkilenen üç ayrı çıkar grubu bulunmaktadır<sup>10</sup>. Bu gruplardan birincisi işletmenin kendisidir. İşletme, piyasa aktörleri tarafından yüksek değerle değerlendirilmek isteyecektir. Böylece halka arz sürecinden işletmeye doğru oluşacak nakit akışları da yüksek olacaktır. Diğer taraftan işletmenin amacı hissedarların ellerindeki hisse senetlerinin değerini yüksek tutmak olacağı için, halka arz sonrası hisse senetlerinin fiyatlarının düşmesini de istemeyecektir. Bu nedenle de, halka arz sürecinde işletmenin aşırı değerli görünerek hisse senetlerinin yüksek fiyattan yatırımcılara satılması ve daha sonra da hissedarların elindeki hisselerin fiyatının düşmesi işletmenin amaçlarına uygun olmayacaktır. Halka arz sürecindeki bir başka çıkar grubu işletmenin hisselerini halka arz öncesi elinde bulunduran hissedarlardır. Bu hissedarlar halka arz

---

<sup>10</sup> Ross Geddes, *IPOs and Equity Offerings*, Butterworth-Heinemann, Oxford, 2003, ss: 1-4

sürecinde ellerindeki hisselerin değerinin artmasını beklerler. Aynı zamanda uzun vadede de ellerindeki hisselerin değerinin korunmasını da beklerler. Halka arz sürecindeki üçüncü çıkar grubu ise işletmenin hisse senetlerini satın alarak gelecekte bu hisse senetlerinden hisse senedi fiyatı artışı ve temettü ödemesi olmak üzere fayda sağlamayı amaçlayan yatırımcılardır.

Bu üç çıkar grubunun organize borsalarda karşı karşıya gelmeleri sonucu işletmenin hisse senedi fiyatı ortaya çıkmaktadır. İşletmenin finansal verilerinin incelenmesi ve bu verilerin çeşitli değerlendirme yöntemleri kullanılarak analiz edilmesi sonucu işletmenin hisse senedi fiyatı ortaya çıkmaktadır. Yatırımcılar, bir işletmenin hisse senetlerine yatırım yapma kararını, o işletmenin gelecekte nakit yaratabilme gücüne bakarak yaparlar. Gelecekte yaratılabilecek nakit tutarının en önemli göstergelerinden bir tanesi de işletmenin elde etmiş olduğu kâr tutarıdır. Kârın büyüklüğü ile birlikte bu kâr tutarının sürdürülebilir ve işletmeye nakit akışı sağlama potansiyeli olması yatırım kararlarının verilmesinde önemli etkenlerdir.

İşletmelerin hisse senetlerinin ilk defa organize bir borsada satışa sunulmasına birincil halka arz adı verilmektedir. Hisse senetlerini ilk defa satışa sunan işletmeler sermaye piyasalarına da ilk defa çıktıkları için yatırımcılar ve yatırımcılara yol gösterecek analistler tarafından yeterince tanınmamaktadırlar. İşletme hakkında daha önceden piyasa tarafından görüş birliğine varılmış fiyat bilgisi de bulunmamaktadır. Halka arz fiyatını belirleyen aracı kurum ve bu fiyatı değerlendirerek hisse senedine olan talebini belirleyecek yatırımcılar da fiyat dışı bazı faktörleri göz önünde bulundurmamaktadırlar<sup>11</sup>. Bu durumda işletmeye yatırım yapmayı planlayan yatırımcılar için bulunan tek fiyat bilgisi işletme yönetimi ve aracı kuruluş tarafından belirlenmiş olan halka arz fiyatıdır. Bu anlamda, yatırımcıların ve onlara yön verecek olan analistlerin işletmenin faaliyetleri ve finansal performansı hakkında bilgi elde edebilecekleri

---

<sup>11</sup>John M. Friedlan, "Accounting Choices of Issuers of Initial Public Offerings", **Contemporary Accounting Research**, Vol.11, No.1, (Yaz 1994), s. 2

kaynaklar oldukça sınırlı olmaktadır. Bu durumun sonucu olarak işletmenin sunmuş olduğu raporlar ve izahnameler yatırımcılar için önemli ve ulaşılabilir bir veri kaynağı oluşturmaktadır. Bilgi edinme anlamında yatırımcı ve analistlerin çoğunlukla işletmenin sunduğu bilgileri kullanmak durumunda olması, işletmeye kârlarını yüksek göstererek yatırımcı ve analistlerin kanaatlerini etkileme olanağı vermektedir.

İzahnameler halka arz süreci başlangıcında ortaya çıkar ve yatırımcılar tarafından incelenir. İzahnameler, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) tarafından belirlenmiş kurallar çerçevesinde işletmenin halka arz sürecinden önceki üç yıllık finansal tablo verilerini, işletmenin halka arz öncesi bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarını ve işletmenin hisse senedi fiyatının belirlenmesi için kullanılan yöntemler hakkında bilgileri içermektedir. İzahnameler işletmenin, bağımsız denetim kuruluşunun ve halka arza aracılık edecek kurumun imzalarını taşıdığı ve kamunun denetiminden geçtiği için yatırımcılar için oldukça güvenilir bulunan ve analizlerde kullanılan bilgi kaynaklarıdır. Yatırımcılar hisse senetleri konusundaki yatırım kararlarını muhasebe bilgilerine dayanak yaptıklarında izahnamelerde verilen bilgilerle yetinirler. İzahnamelerde verilen bilgiler hakkında şüpheleri olsa da bu bilgilerin derinlemesine araştırılması süreci yatırımcılar için ayrı bir maliyet nedenidir. Bu nedenle yatırımcılar işletme izahnamesindeki verilerin tam ve güvenilir olduğunu varsayarlar.

Halka arz fiyatının işletmenin mevcut ortaklarının ellerindeki hisse senetlerinin toplam değeri üzerinde doğrudan bir ilgisi vardır. Halka arz fiyatı yüksek olduğunda mevcut ortakların ellerindeki hisselerin değeri de yükselecek, mevcut ortakların hisse senetleri de satıldığında ellerine geçecek nakit tutarı da artacaktır. Bu nedenle işletmeyi halka açan ortaklar halka arz fiyatının yüksek olmasını isterler. Bu durum işletmenin daha yüksek değerlemesi sonucu oluşacaktır. Değerlemedeki önemli unsulardan bir tanesi de işletmenin elde etmiş olduğu kâr olduğu için kârın yüksek olması mevcut ortakların

yararına ve de aynı zamanda onların elindedir<sup>12</sup>. Halka arzlarla ilgili olarak oluşturulan kanuni çerçeve kendisi hakkında yanıltıcı bilgi sunmayı riskli hale getirmektedir. İşletmelerin finansal tabloları bağımsız denetim kuruluşları tarafından denetlenmekte, izahnameler SPK ve İMKB'nin ilgili daireleri tarafından incelenmektedir. Bu nedenle kârını yüksek gösterme eğilimindeki işletmenin bu işlem sonucu elde edeceği getiri ile bu işlemin maliyetlerini karşılaştırması gerekmekte, eğer maliyet daha yüksek ise getiriye artıracak şeffaflık, daha iyi halkla ilişkiler gibi başka yolları kullanılabilir.

İşletmenin kârı yüksek göstermesi için halka arza aracılık eden ve hisse senedi fiyatını hesaplayan aracı kurum ile hisse senetlerini satın alacak olan yatırımcıların işletmenin kârı yüksek gösterecek faaliyetlerini ortaya çıkarmayacaklarına ve hisse senetleri fiyatlarında da bu faaliyetlerin etkilerini giderecek aşağı doğru düzeltmeler yapmayacaklarına inanması gerekmektedir. Yatırımcı ve aracı kurumun işletmenin kârı yüksek gösterme için seçtiği politikaların tamamını ortaya çıkarması kolay değildir. Bunun için yatırımcı ve aracı kurumun işletme yönetiminin muhasebe uygulamalarındaki politikalarında kullandıkları takdirlerini fırsatçı olarak sadece kârı yüksek göstermek için mi yoksa işletmenin özel durumları hakkındaki bilgiyi daha iyi iletebilmek için mi kullandığını ayırt edebilmesi gerekmektedir. İşletmeye benzer diğer işletmelerin bu politikaları nasıl kullandığı da bilinmelidir<sup>13</sup>. Bütün bu bilgi eksiklikleri ve bu bilgilere ulaşmanın maliyetleri nedeniyle yatırımcılar ve aracı kurumlar fiyatlamalarında işletmenin kârı yüksek göstermek için yaptığı ayarlamaların etkilerini yok edecek fiyat iskontosu yapmayacaklardır.

Halka arz öncesi kârın yüksek gösterilmesi ile ilgili birçok çalışma yapılmıştır. Bu çalışmalarda kârların halka arz öncesi yüksek gösterildiği konusunda deneye dayalı

---

<sup>12</sup> Larry L. DuCharme, Paul H. Malatesta, Stephan E. Sefcik, "Earnings Management IPO Valuation and Subsequent Performance" **University of Washington School of Business Working Paper**, Ağustos 2000, s. 1

<sup>13</sup> Friedlan, (1994), a.g.m.

kanıtlar sunulmuştur. 1994 yılında gerçekleştirilen çalışmada, ABD’de 1981-1984 yılları arasında hisse senetlerini ilk kez halka açan 12 farklı sektörden toplam 211 işletmenin halka arz öncesi iki yıl, halka arz yılı ve halka arz sonrası iki yıllık dönemleri ile ilgili finansal tablo verileri kullanılarak ulaşılan sonuçlarda işletmelerin kârlarını halka arz dönemi öncesi önemli tutarlarda artırdıkları bulgusuna ulaşılmıştır<sup>14</sup>. Çalışmada işletmelerin izahnamelerinde yer alan son finansal tablolarında kârlarını yüksek gösterecek düzeltmeler yaptıkları ortaya çıkarılmış, halka arz sonrasındaki dönemlerde ise kâr tutarlarının tekrar normale döndüğü görülmüştür.

1999 yılında Kanada’da yapılan araştırmada 1990-1996 döneminde bilişim sektöründeki 25 adet işletmenin birincil halka arzları sırasındaki finansal tabloları tek tek incelenmiştir<sup>15</sup>. İncelemeler sonucunda, işletmelerin halka arz döneminin hemen öncesinde kârlarını yükselttikleri ve yüksek kârların bir dönemden fazla sürdüğü daha sonra da işletmelerin kârlarının tekrar “normale” döndükleri gözlenmiştir. Yazarlar, bazı işletmelerin kârlarını ikiye katladıklarına dair bulgulara dahi ulaşmışlardır.

Halka arz döneminden sonra kârlarını yüksek gösteren işletmelerin kârlarının halka arz sonrası devam edip etmediği konusu da araştırmalara konu olmuştur. 1980-1990 yılları arasında halka arz edilmiş olan 1682 Amerikan işletmesinin incelendiği çalışmada, halka arz döneminde işletmelerin kârlarını yüksek gösterdiği bulunmuştur.<sup>16</sup> İşletmelerin halka arz sonrasındaki kârları incelendiğinde ise halka arz döneminin aksine aynı sektörlerde yer alan diğer işletmelere oranla daha düşük olduğu görülmüştür. Halka arz döneminde kârını en yüksek gösteren işletmelerin satışlarının kârlılığı, halka arz sonrasındaki üç yıllık dönem içinde en düşük değerlerde çıkmıştır. Bu işletmelerin satışlarının kârlılığı halka arz dönemine göre üç yıl içinde ortalama %16.5’lik azalış göstermiştir. Buna

---

<sup>14</sup> a.e.

<sup>15</sup> Jean-Francois Pontbriand, Gaetan Breton, “Account Manipulation in an IPO Context”, **Centre de Recherche en Gestion Working Paper**, No: 13-99, Kasım 1999

<sup>16</sup> Siew Hong Teoh, T.J. Wong ve Gita R. Rao, “Are Accruals During an Initial Public Offerings Opportunistic?”, **Review of Accounting Studies**, Vol. 3, 1999, ss: 175-208

karşılık halka arz döneminde daha tutucu muhasebe politikaları izleyen işletmelerin kârları sonraki dönemlerde azalmamıştır.

Halka arz sırasında kârın yüksek gösterilmesi sonucu oluşan yatırım ortamında hisse senedi fiyatları, getirileri ve yatırımcı davranışları da araştırmalara konu olmuştur. 2000 yılında gerçekleştirilen çalışmada halka arz öncesi kârlarını yüksek gösteren işletmelerin halka arz sürecinde değerlerinin yüksek olduğu ve buna bağlı olarak da halka arz fiyatının yüksek olduğu sonucuna ulaşılmıştır<sup>17</sup>. 1982-1987 yılları arasında ABD’de halka açılan işletmeler arasından seçilen 171 işletmenin izahnamelerinden elde edilen veriler kullanılarak gerçekleştirilen çalışmada iki adet hipotez test edilmiştir. Birinci hipotez halka arz öncesinde kârın yüksek gösterilmesinin işletmenin halka arz değerini yükselttiği öne sürmüştür. Elde edilen sonuçlar hipotezi destekler niteliktedir. İkinci hipotez ise kârı yüksek gösteren işletmelerin halka arz sonrası hisse senetlerinin performansının düşük olduğunu öngörmektedir. Çıkan sonuçlarda halka arz sonrası test edilen üç yıllık dönemde işletmelerin özsermaye verimliliğinin ve hisse senedi getirilerinin içinde buldukları sektördeki diğer işletmelere oranla önemli ölçüde düşük çıktığına dair bulgulara erişilmiştir.

Kârın yüksek gösterilmesinin ölçüsü ile halka arz sonrası hisse senedi verimleri arasındaki ilişki de bu konuda sorulan önemli sorulardan biridir. Yapılan araştırmaya göre, işletmeler halka arz öncesinde kârlarını ne kadar olduğundan yüksek gösterirlerse, daha sonra gelecek fiyatın aşağıya doğru düzeltilmesi o kadar büyük olmaktadır<sup>18</sup>. Bu araştırmada ABD’de 1980–1992 döneminde halka arz edilen 1649 işletmenin halka arz sonrasında üç yıllık süre içinde hisse senetleri performansı incelenmiştir. Buna göre, halka arz döneminde tahakkukları kullanarak kârlarını yüksek gösteren işletmelerin hisse senedi verimleri daha sonraki üç yıl içinde kârlarını yüksek göstermeyen işletmelere

---

<sup>17</sup> DuCharme, Malatesta ve Sefcik (2000), a.g.m.

<sup>18</sup> Siew Hong Teoh, Ivo Welch, T.J. Wong, “Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings”, **The Journal of Finance**, Vol. 52, No. 6, Aralık 1998, ss. 1935-1974

göre daha düşük olmuştur. Yazarlar, işletmeleri kârlarını yüksek göstermek için tahakkukları kullanım özelliklerine göre “tutucu” ile “saldırgan” arasında dört kategoriye bölmüşlerdir. Saldırgan işletmelerin üç yıllık hisse senedi verimleri tutucu işletmelerin hisse senetlerine göre yüzde 15 ile yüzde 30 arasında daha olumsuz olmuştur. Tutucu işletmeler arasından halka arzlardan sonraki beş yıl içinde hisse senetlerini bir defa daha halka arz edenlerin sayısı saldırgan işletmelere oranla yüzde 20 daha fazla olmuştur. Bu işletmeler daha sonra hisse senetlerini tekrar satmayı planladıkları için ilk halka arzlar sonrası yatırımcılarının hisse senedi fiyatı ile ilgili beklentilerini boşa çıkarmamak için kârlarını yüksek göstermekten kaçınmışlardır.

Yukarıda bahsedilen araştırmalar yatırımcıların halka arz sırasında kârın yüksek gösterilme olasılığına karşı herhangi bir stratejilerinin olmadığı varsayımına dayanmaktadır. Yatırımcıların kârı yüksek gösterme olasılığına karşı nasıl bir strateji izledikleri konusu da kârın yüksek gösterilip gösterilmediği kadar önemli bir noktadır. Eğer yatırımcılar kârın yüksek gösterildiği düşüncesiyle işletme ile ilgili yatırım kararlarında ve fiyatlamaalarında bu olguyu da hesaba katarlarsa, bu durumda kârı yüksek göstermenin işletme için faydası beklendiği kadar olmayacaktır. Ancak yatırımcıların fiyatları aşağıya doğru düzeltmeleri işletmeleri kârı yüksek göstermekten alıkoymayacaktır. İşletmeler, yatırımcıların fiyatları iskonto edeceklerini bildikleri için, kârlarını yüksek göstererek iskonto işleminin yüksek fiyattan başlamasını sağlamaya çalışabilirler. Böylece hisse senedi fiyatlarının olması gerektiğinden fazla iskonto edilmemesini sağlamaya çalışırlar. Sonuç olarak, işletmeler kârı yüksek göstermediklerine dair yatırımcıları bilgilendirmedikleri için yatırımcılar tüm işletmelerin kârı yüksek gösterdikleri düşüncesine göre fiyatlama yaparlar. Bu durumun sonucu olarak da işletmeler kârı yüksek göstererek hisse senetlerinin fiyatlarının daha yüksek tutarda değerlendirilmesini sağlamaya çalışırlar. Yatırımcılar ve işletmeler arasında bir mahkum ikilemi (prisoners' dilemma) oyunu oluşmaktadır.



	<i>İşletme Kârı Yüksek Göstermez</i>		<i>İşletme Kârı Yüksek Gösterir</i>	
	<i>İşletme</i>	<i>Yatırımcı</i>	<i>İşletme</i>	<i>Yatırımcı</i>
<i>Yatırımcılar Kârın Yüksek Gösterildiğini Düşünmez</i>	0	0	+2	-2
<i>Yatırımcılar Kârın Yüksek Gösterildiğini Düşünürler</i>	-1	+1	+0.8	-0.8

Şekil 2.1. Yatırımcılar ile işletme arasındaki kârı yüksek gösterme oyunu. Soldaki rakamlar işletmenin kazanç veya kaybını, sağdaki rakamlar ise yatırımcının kazanç veya kaybını göstermektedir.

Şekil 2.1.'de işletme ile yatırımcıların kârların yüksek gösterilmesi oyunundaki kazanç ve kayıpları verilmektedir. Bu kazanç ve kayıplara göre her iki grup kendi stratejilerini belirleyecektir. İşletmenin kârını yüksek göstermediği durumda hisse senedi fiyatının 10 olduğu ve kârın yüksek gösterildiği durumda ise hisse senedi fiyatının 12 olduğu, buna karşılık da yatırımcının kârın yüksek gösterildiği durumda hisse senedi fiyatını %10 düşürdüğü farz edilirse her iki tarafın alternatif stratejiler altında kazanç ve kayıpları şöyle şekillenecektir. İşletmenin kârı yüksek göstermediği ve buna karşılık da yatırımcının da aynı şekilde kârın yüksek gösterilmediğini düşündüğü durumda oluşacak hisse senedi fiyatı işletmenin gerçek değerini yansıtacaktır. Bu durumda her iki tarafın da normalden daha fazla kazancı veya zararı bulunmamaktadır. İşletmenin kârı yüksek gösterdiği, buna karşılık da yatırımcıların kârın yüksek gösterildiğini düşünmediği durumda ise işletmenin hisse senetlerinin değeri olması gerektiğinden daha yüksek değerde olacağı için (12) işletme kazanacak ancak yatırımcılar kaybedecektir. İşletmenin kârını yüksek göstermediği ancak yatırımcıların kârın yüksek gösterildiğini düşündüğü durumda ise işletmenin hisse senetleri olması gerekenden daha düşük olarak değerlendirileceği için (9) yatırımcılar hisse senetlerini ucuza alacaktır. Bu durumda

yatırımcılar değeri yüksek olan hisse senetlerini satın alacakları için kazançlı çıkacak, işletme ise kaybedecektir. İşletme kârını yüksek gösterir, buna karşılık da yatırımcılar da kârın yüksek gösterildiğini düşünürlerse, bu durumda hem kârlar yüksek gösterilecek, hem de yatırımcılar kârların yüksek gösterildiği düşüncesiyle fiyatları iskonto edeceklerdir. Bu durumda işletme 0.8 kazançlı çıkarken yatırımcı aynı miktarda zararlı çıkacaktır. Her iki tarafın stratejileri değerlendirildiğinde Nash dengesi işletmenin kârı düşük gösterdiği ve buna karşılık da yatırımcıların fiyatları iskonto ettiği strateji birleşiminde çıkmaktadır.

Yatırımcıların stratejileri ikincil halka arzlarla ilgili olarak 2000 yılında gerçekleştirilen bir araştırmada ele alınmıştır<sup>19</sup>. İkincil halka arzlar, hisse senetleri halka açık olan işletmelerin yeni hisse senetleri çıkararak bunları organize piyasalarda satmasıdır. Çalışmada Ocak 1983 ve Aralık 1992 arasındaki 1222 ikincil halka arz incelenmiş ve işletmelerin ikincil halka arzlarında kârlarını yüksek gösterip göstermedikleri ve buna karşılık da yatırımcıların kârın yüksek gösterildiği gerekçesiyle fiyatları buna göre iskonto edip etmediği incelenmiştir. Bulunan sonuçlar hipotezleri doğrular niteliktedir. İşletme yöneticileri kârlarını yüksek gösterirken, yatırımcılar da kârların yüksek gösterildiği düşüncesiyle halka arz sırasında açıklanan beklenmedik kâr rakamlarını dikkate almamakta ve hisse senedi fiyatlarını düşük tutmaktadır. Bulunan sonuçlar yatırımcıların bilgisizliğine dayanan çalışmalarda bulunan sonuçlardan farklılık göstermektedir. Sayılan çalışmalarda, halka arz öncesi açıklanan kâr rakamlarının yüksek gösterilmesi yatırımcılar tarafından algılanmamakta, fiyatlar kârların yüksek gösterilmediği düşüncesiyle oluşturulmaktadır. Daha sonra ise hisse senedi verimleri halka arz sonrasında düşük çıkmaktadır. Oysa bu çalışmada yatırımcıların kârın yüksek gösterilmesine karşı bir stratejilerinin bulunmadığı düşüncesine karşı çıkmaktadır. Araştırmaya göre, kârın yüksek gösterilmesi rasyonel beklentiler sonucu oluşmakta, yöneticiler yatırımcıları yanıltmak amacıyla değil, piyasada halka arzlar sırasında oluşan

---

<sup>19</sup> Lakshmanan Shivakumar, "Do Firms Misperceive Investors by Overstating Earnings Before Seasoned Equity Offerings?", *Journal of Accounting and Economics*, No. 29, 2000, ss. 339-371

fiyatların aşıya doğru belirlenmesi davranışına bir cevap olarak olarak kârları yüksek göstermeye çalışmaktadırlar. Muhasebe rakamları üzerinde işletme yönetiminin isteklerine bağı düzenlemeler yapılabildiği sürece de kârın yüksek belirlenmesi ve hisse senedi fiyatlarının da düşük belirlenmesi oyununun süreceği belirtilmektedir.

#### *2.1.1.4. Birleşme ve Satın Almalar*

Birleşme ve satın almalar, iki ayrı işletmenin tek bir çatı altında yeni bir adla veya işletmelerin birinin adıyla faaliyete devam etmesidir. İşletme birleşmelerinde veya satın almalarında da kârı yüksek göstermek için nedenler bulunmaktadır.

Satın almalar genellikle alıcı işletmenin diğer işletmenin hisse senetleri veya varlıkları karşılığında belirli tutarlarda nakit ödemesi yapılmasıyla gerçekleşir. Ancak, satın almaların yaklaşık %20-30'u alıcı işletmenin diğer işletmelerin hisse senetleri karşılığında kendi hisse senetlerini vermesi karşılığında gerçekleşmektedir<sup>20</sup>. Önce her iki işletme satış fiyatı konusunda anlaşılır. Bu fiyata dayanarak, satın alınan işletme ortakları ellerindeki hisse senetlerine karşılık satın alan işletmenin belirli sayıda hisse senetlerini alırlar. Anlaşma tarihinde alıcı işletmenin hisse senedi fiyatı ne kadar yüksek olursa, yeni hissedarlara verilecek hisse senedi sayısı da o kadar düşük olacaktır. Bu nedenle satın alma anlaşmaları öncesi alıcı işletmenin hisse senedi fiyatını yükseltebilmek için kârını yüksek gösterme olasılığı artmaktadır. Satın alma öncesi hisse senedi fiyatının yüksek olması alıcı işletme tarafından başka avantajlar da sağlamaktadır. İşletmenin mevcut ortakları satın alma öncesi hisse senedi fiyatlarının yüksek olmasını, böylece artan hisse senetleri nedeniyle hisse başına düşen kârın düşmesini engellemek isteyeceklerdir. Diğer taraftan, hisse senedi artışıyla gelecek olan yeni ortaklar, işletmenin eski ortaklarının oy gücünü azaltacaktır. Özellikle işletmede aynı zamanda yönetici olarak da görev yapan yöneticilerin işletme üzerindeki kontrolleri azalacağı için

---

<sup>20</sup> Merle Erickson, Shiing-wu Wang, "Earnings Management by Acquiring Firms in Stock for Stock Mergers", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 27, 1999, s: 152

bu yöneticiler hisse senedi fiyatlarını mümkün olduğunca yüksek tutarak yeni ortakların az sayıda hisse senedi almasını tercih edeceklerdir.

Hisse senetleri değişimi yoluyla gerçekleşen satın almalarla ilgili olarak yapılan araştırmada 1985-1990 yılları arasında ABD’de gerçekleşen 78 satın alma anlaşmasından gerekli bilgi elde edilebilen 55 işletme seçilmiştir<sup>21</sup>. Bu işletmelerin birleşme anlaşması öncesinde açıkladığı kâr tutarlarının yükseltilip yükseltilmediği incelenmiştir. Elde edilen bulgular, işletmelerin satın alma öncesindeki dönemde kârlarını yükselttiği yönündedir. Bulguların geçerliliğini kontrol edebilmek için aynı dönemde gerçekleşen nakit karşılığı gerçekleşen birleşme ve satın almalarda, alıcı işletmenin kârlarında önemli ölçüde artış olmadığı saptanmıştır. Çalışmada incelenen bir başka olgu da kârın yüksek gösterilmesi ile birleşme-satın almada hedef işletmenin büyüklüğüdür. Satın alınan işletme ne kadar büyük ise, alıcı işletmenin kârı yüksek gösterme sonucu elde edeceği fayda da o kadar büyük olacaktır. Kârı yüksek göstermenin işletme için çeşitli riskler ve maliyetler içerdiği göz önüne alındığında, kârı yüksek gösterme faaliyeti ile satın alma sonucu elde edilecek faydaların birbirleriyle ilişkisi olması gerekmektedir. Çalışmada elde edilen bulgular, satın alınan işletmenin büyüklüğü ile alıcı işletmenin büyüklüğü arasındaki farkın büyüklüğü arasındaki fark ne kadar fazla ise yüksek gösterilen kâr tutarı da o kadar büyük olduğu kanısını desteklemektedir. Çalışmada son olarak satın alınan işletmenin satın alma öncesi kârını yüksek gösterip göstermediği incelenmiştir. Her ne kadar satın alınan işletmenin de kârını yüksek gösterme yoluyla elde edebileceği faydalar olsa da çıkan sonuçlar bu işletmelerin kârlarının önemli ölçüde yükselmediğini göstermektedir. Bu konuda çalışmada yapılan açıklama, satın alan işletmenin satın almayı daha önceden planlayıp hazırlıklarını yaptığı, buna karşılık da satın alınan işletmenin böyle bir durumdan satın alma görüşmeleri başlayana kadar haberi olmadığı için kârını yüksek gösterecek zamanı olmadığı şeklindedir.

---

<sup>21</sup> a.e.

Satın alınan işletmelerle ilgili gerçekleşen çalışmalarda ise yukarıda bahsedilen çalışmadan farklı sonuçlara ulaşılmıştır. Finlandiya’da gerçekleştirilen bir çalışma 1998-2000 yılları arasında satın alınan ve varlıklarının toplamı ortalama 5.6 milyon Euro olan 324 adet orta ve küçük ölçekli işletmeyi ele almıştır<sup>22</sup>. Büyük işletmeleri satın alan işletmelerin alacakları işletmelerle ilgili detaylı incelemeler gerçekleştireceği ve kârı yüksek gösterme ile ilgili faaliyetleri ortaya çıkarabileceği için satın alınan işletmeler büyük olduğunda kârı yüksek gösterme zorlaşmaktadır. Ancak, işletmeler küçüldükçe detaylı incelemenin maliyeti ile alıcı işletmeye sağlayacağı fayda arasındaki fark azalmaktadır. Bu nedenle de küçük ve orta ölçekli işletmeler satın alınmadan önce kârlarını yüksek göstererek satın alma anlaşmasının kendileri adına olumlu olmasını sağlamaya çalışabilmektedirler. Çalışmada elde edilen bulgular, işletmelerin satın alma öncesindeki dönemde ortalamada kârlarını %2 oranında artırdıkları, birleşmeden iki ve üç yıl önceki dönemlerde ise kârlarını yükseltme yönünde bir davranışlarının bulunmadığı yönündedir.

Satın almalarda ödemenin yapılış biçimi ile satın alınan işletmenin kârını yüksek gösterilmesi arasında da ilişki bulunmuştur<sup>23</sup>. Nakit karşılığı ile hisse senedi karşılığı yapılan satın alma anlaşmalarının satın alınan işletme açısından farklılıkları bulunmaktadır. Nakit karşılığı gerçekleşen satın alma anlaşmalarında, satın alınan işletmenin hissedarları ile alıcı işletme arasındaki ilişki satış işlemi tamamlandıktan sonra sona ermektedir. Buna karşılık, hisse senedi karşılığı gerçekleşen satın almalarda satın alınan işletmenin hissedarları alıcı işletmenin hissedarları olmaktadır. Bu nedenle de ellerindeki hisselerin değeri satın alma işleminin başarısı ve alıcı işletme açısından kârlılığı ölçüsünde artacaktır. Bu anlamda, satın alınan işletmenin hissedarları gerçekleşen alım anlaşmasının başarısının veya başarısızlığının riskini neredeyse alıcı işletmenin hissedarları kadar paylaşmaktadır. Satıcı işletme hissedarları hisse değişimi

---

<sup>22</sup> Stefan Sundgren, “Earnings Management Preceding Acquisitions – A Study of Small and Mid-Sized Targets”, **Swedish School of Economics and Business Administration Working Paper**, Mayıs 2003

<sup>23</sup> David S. North, Brendan T. O’Connell, “Earnings Management and Mode of Payment in Takeovers”, **University of Richmond E. Claiborne Robins School of Business Working Paper**, Şubat 2001

anlaşmasının kendileri açısından en iyi değişim anlaşması olmasını sağlamaya çalışırlar, satın alma işlemi sonucu oluşacak risk priminin de değişim anlaşmasında hesaba katılmasını sağlamak isterler. ABD’de 1990-1997 yılları arasındaki birleşme ve satın alma anlaşmalarından 321 adedi (161 nakit karşılığı, 141 hisse senedi karşılığı ve 19 her iki yöntemin birleşimi) ile gerçekleştirilen bir çalışmada, hisse senedi karşılığı satın almalarda anlaşmadan bir önceki çeyrekte ve anlaşmanın gerçekleştiği çeyrekte satın alınan işletmelerin kârlarını sistematik olarak yüksek gösterdiği bulunmuştur<sup>24</sup>. Bu işletmelerin özellikle satın alınma dönemlerinde giderlerini bir sonraki döneme aktardıkları ve gelirlerini de daha erken tanıdıkları görülmüştür.

### *2.1.2. İşletme İçi Etkenler*

İşletme içi etkenler, işletmenin kendi iç dinamikleri sonucu kâr tutarının yüksek gösterilmesine neden olan etkenlerdir. Bu etkenler işletme yöneticilerinin kişisel çıkarlarını ön plana alması gibi kişisel etkenler olabileceği gibi işletmenin kurumsal yapısı ve kurumsal kültürünün uzantısı da olabilmektedir.

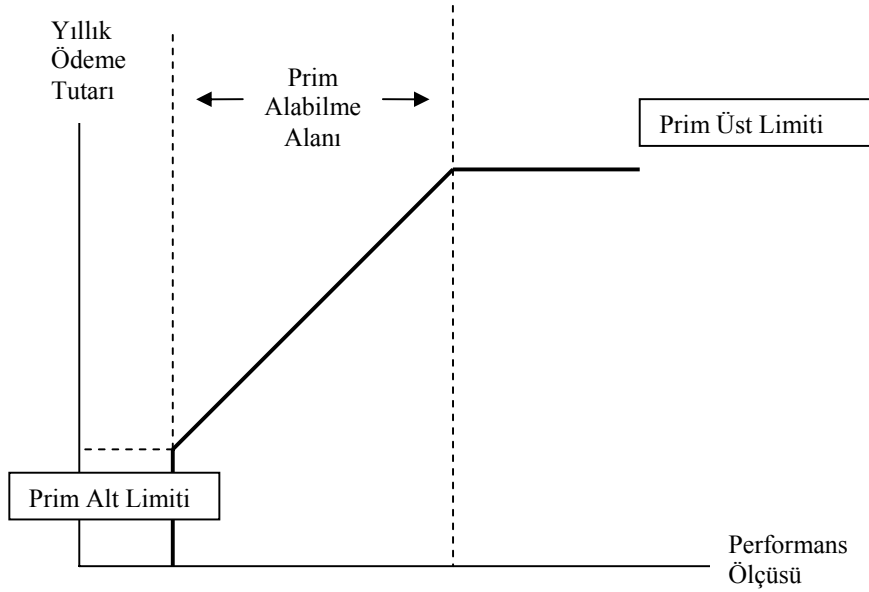
#### *2.1.2.1. Yöneticilerin Primlerinin Etkilenmesi*

İşletme yöneticilerine yapılan ödemeler, maaşın yanı sıra tutarı yöneticinin başarısına bağlı olan primleri de kapsamaktadır. Böylece yönetici işletmenin değerini artıracak şekilde çalışacak, buna karşılık da kendisinin alacağı prim tutarı artacaktır. Prim tutarı genellikle önceden belirlenmiş işletme performans ölçütlerine göre belirlenmektedir. Bu ölçütler, işletmenin kârı, hisse başına kâr tutarı, hisse senedi değeri şeklinde olabilmektedir.

---

<sup>24</sup> a.e.

Yöneticiler, yıl sonunda prime tabi dönem içinde önceden belirlenmiş olan kriterleri tutturup tutturamadıklarına bağlı olarak belirli tutarlarda prim almaya hak kazanabilirler. Prim tutarı belirli alt ve üst limitlere de bağlıdır. Örneğin, prim tutarı işletmenin elde ettiği kâr tutarının belirli bir bölümü olacaksa, yöneticilerin primi hak edebilmeleri için tutturmaları gereken en az kâr tutarı bulunmaktadır. Ayrıca bir de kâr tutarı ne olursa olsun, yöneticiler önceden belirlenmiş tutardan fazla prim alamayabilmektedirler. Primlerin belirlenmesi ile ilgili kararlar işletmenin yönetim kurulu tarafından alınmaktadır. Yönetim kurulu hangi kriterlere göre primin ödeneceğini, ödenecek prim tutarının alt ve üst limitlerini, hangi yöneticinin ne kadar prime hak kazandığını belirleme yetkisine sahiptir.



Şekil 2.2. Yönetici Prim Şeması

Şekil 1.2.'de tipik bir prim planı gösterilmiştir. Buna göre, işletme yöneticileri belirli bir baz maaşı belirlenen performans ölçüsünün alt limitine kadar alabilmektedirler. Performans alt limitine ulaşıldığında yöneticiler prim almaya hak kazanmaktadır. Elde edilecek prim tutarının genelde bir üst limiti bulunmaktadır. Bu üst limite

ulaşıldığında artık performans ne kadar fazla olursa olsun işletme yöneticilerinin alacakları primde artış olmamaktadır.

Nakit olarak ödenen primlerin dışında yöneticilere işletmenin hisse senetlerini önceden belirlenmiş bir fiyata satın alma ve belirli bir süre sonunda da satma hakkı veren hisse senedi edindirme planları (stock options) da bulunmaktadır. Bunun dışında yöneticinin performansına bağlı olarak belirli miktarda hisse senedi verilmesi, önceden belirlenmiş değeri olan ve miktarı başarıya bağlı olarak değişen performans primleri de bulunmaktadır<sup>25</sup>. Hisse senetleri ile performans primleri arasındaki fark, hisse senetlerinin değerlerinin piyasada belirlenmesi, buna karşılık primlerin değerlerinin baştan belirlenmiş olmasıdır.

Yönetici primlerinin temel amacı işletmenin ortağı olmayan ve profesyonel olarak çalışan yöneticilerin işletmenin ortaklarının çıkarlarını gözeterek, ortakların (dolayısıyla da işletmenin) varlıklarının değerini artırmaktır. Yöneticiler bu değer artışı sayesinde elde edecekleri prim tutarını artırebilecekleri için daha fazla çalışacaklar ve alacakları kararların sonuçlarından da etkileneceklerdir.

İşletme ortakları ile ortaklar tarafından atanan yöneticiler arasındaki ilişki “asil-vekil” (principal-agent) ilişkisidir. İşletme ortakları, işletmeyi yönetecek zamanları ya da yeterli donanımları olmadığı için işletmeyi yönetmesi için profesyonel yöneticiler atarlar. Böylece yöneticinin işletmeyi iyi yöneterek işletmenin değerini artıracığını ve ortakların ellerindeki hisse senetlerinden oluşan varlıkların değerlenmesine katkıda bulunacağını düşünürler. Yöneticilerin de işletmeyi iyi bir şekilde yönetmek için gerekli çabayı harcaması için de yöneticilere sundukları kontratlarda maaşlarının bir kısmını işletmenin elde ettiği kâr tutarına bağlayarak yöneticilerin çıkarları ile kendi çıkarlarının aynı yönde olmasını sağlamaya çalışırlar. Bu sayede yöneticiler kendi alacakları primleri

---

<sup>25</sup> Clifford W. Smith, Ross L. Watts, “Incentive and Tax Effects of Executive Compensation Plans”, *Australian Journal of Management*, Vol. 7, 1982, s. 143



ençoklamak (maksimize etmek) için daha fazla güç harcayacaklar ve işletme kârını artırmaya çalışacaklardır. Örneğin eğer kontratta işletme yöneticisinin kârın %10'unu alması ile ilgili bir madde bulunmaktaysa, yönetici daha çok çalışarak kârı 100 milyar TL artırdığında primi 10 milyar TL artacaktır. Buna karşılık da işletme ortakları kalan 90 milyar TL'lik bölümü alacaklardır. Bu durum hem yönetici açısından hem de ortaklar açısından iyi bir çözümdür. Yöneticilerin kârı ne kadar artıracakları onların işletmeyi iyi yönetmek için harcayacakları güce ve belki de iyi niyetlerine bağlıdır. Yöneticiler eğer kârı artırarak elde edecekleri 10 milyar TL'lik prim artışı yerine daha az çalışmayı tercih ederlerse ya da yatırım yapmak yerine kişisel harcamalarını artırmayı tercih ederlerse bu durumda ortaklar kâr artışı olacağı için umdukları faydayı sağlayamayacaklardır.

Yönetici işletme hakkında ortaklardan daha fazla bilgiye sahiptir. İşletmede bilgilerin oluşum süreci yöneticiler tarafından kontrol edilmektedir. Bu bilgilerin ne şekilde ortaya çıkacağı ya da hangi bilgilerin açıklanacağı kararı işletme yöneticilerinin elindedir. Muhasebe süreci sonucunda oluşan bilgiler işletme ortakları ve yöneticilerinin işletme hakkında kurdukları iletişimin önemli bir parçasıdır. Bu iletişimde bilgileri sağlayan taraf olan işletme yöneticileri kârı yüksek göstererek alacakları prim tutarını artırma olanağına sahiptirler. Buna karşılık da ortakların elinde yöneticileri kontrol etmek için çeşitli mekanizmalar bulunmaktadır. Kamu otoritesi tarafından konulmuş olan kurallar veya işletme ortakları tarafından atanan denetçiler yöneticinin oluşacak bilgiyi doğru bir şekilde paylaşmasını, böylece de yöneticilerin kararları konusunda hesap verebilir olmasını sağlamaktadırlar. İşletme yöneticileri bu kısıtlar altında kârı yüksek göstererek alacakları primleri de yükseltmeye çalışabilmektedirler.

Yöneticilerin performans planları ile kârın yüksek gösterilmesi arasındaki ilişki muhasebe yazınında birçok araştırmaya konu olmuştur. ABD'de 1930–1980 dönemindeki işletmeler ile ilgili yapılan bir çalışmada, yöneticilerin kârları yüksek göstererek içinde buldukları dönemin ve bir sonraki dönemin beklenen primlerini

artırmaya çalıştıkları ortaya çıkarılmıştır<sup>26</sup>. Çalışmada bulunan sonuçlara göre prim tutarları belirlenmiş olan alt ve üst sınırlar içinde yöneticiler kârı yüksek göstermeye çalışırlar. Kâr, üst limitin üzerinde çıktığında ise artık yöneticilerin alacakları tutar daha fazla artmayacağı için kârın fazla olan kısmı bir sonraki döneme aktarılmaktadır. Bu durumda da kârın düşük gösterilmesi söz konusudur. Aynı şekilde eğer kâr tutarı, içinde bulunulan dönemde belirlenen alt sınırın çok altında kalırsa yöneticiler içinde bulunulan dönemde prim alamayacağı için o dönemdeki kârın bir kısmını bir sonraki döneme aktararak bir sonraki dönemde elde edecekleri prim tutarını artırmaya çalışacaklardır. Örneğin, yöneticinin kontratında prim verilmesinin alt sınırı 100 milyar TL ve üst sınırı ise 500 milyar TL ise, işletme içinde bulunulan dönemde 500 milyar TL'den daha fazla kâr elde ettiğinde yönetici daha fazla prim alamayacağı için yönetici 500 milyar TL'nin üzerindeki kârı bir sonraki döneme kaydırmanın yolunu arar. Eğer işletme içinde bulunulan dönemde 100 milyar TL'nin çok altında kâr elde eder ve bu kârı 100 milyar TL'nin üzerine çıkarmanın yolunu da bulamazsa, bu kârın bir kısmını sonraki döneme aktararak yine bir sonraki dönemde elde edeceği prim miktarını artırmaya çalışır.

1995 yılında yapılan çalışmada<sup>27</sup>, kâr tutarı alt limitin altına düştüğünde yöneticilerin kârı yukarı doğru değiştirmeye çalıştığı, üst limitin üzerine çıktığında ise kârı aşağıya doğru değiştirmeye çalıştıkları sonucuna ulaşılmıştır.

A.B.D.'de 1970-1980 yılları arasındaki verilerle gerçekleştirilen bir başka çalışmada ise kârlar üst limitin üzerinde çıktığında yöneticilerin kâr tutarını aşağıya doğru değiştirmeye çalıştığı bulunmuş ancak alt limitin altına düştüğünde kârlarla ilgili olarak yöneticilerde bir değişiklik çabası bulunamamıştır<sup>28</sup>.

---

<sup>26</sup> Paul M. Healy, "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions", **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 7, 1985, ss. 85-107

<sup>27</sup> J. Gaver, K. Gaver ve J. Austin, "Additional Evidence on Bonus Plans and Income Management", **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 18, 1995, ss. 3-28

<sup>28</sup> R. Holthausen, D. Larcker ve R. Sloan, "Annual Bonus Schemes and the Manipulation of Earnings", **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 19, 1995, ss. 29-74

Yöneticilerin performans planları uzun veya kısa vadeli kriterlere dayandırıldığında kârın yüksek gösterilip gösterilmediği de araştırmalara konu olmuştur. Uzun vadeli performans kriterleri yöneticinin başarısını tek yıla ait rakamlara değil, birden fazla yıla ait kriterlere dayandırılır. Böylece, yönetici kararları işletmenin kısa vadeli çıkarlarını değil, uzun vadeli çıkarlarını göz önünde bulundurularak alınabilmektedir. Örneğin, işletme yöneticisinin kısa vadede nakit çıkışı yaratan ancak uzun vadede işletmeye nakit girişi yaratacak olan ve uzun vadede işletmenin değerini yükseltecek projeleri, performansı kısa vadeli kriterlere dayandırıldığında gerçekleştiremeyebilecektir<sup>29</sup>. Ancak, uzun vadeli performans kriterlerine dayalı prime dayalı kontratı olan yöneticiler uzun vadeli kararlara rahatlıkla imza atabileceklerdir. Bu da, işletmeye uzun vadeli yatırım yapmış olan hissedarların ve yöneticilerin çıkarlarının aynı yönde olmasını sağlayacaktır.

Uzun vadeli kriterlere dayalı primlerin özellikleri şunlardır<sup>30</sup>:

1. Yönetim kurulu birden fazla yıl için (örneğin 3-5 yıl) hisse başına kâr tutarı, varlıkların kârlılığı, özsermaye kârlılığı gibi muhasebe rakamlarına dayalı olarak performans kriterleri oluşturur.
2. Hedefler konulduğunda işletme yöneticilerine hedefler yakalandığında yapılacak ödemenin şekli belirlenir. Ödeme nakit veya hisse senedi şeklinde olabilir.
3. Prim süresinin sonunda yöneticiye kriterleri tutturmakta başarıya göre belirlenmiş hisse senedi veya prim verilir.

Hisse senetleri New York Borsası'nda işlem gören 521 işletmenin 1987-1992 arasındaki verilerinden elde edilen sonuçlara göre, yöneticileriyle uzun vadeli performans kriterlerine göre anlaşma yapan işletmelerde, kısa vadeli performans kriterlerine göre

---

<sup>29</sup> Smith ve Watts (1982), a.g.m., s. 148

<sup>30</sup> Vernon J. Richardson, James F. Waagelein, "The Influence of Long-Term Performance Plans on Earnings Management and Firm Performance", **Review of Quantitative Finance and Accounting**, Vol. 18, 2002, s. 163

anlaşma yapan işletmelere göre daha az kârı yükseltme teknikleri kullanıldığı ortaya çıkarılmıştır<sup>31</sup>. Yöneticiler kısa vadede belirli hedefleri tutturmak gibi bir çaba içinde olmadıkları için işletmenin uzun vadeli hedeflerine odaklanabilmektedirler.

#### 2.1.2.2. Yöneticilerin Değişme Olasılıkları

Yöneticilerin görev sürelerinin ve yönetici değişikliklerinin de kârı yüksek göstermeye elverişli dönemler olduğu gözlemlenmiştir. Yöneticiler yükselme olanaklarını artırabilmek amacıyla, iş güvenliklerinin tehlikede olduğu düşüncesi içinde olduklarında da kârı yüksek göstermek amacıyla çalışmalar içinde olabilmektedirler.

İşletme yöneticilerinin iş güvenceleri tehlikede olduğunda ya da yöneticilerin ortalama çalışma süreleri kısa olduğunda kârları yüksek gösterilme sıklığının arttığı gözlenmiştir. DeAngelo<sup>32</sup> göreve vekâlet eden yöneticilerin kârları yüksek gösterecek şekilde yetkilerini kullandıkları yönünde bulgulara ulaşmıştır. Dechow ve Sloan<sup>33</sup>, görevlerinin son yılında olan yöneticilerin, araştırma geliştirme harcamalarını kısarak kârları artırma yoluna gittiklerini göstermiştir.

Japonya’da Tokyo Borsası’na kayıtlı 637 işletmede 1986-1991 yılları arasında gerçekleşen toplam 743 tepe yönetici değişikliğinde dört farklı teoriye göre kârın yüksek gösterilmesi incelenmiştir<sup>34</sup>. Ufuk teorisine (Horizon Theory) göre önceden belirlenmiş bir tarihte ayrılacak olan, belki de emekli olacak olan yöneticiler yöneticiliklerinin son yıllarında kârı yüksek göstermektedir. Böylece yönetici ayrılırken daha yüksek prim elde edecek ve başarılı bir yönetici olarak anılacaktır. Japonya’daki vergi oranlarının

<sup>31</sup> a.e.

<sup>32</sup> Linda Elizabeth DeAngelo, “Managerial Competition, Information Costs, and Corporate Governance: The Use of Accounting Performance Measures in Proxy Contests” **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 10, No. 1, 1988 ss: 3-36

<sup>33</sup> Patricia M. Dechow, Richard G. Sloan, “Executive Incentives and the Horizon Problem: An Empirical Investigation”, **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 14, No. 1, 1991, ss: 51-89

<sup>34</sup> Miranda Lam Detzler, Susan M. Machuga, “Earnings Management Surrounding Top Executive Turnover in Japanese Firms”, **Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies**, Vol. 5, No. 3, 2002, ss. 343-371

yüksekliği ve Japon şirket kültüründe ayrılan yöneticinin başarısı arkasından gelecek olan yöneticinin de başarısına bağlı olması nedeniyle Japonya’da bu teoriye uygun kârı yüksek gösterme davranışı bulgusuna ulaşılamamıştır. Kapatma teorisine (Cover up Theory) göre ise ayrılan yönetici başarısızlığından kaynaklanan soruşturmaları engelleyebilmek amacıyla kârı yüksek göstermeye çalışacaktır. Çalışmada bu teoriyi destekleyen kanıt bulunamamıştır. Temizlik teorisine (Big Bath Theory) göre ise, yeni gelen yönetici göreve gelir gelmez kârı düşük göstererek gelecekteki dönemlerde daha yüksek kâr tutarına ulaşmayı amaçlamaktadır. Ancak Japonya’da bu tür bir çabayı destekleyecek bulgulara ulaşılamamıştır. Dördüncü teori ise rutin görev değişikliklerinde ayrılan ve yeni gelen yöneticinin görev değişikliğinin etkisini en aza indirmek için kârlardaki dalgalanmayı engelleyecek şekilde kârı yüksek veya düşük gösterdiğini öneren alıştırma teorisidir (Coaching Theory). Japonya’da bu teoriyi destekleyen bulgulara ulaşılmıştır. Bu teoriler değerlendirildiğinde önceden belirlenmiş sürede ve gönüllü olarak gerçekleşen yönetici değişiklikleri söz konusu olduğunda Japonya’da kâr tutarı üzerinde değişiklik yapma çabası görülmektedir. Buna karşılık da daha önceden belirlenmemiş ve gönülsüz olarak gerçekleşen yönetici değişikliklerinde ise bu konuda bir çaba olduğunu destekleyen bulgulara ulaşılamamıştır.

### 2.1.2.3. İşletmenin Yönetim Yapısı

İşletmelerin ortaklık yapısı ve ortaklarının biri veya birkaçının işletmeyi yönetip yönetmediği ve işletmede kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanıp uygulanmadığı kârın yüksek gösterilmesinde etkili olabilmektedir.

Yönetim yapılarına göre işletmeler üç ayrı kategoride değerlendirilebilir<sup>35</sup>. Birinci kategoride, sahipleri (veya ortakları) tarafından yönetilen, yöneticinin ve hissedarın aynı olduğu işletmeler bulunmaktadır. İkinci kategoride, yöneticisi işletmenin sahibi olmayan

---

<sup>35</sup> Stephen J. Dempsey, Herbert G. Hunt III ve Nicholas W. Schroeder, “Earnings Management and Corporate Ownership Structure: An Examination of Extraordinary Item Reporting”, **Journal of Business Finance & Accounting**, Vol. 20, No. 4, 1993, s:480

ancak işletme kararlarında etkili hissedarı veya hissedarları bulunan işletmeler bulunmaktadır. Üçüncü kategorideki işletmeler ise, yönetsel kontrolü elinde bulunduran hissedarların olmadığı ve profesyonel yöneticiler tarafından yönetilen işletmelerdir. Birinci kategorideki işletmelerde ortak ve yönetici aynı olduğu için kârı yüksek gösterme eğilimleri daha azdır. Buna karşılık, ikinci ve üçüncü kategorideki işletmelerde yöneticilerin kârı yüksek gösterme olasılıkları daha yüksektir. Bunun nedenleri yöneticilerin iş güvenceleri, primleri, iş piyasasında olumlu şöhretlerinin bulunmasını istemeleri olabilmektedir. Buna karşılık işletmede aynı zamanda yöneticilik yapan ortakların kişisel çıkarları ile işletmenin çıkarları tamamen çakışmakta, başka nedenler olmadığı takdirde kârı yüksek gösterme gereği duymamaktadırlar.

ABD’de faaliyet gösteren 248 adet işletmenin 1960-1966<sup>36</sup> yılları arasındaki verileri kullanılarak yapılan araştırmada, yönetim yapısı ile kârın yüksek gösterilmesi arasındaki ilişki incelenmiştir. İşletmeler yukarıda bahsedilen yönetim yapılarına göre üç gruba ayrılmış ve bu işletmelerin olağanüstü kazanç ve kayıpları incelenmiştir<sup>37</sup>. Elde edilen sonuçlarda yönetim yapısına bağlı olmaksızın tüm işletmelerin olağanüstü kazançlarını gelir tablosunda, olağanüstü kayıplarını da özsermaye değişim tablosunda (retained earnings statement) gösterme eğiliminde oldukları görülmüştür. Ancak bu eğilimin yukarıda sayılan kategorilerden profesyonel yöneticisi olan ancak yönetim üzerinde etki sahibi olan hissedarları bulunan işletmeler ve profesyonel yöneticisi olan aynı zamanda da yönetim üzerinde doğrudan etkisi bulunmayan hissedarlara sahip işletmelerde yöneticisi aynı zamanda önemli hissedarı olan işletmelerden daha fazla olduğu görülmüştür.

İşletme yönetiminin kurumsallığı ile kârın yüksek gösterilme faaliyetleri arasında da ilişki bulunmaktadır. İşletme yönetimini denetleyen ve yönetime hesap sorabilecek yapıda bir yönetim kurulunun bulunması yöneticilerin kârı yüksek göstererek kişisel

---

<sup>36</sup> Çalışmanın kapsadığı dönemde ABD’de olağanüstü kazanç ve kayıpların raporlanmasında işletmelere önemli ölçüde esneklik sağlamaktaydı, daha sonra bu esneklik APB Opinion No. 9 ile kaldırıldı.

<sup>37</sup> a.e.

fayda sağlamalarını engelleyebilmektedir. Yönetim kurulunda konularında uzman ve işletme yönetiminden bağımsız üyeler bulunduğu, işletme yöneticilerinin kârı yükseltme olasılığı düşürülebilmektedir. Yönetim kurulu bünyesinde faaliyet gösteren denetim komitesinin varlığı, bu komitede bağımsız ve konularında uzman üyelerin bulunması ve bu üyelerin yönetim kurulunda söz sahibi olmaları işletme yönetiminin kârı yüksek göstermesinde önemli engel oluşturabilmektedir.

Bu konuda gerçekleştirilen çalışmada, 1992, 1994 ve 1996 yıllarında S&P 500 endeksinde yer alan işletmelerden 282 işletme seçilmiştir<sup>38</sup>. Bu işletmelerin yönetim kurulları incelenmiş ve yönetim kurullarının yapılarına göre sınıflandırmaya gidilmiştir. İşletmelerin %85'inde tepe yöneticinin (CEO) aynı zamanda yönetim kurulunda yer aldığı görülmüştür. İşletmelerin yönetim kurullarının ortalama yılda 8.26 defa toplantı yaptıkları, yönetim kurulu üyelerinin %18'inin aynı zamanda işletme çalışanı olduğu, %18'inin bir şekilde işletme veya yönetim ile ilişkili oldukları ve %67'sinin ise işletme ile tek ilişkilerinin yönetim kurulu üyesi olmaları olduğu görülmüştür. Yönetim kurulu üyelerinin uzmanlıklarına bakıldığında ise, üyelerin %74'ünün geçmişte en az bir halka açık işletmede yöneticilik yapmışlar ve bunların %16.3'ünün ise finans yöneticisi olarak çalışmışlardır. Çalışmada elde edilen sonuçlar, tepe yöneticinin aynı zamanda yönetim kurulunda yer almasının ve yönetim kurullarında yer alan bağımsız üyelerinin finans tabanlı olmalarının kârın yüksek gösterilmesi faaliyetlerine etkisi olmadığıdır. Ancak, yönetim kurulunun toplanma sıklığının, yönetim kurulunda yer alan bağımsız üyelerin sayı fazlalığının ve bu üyelerin geçmişte halka açık işletmelerde yöneticilik yapmış olmalarının (bir başka deyişle tecrübeli olmalarının) kârın yüksek gösterilmesine dair faaliyetleri azalttığına dair kanıtlara ulaşılmıştır. İşletmelerin denetim komiteleri incelendiğinde ise, geçmişte finansal alanda yöneticilik yapmış denetim komitesi üyelerinin varlığının kârın yüksek gösterilmesini azalttığı gözlenmiştir.

---

<sup>38</sup> Biao Xie, Wallace N. Davidson III, Peter J. DaDalt, "Earnings Management and Corporate Governance: The Role of the Board and the Audit Committee", **Journal of Corporate Finance**, Vol. 9, 2003, ss: 295-316

Yönetim kurulunun yapısıyla ilgili olarak bir başka çalışma ise Kanada'da gerçekleştirilmiştir<sup>39</sup>. ABD ve İngiliz işletmelerinin aksine, Kanada'da işletmelerin hisse senetleri genellikle belirli kişi veya gruplarda toplanmıştır. Bu anlamda ülkemiz ile de benzerlik göstermektedir. Ancak, Kanada kanunları azınlık hissedarlarının haklarının korunması konusunda önemli düzenlemeler içermektedir. Çalışmada 1991-1997 yılları arasında 202 adet işletmeden elde edilen finansal veriler ve yönetim kurulunun yapısı ile ilgili veriler kullanılmıştır. İşletmelerin yönetim kurulu üyelerinin %32'si işletmenin yöneticileri, işletmenin çoğunluk hisselerini temsil edenlerin aile üyeleri ve işletme ile ilgili işletmelerin yöneticilerinden oluşmaktadır. %68 ise, işletme ile ilişkisi olmayan işletmelerin yöneticileri, finansal kurumların yöneticileri, eski bankacılar, akademisyenler, hukukçular, eski politikacılar, danışmanlar gibi işletme dışı kurul üyelerinden oluşmaktadır. Çalışmada elde edilen sonuçlarda, kurul üyelerinin dışarıdan olmaları ile içeriden olmalarının işletmenin kârlarının yüksek gösterilmesi ile ilgisi bulunamamıştır. Ancak, işletme ile ilişkisi olmayan yönetim kurulu üyelerinin finansal kurumlarda yönetici olarak çalışmaları ve kurumsal yatırımcıları (örneğin emeklilik fonları) temsil eden yönetim kurulu üyelerinin varlığının kârın yüksek gösterilmesini engellediği görülmüştür.

## 2.2. Kârı Yüksek Gösterme Yöntemleri

İşletmelerin kârlarını yüksek göstermek için kullandıkları teknikler temelde iki ana kategoride incelenebilmektedir. Birinci kategori, genel kabul görmüş muhasebe ilkelerinin izin verdiği ölçülerde kullanılan teknikler ve ikincisi ise genel kabul görmüş muhasebe ilkelerinin izin verdiği sınırların dışına çıkılması sonucunu doğuran tekniklerdir. Genel kabul görmüş muhasebe ilkelerinin sağladığı esneklik ve muhasebe

---

<sup>39</sup> Yun W. Park, Hyun-Han Shin, "Board Composition and Earnings Management in Canada", **Journal of Corporate Finance**, Vol. 10, 2004, ss: 431-457



politikalarındaki seçme olanağını kullanarak kârını yüksek göstermek ile bu ilkelerin dışına çıkılarak finansal yolsuzluğa varacak ölçüde yöntemler kullanarak kârı yüksek gösterme arasında hukuki sonuçları açısından farklar bulunmaktadır. Ancak, kârı yüksek göstermenin amaçları ve muhasebe bilgilerinin kullanıcıları açısından yaratacağı sonuçları birbirlerine benzerdir. Her iki durumda da işletmenin kârı bilinçli ve sistematik olarak yüksek gösterilmekte ve bu durumdan işletme veya işletme yöneticileri fayda sağlamaktadırlar.

Kârın yüksek gösterilebilmesi için gelir tablosu yaklaşımından hareketle gelirin yüksek gösterilmesi veya giderin düşük gösterilmesi gerekmektedir. Bilanço yaklaşımından hareketle ise varlıkların yüksek değerlerle gösterilmesi veya yükümlülüklerin düşük gösterilmesi gerekmektedir. Gelirin yüksek veya giderin düşük gösterilmesi aynı zamanda bir varlığın yüksek veya bir yükümlülüğün düşük gösterilmesine neden olacaktır. Bu nedenle kârın yüksek gösterilme yöntemleri incelenirken önce gelirlerin yüksek ve giderlerin düşük gösterilmesi incelenecek daha sonra da bilanço yaklaşımına göre varlıkların yüksek ve yükümlülüklerin düşük gösterilmesi ayrı başlıkların altında incelenecektir.

Treadway Komisyonu'nu Destekleyen Kuruluşlar Komitesi (The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission - COSO)<sup>40</sup> tarafından Ocak 1987 ve Aralık 1997 döneminde ABD'de SEC tarafından soruşturmaya konu olmuş 204 adet işletme arasında gerçekleştirilen araştırmaya göre<sup>41</sup>, işletmelerin %50'sinin gelirlerini yüksek göstererek, %50'sinin varlıklarını yüksek göstererek ve %18'inin

---

40 COSO, 1985 yılında National Commission on Fraudulent Financial Reporting (Hileli Finansal Raporlama Hakkında Ulusal Komite) faaliyetlerini desteklemek amacıyla kurulmuş bir organizasyondur. Komisyon, American Accounting Association, the American Institute of Certified Public Accountants, Financial Executives International, The Institute of Internal Auditors, and the National Association of Accountants (Institute of Management Accountants) tarafından oluşturulmuştur ve bu kuruluşlar tarafından desteklenmektedir. Detaylı bilgi için bkz: (Çevrimiçi) <http://www.coso.org/index.htm>

41 COSO, **Fraudulent Financial Reporting: 1987-1997 – An Analysis of U.S. of Public Companies**, Mart 1997, s. 32

giderlerini veya yükümlülüklerini düşük göstererek kârlarını yüksek gösterdikleri ortaya çıkarılmıştır<sup>42</sup>.

Bu bölümde kârın yüksek gösterilme yöntemleri incelenirken ülkemizdeki halka açık işletmelerin kârlarını hangi yöntemleri kullanarak yüksek gösterdikleri de araştırılmıştır. Bu amaçla, İMKB'nin internet sitesinde şirket haberleri bölümünde<sup>43</sup> yer alan ve finans sektörü ve yatırım ortaklıklarının dışındaki işletmeler ile ilgili 1993-2005 yılları arasındaki tüm haberler taranmış ve kamuya açıklanmış finansal tablolarında kârları yüksek olduğu için düzeltme talep edilen işletmelerden hangi düzeltmeler talep edildiği incelenmiştir. İnceleme sonucu elde edilen örnekler ilgili yöntemler tartışılırken açıklamaya dahil edilecektir.

### *2.2.1. Gelirlerin Yüksek Gösterilmesi*

Gelirler, işletmelerin kârlarının belirlenmesinde çok önemli bir işleve sahiptirler. Bu nedenle, kârını yüksek göstermek isteyen işletmelerde geliri olduğundan yüksek göstermeye yönelik çabalar ön plana çıkabilmektedir. Mal veya hizmet satışı sonucu elde edilen satış gelirleri bilançoya nakit ve nakit benzerlerinde artış, ticari alacaklarda artış, gelir tahakkuklarında artış, diğer varlıklarda oluşacak artışlar (örneğin takas yoluyla satış yapıldıysa stok veya maddi duran varlıklar), ticari borçlarda azalış veya kazanılmamış gelirlere azalış olarak yansıtacaktır.

Son yıllarda işletmelerin gerçekleştirdikleri finansal işlemlerin gittikçe daha karmaşık bir hal alması ve üretim ekonomisinden hizmet ekonomisine yönelimin artması gelirin tanınması ile ilgili tartışmaları beraberinde getirmiştir. Bu bölümde önce ülkemiz ve uluslararası standartlar çerçevesinde gelirin tanınması ile ilgili yaklaşımlar ele alınacak daha sonra da gelirin yüksek gösterilmesi ile ilgili kullanılan teknikler incelenecektir.

<sup>42</sup> Aynı işletme birden fazla yöntem kullanabildiği için oranların toplamı %100'den fazla olabilmektedir.

<sup>43</sup> İMKB (Çevrimiçi), <http://www.imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm> (25.03.2005)

### 2.2.1.1. Gelirlerin Finansal Tablolara Alınması

Gelir, işletmenin bir dönem içinde ana faaliyet konusunu oluşturan malların teslim edilmesinden, hizmetlerin sağlanmasından veya diğer faaliyetlerden sağlanan borçlardaki azalışlar ve varlıklardaki artışlardır.<sup>44</sup> SPK'ya göre ise gelir, hesap dönemi içinde, ortakların katkısı haricinde özsermayenin artmasını sağlayan, varlıkların değerinin artması, varlık girişi veya yükümlülüklerin azalması şeklinde ekonomik faydadaki artış olarak tanımlanmıştır<sup>45</sup>. Bu tanım gelirin belirlenmesinde bilanço yaklaşımını kullanmaktadır. SPK, geliri iki ana kategoride tanımlamıştır; hasılat ve kazançlar. Hasılat, işletmenin olağan faaliyetlerinden sağladığı ekonomik faydayı ifade ederken<sup>46</sup>, kazanç ise işletmenin olağan veya diğer faaliyetleri sonucu oluştuğuna bakılmaksızın gelir tanımına uyan diğer kalemleri ifade etmektedir<sup>47</sup>. Hasılat, mal ve hizmet satışı, faiz, royalti ve temettü gelirlerinden oluşur.

Gelirlerin finansal tablolara alınabilmesi için, gelir tanımında belirlenmiş olan ekonomik faydada artış olması ve bu artışın güvenilir şekilde ölçülebilmesi gerekmektedir. Bu iki şart yerine gelmedikçe gerçekleşen işlemler gelir olarak tanımlanamaz ve finansal tablolara alınamaz. Bu şartların dışında gelirin tanınması ve kaydedilmesi için iki şartın daha yerine gelmesi gerekmektedir. Birincisi gelir kazanma sürecinin tamamlanmış olması, diğeri ise kazanılan gelir ile ilgili olarak nakit akışının gerçekleşmesi veya gerçekleşmesi için yeterli derecede şartın yerine gelmiş olmasıdır<sup>48</sup>.

Amerikan Sermaye Piyasaları Kurulu (Securities and Exchange Commission-SEC) ise gelirin tanınması için dört adet kıstas öne sürmektedir<sup>49</sup>. Birinci kıstas, satıcı işletme ile müşterisi arasında oluşan gelir kazandırıcı işlem ile ilgili düzenlemenin ikna edici

<sup>44</sup> FASB, SFAC No.5, para:78

<sup>45</sup> SPK, Seri XI, No.25, Madde 37

<sup>46</sup> SPK, Seri XI, No.25, Madde 132

<sup>47</sup> SPK, Seri XI, No.25, Madde 38

<sup>48</sup> SFAC 5

<sup>49</sup> Securities and Exchange Commission (SEC), SEC Staff Accounting Bulletin (SAB) No:101 – Revenue Recognition in Financial Statements, 3 Aralık 1999

kanıtının olmasıdır. Gelir ile ilgili ikna edici kanıt, yazılı bir sözleşme, sipariş emri veya internet üzerinden gerçekleşen elektronik sipariş şeklinde olabilmektedir. Sözlü olarak gerçekleşen anlaşmalarda, satış ile ilgili ikna edici kanıt sunulmadığı sürece kanıt olduğu öne sürülemez. Örneğin, satıcının sözleşme ile alıcıya sunduğu satış şartları alıcı işletmenin yetkilisi tarafından sözlü olarak kabul edildiğinde, alıcı işletme tarafından resmi bir onaylama gelmediği sürece gelirin tanınması için gerekli şartlar oluşmamıştır. Bazı durumlarda, satıcı işletme adına hareket eden araçlar henüz kesinleşmemiş satışlar için satıcı işletmeye siparişte bulunabilirler. Satıcı işletme, bu siparişleri ikna edici kanıt olarak göremez<sup>50</sup>. Bazı durumlarda ise, anlaşma şartlarında alıcı işletmenin malı geri yollama hakkı bulunmakta ve ödeme şartları da bu hakkın kullanılıp kullanılmamasına göre oluşturulmaktadır. Bu gibi durumlarda malın ilk tesliminde gelir ile ilgili kayıt gerçekleşmemeli, alıcı işletmenin söz konusu malları geri yollama hakkını kullanıp kullanmadığına bakılmalıdır<sup>51</sup>.

Gelirin tanınması ile ilgili öne sürülen ikinci kıstas ise malın teslim edilmiş veya hizmetin sağlanmış olmasıdır. Malların teslimi sadece malların fiziksel olarak alıcı işletmenin bulunduğu yere yollanması değil, aynı zamanda alıcı tarafından kabul edilmesidir. Sözleşme şartlarına bağlı olarak, malların alıcı tarafından kabulü için inceleme, kullanıma sokma, kurulum gibi işlemlerin gerçekleşmesi gerekebilir<sup>52</sup>. Bu gibi durumlarda gelirin kaydedilebilmesi için malların alıcı tarafından kabulü ve gerekli işlemlerin gerçekleşmesini beklemek gerekmektedir. Bazı durumlarda, malla ilgili teslim işlemleri birkaç parti halinde gerçekleşebilir. Eğer, daha sonra gerçekleşecek olan parçaların teslimi, teslim edilmiş parçaların işlevlerini yerine getirmesi için gerekli ise, bu durumda da gelirin tanınması için tüm parçaların tesliminin tamamlanması beklenmelidir<sup>53</sup>. Bir başka durum ise, malların fiziksel olarak tesliminin alıcı işletmenin kullanmaya başlamasından çok önce gerçekleşmesidir. Eğer alıcı işletme için söz konusu

---

<sup>50</sup> Mulford ve Comiskey (2002), a.g.e., s. 170

<sup>51</sup> Delaney, Epstein, Nach ve Weiss Budak (2004), a.g.e., s. 245

<sup>52</sup> a.e. , s. 246

<sup>53</sup> a.e. , s. 247

malı kullanma, deneme ve faydalanma zamanı henüz gelmemişse bu gibi durumlarda alıcı işletme tarafından malın kullanılmaya başlanmasının beklendiği tarihe kadar gelir kaydını yapmamak gerekmektedir. Örneğin, bir sonraki yılın düzenlemelerine uygun olarak hazırlanmış olan bir bilgisayar programı alıcı işletmeye teslim edildiyse ve alıcı işletme o programı, bir sonraki yılki faaliyetlerinde kullanacaksa gelirin kaydı bir sonraki yılın başında olmalıdır<sup>54</sup>. Hizmet satışları ile ilgili uygulamalar da ilke olarak mal satışlarıyla aynı şekilde ele alınmalıdır. Bazı durumlarda ise, hizmetlerin özelliklerinden kaynaklanan farklılıklar söz konusu olabilmektedir. Bazı hizmet sözleşmeleri hizmetlerin gerçekleşmesinden önce hizmet bedelinin önemli bir bölümünün ödenmesini gerektirmektedir. Başlangıçta ödenen tutarla ilgili olarak hizmet verilmediği sürece bu tutar gelir olarak kaydedilmemelidir. Bir kulüp veya organizasyona başlangıçta üyelik ücreti alınıyorsa ve daha sonra verilecek hizmetler için ayrıca ücret talep ediliyorsa başlangıçta alınan üyelik ücreti gelir olarak kaydedilebilmektedir<sup>55</sup>.

Gelirin tanınması için belirlenmiş olan bir başka kıstas ise satıcı işletmenin ilgili mal veya hizmetle ilgili olarak gerçekleştirdiği satışlar için fiyatının belirlenmiş olması veya belirlenebilir olmasıdır. Eğer müşteri tek taraflı olarak anlaşmayı iptal etme ve yaptığı ödemeleri geri alma hakkına sahip ise belirlenmiş veya belirlenebilir bir fiyattan bahsedilemeyeceği için ilgili gelirin müşterinin anlaşmayı iptal etme ve ödemesini geri isteme hakkı ortadan kalkıncaya kadar tanınmaması gerekmektedir<sup>56</sup>. Örneğin, kulüp veya organizasyona giriş aidatı daha sonra üyelik süresi sona erince müşteri tarafından geri alınabileceğine dair bir anlaşma maddesi bulunuyorsa giriş aidatı gelir olarak kaydedilmemelidir. Bu gibi durumlarda eğer işletmenin elinde toplanan ücretlerin ne kadarının iade edildiğine dair güvenilir tahminler yapabileceği veriler bulunmaktaysa, işletme bu tahmine dayanarak ilgili tutarın bir kısmını gelir olarak kaydetme hakkına sahiptir.

---

<sup>54</sup> a.e. s.246

<sup>55</sup> Mısırlıoğlu (2003), a.g.m., s. 119

<sup>56</sup> Delaney, Epstein, Nach ve Weiss Budak (2004), a.g.e., s. 246

Dördüncü kıstas ise, elde edilen gelirle ilgili olarak yapılacak ödemenin tahsil edilme kapasitesinin bulunup bulunmadığıdır. Eğer gelirden kaynaklanan alacağın tahsil edilmesi ile ilgili belirsizlikler bulunuyorsa, söz konusu tutar karşılık ayrılmak suretiyle düşülmelidir. Bu işlem, şüpheli alacak karşılığı ayrılarak geçekleşmektedir.

### 2.2.1.2. Gelirleri Yüksek Gösterme Yöntemleri

Amerika Birleşik Devletlerinde gerçekleştirilen ve işletmelerin finansmandan sorumlu tepe yöneticileri, analistler, yeminli mali müşavirler ve akademisyenler arasında gerçekleştirilen bir ankette, katılımcıların en sık karşılaştıkları kârı yüksek gösterme yöntemleri sorulmuştur. Gelirin tanınması ile ilgili kullanılan yöntemler %18.5 ile en sık karşılaşılan ikinci grup olmuştur. İlk sırada ise %31.3 ile giderlerin zamanlaması ile ilgili yöntemler bulunmaktadır.<sup>57</sup> Bir başka anket çalışması ise bağımsız denetçilerle gerçekleştirilmiştir<sup>58</sup>. Büyük denetim işletmelerinde çalışan 253 denetçi ile yapılan ankette katılımcılara en sık karşılaştıkları kârı yüksek (veya düşük) gösterme teknikleri sorulmuştur. Katılımcıların en çok karşılaştıkları teknikler %52 oranda giderler ile ilgili olmuş, daha sonra da %22 oranla gelirler ile ilgili teknikler olduğu ortaya çıkmıştır. Gelirler ile ilgili kullanılan yöntemlerin %76'sı kârı yüksek göstermeye yönelikken, %18'i ise kârı düşük göstermeye yönelik olmuştur.

ABD'de 1995-1999 yılları arasında birinci ve ikinci halka arz gerçekleştiren 1765 işletmenin verileri kullanılarak gerçekleştirilen bir çalışmada<sup>59</sup>, bu işletmelerin ticari alacaklarındaki beklenmeyen artışların<sup>60</sup> ortalama %1,24 olduğu, buna karşılık kontrol grubunda yer alan işletmelerde bu kalemin ortalama %0,004 olduğu bulunmuştur. Bu

<sup>57</sup> Mulford ve Comiskey (2002), a.g.e., s:127-128

<sup>58</sup> Mark W. Nelson, John A. Eliot ve Robin L. Tarpley, "How Are Earnings Managed? Examples From Auditors.", **Accounting Horizons**, Supplement 2003, ss: 17-35

<sup>59</sup> Carol A. Marquardt, Christine I. Wiedman, "How Are Earnings Managed? An Examination of Specific Accruals", **New York University Stern School of Business Working Paper**, Aralık 2002

<sup>60</sup> Unexpected Accounts Receivables: İşletmenin geçmişte gerçekleştirdiği satışlar ile ticari alacaklar arasındaki ilişkiden yola çıkarak bir sonraki yılın beklenen ticari alacakları ile bilançoda raporlanan ticari alacaklar arasındaki fark.  $BTA_t = (TA_t - (TA_{t-1} \times \text{Satışlar}_t / \text{Satışlar}_{t-1}))$  şeklinde gösterilebilir.

sonuca göre, bu işletmeler gelirlerini ve buna bağlı olarak da ticari alacaklarını yüksek göstererek kârlarını yüksek göstermişlerdir. Yazarların açıklaması, hisse senetlerini halka arz eden işletmelerin kârlarını yüksek gösterirken yüksek kârların geçici olmadığına dair yatırımcıları ikna etmeye çalıştıkları, bu nedenle de giderlerini ertelemeye yönelik yöntemler yerine gelirlerini yüksek gösteren yöntemler kullandıkları yönündedir.

COSO tarafından hazırlanan raporda ise<sup>61</sup>, örnekteki gelirlerini yüksek gösteren işletmelerin %26'sının gerçek olmayan gelir kaydı yarattıkları, %24'ünün gelirleri henüz oluşmadan kaydettikleri, %16'sının ise gelirlerle ilgili diğer yöntemleri kullandıkları bulunmuştur.

Ülkemizde gerçekleşen bir çalışmada<sup>62</sup> ise, 1992-2002 yılları arasında finansal bilgilerini belirli amaçlara uygun olarak olduğundan farklı göstermeye çalışan, yazarların tabiriyle “finansal bilgi manipülasyonuna başvuran” işletmeler incelendiğinde, bu işletmelerin uyguladıkları yöntemlerin %65'inin dönem kârını yüksek göstermeye yönelik olduğu, %22'sinin dönem kârını düşük göstermeye, özellikle de örtülü kâr aktarımı olarak da bilinen işleme yönelik olduğu, diğer yöntemlerin ise, dönem kârını değiştirmemekle birlikte, finansal tablolarda yer alan hesapların sınıflandırılmasını veya bazı hesapların tutarlarını değiştirmeye yönelik olduğu bulunmuştur.

Aşağıda uluslar arası muhasebe yazınından derlenmiş olan ve gelirleri yüksek göstermeye yönelik olarak gerçekleştirilen işlemler incelenecek ve bu yöntemlerle ilgili olarak Amerikan Sermaye Piyasaları Kurumu'nun (Securities and Exchange Commission – SEC) açtığı soruşturmalardan uygulama örnekleri verilecektir. Ayrıca

---

<sup>61</sup> COSO, a.g.e., s:32

<sup>62</sup> Cemal Küçüksözen, Güray Küçükkocaoğlu, “Finansal Bilgi Manipülasyonu: IMKB Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Çalışma”, **MÓDAV Uluslar arası Muhasebe Konferansı'nda Sunulan Tebliğ**, 03-05-Kasım 2004, İstanbul

ülkemizden de IMKB tarafından yayınlanan şirket haberlerinden konu ile ilgili örnekler verilecektir. Bu bölümde ele alınan yöntemler, işletmelerin satış hâsılatlarını yüksek göstermek için kullanılan yöntemlerle sınırlandırılmıştır. Satış hâsılatlarının yüksek gösterilmesi çift taraflılık ilkesi gereği varlıkların da yüksek gösterilmesi (veya yükümlülüklerin düşük gösterilmesi) sonucunu doğuracaktır. Ancak, kârı yükseltmek amacıyla gelirleri yükseltmenin amaçlandığı yöntemler bu bölümde incelenmektedir. Buna karşılık, işletmelerin varlıklarının değerini yüksek göstererek kârlarını yükseltmeleri varlıkların yüksek gösterilmeleri ile ilgili bölümde incelenecektir.

#### *Bir Sonraki Döneme Ait Geliri Cari Döneme Kaydetmek*

Dönemsellik ilkesi gereği, işletmeler gelirlerini elde ettikleri döneme kaydetmelidir. Muhasebe döneminin sonunda, bir sonraki döneme ait siparişlerin o döneme aitmiş gibi kaydedilmesi ve böylece gelirin tanınma kurallarına göre bir sonraki dönemde gerçekleşmesi gereken gelirin, içinde bulunulan döneme aitmiş gibi kaydedilmesi sonucu işletmelerin cari döneme ait gelirleri artırılabilir.

SEC tarafından yapılan bir soruşturmada, IGI Inc. adlı işletmenin 1995-1997 arasında her çeyrek sonunda hesapları bir süre daha açık tutup bir sonraki dönemde oluşan satışlarından elde ettikleri gelirleri faturalama tarihini geriye alarak bir önceki döneme kaydirdıkları ortaya çıkarılmıştır<sup>63</sup>.

#### *Satış İade ve İskontolarını Bir Sonraki Döneme Ertelemek*

İşletmeler içinde buldukları dönemde oluşan satış iadelerinin ve satış iskontolarının kaydını bir sonraki döneme aktararak cari dönem satışlarını yüksek gösterebilirler.

---

<sup>63</sup> SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1520, 12 Mart 2002, (Çevrimiçi) <http://www.sec.gov/litigation/admin/34-45553.htm> (25.12.2004)



Pepsi Cola Puerto Rico Bottling Company, Coca Cola'dan kaynaklanan rekabetle başa çıkabilmek ve satış hedeflerini tutturabilmek için müşterilerine yüksek oranda indirim sunmaya başlamış ancak bu indirimlerinin bir kısmını kaydetmemiş veya kaydettiklerini de içinde bulunulan muhasebe döneminden bir sonraki dönemde kaydetmiştir. 1996'nın ilk iki çeyreği sonunda işletme yaklaşık \$3,4 milyon tutarında satış iskontosunu kayıtlarında göstermeyerek gelirlerini yükseltmiştir<sup>64</sup>.

### *İade Hakkı Olan Satışlar*

Bazı durumlarda işletmeler yaptıkları satışlarla ilgili alıcılara belirli haklar veya şartlar tanıyabilmektedir. İade hakkı olan satışlarda aşağıdaki şartların tümü gerçekleştiğinde satışla ilgili kaydın yapılması gerekmektedir<sup>65</sup>:

- a. Satış gününde satış fiyatının önceden belirlenmiş olması veya belirlenebilir olması.
- b. Alıcı tarafın ödemeyi yapmış veya yapmayı taahhüt etmiş olması ve alıcının yükümlülüğünün malın tekrar satılıp satılmamasına bağlı olmaması.
- c. Alıcı tarafın yükümlülüğünün malın çalınması veya zarar görmesi durumunda da devam etmesi.
- d. Malı satmak üzere satın alan alıcı tarafın satıcı işletmeden hukuki ve ekonomik olarak ayrı olması.
- e. Satıcının malın tekrar satılması ile ilgili ayrı yükümlülüklerinin bulunmaması.
- f. Gelecekte elde edilecek ekonomik faydanın makul şekilde ölçülebilmesi.

Satış işlemi sonucu bu şartların herhangi bir tanesi yerine gelmezse bu durumda satıcı işletme satış geliri kaydı yapamaz. Satış kaydının yapılabilmesi için yukarıdaki şartların

---

<sup>64</sup> SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1034, 12 Mayıs 1998, (Çevrimiçi) <http://www.sec.gov/litigation/admin/3439984.txt> (25.12.2004)

<sup>65</sup> FASB, **Statement of Financial Accounting Standards No.48**, "Revenue Recognition When Right of Return Exists", 1981, para. 6

yerine gelmesi sağlanmalı ya da alıcı işletmenin iade hakkının sona ermesi gerekmektedir.

SEC tarafından yapılan bir soruşturmada, Sunbeam Corporation adlı işletmenin 1997 yılının birinci çeyrek finansal tablolarını hazırlamadan önce toptancılarından bir tanesine yaptığı satışta, toptancının satın aldığı malları herhangi bir risk üstlenmeden belirli bir süre elinde tuttuğu, satış anlaşması uyarınca toptancı malları satamazsa Sunbeam Corporation'ın tekrar geri almayı taahhüt ettiği ve tüm nakliye ve depolama giderlerini de üstlendiği ortaya çıkarılmıştır. Toptancı daha sonra yılın üçüncü çeyreği içinde bu malların tümünü iade etmiştir. Bu işlem sonucunda, Sunbeam Corporation satış gelirlerini \$1,5 milyon yüksek göstermiştir<sup>66</sup>. Bir başka soruşturmada ise, Hybrid Networks Inc. adlı işletmenin 1997 yılının sonunda distribütörüne anlaşmalı olarak geri alma garantisi vererek yolladığı ve satış olarak kaydettiği malların, işletmenin o dönemki gelirlerini %15 artırdığı ortaya çıkarılmıştır<sup>67</sup>.

Ülkemizde de benzer örnek Söksa Sinop Örne ve Konfeksiyon Sanayii A.Ş.'nin 30.03.1996 tarihli finansal tablolarında yapılan incelemelerde ortaya çıkarılmıştır<sup>68</sup>. İşletmenin ilk üç aylık finansal tablolarında 151 milyar TL dönem kârı açıklandığı ve bu kârın 28,2 milyar TL'lık kısmının (dönem kârının %18,7'si), Ana Turizm A.Ş.'ye satış olarak gösterilen ve iade faturası düzenlenerek altıncı ayda geri alınan çocuk takımları satışından kaynaklandığı ortaya çıkarılmıştır. Böylece işletme daha sonra geri almak üzere bir satış gerçekleştirmiş ve dönem kârını yüksek göstermiştir.

---

<sup>66</sup> SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1393, 15 Mayıs 2001, (Çevrimiçi) <http://www.sec.gov/litigation/admin/33-7976.htm> (25.12.2004)

<sup>67</sup> SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1282, 29 Haziran 2000, (Çevrimiçi) <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr16614.htm> (25.12.2004)

<sup>68</sup> IMKB, (Çevrimiçi) <http://www.imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm>, Söksa Sinop Örne ve Konfeksiyon Sanayii A.Ş., 29 Ağustos 1996

### *Konsinye Satışlar*

Konsinye satışlarda, satıcı işletme kendisi adına malı satacak olan alıcı işletmeye yollar. Malı satacak olan alıcı işletme satıştan komisyon alır, bazı durumlarda ise alıcı işletme malları üçüncü kişi veya işletmelere sattığı zaman satıcı işletmeden satın alır<sup>69</sup>. Konsinye satışlarda mallar üçüncü kişi veya kurumlara satılmadan satış kesinleşmediği için malların alıcı işletmeye tesliminde satış kaydı yapılmamalıdır.

Bristol-Myers Squibb işletmesi 2000-2001 yılları içinde konsinye satışlarını gerçek satışlar gibi göstererek gelirlerini yaklaşık \$1,5 milyar yüksek göstermiştir<sup>70</sup>.

İdaş İstanbul Döşeme Sanayi A.Ş.'nin 30.06.1998 tarihli finansal tablolarında yapılan incelemelerde, işletmenin dahili teslimat yoluyla fabrika ve satış mağazalarına aktardığı ürünleri satış gerçekleşmiş gibi kaydettiği ortaya çıkarılmıştır. Böylece işletme, satılmak üzere teslimi gerçekleşen malların gerçek müşterilere satışı gerçekleşmeden kaydetmiş ve dönem kârını yüksek göstermiştir<sup>71</sup>.

### *Malların veya Hizmetin Sağlanması Önce Gelir Kaydetmek*

Gelirlerin tanınmasındaki önkoşullardan bir tanesi de mal tesliminin gerçekleşmesi veya hizmetin sağlanmış olmasıdır. Teslimin gerçekleşmesi, malların risklerini, sahiplik getirilerini ve diğer haklarını devretmek anlamına gelmektedir. Eğer satıcı işletme mülkiyeti veya mülkiyet hakkından kaynaklanan riskleri taşımaya devam ediyorsa satış işlemi gerçekleşmiş gibi kayıt yapılmamalıdır<sup>72</sup>. Teslimin henüz gerçekleşmediği

---

<sup>69</sup> Barry J. Epstein, Abbas Ali Mirza, **Wiley IAS 2003 : Interpretation and Application of International Accounting Standards 2003**, New Jersey, John Wiley and Sons, 2003, ss:210-211

<sup>70</sup> SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 2075, 4 Ağustos 2004, (Çevrimiçi) <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr18820.htm> (25.12.2004)

<sup>71</sup> IMKB, (Çevrimiçi) <http://www.imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm>, İdaş İstanbul Döşeme Sanayi A.Ş., 18 Kasım 1998

<sup>72</sup> Mısırlıoğlu (2003), a.g.m., s. 116

durumlarda satışın gerçekleşme zamanının belirlenmesinde aşağıdaki şartların yerine gelmesi önemlidir<sup>73</sup>:

- a. Sahiplik getirileri ve riskleri alıcıya geçmiş olmalıdır.
- b. Alıcı, malları satın almak için yazılı taahhütte bulunmuş olmalıdır.
- c. Faturalama yapılmış olmasına rağmen alıcı malların satıcının depolarında bekletilmesini ve teslimin daha sonra yapılmasını isteyebilir<sup>74</sup>. Bu konuda talep alıcı taraftan gelmelidir ve alıcının bu talebinin belirli bir nedeni olmalıdır.
- d. Malların teslimi için belirlenmiş bir teslim planı olmalıdır. Teslim planı alıcının yaptığı işin gerekliliklerine uygun olmalıdır.
- e. Mallarla ilgili satıcının yükümlülüklerinin bulunmaması gerekmektedir.
- f. Satışı yapılmış olan mallar diğer mallardan ayrılmış olmalıdır. Satıcının bu malları başka siparişlerin yerine getirilmesinde kullanmaması gerekmektedir.
- g. Satışı yapılan mallar tamamlanmış olmalıdır. Üretimi henüz tamamlanmamış mallar gelirin tanınma şartlarını karşılamaz.

1999 yılında Serological Corporation müşterilerinden bir tanesine deneme amaçlı olarak ürünlerinden örnekler yollamakta ve müşteri bu ürünleri on-oniki hafta içinde reddetmezse ürünlerin ait olduğu grubun belirli bir kısmı ile ilgili olarak faturalama yapılmaktaydı. Böylece satış gerçekleşmiş sayılmakta ve satışla ilgili gelir kaydı yapılmaktaydı<sup>75</sup>. Müşteri malların yollanmasını istediği zamana kadar mallar işletmenin deposunda saklanmaktaydı ve müşteri ile teslim anlaşmaları FOB yükleme noktası olarak belirlenmekteydi. Bu satış işlemi sahillikle ilgili olarak getiriler ve riskler henüz alıcıya geçmediği, alıcının bu malları reddetme olasılığı bulunduğu ve malların teslimi için belirlenmiş bir teslim planı oluşmadığı için yapılan gelir kaydı erken yapılmıştır. Ayrıca müşteri ile yapılan anlaşma FOB yükleme noktası olduğu için de

---

<sup>73</sup> SEC, SAB 101

<sup>74</sup> Bill and hold sales

<sup>75</sup> SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1551, 1 Mayıs 2002, (Çevrimiçi) <http://www.sec.gov/litigation/admin/34-45852.htm> (25 Aralık 2004)

mallarla ilgili tüm riskler yükleme yapılıncaya kadar satıcı işletmeye aittir. Satış işlemiyle ilgili olarak Serological Corporation'un 1999 yılında gerçekleştirdiği işlemler sonucu, ikinci çeyrek kârı olması gerekenden \$316.000 fazla, üçüncü çeyrek zararı ise \$401.000 eksik gösterilmiştir.

1996-2000 yılları arasında California Software adlı bilgisayar programları üreticisi işletme potansiyel müşterilerine üretmiş olduğu bilgisayar programlarını 30 günlük deneme süresince kullanmaları için yollamakta, bu deneme süresi sonunda ise müşteriler programı satın alıp almayacakları konusunda karara varmaktaydılar<sup>76</sup>. İşletme, ürünleri deneme için müşterilere yolladığında satış tutarının tamamını gelir olarak kaydetmekteydi. Deneme süresi sonunda satın alınmayan ürünler için "ürün iade karşılığı"<sup>77</sup> adlı bir hesap oluşturulmuştu ve iade edilen ürünler bu karşılık hesabından düşülmekteydi. Satış işleminin ikna edici bir kanıtı olmadığı ve bu işlem sonucunda elde edilecek gelirin tahsil edilmesi konusunda belirsizlik olduğu için potansiyel müşterilere yollanan ürünlerin gelir olarak kaydedilmemesi gerekmekteydi. İşletme satışlarını bu şekilde kaydederek gelirlerini yaklaşık \$12 milyon yüksek göstermiştir.

Türk Hava Yolları A.O.'nın 30.06.1993 tarihli finansal tablolarında gerçekleştirilen incelemelerde<sup>78</sup>, işletmenin yolcu taşımalarında bilet kesildiğinde, yani taşıma taahhüdü altına girildiğinde gelir kaydı yapıldığı ortaya çıkmıştır. Bilet kesildiğinde henüz taşıma hizmeti verilmediği için ve alıcıların bu hizmeti ileride alma hakkı olduğu için uçuş gerçekleşmeden kesilen bilet tutarları kazanılmamış gelirler<sup>79</sup> olarak kaydedilmeli, yolculara taşıma hizmeti verildiğinde ise taşıma hizmeti verilen döneme gelir olarak kaydedilmelidir.

---

<sup>76</sup> SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1486, 7 Ocak 2002, (Çevrimiçi) <http://www.sec.gov/litigation/admin/33-8053.htm> (25 Aralık 2004)

<sup>77</sup> İngilizce yazında "return product reserve" olarak adlandırılmaktadır.

<sup>78</sup> IMKB, (Çevrimiçi) <http://www.imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm>, Türk Hava Yolları A.O., 22 Eylül 1993

<sup>79</sup> Tek Düzen Hesap Planı'na göre 380 (480) Gelecek Aylara (Yıllara) Ait Gelirler hesabı

### *Finansman Anlaşmalarının Gelir Olarak Kaydedilmesi*

İşletmeler ürünlerinin finansmanı için yaptıkları anlaşmalar sonucu elde etmiş oldukları tutarları gelir olarak kaydetme yoluna gidebilir. 1993 yılında Styles on Video adlı bilgisayar programları üreten bir işletme üretmekte olduğu ürünle ilgili olarak bir kredi kuruluşuyla sözlü bir anlaşma gerçekleştirmiştir<sup>80</sup>. Anlaşmaya göre kredi kuruluşu işletmenin müşterisine finansal kiralama yapacaktır. Kredi kuruluşu henüz üretimi tamamlanmamış olan bilgisayar programının üretiminin finansmanı için işletmeye \$1 milyon ödeme yapmıştır ve buna karşılık da program alıcı işletmeye teslim edildiğinde müşteri, kredi kuruluşuna ödeme yapmaya başlayacaktır. İşletme, yapılan anlaşma sonucu elde edilen tutarı gelir kaydetmiştir. İşletme 1993 yılında henüz programın üretimini tamamlamamıştır, bu nedenle gelir henüz kazanılmamıştır. Mallar müşteriye teslim edildiğinde kazanma süreci tamamlanmış olacaktır. Ayrıca, işletme ile kredi kuruluşu arasında anlaşma sadece bir kredi anlaşmasıdır. Bu nedenle de alınan tutar gelir değil kredi olarak kaydedilmelidir. Ancak ürünler müşteriye teslim edildiğinde kredi anlaşması sona ereceği için gelir olarak kaydedilmelidir.

### *Dağıtım Kanallarına Fazladan Mal Satmak*

İşletmeler satış gelirlerini bir an önce yükseltmeyi amaçlayarak dağıtım kanallarına normal satılabilir miktarlardan daha fazla satabilmek amacıyla aşırıya kaçacak şekilde indirimler yapabilirler veya onları fazladan mal almaya zorlayabilirler. İngilizce’de “channel stuffing<sup>81</sup>” adı verilen bu uygulama her ne kadar gelirin tanınması açısından gerekli temel şartları yerine getiriyor olsa da, işletme elindeki stokları dağıtım kanallarına aktararak normal şartlarda daha sonra yapacağı satışları öne almaktadır<sup>82</sup>.

---

<sup>80</sup> SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1044, 17 Haziran 1998, (Çevrimiçi) <http://www.sec.gov/litigation/admin/3440098.txt> (26 Aralık 2004)

<sup>81</sup> “Dağıtım kanalı yüklemesi” olarak çevrilebilir

<sup>82</sup> Mulford ve Comiskey (2002), a.g.e., s:170

Böylece işletme ileride yapacağı satışları ekonomik bir gerekçe olmadan içinde bulunulan döneme aktarmaktadır.

Bausch & Lomb adlı işletme 1993 yılında satış hedeflerini tutturabilmek amacıyla dağıtıcılarına yüksek tutarda indirim sağlamış ve ödeme vadelerini de uzatmıştır<sup>83</sup>. Eylül 1993'de yapılan bu kampanya sonucunda işletme üçüncü çeyrek satış hedeflerini aşmayı başarmıştır. Ancak bu satışlar, dağıtıcıların dördüncü çeyrek satışlarını da aştığı için dağıtıcılar dördüncü çeyrekte yeni mal almayacaklar ve işletmenin dördüncü çeyrek satışları geçmiş yıllar satışlarının da altına düşecektir. Bu nedenle, Aralık 1993'de gerçekleştirilen program uyarınca işletme dağıtıcılarından talep toplamak yerine satması gereken 1,8 milyon adet ürünü (kontakt lens) dağıtıcıların geçmiş satışlar içindeki paylarına göre bölmüş ve dağıtıcıların alması gereken miktar ortaya çıkarılmıştır. Dağıtıcılara da yetkili dağıtıcı olmaya devam edebilmeleri için paylarına düşen ürünleri almaları gerektiği bildirilmiştir. Aralık'ta yapılan satışlar sonrası dağıtıcıların stokları iki yıllık satışlarının toplamına yakın olmuştur.

#### *Ürünlerini Alması İçin Başka İşletmelere Ödeme Yapmak*

İşletmeler gelirlerini artırabilmek amacıyla başka işletmelerin kendi ürünlerini satın almaları için onlara kredi verebilirler. Böylece kendi ürünlerini kendileri adına başka bir işletme satın almış olur. QuadraMed adlı sağlık sektörü için bilgisayar yazılımları üreten bir işletme, 1998 ve 1999 yıllarında kendi ürünlerini satın alması için bir başka işletmeye kredi sağlayarak satışlarını artırmıştır<sup>84</sup>. İşletme bu dönemler içinde gerçekleştirdiği iki adet satış işleminde, kendi başına ödeme gücü bulunmayan bir işletmeye program satışı yapmıştır. Eylül 1998'de QuadraMed, alıcı işletmeye \$12,5 milyon'luk kredi açmış ve alıcı işletme buna karşılık \$5milyon tutarında program satın

---

<sup>83</sup> SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 987, 17 Kasım 1997, (Çevrimiçi) <http://www.sec.gov/litigation/admin/3439329.txt> (27 Aralık 2004)

<sup>84</sup> SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1998, 30 Nisan 2004, (Çevrimiçi) <http://www.sec.gov/litigation/admin/34-49642.htm> (29 Aralık 2004)

almıştır. Mart 1999'da ise yeni bir alım için alıcı işletmeye \$5 milyon daha yollamıştır. Bu işlemler sonucunda işletme kendi satışlarının finansmanını kendisi sağlamıştır. İşletme herhangi bir ekonomik fayda sağlamadan gelirlerini yükseltmiştir.

### *2.2.2. Giderlerin Düşük Gösterilmesi*

İşletmelerin kârlarının yüksek gösterilmesinin bir başka yolu ise döneme ait giderlerin düşük gösterilmesidir. Özellikle, işletmelerin karşı karşıya kaldıkları belirsizlikler gereği geleceğe yönelik tahminleri kullanarak olası giderlerini tahmin etmeleri gerektiğinde giderlerin olduğundan düşük gösterilmemesi gerektiği ihtiyatlılık ilkesine uyulması açısından önemlidir. İşletmeler, dönem giderlerini bir sonraki döneme kaydırarak ve döneme ait henüz gerçekleşmemiş giderleri olması gerektiğinden düşük göstererek dönem kârını yükseltme yoluna gidebilmektedirler. Bu bölümde önce ulusal ve uluslararası standartlara göre giderlerin tanınması ile ilgili şartlar incelenecek, daha sonra ise dönem kârını artırabilmek için giderlerin düşük gösterilmesi ile ilgili gerçekleştirilen işlemler tartışılacaktır.

Bu bölümde sadece giderlerin dönemsellik ilkesi gereği dönem içine kaydedilmesi gereken giderlerin ileri dönemlere aktarılması ile ilgili yöntemler incelenmektedir. Buna karşılık, giderleri düşük gösterme yöntemleri arasında en sık rastlanan giderlerin aktifleştirilerek varlıkların yüksek gösterilmesi veya yükümlülüklerin düşük gösterilmesinin sonucu olarak giderlerin düşürülmesi yöntemleri daha sonraki bölümlerde incelenenecektir.



### 2.2.2.1. Giderlerin Finansal Tablolara Alınması

Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu'nun (TMSK) yayımlamış olduğu Türkiye Muhasebe Standartları Kavramsal Çerçeve'de giderler<sup>85</sup>, "...ekonomik yararlar da varlık çıkışı veya diğer şekillerdeki varlık eksilmeleri sonucundaki azalışları veya özkaynaklarda hissedarlara yapılan ödemelerin sonucunda ortaya çıkan azalmaların dışında özkaynaklarda azalma sonucunu doğuran borçlarda meydana gelen artışlar" olarak tanımlanmıştır. SPK'ya göre ise giderler<sup>86</sup>, "...hissedarlara dağıtım dışında öz sermayenin azalmasıyla sonuçlanacak şekilde, varlık çıkışı, varlıkların tükenmesi veya yükümlülüklerin artması suretiyle ekonomik faydanın azalışı" olarak tanımlanmaktadır. Bu tanımlara göre, giderin oluşması için öz sermayenin (hissedarlara kâr payı dağıtılması sonucunda oluşan azalmanın dışında) azalması gerekmektedir. Öz sermaye azalışı, işletmenin varlıklarının azalması veya yükümlülüklerinin artması sonucu gerçekleşebilmektedir. Bu tanımlar, gider kavramını sadece gelir tablosunda raporlanan giderler olarak ele almamaktadır. İşletme varlık ve borçlarının değerlerinin yeniden belirlenmesi sonucu varlıklardaki azalışlar veya borçlardaki artışların gelir tablosu yerine doğrudan öz sermayeye "sermaye düzeltmesi olumsuz farkları" olarak yansıtılması da gider tanımına girmektedir<sup>87</sup>. Örneğin, gerçeğe uygun değerle raporlanan satılmaya hazır varlıklar grubunda raporlanan yatırımların gerçeğe uygun değerlerindeki azalışlar öz sermayede raporlanmaktadır.

Giderlerle birlikte zararlar da giderlerin içinde ayrı bir unsur olarak ele alınmaktadır. Giderler genellikle, nakit ve nakit benzerleri, stoklar, maddi varlıklar gibi varlıkların değerinde azalma veya bu varlıkların çıkışı şeklinde oluşurken; zararlar, işletmenin olağan veya diğer faaliyetleri sonucunda oluştuğuna bakılmaksızın, gider tanımına giren

---

<sup>85</sup> Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu, Türkiye Muhasebe Standartları, **Kavramsal Çerçeve**, Resmi Gazete, 16.01.2005, No. 25702, paragraf: 70

<sup>86</sup> SPK, Seri XI. No:25, Madde 37

<sup>87</sup> TMSK, **Kavramsal Çerçeve**, paragraf: 81

diğer kalemlerden oluşur<sup>88</sup>. Bu ayırmadan, gider kavramının zararları da kapsadığı sonucuna varılabilir. Zararları giderlerden ayıran temel fark, zararların işletmenin olağan faaliyetleri dışındaki yan faaliyetleri ve işletmenin kontrolü dışındaki olaylar sonucu oluşmasıdır<sup>89</sup>. Zararlar, finansal tablolarda ayrı olarak gösterilirler ve giderlerin aksine ilgili gelirlerle mahsup edilerek net olarak gösterilirler.

Eşleştirme (karşılaştırma) ilkesine göre, giderler katlanılan maliyet ve belirli bir kalemin kazancı ile doğrudan ilişkilendirilerek finansal tablolara alınır. Eşleştirme ilkesi, giderlerin üç ayrı yaklaşımla ölçülmesi ve kaydedilmesi olanağını vermiştir<sup>90</sup>. Bu yaklaşımlar, nedenlerin ve etkilerinin ilişkilendirilmesi, sistemik ve rasyonel tahsis ve doğrudan gider olarak kaydetmedir.

İşletmeler gelir elde edebilmek amacıyla çeşitli maliyetlere katlanmak zorundadırlar. Bu maliyetler, ilgili gelir oluştuğunda gider olarak kaydedilmelidir. Örneğin, bir işletme ürettiği bir ürünle ilgili olarak katlandığı üretim maliyetlerini ilgili ürün satılıncaya kadar gelir tablosuna kaydetmez. Ürün satıldığında, o ürünle ilgili katlanılan tüm maliyetler satışların maliyeti olarak gelirle ilişkilendirilerek gelir tablosuna alınır. Bu durum nedenlerin ve etkilerinin ilişkilendirilmesidir.

Bazı giderler ise, doğrudan bir gelirle ilgili değil, belirli muhasebe dönemleriyle ilişkilidir. Dönemsellik ilkesi gereği, giderler ait olduğu dönemlere kaydedilmek zorundadır. Bu nedenle, oluşan giderin sistemik ve rasyonel bir şekilde ait olduğu dönemle ilişkilendirilmesi gerekmektedir. Varlıkların maliyetlerinin fayda sağladıkları dönemlere bölünerek giderleştirilmeleri bu yaklaşımın gereğidir. Buna göre, varlıktan faydalanılacak sürenin ve bu süre içinde bu varlıktan ne ölçüde faydalanılacağı belirlenmesi ve buna uygun yöntemle ilgili dönemlere tahsis edilmesi gerekmektedir. Örneğin, maddi duran varlıkların döneme ait amortisman giderleri belirlenirken, duran

---

<sup>88</sup> SPK, Seri XI. No:25, Madde 39

<sup>89</sup> Epstein ve Mirza (2003), a.g.e. s: 104

<sup>90</sup> A.e. ss:102-103

varlıktan faydalanma süresi ve duran varlığın ilgili dönemlerde sağlayacağı faydanın da belirlenmesi gerekmektedir.

Oluşan maliyetle ilgili olarak gelecekte beklenen ekonomik fayda bulunmamakta ise, daha önce varlık olarak kaydedilen maliyetlerden artık ekonomik fayda beklenmiyorsa ve rasyonel ve sistematik olarak giderin bölünmesi mümkün değilse bu durumda hemen gider kaydı yapılır.

Karşılığında bir varlık alınmadan bir borç altına girildiği durumlarda da ilgili tutarın gider olarak kaydedilmesi gerekmektedir<sup>91</sup>. Örneğin garanti verilmesi sonucu oluşan yükümlülüklerdeki artış gider olarak kaydedilmelidir.

Genel yaklaşım, önce maliyetlerin gelirlerle karşılaştırılması, bu mümkün değilse sistematik ve rasyonel tahsis yapılabilip yapılamayacağına dair analiz yapılması, bu da yapılamıyorsa gider kaydının hemen yapılması yönündedir.

#### *2.2.2.2. Giderleri Düşük Gösterme Yöntemleri*

Önceki bölümlerde<sup>92</sup> bahsedilen anket çalışmalarının her ikisinde de kârı yüksek gösterme yöntemlerinden en sık karşılaşılan yöntemlerin giderlerin zamanlaması ile ilgili yöntemler olduğu sonucuna varılmıştır. İlk anket çalışması ABD’de işletmelerin finansmandan sorumlu tepe yöneticileri, analistler, yeminli mali müşavirler ve akademisyenler arasında gerçekleştirilmiş ve giderlerin zamanlamasının %31,3 ile ilk sırada geldiği görülmüştür<sup>93</sup>. Bağımsız denetçilerle gerçekleştirilen diğer ankette ise bu oran %52 olmuştur<sup>94</sup>.

---

<sup>91</sup> SPK, Seri XI. No:25, Madde 47

<sup>92</sup> Bkz. Bölüm 1.3.1.2. Gelirin Yüksek Gösterilme Yöntemleri

<sup>93</sup> Mulford ve Comiskey (2002), a.g.e., s:127

<sup>94</sup> Nelson, Eliot ve Tarpley (2003), a.g.m., s: 22

Giderlerin düşük gösterilmesi yöntemleri diğer taraftan da varlıkları yüksek göstermeye ve borçları da düşük göstermeye yöneliktir. Bu bölümde incelenen yöntemlerde temel amaç giderlerin düşük gösterilmesidir. Buna karşılık oluşan varlık azalışı veya yükümlülük artışı bu bölümde incelenmemektedir.

#### *Giderlerin Dönemler Arasında Aktarılması*

İşletmeler, içinde buldukları dönemde oluşan ve o döneme kaydedilmesi gereken giderlerini bir sonraki döneme erteleyerek cari dönem giderlerini düşük gösterme, böylece dönem kârını yüksek gösterme yoluna gidebilmektedirler. Bir başka yöntem ise, bir sonraki dönemde oluşacak olan giderleri içinde bulunulan döneme kaydırarak içinde bulunulan dönemdeki giderleri artırmak ve böylece bir sonraki dönemde kaydedilmesi gereken giderleri azaltarak dönem kârını yükseltmeye çalışmaktır.

ABD’de Sunbeam Corporation adlı işletme<sup>95</sup>, 1996-1998 yılları arasında hisse senedi fiyatını artırmak ve olası bir satın alınma durumunda satış fiyatını yükseltmek amacıyla kârını yüksek göstermiştir. İşletme, önce 1996 yılında olması gerektiğinden çok fazla tutarda karşılık ayırmak suretiyle gider yaratmış, daha sonra da 1997 yılında bu karşılıkları ters çevirerek gelir kaydı yaratmıştır. Böylece işletme, içinde bulunulan dönemde fazla gider yaratarak bir sonraki yılki kârın yüksek çıkmasını sağlamıştır. İşletme ayrıca, 1996 ve 1997 yılları boyunca alacağı reklam hizmetleri için 1996 yılında \$2,7 milyon ödeme yapmış ve bu ödemeye ilgili tutarın tamamını 1996 yılında gider olarak kaydetmiştir. Bu tutarın \$2,3 milyonluk kısmı 1997 yılına ait hizmetler ile ilgili olarak 1997 yılına kaydedilmesi gerekmekteydi. İşletme böylece 1997 yılı giderlerini \$2,3 milyon daha az göstererek kârını bu tutar kadar yüksek göstermiştir.

---

<sup>95</sup> SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1393, 15 Mayıs 2001, (Çevrimiçi) <http://www.sec.gov/litigation/admin/33-7976.htm> (19 Nisan 2005)

Dollar General adlı ucuz ve seri sonu ürünler satan mağazalar zinciri yöneticileri<sup>96</sup>, 1999 yılına ait yaklaşık \$10 milyon tutarındaki nakliye giderlerini 2000 yılına aktararak 1999 yılı için önceden belirlenmiş prim ve hisse başına kazanç hedeflerini tutturmayı başarmıştır. Bunu yapabilmek için, toplam \$13,4 milyon tutarındaki nakliye giderlerinin \$4 milyonluk kısmı 1999 yılına gider olarak kaydedilmiş, geri kalan \$9,4 milyon tutarındaki bölüm de 2000 yılında aylara bölünerek gider kaydedilmiştir. Ertelenen giderin bir kısmını saklayabilmek için, bu tutarın \$1,3 milyonluk kısmı “diğer gider tahakkukları” hesabına ve \$2,7 milyonluk kısmı ise banka mutabakat hesapları içine aktarılmıştır. Böylece işletme 1999 yılında gider kaydetmesi gereken tutarları bir sonraki muhasebe dönemine aktararak kısa vadeli hedeflerini tutturabilmiştir.

#### *Satışların Maliyetinin Düşürülmesi*

Üretim ve ticaret işletmelerinin gelir tablolarındaki en önemli gider kalemi satışların maliyetidir. Satışların maliyetinin düşürülmesi sonucunda işletmenin brüt satış kârı artmaktadır.

Küçüksözen ve Küçükkocaoğlu'nun araştırmasında<sup>97</sup>, dönem kârını artıran işlemler gerçekleştiren 62 adet işletmenin 2 adedinin (%3,2) satışların maliyeti hesabı ile kısa vadeli borçlar ve banka kredileri hesaplarını birbirlerine mahsup ederek satışların maliyetini düşürdüğü tespit edilmiştir. ABD'de ise Guilford Mills adlı halka açık işletmenin iştiraki olan Hoffman Laces adlı işletmenin Ocak 1997 ve Ağustos 1998 arasında satışların maliyeti hesabını ve buna karşılık olarak da ticari alacaklar hesabını karşılıklı olarak \$500.000 ile \$1,8 milyon arasında değişen tutarlarda düşürdüğü

<sup>96</sup> SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 2226, 7 Nisan 2005, (Çevrimiçi) <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr19174.htm> (19 Nisan 2005)

<sup>97</sup> Küçüksözen ve Küçükkocaoğlu, a.g.m., 2004, s. 15

anlaşılması<sup>98</sup>. Böylece halka açık olan işletmenin konsolide finansal tablolarında kâr daha yüksek gösterilmiştir.

İşletmeler, gerçekleştirmiş oldukları mal alışlarıyla ilgili oluşan iskontoları veya iadeleri gerçekleşmeden kaydederek de satışların maliyetini düşük gösterme yoluna gidebilmektedirler.

Örneğin, ABD’de Sunrise Medical adlı işletme<sup>99</sup>, dönem kârı ile ilgili önceden belirlenmiş hedeflerini tutturabilmek için kendisine mal sağlayan tedarikçilerinden bir tanesinden toplam \$1 milyon tutarında indirim almıştır. Tedarikçi bu indirimi ancak işletmenin bir sonraki muhasebe döneminde satın alacağı malların fiyatlarında bu indirimi karşılayacak ölçüde artış yaparsa kabul edebileceğini bildirmiş ve işletme de bu anlaşmayı kabul etmiştir. Böylece, işletme içinde bulunduğu dönemdeki satışların maliyetini alış iskontosu yoluyla düşürmüş, buna karşılık da bir sonraki dönemde benzer tutarda bir maliyet artışı yükümlülüğü altına girmiştir.

### 2.2.3. Varlıkların Yüksek Gösterilmesi

Bilanço yaklaşımına göre işletmelerin kârlarını yüksek göstermeleri varlıklarının değerlerini yükseltmek yoluyla olmaktadır. İşletmeler gelir getiren faaliyetler sonucu yeni varlıklar edinerek varlıklarını artırabilirken, aynı zamanda da işletmelerin sahip olduğu varlıkların değerlerini yüksek göstermek de kârları artırmanın yolu olabilmektedir.

---

<sup>98</sup> SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1110, 24 Temmuz 2000, (Çevrimiçi) <http://www.sec.gov/litigation/admin/34-43068.htm> (8 Mayıs 2005)

<sup>99</sup> SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1111, 24 Şubat 1999, (Çevrimiçi) <http://www.sec.gov/litigation/admin/34-41096.htm> (19 Nisan 2005)

COSO tarafından hazırlanan raporda<sup>100</sup>, örneklemdaki işletmelerin %37'sinin var olan varlıklarının değerini yüksek gösterdikleri, %12'sinin gerçekte sahip olmadıkları varlıkları bilançolarına aldıkları ve %6'sının da gider olarak kaydedilmesi gereken unsurları aktifleştirdikleri ortaya çıkarılmıştır.

Bu bölümde önce varlıkların bilançoya alınması ile ilgili ulusal ve uluslar arası standartların yaklaşımları incelenecek daha sonra ana varlık kalemleri incelenerek bu kalemlerin kârı artırmak için nasıl kullanıldığı tartışılacaktır.

#### *2.2.3.1. Varlıkların Finansal Tablolara Alınması*

Varlıklar, geçmişte olan işlemlerin sonucunda ortaya çıkan ve hâlihazırda işletmenin kontrolünde olan ve gelecekte işletmeye ekonomik fayda sağlaması beklenen değerlerdir<sup>101</sup>. İşletmelerin yaptıkları veya yapmayı taahhüt ettikleri bir harcamayı varlık olarak bilançoya kaydedebilmeleri için aşağıdaki şartların oluşması gerekmektedir<sup>102</sup>:

- a. Varlık, işletmeye gelecekte ekonomik fayda sağlayabilmelidir.
- b. İşletme, ekonomik faydayı elde edebilmeli ve başkalarının bu faydayı elde edebilmelerini engelleyebilmelidir.
- c. İşletmenin varlıktan faydalanmasını sağlama hakkını oluşturan işlemin gerçekleşmiş olması gerekmektedir.

Bu şartların tümü yerine geldiği sürece varlık işletmenin bilançosunda yer alacaktır.

Bir varlıktan beklenen ekonomik fayda işletmeye gelecekte nakit veya nakit benzeri girişi sağlayacak veya dolaylı olarak işletmenin nakit elde etmesine yardımcı olacak

---

<sup>100</sup> COSO, a.g.e., s:32

<sup>101</sup> TMSK, Kavramsal Çerçeve, para: 49

<sup>102</sup> Epstein ve Mirza (2003), a.g.e. s: 72

potansiyeli oluşturacaktır. Bir işletmenin bir varlıktan gelecekte sağlayabileceği ekonomik fayda aşağıdaki şekillerde olabilir<sup>103</sup>:

- a. İşletme tarafından satılan mal ve hizmetlerin üretiminde tek başına veya diğer varlıklarla beraber kullanılabilir.
- b. Diğer varlıklarla değiştirilebilir (Takas edilebilir).
- c. Bir borcun ödemesinde kullanılabilir.
- d. İşletme sahiplerine dağıtılabilir.

Varlıkların bilançoya alınabilmeleri için varlıktan beklenen ekonomik faydanın işletmeye akmasının muhtemel olması ve ilgili varlık kaleminin güvenilir bir şekilde ölçülebilen maliyeti veya değerinin bulunması gerekmektedir.

#### 2.2.3.2. Varlıkları Yüksek Gösterme Yöntemleri

Varlıkların tutarının artması, aynı zamanda işletmenin borçlarını aynı tutarda artırmıyorsa, işletmenin net aktifleri yükselmekte ve böylece işletmenin kârı artmaktadır. İşletmeler, sadece gelir tablosu kalemlerini olumlu olarak yükselterek kârlarını yükseltmezler. Çift taraflılık ilkesi gereği, gelir oluşması varlık artışı veya yükümlülük azalışına yol açacaktır. Önceki bölümlerde gelir tablosu yaklaşımı ile gelir ve gider unsurlarının yüksek ve düşük gösterilmesi sonucu kârın yüksek gösterilmesi incelenmiştir. Bu bölümde ise işletmelerin varlıklarını yüksek göstererek kârlarını yüksek gösterme yöntemleri incelenecektir. Bu bölümde incelenen yöntemler işletmelerin öncelikle varlıklarını yüksek göstermeyi amaçlamaları ve bunun karşılığında gelirlerinin yükselmesi veya giderlerinin azaltılması sonucunun ortaya çıkmasını sağlayan yöntemlerdir.

---

<sup>103</sup> TMSK, Kavramsal Çerçeve, para: 55



### *Giderlerin Aktifleştirilmesi*

Küçüksözen ve Küçükkocaoğlu tarafından gerçekleştirilen araştırmada<sup>104</sup>, 1992-2002 yılları arasında dönem kârını artırıcı yöntemlerin kullanıldığı tespit edilen 62 adet gözlemden en fazla (15 adet, %24) finansman giderlerinin aktifleştirilmesi yöntemlerinin kullanıldığı ortaya çıkarılmıştır.

Buna karşılık bu çalışma kapsamında IMKB'nin internet sitesinde şirket haberleri bölümünde yer alan ve finans sektörü ve yatırım ortaklıklarının dışındaki işletmeler ile ilgili 1993-2005 yılları arasındaki tüm haberler taranması sonucu elde edilen verilerde toplam 67 adet kârı yüksek göstermeye yönelik işlemden 13 adedinin (%19,4) giderlerin aktifleştirilmesi şeklinde gerçekleştirildiği bulgusuna ulaşılmıştır. Bu aktifleştirme işlemlerinin hemen hepsi borçlanma maliyetlerinin aktifleştirilmesi şeklinde olmuştur.

İşletmeler, katlandıkları maliyetlerden gelecekte fayda sağlayabileceklerini aktifleştirme olanaklarına sahiptirler. Ülkemizde de gerek SPK'nın yürürlükten kaldırılan "Sermaye Piyasasında Mali Tablo ve Raporlara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğ Seri XI No. 1", gerek bu tebliğde değişiklik yapan tebliğler ve gerekse de 1 Ocak 2005 tarihinde yürürlüğe giren "Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğ Seri XI No. 25" adlı tebliğ, giderlerin aktifleştirilmesine ilişkin çeşitli düzenlemeler getirmiştir. Bu bölümde giderlerin aktifleştirilmesine ilişkin kullanılan yöntemler tartışılırken, işletmelerin o dönemlerde tabi oldukları muhasebe standartlarına atıf yapılacak ve yeri geldiğinde karşılaştırma yapılması amacıyla yeni tebliğden alıntılar yapılacaktır.

İşletmeler varlıkları iktisap ettiklerinde katlandıkları borçlanma maliyetlerini gerekli şartlar yerine geldiğinde varlıkların maliyetine ekleme olanağına sahiptir. Yürürlükten kalkan tebliğe göre<sup>105</sup>, maddi duran varlıkların iktisabında kullanılan kredilerle ilgili

---

<sup>104</sup> Küçüksözen ve Küçükkocaoğlu (2004), a.g.m, s. 35

<sup>105</sup> SPK, Seri XI, No. 1, Madde 30

olan ve bu varlıkların aktifleştirildiği tarihe kadar birikmiş bulunan finansman giderleri (kur farkları dahil), duran varlıkların maliyetlerine dahil edilebilmekteydi. Ayrıca, bu varlıkların aktifleştirilmesinden sonra kullanılan kredilerle ilgili kur farklarını da aktifleştirmek mümkündür. Ancak, bu maliyetlerin varlıkların iktisabı ile açık ilginin kurulabilmesi ve kullanılan kredilerden kaynaklanan borçlanma maliyetlerinin varlıkların aktifleştirilmesinden sonra ortaya çıkmaması gerekmektedir<sup>106</sup>. Yeni uygulamaya göre ise<sup>107</sup>, sadece özelliği varlık olarak bilinen kullanıma veya satışa hazır hale getirilmesi uzun süre gerektiren varlıkların elde edilmesi, inşası veya üretimi ile doğrudan ilişkisi bulunan borçlanma maliyetlerinin aktifleştirilmesi mümkündür. Diğer varlıkların elde edilmesinde oluşan borçlanma maliyetlerinin gider olarak gelir tablosuyla ilişkilendirilmesi gerekmektedir.

ÇBS Boya Kimya Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin 1996 yılı finansal tablolarında gerçekleştirilen incelemede<sup>108</sup> işletmenin döneme ilişkin 1.620.380 milyon TL tutarında finansman giderini gelir tablosuna yansıtmadığı ortaya çıkmıştır. İşletme, bu giderlerin 453.001 milyon TL'sini ilk madde ve malzemeler, 320.566 milyon TL'sini mamuller, 552.705 milyon TL'sini diğer dönen varlıklar ve 274.107 milyon TL'sini de diğer duran varlıklar hesapları altında dönemin SPK mevzuatına aykırı olarak aktifleştirmiştir. Bu sayede işletme, aslında 1.267.527 milyon TL zarar etmekte iken, 334.852 milyon TL tutarında kâr raporlamıştır.

Altınyâğ Kombinaları A.Ş. ise 2000/2001 ve 1999/2000 özel hesap dönemlerinde oluşan finansman giderlerini mevzuata aykırı olarak aktifleştirmiştir<sup>109</sup>. İşletme 1999/2000 hesap döneminde zarar etmesi gerekirken aktifleştirme sonucu 624.733 milyon TL kâr etmiş ve bu kârının bir kısmını da kâr payı olarak dağıtmıştır. Oysa gerçekte işletmenin

---

<sup>106</sup> SPK, Seri XI, No. 1, Madde 33/B

<sup>107</sup> SPK, Seri XI, No. 25, Madde 237

<sup>108</sup> IMKB, (Çevrimiçi) <http://www.imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm> ÇBS Boya Kimya Sanayi ve Ticaret A.Ş., 07 Temmuz 1997

<sup>109</sup> IMKB, (Çevrimiçi) <http://www.imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm> Altınyâğ Kombinaları A.Ş., 25 Kasım 2002

5.175.401 milyon TL zarar etmesi gerekmektedir. İşletme, yanlış aktifleştirme sonucu olmayan kârı dağıtmıştır.

Borçlanma maliyetlerinin dışında diğer maliyetler de aktifleştirilerek gider yazılmak yerine varlıkların artmasına neden olabilmektedir. Böylece katlanılan maliyeti bir defada giderleştirmek yerine bir sonraki döneme veya daha sonraki dönemlerde itfa ederek oluşan giderin değişik muhasebe dönemlerine yayılması sağlanabilmektedir. Duran varlıkların iktisabında ve iktisap sonrasında katlanılan maliyetleri dönem giderleri arasına kaydetmek yerine duran varlığın bilançodaki kayıtlı değerine dahil etmek, mamullerin üretim maliyetleri ile ilişkili olmayan giderleri üretim maliyetleri ile ilişkilendirilerek bilançoda stokların kayıtlı değerini artırmak, gider ödemelerini peşin ödenen gider olarak bilançoya dahil etmek, araştırma ve geliştirme giderlerini aktifleştirmek bu gibi faaliyetlere örnek olarak verilebilir.

Maddi duran varlıklar elde etme maliyetleri ile değerlendirilir ve bu varlıkların<sup>110</sup> “...yönetimin amaçları doğrultusunda faaliyet gösterebilmesi amacıyla gerekli pozisyona ve işler duruma getirmek için katlanılan... kendisiyle doğrudan ilişkilendirilebilen her türlü maliyet” elde etme maliyetine eklenebilmektedir<sup>111</sup>. Buna karşılık, “yeni bir faaliyet açma maliyetleri, reklam maliyetleri de dahil yeni bir yerde veya yeni bir kesimle iş yapma maliyetleri, genel yönetim maliyetleri gibi maliyetler” elde etme maliyetine dahil edilemez. Sonraki dönemlerde ise, maddi duran varlık için yapılan harcamalar, ancak “varlıktan elde edilecek faydayı, varlığa atfedilmiş bulunan performans standardını aşacak derecede artırdığı zaman<sup>112</sup>” aktifleştirilebilir. Bunun dışında yapılan harcamalar ise gider olarak muhasebeleştirilir.

Kanada’da Livent Inc. adlı canlı tiyatro ve müzikal gibi gösteriler düzenleyen ve aynı zamanda da Kanada ve ABD’nin çeşitli kentlerinde gösteri merkezlerine sahip olan

---

<sup>110</sup> SPK, Seri XI, No: 25, Madde: 159

<sup>111</sup> Benzer bir hüküm yürürlükten kalkan Seri XI, No: 1, Madde: 30’da da bulunmaktadır.

<sup>112</sup> SPK, Seri XI, No: 25, Madde: 163

işletme<sup>113</sup>, gösterilerin yapım aşamasından önce katlanılan maliyetleri giderleştirmek yerine, gösteri merkezleri için yapılan genişletme ve kapasite artırma maliyetleri olarak göstererek duran varlıkların maliyetleri içine dahil etmiştir. Bu giderleri duran varlıkların amortisman süresine yayarak muhasebeleştirme olanağını bulmuştur.

ABD’de 1999 yılında FLIR adlı kamera sistemleri üreten bir işletme<sup>114</sup>, analistlerin kâr beklentilerini karşılayabilmek amacıyla kârını yüksek göstermeye yönelik işlemler gerçekleştirmiştir. Bu işlemlerden bir tanesi de bazı giderlerin gelir tablosuyla ilişkilendirilmesi yerine bilançoya varlık olarak kaydedilmesi şeklinde olmuştur. İşletme, yurtdışı faaliyetlerin durdurulma giderleri, genel yönetim giderleri gibi üretimle ilişkisi olmayan giderlerinin bir kısmını “proje stokları hesabı” adlı bir hesap kullanarak bilançoya varlık olarak kaydetmiştir. Bu hesabın açılış amacı, mühendisler tarafından üretilen tamamlanmış mamullerden çekilen ve araştırma ve geliştirme faaliyetleri için kullanılan ürünlerin izlenmesiydi. Bu ürünler hala işletmenin varlıkları olarak kaldığı için bu amaçla kullanılan ürünler ayrı olarak bu hesapta izlenmekte ve raporlanmaktaydı. İlgili bölümdeki mühendislerin ürünlerle işleri bittiğinde, ürünler hasar görmemişse mamuller hesabına aktarılmakta, ürünler hasar görmüşse araştırma geliştirme giderlerine aktarılmaktaydı. Ancak işletme yöneticileri bu hesabı bu amacın dışında kullanmaya başlamışlar, bu sayede hem dönem giderlerini düşürmüşler, hem de dönem sonu stoklarını artırarak satışların maliyetini düşürmüşlerdir. İşletme bu yöntemle giderlerini ve satışların maliyetini \$17,4 milyon tutarında düşürmüş ve bu sayede %11’lik kâr artışı sağlamıştır.

Çalışılmayan dönemlere ait giderler, çalışılan dönemlerde olduğu gibi aktifleştirilemez. İşletmeler, çalışılmayan dönemlere ait giderlerini gelir tablosu ile ilişkilendirmek zorundadır. Metaş İzmir Metalurji Fabrikası T.A.Ş., 31 Aralık 1992 finansal tablolarında

---

<sup>113</sup> SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1096, 13 Ocak 1999, (Çevrimiçi) <http://www.sec.gov/litigation/admin/34-40938.htm> (19 Nisan 2005)

<sup>114</sup> SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1637, 30 Eylül 2002, (Çevrimiçi) <http://www.sec.gov/litigation/admin/33-8135.htm> (19 Nisan 2005)

30 Nisan 1990-4 Temmuz 1992 tarihleri arasında çalışılmayan döneme ait 235.438.452.911 TL tutarındaki giderlerini bilançoda “Diğer Duran Varlıklar” hesabı adı altında aktifleştirmiştir. Böylece işletme, dönem giderlerini ilgili varlığın itfa payı çıkarıldıktan sonra 134.185.375.373 TL tutarını varlığın değerine ekleyerek sonraki dönemlere aktarmıştır<sup>115</sup>.

İşletmeler, araştırma geliştirme giderlerinden geliştirme için yapmış oldukları harcamaları aktifleştirme olanağına sahiptir. Araştırma safhasında oluşan giderlerin aktifleştirilmesine izin verilmemektedir<sup>116</sup>. Geliştirme safhasında ise aktifleştirmenin gerçekleşebilmesi için aşağıdaki şartların tamamının bulunması gerekmektedir<sup>117</sup>:

- a. Varlığın kullanıma veya satışa hazır hale gelebilmesinin teknik olarak mümkün olması,
- b. İşletmenin varlığı tamamlama ve bu varlığı kullanma veya satma niyetinin olması,
- c. Varlığı kullanma veya satma imkanının olması,
- d. Varlığın muhtemel ekonomik faydayı nasıl oluşturacağına belirli olması, varlığın belirli bir piyasası olması veya işletme bünyesinde kullanılacaksa kullanılabilir olması,
- e. Geliştirme safhasını tamamlamak ve varlığı kullanmak veya satmak için yeterli teknik, mali ve diğer kaynakların mevcut olması, ve
- f. Geliştirme sürecinde yapılan harcamaların güvenilir bir biçimde ölçülebilir olması.

Bu varlıklarla ilgili aktifleştirilecek tutarların hesaplanmasında kullanılacak olan harcamalar, bu varlıkların bilançooya alınma kriterlerini sağladığı tarihten itibaren yapılan harcamaların toplamıdır. Bu harcamaların maliyete dahil edilebilmesi için

---

<sup>115</sup> Metaş İzmir Metalurji Fabrikası T.A.Ş. 31.12.1992 tarihli bağımsız denetim raporu.

<sup>116</sup> SPK, Seri XI, No. 25, Madde: 190

<sup>117</sup> SPK, Seri XI, No. 25, Madde: 191

varlıkla doğrudan ilişkilendirilebilir olması ve varlığın yönetimce amaçlanan şekilde faaliyet gösterebilmesi için gerekli olması gerekmektedir<sup>118</sup>. Bu ölçütlere uymayan giderler varlığın maliyetine eklenerek aktifleştirilemezler.

Özellikle yeni teknoloji şirketlerinde araştırma safhası ile geliştirme safhası arasında ayırım yapmak oldukça zor olduğundan bu alanda faaliyet gösteren işletmelerin kârlarını yüksek göstermek amacıyla aktifleştirme olanaklarını kullanmaları daha kolay olabilmektedir. Yazılımların geliştirilmesinde aktifleştirme olanağı ilgili yazılımın teknolojik olarak yapılabilirliği ortaya çıktıktan sonra olmalıdır. Aktifleştirme, yazılımla ilgili planlama, tasarım, kod yazımı ve test faaliyetlerinin tamamlanmış olması sonrasında mümkün olabilmektedir<sup>119</sup>.

ABD’de Tradux Corporation adlı işletme 30 Haziran 1989’da<sup>120</sup>, International Translation Systems (ITS) adlı işletmeyi satın almış ve bununla beraber işletmenin sahip olduğu bilgisayar programları da Tradux’un kontrolü altına girmiştir. Ancak bu programlar satın almanın gerçekleştirildiği tarihte teknolojik olarak kullanılabilir durumda değillerdi, bu nedenle genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine göre programlarla ilgili harcamanın gider olarak kaydedilmesi gerekmekteydi. Ancak işletme, bu harcamayı varlık olarak kaydetmiş ve bu sayede işletmenin varlıkları \$987.282 tutarında fazla, giderleri de aynı tutarda az gösterilmiştir.

Diğer maddi olmayan varlıklarla ilgili olarak da oluşan giderlerin yanlış aktifleştirilmesi sonucunda işletme varlıkları yüksek gösterilebilmektedir. Maddi olmayan varlıkların varlık olarak kabul edilebilmesi için tanımlanabilir olması, bu varlıklar üzerinde işletme kontrolünün mevcut olması ve gelecekte elde edilmesi beklenen bir ekonomik faydanın bulunması gerekmektedir.

---

<sup>118</sup> SPK, Seri XI, No. 25, Madde: 192

<sup>119</sup> Mulford ve Comiskey, a.g.e. ss: 204-205

<sup>120</sup> SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 753, 16 Ocak 1996, (Çevrimiçi) <http://sec.gov/litigation/admin/3-8662.txt> (22 Nisan 2005)

ABD’de Fine Host adlı okullar, spor salonları ve fuar merkezleri gibi yerlere yiyecek ve içeceklerle ilgili hizmetler satan bir işletme<sup>121</sup>, 1996’daki halka açılmasından önce başlattığı ve 1997 yılının sonuna kadar devam ettirdiği giderlerini aktifleştirme politikası sonucu kârını yüksek göstermiştir. İşletme 1994, 1995 ve 1996 yıllarında vergi öncesi kârlarını sırasıyla %149, %213 ve %197 yüksek göstermiş, 1997 yılı sonu itibariyle işletme kârı olması gerekenden \$49 milyon daha fazla çıkmıştır. İşletme, yiyecek ve içecek hizmeti vermesi için yaptığı sözleşmeler sonucu bu hizmetlerle oluşan giderleri aktifleştirme olanağına sahipti. İşletme sözleşme imzalanmadan önce oluşan giderleri ayrı bir hesapta toplamakta, sözleşme imzalandıktan sonra da bilançoda haklar hesabı altında bu giderleri aktifleştirmektedir. İşletme bu maliyetleri sözleşme süresi boyunca itfa etmekteydi. Ancak işletme, bu hesaplara sözleşmeyle ilgili olmayan genel yönetim giderlerini de eklemeye başlamış ve bunu her muhasebe döneminde o dönemin hedeflerine göre belirlenmiş oranlarda tekrar etmeye başlamıştır. Böylece işletmenin dönem giderleri arasında göstermesi gereken giderler aktifleştirilerek varlıkların tutarı yüksek gösterilmiştir.

America Online adlı internet servis sağlayıcı bir işletme ise 1994-1996 yıllarında reklam giderlerini aktifleştirerek kârını yüksek göstermiştir<sup>122</sup>. İşletme bu dönemlerde müşteri sayısını artırmak için yoğun bir reklam kampanyası başlatmış ve içinde kendi internet bağlantı yazılımı bulunan milyonlarca CD’yi potansiyel müşterilerine dağıtmış ve ürünlerine bu CD’leri dahil etmeleri için bilgisayar donanımı üreten işletmelere ödemeler yapmıştır. Bu kampanya sonucunda işletmenin faaliyetlerinden nakit açığı oluşmaya başlamıştır. İşletme, hisse senedi fiyatlarının bu durumdan olumsuz etkilenmemesi için bu giderleri “ertelenen üyelik edinim maliyetleri” hesabı altında aktifleştirmiştir. Bu hesap gittikçe büyümüş ve Temmuz 1994’de \$26 milyon tutarında iken (toplam varlıkların %17’si), 1995’de \$77 milyon (toplam varlıkların %19’u),

---

<sup>121</sup> SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1483, 27 Aralık 2001, (Çevrimiçi) <http://sec.gov/litigation/admin/34-45197.htm> (22 Nisan 2005)

<sup>122</sup> SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1257, 15 Mayıs 2000, (Çevrimiçi) <http://sec.gov/litigation/admin/34-42781.htm> (22 Nisan 2005)

1996'da ise \$314 milyon (toplam varlıkların %33'ü) olmuştur. Bu giderler aktifleştirilmemiş olsaydı işletmenin 1995 yılı zararı \$21 milyon'dan \$98 milyona yükselecek, 1996 yılında \$62 milyon olan kârı ise \$175 milyon zarara dönüşecekti.

#### *Alacakların Yüksek Gösterilmesi*

Alacakların yüksek gösterilmesi de işletmeler tarafından sıkça başvurulan yöntemlerden bir tanesidir. Şüpheli alacak karşılığı, reeskont ayrılması ve yabancı para cinsinden alacakların değerlemesi alacaklarını yüksek göstermeye çalışan işletmelerin kullandıkları unsurlardır. COSO tarafından ABD'de gerçekleştirilen araştırmaya göre<sup>123</sup>, SEC tarafından soruşturmaya konu olmuş ve örneklem içinde yer alan 204 işletmenin 21 adedinin (%10) alacaklarını yüksek göstererek kârını yükselttiği görülmüştür. Bu sayıya hasılatların standartlara uygun olmayan bir şekilde yüksek gösterilmesi nedeniyle alacakları yüksek gösterilen işletmeler dahil değildir.

Bu çalışma kapsamında IMKB'nin internet sitesinde şirket haberleri bölümünde yer alan ve finans sektörü ve yatırım ortaklıklarının dışındaki işletmeler ile ilgili 1993-2005 yılları arasındaki tüm haberlerin taranması sonucu elde edilen verilerde toplam 67 adet kârı yüksek göstermeye yönelik işlemden 8 adedinin (%12) eksik şüpheli alacak ayrılması yoluyla, 7 adedinin ise (%10,4) eksik reeskont ayrılması yoluyla olduğu ortaya çıkmıştır. Yabancı paralı alacakların değerlemesi ile ilgili bir alacak yükseltilmesi ile karşılaşılmamıştır. Küçüksözen ve Küçükkocaoğlu tarafından gerçekleştirilen araştırmada<sup>124</sup>, ise 1992-2002 yılları arasında dönem kârını artırıcı yöntemlerin kullanıldığı tespit edilen 62 adet gözlemden 5 adedinde (%8) şüpheli alacak karşılığının eksik ayrıldığı, 2 adedinde ise (%3,2) eksik reeskont ayrıldığı görülmüştür.

---

<sup>123</sup> COSO, a.g.e., s:34

<sup>124</sup> Küçüksözen ve Küçükkocaoğlu (2004), a.g.m, s. 35



Alacaklar net gerçekleşebilir değerleri üzerinden bilançoda raporlanmalıdır. Tahsil kabiliyeti şüpheli olan alacaklar toplam alacaklardan çıkarılarak alacakların net gerçekleşebilir değerine ulaşılabilir. Tahakkuk ilkesi gereği, giderler tahakkuk ettikleri dönemde gösterilmelidir, alacaklar ortaya çıktığında henüz ne kadarının tahsil edilemeyeceği bilinemediği için cari dönemin satışlarının ne kadarının tahsil edilemeyeceği tahmin edilip kayıtlara geçirilmelidir<sup>125</sup>. İşletmeler tahsili şüpheli olabilecek alacak tutarını tahmin ederek bu tutarlar için karşılık ayırmaktadırlar. Şüpheli alacaklar, “işletmelerin önceki yıllarda tahsil edilemeyen alacaklarına ilişkin veriler, borçlunun ödeme yeteneği, işletmenin içinde bulunduğu sektörde ve cari ekonomik ortamda ortaya çıkan olağanüstü koşullar dikkate alınarak ve makul gerekçeye dayanılarak<sup>126</sup>” tahmin edilmelidir. Böylece ihtiyatlılık ilkesi gereği, işletmeler muhtemel zararlarını bilançoya almaktadırlar. Tahsil edilemeyen alacaklarının silinmesi gerektiğinde ise ilgili alacak hesabı ve karşılık hesabı düşülmekte, yeni bir gider yaratılmamaktadır.

Alacakların tutarlarının satışlara oranla önemli ölçüde yüksek bir şekilde artış göstermesi, işletmenin kârını yüksek göstermeye yönelik işlemler gerçekleştirebildiğinin göstergesi olabilmektedir. Alacaklar artarken şüpheli alacak karşılığı hesabının tutarının alacaklardaki artışa oranla daha düşük bir artış göstermesi de işletmenin yaptığı satışlarda gelirleri oluşmasından önce kaydettiği veya işletme kârını yüksek göstermek için şüpheli alacakların oranlarını düşürdüğünün göstergesi de olabilmektedir<sup>127</sup>. Kârını yüksek göstermek isteyen bir işletme, şüpheli alacaklarını düşük ayırabilir ve böylece daha düşük gider kaydederken alacaklarının net gerçekleşebilir değerini de yüksek gösterebilir. Ayrıca, düşük karşılık ayırmaktan dolayı dönem içinde yeni gider yazmak yerine tahsil kabiliyeti kalmayan alacaklarını tahsil edilebilecekmiş gibi bilançoda göstermeye devam edebilirler.

<sup>125</sup> Erdamar ve Basık, a.g.e., s. 104

<sup>126</sup> SPK, Seri XI, No. 1, Madde: 27

<sup>127</sup> Lorraine Magrath ve Leonard G. Weld, “Abusive Earnings Management and Early Warning Signs”, **The CPA Journal**, Ağustos 2002, (Çevrimiçi)  
<http://www.nysscpa.org/cpajournal/2002/0802/features/f085002.htm> (02.05.2005)

Alacaklar, bilançoda mukayyet (kayıtlı) değerleri ile gösterilir. Ancak senetli alacaklar ile üç aydan uzun vadeli senetsiz alacaklar reeskonta tabi tutularak tasarruf değerleri ile gösterilmelidir<sup>128</sup>. SPK'ya göre alacak senetleri, alınan çekler ve üç aydan daha uzun vadeli senetsiz alacaklar reeskonta tabi tutulmalıdır<sup>129</sup>. Reeskont için ilgili alacak için öngörülen faiz oranı kullanılır, böyle bir faiz oranı yoksa da Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) iskonto oranı uygulanır. İşletmeler alacakları için düşük reeskont ayırmak suretiyle ve bazı alacakları için de reeskont ayırmayarak kârlarını yüksek gösterebilmektedir.

#### *Stokların Yüksek Gösterilmesi*

Stoklar ticari işletmeler ve üretim işletmelerinin en önemli varlıklarıdır. İşletmeler satın aldıkları malları veya ürettikleri ürünleri satarak gelirlerini elde ederler. Stokların işletme kârı ile ilişkisi diğer bilanço kalemlerinden farklılık göstermektedir. Stoklar hem satış işleminin konusu olarak işletmenin gelirleriyle ilişkilidir, diğer taraftan da maliyet unsuru olarak işletmenin giderleriyle ilişkilidir. Bu nedenle, stoklarla ilgili uygulamalar işletme kârını yakından ilgilendirmektedir. COSO tarafından ABD'de gerçekleştirilen araştırmaya göre<sup>130</sup>, SEC tarafından soruşturmaya konu olmuş ve örneklem içinde yer alan 204 işletmenin 24 adedinin (%11,8) stoklarını yüksek değerlerle gösterdiği görülmüştür. Stokların yüksek değerlerle gösterilmesi, varlıkların yüksek gösterilmesi yoluyla kârın yükseltme yöntemleri arasında en fazla kullanılan yöntemdir.

Stoklar tanımı gereği, işin normal akışı içinde satılmak için elde tutulan varlıkları, işletmenin satmak üzere ürettiği varlıkları, üretim sürecinde olan yarı mamülleri, üretim sürecinde veya hizmet sunumunda kullanılacak ilk madde ve malzemeyi kapsamaktadır<sup>131</sup>. Stokların maliyeti, satın alındıklarında stokların mevcut duruma

---

<sup>128</sup> SPK, Seri XI, No. 1, Madde: 26

<sup>129</sup> SPK, Seri XI, No. 1, Madde: 26

<sup>130</sup> COSO, a.g.e., s:34

<sup>131</sup> SPK, Seri XI., No: 25, Madde: 141

getirilmesi için katlanılan maliyetlerini, üretime sokulduklarında ise dönüştürme maliyetlerini içermektedir<sup>132</sup>.

Stoklar bilançoda maliyet bedeli veya net gerçekleşebilir değerin daha düşük olmasıyla değerlendirilir. Eğer stokların kullanımları veya satılmasından elde edilmesi beklenen tutar maliyet bedelinden daha düşük olacağı anlaşılmış ise, stokların değeri stok değer düşüklüğü karşılığı ayrılmak suretiyle net gerçekleşebilir değere indirgenir<sup>133</sup>. Bu tutarlar gelir tablosunda dönem gideri olarak muhasebeleştirilir. Eğer net gerçekleşebilir değerin daha sonra yükseldiği ortaya çıkarsa, iptal edilen tutar ilgili dönemin karşılık giderinden mahsup edilir, iptal edilen karşılık tutarı hesap dönemi içinde ayrılan karşılık giderlerinden fazla olması durumunda, aradaki fark konusu kalmayan karşılık olarak gelir kaydedilir<sup>134</sup>.

Stoklar satıldığında, satılan stokların kayıtlı değeri gelir tablosuna satışların maliyeti hesabı altında gider olarak kaydedilir. Satılan stokların maliyetlerinin her birinin tek tek belirlenememesi durumunda stok maliyet yöntemlerinden biri kullanılarak satışların maliyeti ve dönem sonu stokların maliyeti belirlenir. Bu yöntemler ağırlıklı ortalama yöntemi, ilk giren ilk çıkar (FIFO) yöntemi ve son giren ilk çıkar (LIFO), ve özel durumlarda kullanılan yöntemlerden biridir<sup>135</sup>.

Dönem sonu stoklarının miktarını veya değerini yüksek göstermek işletmenin bilançosundaki stok tutarlarını yükseltirken aynı zamanda da satışların maliyetini de düşüreceği için işletme kârını olumlu olarak etkileyecektir.

---

<sup>132</sup> SPK, Seri XI., No: 25, Madde: 143

<sup>133</sup> TMSK, **Türkiye Muhasebe Standardı (TMS) 2 Stoklar**, para:28

<sup>134</sup> TMSK, **TMS 2 Stoklar**, para: 34

<sup>135</sup> LIFO yöntemi TMS 2’de bulunmamaktadır, buna karşılık SPK, Seri XI, No: 25, Madde: 150’de maliyet formülleri arasında LIFO yöntemi de bulunmaktadır.

ABD’de Centennial Technologies adlı işletme<sup>136</sup>, faturalarda oynama yaparak stoklarının alış fiyatlarını yüksek göstermiş, fiziki sayım miktarlarını yüksek göstermiş ve satışların maliyetini düşük göstermiştir. 1996 yılında işletme yönetimi 27,000 adet bilgisayar ana kartı ürettirmiş ancak bu kartların kutuları işletmenin ürettiği normal kartlara benzerken kutuların içinde kartın çalışmasını sağlayan elektronik parçalar bulunmamaktaydı. Bu kartlar işletmenin stoklarına eklenmiş ve stokların önemli bölümünü oluşturan boş kart kutuları denetçiler tarafından yapılan sayımda normal kartlarla birlikte sayılmıştır. Böylece işletmenin 1996 yılı stokları olması gerekenden \$8,8 milyon tutarında (%78) daha yüksek çıkmıştır.

Miniscribe adlı bilgisayar disket sürücülerini üreten bir başka işletme ise<sup>137</sup>, 1987 ve 1988 yıllarında işletmenin olmayan stoklarını Colorado’daki merkezinden Uzak Doğu’daki çeşitli bölgelerdeki depolara yollamış gibi göstererek denetçilerin nakliye halindeki bu stokları sayamamasından faydalanmış, müşterilerin geri yolladığı bozuk ve çalışmayan parçaları tekrar paketleyerek sağlamış gibi göstermiş, boş disket kutularına tuğla parçaları koyup kendi adına iş yapan distribütörlere yollamıştır. Bu işlemler sonucu işletmenin stokları yükseltilmiş ve satışların maliyeti düşürülmüş, böylece işletmenin 1987 yılı kârı olması gerekenden \$22 milyon (%244) daha fazla çıkmıştır.

Stokları yüksek göstermenin bir başka yöntemi ise değeri düşen stoklar için değer düşüklüğü karşılığının ayrılmasıdır. Tutuculuk ilkesi gereği değer düşüklüğünün olduğu anda kayıtlara geçirilmesi gerekmektedir. Değer düşüklüğü ayırmayan, değeri düşen stoklarını maliyet bedeliyle izlemeye devam eden veya değer düşüklüğü kaydını bir sonraki muhasebe dönemine erteleyen işletmeler, içinde buldukları dönemde stoklarını yüksek gösterme (ve aynı zamanda da giderlerini düşük gösterme) yoluyla kârlarını yükseltebilmektedirler.

---

<sup>136</sup>SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1257, 26 Eylül 2000, (Çevrimiçi) <http://www.sec.gov/litigation/admin/33-7897.htm> , (1 Mayıs 2005)

<sup>137</sup>SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1150, 11 Ağustos 1999, (Çevrimiçi) <http://www.sec.gov/litigation/admin/34-41729.htm> , (1 Mayıs 2005)

Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.'nin (TÜPRAŞ) 30.06.1994 dönemi finansal tablolarında yapılan incelemede<sup>138</sup>, işletmenin LPG, fuel oil ve diğer bazı stok kalemlerinin dönem sonu maliyet bedellerinin daha sonra gerçekleşen satış fiyatlarından daha yüksek olduğu görülmüştür. Bu stok kalemleri ile ilgili bilanço tarihi itibarıyla tahmini olarak hesaplanan 112.760 milyon TL tutarındaki stok değer düşüklüğü karşılığının finansal tablolara yansıtılmadığı ortaya çıkmıştır. Sabah Yayıncılık A.Ş.'nin ise 31.12.2000 dönemi finansal tablolarında 17.473.341 milyon TL tutarında stok değer düşüklüğü ayırmadığı görülmüştür<sup>139</sup>.

ABD'de Signal Tech. adlı savunma, uzay ve haberleşme araçları için haberleşme sistemi parçaları üreten işletme<sup>140</sup>, 1996-1998 yılları arasında stoklarının değerindeki düşüklüğü kaydetmeyerek kârını yüksek göstermiştir. İşletme, sözleşmeler yoluyla aldığı özel siparişler için fazladan stok yaratmış ve bu stokları üretim sürecinde yaşanabilecek aksaklıklara karşı yedek olarak tutmuştur. İşletme ilgili sözleşme yükümlülükleri tamamlandıktan sonra, yedek olarak tuttuğu yarı mamülleri başka siparişler için kullanamadığı takdirde, sözleşmeden elde edilen gelire karşılık bu mamüllerin maliyetini satışların maliyetine dahil etmesi ve stoklardan düşmesi gerekirken bunu yapmamıştır. Bu şekilde işletme 1996 yılının dördüncü çeyreğinde bilançosunda \$476.000, 1997 yılı bilançosunda \$1,19 milyon ve 1998 yılı ilk çeyrek bilançosunda ise \$797.000 tutarındaki yarı mamül stoklarını yüksek göstermiştir.

Bir önceki yıl yüksek stok değer düşüklüğü karşılığı ayırarak bir sonraki yıl ise bu stokları daha yüksek değerden elden çıkarma yoluyla da dönem kârı yükseltilebilmektedir. Böylece işletme, bir önceki yıl yüksek karşılık ayırarak oluşturmuş olduğu gizli yedekleri bir sonraki yıl ters çevirerek kârını yükseltme olanağına sahip

---

<sup>138</sup> IMKB, (Çevrimiçi) <http://www.imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm> Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş., 05 Ağustos 1994

<sup>139</sup> IMKB, (Çevrimiçi) <http://www.imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm> Sabah Yayıncılık A.Ş., 05 Haziran 2001

<sup>140</sup> SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1534, 27 Mart 2002, (Çevrimiçi) <http://www.sec.gov/litigation/admin/34-45655.htm>, (1 Mayıs 2005)

olmaktadır. ABD’de 1996 yılında Sunbeam adlı işletme<sup>141</sup>, yeniden yapılandırma programı çerçevesinde bazı ürünlerin üretiminden vazgeçmiş, bu ürün grubu ile ilgili elinde kalan mamülleri indirimli olarak satmaya karar vermiştir. İşletme bu ürünler için değer düşüklüğü ayırmaya karar vermiş ancak değerini düşürdüğü ürünlerin arasına üretimi devam edecek ve normal bir şekilde satılacak mamülleri de eklemiştir. Böylece 1996 yılında işletme, değer düşüklüğü gerektirmeyen ürünler için de karşılık ayırmış ve 1996 yılı kârı bu nedenle \$2,1 milyon eksik gösterilmiştir. 1997 yılında ise bu ürünler normal fiyatlara satıldığı için arada oluşan kâr marjı daha yüksek olmuş ve 1997 yılı kârı daha yüksek gösterilmiştir.

Stok değerleme yöntemleri de dönem kârını artırıcı ve azaltıcı etkiye sahiptir. Fiyatlar artarken (ve dönem sonu stoklarının miktarları sabit veya arttığı durumlarda) son giren ilk çıkar (LIFO) yöntemi dönem sonu stoklarının değerini daha düşük göstereceği ve satışların maliyetini de daha yüksek göstereceği için dönem kârını azaltıcı, ilk giren ilk çıkar (FIFO) yöntemi ise tersine dönem kârını artırıcı etkiye sahiptir. Dönem sonu stoklarının miktarının azaldığı durumlarda ise, LIFO yönteminde eski maliyet değerine sahip stoklar dönem sonu stoklarında olmayacağı ve satılmış kabul edileceği için gelir tablosuna aktarılacaktır. Bu durumda da dönem kârı diğer yöntemlere göre daha fazla çıkacaktır<sup>142</sup>.

Aşağıda stok değerleme yöntemlerinin satışların maliyetine olan etkilerini gösteren bir örnek sunulmuştur.

---

<sup>141</sup> SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1393, 15 Mayıs 2001, (Çevrimiçi) <http://www.sec.gov/litigation/admin/33-7976.htm> , (1 Mayıs 2005)

<sup>142</sup> Sutton (2000), a.g.e., s. 255

	<b>Miktar</b>	<b>Birim Maliyet</b>	<b>Birim Maliyet</b>	<b>Toplam Maliyet</b>	<b>Toplam Maliyet</b>
<b>31.12.20X1</b>					
<b>Stok Değerleme Yöntemi</b>		<i>FIFO</i>	<i>LIFO</i>	<i>FIFO</i>	<i>LIFO</i>
<b>Dönem Başı Stoklar</b>	100 birim	2 YTL	1,5 YTL	200 YTL	150 YTL
<b>Ticari Mal Alışları</b>	10 birim	2,5 YTL	2,5 YTL	25 YTL	25 YTL
<b>Ticari Mal Satışları</b>	60 birim				

<b>31.12.20X2</b>					
<b>Stok Değerleme Yöntemi</b>		<i>FIFO</i>	<i>LIFO</i>	<i>LIFO</i>	<i>FIFO</i>
<b>Satışların Maliyeti</b>		120 YTL	100 YTL	125 YTL	90 YTL

*Tablo 2.1.* Stok değerleme yöntemlerinin satışların maliyetine olan etkilerini gösteren örnek.

Örnekte stok maliyetlerinin arttığı ortamda, 20X1 yılı sonunda işletmenin dönem sonu stoklarının miktarının 100 birim ve değerinin de FIFO yöntemine göre 200 YTL, LIFO yöntemine göre ise 150 YTL olduğu, 20X2 yılında işletmenin 25 YTL maliyet bedeliyle 10 birim mal alımı yaptığı ve buna karşılık 60 birim mal satışı yaptığı farz edilmiştir. İşletmenin aynı yöntemleri kullanmaya devam ettiği durumda, 20X2 yılında satışların maliyeti FIFO yönteminde 120 YTL, LIFO yönteminde ise 100 YTL (25+75 YTL) olacaktır. Aynı işletme LIFO yönteminden FIFO yöntemine geçerse, satışların maliyeti 90 YTL olacaktır. İşletme FIFO yönteminden LIFO yöntemine geçtiğinde ise satışların maliyeti 125 YTL olacaktır. Satış fiyatının sabit kaldığı durumda işletme 20X2 yılında en fazla kârı LIFO yönteminden FIFO yöntemine geçerek elde edecektir.

İşletmelerin, tutarlılık ilkesi gereği stok değerleme yöntemini değiştirmedikleri durumda da LIFO yöntemini kullanarak dönem kârını artırması mümkündür. Bunun için işletmenin bir önceki dönemde yüksek tutarda dönem sonu stok tutarı bulundurması ve bir sonraki dönemde stokların alış maliyetlerinin fazla yükselmeyeceğini tahmin etmesi ve dönem sonu stoklarının da düşük kalmasını sağlaması gerekmektedir. LIFO

yönteminden FIFO yöntemine geçiş ise işletmeye kârını daha kolay yükseltme olanağı sağlayacaktır. Ancak yöntem değişikliğini ve bu değişikliğin etkilerini işletmenin finansal tablolarında açıklamaları gerektiği için yöntem değişikliği sonucu kârı yüksek göstermek işletmenin hedeflediği amaçlara ulaşmasını engelleyebilmektedir.

### *Maddi ve Maddi Olmayan Varlıkların Yüksek Gösterilmesi*

Bilançoda yer alan diğer bir hesap grubu da cari olmayan varlıklar altında sınıflandırılan maddi ve maddi olmayan varlıklardır<sup>143</sup>. Maddi varlıklar, mal ve hizmet üretimi, kiraya verme ve idari amaçlar çerçevesinde kullanım için elde bulundurulmuş ve işletmede bir dönemden daha fazla kullanımı öngörülen somut varlıklar olarak tanımlanmaktadır<sup>144</sup>. Maddi olmayan varlıklar ise, maddi varlıklarla aynı amaçlarla elde bulundurulmuş, fiziki varlığı olmayan ve aynı zamanda da parasal olmayan varlıklardır<sup>145</sup>. Maddi ve maddi olmayan varlıkların edinimi ve daha sonra yapılan harcamaların ve borçlanma maliyetlerinin aktifleştirilmesi ile ilgili konular daha önce incelendiği için bu bölümde ele alınmayacaktır<sup>146</sup>.

İşletmelerin duran varlıkları amortismanla tabidir. Amortisman, varlığın değerinden tahmini hurda değeri çıktıktan sonra kalan değerinin faydalı ömrüne sistematik olarak dağıtılmasıdır. Amortisman, varlığın maliyeti veya gelecekte yaratacağı ekonomik faydaların, belirli ilkelere bağlı kalarak varlığın faydalı ömrüne dağıtılmasıdır<sup>147</sup>. Amortismanın hesaplanmasında kullanılacak yöntemin işletmenin varlıktan elde edeceği ekonomik faydanın kullanım biçimini yansıtmalıdır. Varlıktan elde edilecek ekonomik faydanın varlığın kullanıldığı her dönemde birbirine eşit tutarlarda olacağı

<sup>143</sup> Tek Düzen Hesap Planı'nda cari ve cari olmayan varlık ayrımı yerine dönen ve duran varlık ayrımı yapılmıştır. Duran varlıklar bölümünde uzun vadeli alacaklar, mali duran varlıklar, maddi duran varlıklar ve maddi olmayan duran varlıklar şeklinde bir ayrım yapılmıştır. TMS 1 – Finansal Tabloların Sunuluşu standardında ise bu ayrım dönen varlık ve duran varlık şeklindedir (paragraf 58), ancak anlamı açık olduğu sürece bu terimlerin yerine başka terimlerin kullanılmasına izin verilmektedir.

<sup>144</sup> SPK, Seri XI, No: 25, Madde: 156

<sup>145</sup> SPK, Seri XI, No: 25, Madde: 178

<sup>146</sup> Bkz: “Giderlerin Aktifleştirilmesi” başlıklı bölüm.

<sup>147</sup> Lewis ve Pendrill (2000), a.g.e., s. 111



beklenmekteyse doğrusal amortisman yönteminin kullanılması gerekir. Ancak, varlığın ilk kullanıma alındığı dönemlerde daha yüksek, daha sonra da azalan fayda öngörülmekteyse azalan bakiyeler amortisman yöntemlerinin kullanılması daha uygun olmaktadır. Eğer, ekonomik faydanın tüketim tutarlarının nasıl bir eğilim izleyeceği bilinmiyorsa doğrusal amortisman yöntemi kullanılmalıdır<sup>148</sup>. Maddi varlıklar için hesaplanan amortisman yönteminin her hesap döneminin sonunda gözden geçirilmesi gerekmektedir. Eğer varlığın kullanım biçiminde belirgin değişiklikler olmuşsa ve bu değişiklikler varlıktan elde edilecek faydanın düzeninde değişiklik yaratıyorsa amortisman yöntemi değiştirilmelidir<sup>149</sup>. Her ne kadar muhasebe standartlarına göre seçilen amortisman yöntemi ile varlıktan elde edilecek olan ekonomik fayda arasında doğrudan bir bağlantı bulunsa bile, işletme tarafından seçilen muhasebe yönteminin gerçekten varlıktan elde edilecek fayda ile ilişkili olup olmadığını kontrol etmek oldukça zordur<sup>150</sup>.

Her hesap döneminde ayrılacak amortisman tutarının hesaplanmasında seçilen amortisman yöntemi kadar varlığın kayıtlı değeri, faydalı ömrü ve faydalı ömür sonunda oluşacak hurda değeri de önemlidir.

Varlığın kayıtlı değeri, varlığın elde etme maliyeti ve varlıkla ilgili olarak aktifleştirilen giderlerden oluşabilmektedir. Ayrıca, eğer varlık yeniden değerlemeye tabi tutulmuşsa veya varlıkta değer düşüklüğü meydana gelmişse ve bu değer düşüklüğü finansal tablolara alınmışsa kayıtlı değer maliyet bedelinden farklı olabilmektedir.

Varlığın faydalı ömrü, varlıktan beklenen faydaya göre belirlenir ve ekonomik ömürle aynı olmak zorunda değildir. Eğer işletme varlığı belli bir süre kullandıktan sonra ekonomik ömrünün sona ermesini beklemeden hizmet dışı bırakmaya karar verirse, bu durumda faydalı ömür ekonomik ömürden kısa olacaktır. Faydalı ömür, işletmenin

---

<sup>148</sup> a.e. s. 111

<sup>149</sup> SPK, Seri XI, No: 25, Madde: 170

<sup>150</sup> Epstein ve Mirza (2003), a.g.e., s. 288

varlıkla ilgili yaptığı bakım onarım harcamaları, varlığın kullanılacağı vardiya sayısı, varlığın kullanım yoğunluğu, işletmenin varlığı kullanarak ürettiği mal veya hizmetlere olan piyasa talebindeki değişiklik, teknolojik gelişmelerden kaynaklanan teknik ve ticari eskime gibi etkenlere bağlı olabilmektedir<sup>151</sup>. İşletme benzeri varlıklara ilişkin deneyimlerine dayanarak faydalı ömürle ilgili kararını vermektedir. İşletme ayrıca, belirlemiş olduğu faydalı ömrün daha sonra değiştirilmesine karar verme ve ilgili dönem ile sonraki dönemlerde amortisman tutarını yeniden belirlenmiş faydalı ömre göre hesaplama hakkına sahiptir.

Hurda değer ise varlığın faydalı ömrü sonunda elden çıkarılması sonucu elde edilecek tutardan elden çıkarma maliyetleri düşüldükten sonra kalan tutardır. Hurda değerın hesaplanmasında, tahminin yapıldığı gün faydalı ömürlerini doldurmuş ve benzer koşullar altında faaliyet göstermiş olan varlıkların elden çıkarılması sonucu elde edilebilecek tutar kullanılır. Ancak, uygulamada hurda değer tahmin edilmesinin güçlüğü nedeniyle önemsizdir ve amortisman hesaplamasında dikkate alınmaz<sup>152</sup>.

İşletmeler, duran varlıklarla ilgili kullandıkları amortisman yöntemlerinin ve bu yöntemlerin uygulanması sırasında kullanılacak değişkenlerin tutarlarının belirlenmesi konusunda oldukça önemli ölçüde takdir hakkına sahiptirler. Bu nedenle, kârı yüksek göstererek bu durumdan belirli yararlar sağlamaya çalışan işletmeler o dönemde takdir haklarını kullanarak yeni elde ettikleri varlıklarda ekonomik gerçeklere uymayan tutarlarda düşük amortisman gideri hesaplayabilmekte veya daha önceden elde etmiş oldukları duran varlıkların amortisman giderlerini hesaplamada kullandıkları amortisman yöntemi, kayıtlı değer<sup>153</sup>, faydalı ömür ve hurda değerde değişikliğe giderek o döneme ait amortisman giderlerini düşürebilmektedirler.

---

<sup>151</sup> SPK, Seri XI, No: 25, Madde: 167

<sup>152</sup> SPK, Seri XI, No: 25, Madde: 167

<sup>153</sup> Kayıtlı değer ile ilgili yeniden değerlendirme ve değer düşüklüğü uygulamaları bu bölümde daha sonra ele alınacaktır.

ABD’de Waste Management adlı çöp toplama ve depolama hizmetleri sağlayan işletme<sup>154</sup>, daha önceden belirlenmiş kâr hedeflerini yakalayabilmek amacıyla 1992-1997 yılları arasında hiçbir ekonomik gerekçeye dayanmadan, amortisman giderlerini düşürebilmek amacıyla kullandıkları çöp kamyonlarının kullanım ömürlerini uzatmış ve hurda değerlerini yükseltmiştir. Ayrıca daha önce hurda değeri olmayan duran varlıklara hurda değer belirlenmiştir. Böylece işletmenin amortisman giderlerini düşmüş ve dönem kârı yüksek gösterilmiştir.

İngiltere’de British Airports Authority (BAA) adlı havalimanı inşası ve işletmesi konusunda faaliyet gösteren işletme<sup>155</sup>, duran varlıkları arasında yer alan terminallerin kullanım ömürlerini 1988-1990 yılları arasında 16 yıldan 30 yıla, daha sonra da 50 yıla çıkarmıştır. Aynı dönemde ise pistlerin ve yolların kullanım ömürlerini 23,5 yıldan, önce 40 yıla, daha sonra da 100 yıla çıkarmıştır. Duran varlıkların kullanım ömürlerindeki bu önemli artışlar işletmenin amortisman giderlerinde önemli düşümlere neden olmuştur.

ABD’de 1972-1994 yılları arasında yayımlanmış olan 90.404 adet finansal tabloda 252 adet (%0,28) amortisman yöntemi değişikliği, 394 adet (%0,44) amortisman hesaplamasında kullanılan faydalı ömür ve hurda değer tahminlerinde değişiklik gerçekleştiği ortaya çıkarılmıştır<sup>156</sup>. Yöntem ve tahmin değişikliklerinin 319 adedi (toplam değişikliklerin %49,4’ü) işletmenin kârını artırıcı, 244 adedi (%37,8) işletmenin kârını azaltıcı yönde etkileri olmuş ve 72 adedi de (%11,1) işletmenin kârında değişiklik yaratmamıştır.<sup>157</sup> Çalışmada elde edilen bulgulara göre, amortisman yöntemlerinde yapılan değişikliklerin kâra olan etkisi işletme sayısı ve parasal olarak daha az olmuş çünkü yöneticiler ellerindeki varlıklarda yöntem değişikliği yapmak yerine yeni

---

<sup>154</sup> SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1532, 26 Mart 2002, (Çevrimiçi) <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr17435.htm>, (6 Mayıs 2005)

<sup>155</sup> Terry Smith, **Accounting for Growth**, Londra, Random House, 1996, ss. 102-104

<sup>156</sup> A. Scott Keating ve Jerold L. Zimmerman, **Depreciation Policy Changes: Tax, Earnings Management, and Investment Opportunity Incentives**, University of Rochester William E. Simon School of Business Administration Working Paper, 29 Mart 1999

<sup>157</sup> 8 adet değişiklik, hangi yönde etkisi olduğu bulunamadığı için yazarlar tarafından toplamdan çıkarılmıştır.

edindikleri duran varlıklarda yöntem değişikliğine gitmişlerdir. Amortisman yöntemlerinde yapılan değişikliklerin etkisi geriye yönelik olarak açıklanması gerektiği için, buna karşılık da tahmin değişiklikleri geriye yönelik olarak açıklanmadığı için işletmeler kârlarını artırmak için amortisman hesaplarken kullandıkları hurda değer veya faydalı kullanım ömürlerinde değişiklik yapmayı tercih etmişlerdir.

Tarihi maliyet esasına göre raporlanan duran varlıklar, varlığın ediniminden sonra enflasyon ve diğer etkenler nedeniyle varlığın gerçek değerini yansıtmamakta ve farklı dönemlerde edinilen duran varlıklar nedeniyle bilanço, benzer varlıkların farklı değerlerle yansıtıldığı bir tablo haline dönüşmektedir. Diğer taraftan, kârın varlıkların tarihi maliyetlerine dayanarak hesaplandığı durumlarda işletmelerin mevcut duran varlıklarını yeni duran varlıklarla ikame etmeleri durumunda amortisman sayesinde kârın bir bölümünün dağıtılmamasından kaynaklanan ve işletme içinde tutulan fonlardan daha fazlasına ihtiyaç duyulabilmektedir<sup>158</sup>. Bu nedenle işletmeler duran varlıklarını yeniden değerleyerek, yeniden değerlendirme sonrası oluşan değer artışlarını öz sermaye altında raporlama yolunu seçebilmektedirler. Yeniden değerlendirme sonucunda, duran varlığın net defter değeri artarken, bilançonun öz sermayesi de artmaktadır. Bu işlemin dönemin gerçek kârı ile doğrudan bir ilgisi olmasa bile, bilanço yaklaşımına göre hesaplanan kâr tutarını artırması kaçınılmazdır.

Eğer varlığın makul değeri kayıtlı değerden önemli ölçüde farklılaşıyorsa varlığın değerinin yeniden belirlenmesi gerekmektedir. Yeniden değerlemeye tabi tutulmuş varlıklarla aynı sınıftaki varlıkların tümü de yeniden değerlemeye tabi tutulmalıdır ve daha önce yeniden değerlemeye tabi tutulmuş varlıklar her hesap döneminde gözden geçirilerek gerektiğinde yeniden değerlemeye tabi tutulmalıdır<sup>159</sup>.

---

<sup>158</sup> Epstein ve Mirza (2003), a.g.e., s. 289

<sup>159</sup> SPK, Seri XI, No: 25, Madde: 166

Yeniden değerleme uygulaması varlıkların kayıtlı değerlerini artıracakđ için amortisman giderini artırmaktadır. Bu nedenle, dönem kârını yüksek göstermek isteyen bir işletme daha önce yeniden değerlemeye tabi tuttuğu bir duran varlığı gerektiği halde yeniden değerlemeye tabi tutmayarak ilgili dönemdeki amortisman giderinin daha fazla artmamasını sağlamaya çalışabilmektedir. Ülkemizde gerçekleştirilen çalışmada toplam 62 adet işletmeden 2 adedinin (%3,2) maddi duran varlıklarını geçmiş yıllarla tutarlı olarak yeniden değerlemeye tabi tutulması gerekirken yeniden değerleme yapmadığı ve böylece amortisman tutarının daha düşük gösterildiği ortaya çıkarılmıştır<sup>160</sup>. Ayrıca aynı çalışmada, 3 adet işletmenin ise (%4,8) yeniden değerleme değer artış fonunu gelir tablosuna gelir olarak kaydettiği tespit edilmiştir.

Yeniden değerleme sonucu varlıkların değerinde artış olabileceği gibi düşüş de olabilmektedir. Bu durumda, ilgili duran varlıkla ilgili olarak daha önce yeniden değerleme fonu ayrılmışsa önce yeniden değerleme fonu azaltılır, artan kısım da gelir tablosuna gider olarak kaydedilir. İşletmeler, dönem kârını yüksek gösterebilmek için daha önce yeniden değerlenmiş varlıklarının yeniden değerleme fonunu aşmayacak ölçüde değerini düşürerek varlığın kayıtlı değerini azaltabilirler ve o dönemde oluşacak amortisman giderinin daha az oluşmasını sağlayabilirler. Ayrıca işletmeler, değeri düşen varlıkları ile ilgili değer düşüklüğünü ilgili dönemde kayda almayarak da kârını olması gerekenden daha yüksek gösterme yoluna gidebilirler.

#### *2.2.4. Borçların Düşük Gösterilmesi*

İşletmelerin kârlarını yüksek göstermelerinin bir başka yöntemi de borçlarını düşük göstermektir. İşletmeler giderlerini düşük gösterirken aynı zamanda yükümlülüklerini de düşük göstererek kârlarını yükseltebilmektedirler.

---

<sup>160</sup> Küçüksozen ve Küçükkocaoğlu (2004), a.g.m, 2004, s. 35

#### 2.2.4.1. Borçların Finansal Tablolara Alınması

Borçlar, “geçmiş olaylardan kaynaklanan ve ödenmesi işletmenin ekonomik fayda sağlayabilecek değerlerinde bir çıkışa neden olacak mevcut yükümlülükler” olarak tanımlanmaktadır<sup>161</sup>. Borçların finansal tablolara alınabilmesi için aşağıdaki şartların her ikisini birden taşıması gerekmektedir<sup>162</sup>:

- a) Mevcut bir yükümlülüğün ifası için işletmeden kaynak çıkışının muhtemel olması.
- b) Borcun ifası için ödenecek tutarın güvenilir bir şekilde ölçülebilir olması.

Borçlar mevcut yükümlülükleri içermektedir. Bu nedenle, işletmenin yasal anlaşmalarla belirlenmiş ve geri ödemekle veya bir hizmet yerine getirerek geri ödemekle yükümlü olduğu borçlarının yanı sıra, iş yapma ilkelerinden, örf ve adetlerden ve iyi iş ilişkilerini korumak veya hakkaniyete uygun davranmak arzusundan da kaynaklanan yükümlülükler de kayıt altına alınmaktadır<sup>163</sup>.

#### 2.2.4.2. Borçları Düşük Gösterme Yöntemleri

İşletmelerin borçları aktif edinimi sonucunda oluşmuyorsa, buna karşılık giderlerin gelir tablosuna alınması sonucunda oluşuyorsa, bu durumda işletmenin net aktif değerinde azalmaya yol açacaktır. Daha önceki bölümlerde giderlerin düşük gösterilmesi yoluyla kârın düşük gösterilmesi incelenmişti. İncelenen yöntemlerde öncelikli amaç işletmenin giderlerini düşük göstermekti ve çift taraflılık ilkesi gereği aynı zamanda işletmenin de yükümlülükleri düşük gösterilmekteydi. Bu bölümde incelenen yöntemlerin temel amacı işletmenin yükümlülüklerini düşük göstererek kârlarını yüksek göstermektir. Bunun karşılığında çift taraflılık ilkesi gereği işletmelerin giderleri düşmekte veya gelirleri yükselmektedir.

---

<sup>161</sup> TMSK, Kavramsal Çerçeve, para: 49

<sup>162</sup> SPK, Seri XI, No: 25, Madde 45

<sup>163</sup> TMSK, Kavramsal Çerçeve, para: 60

### *Borçların Düşük Gösterilmesi*

İşletmeler ticari borçlarını veya almış oldukları kredilerin tutarlarını düşük göstererek kârlarını yüksek gösterebilmektedir. Borç senetlerinin reeskontu için düşük reeskont oranı kullanmak, yabancı para cinsinden borçları döviz satış kuru yerine döviz alış kuru üzerinden değerlemek, gider olduğu halde giderin tanınmasını ve buna bağlı olarak yükümlülüğün finansal tablolara alınmasını bir sonraki döneme aktarmak, alınan avansları kaydetmemek veya avansla ilgili hizmetleri tamamlamadan yükümlülüğü düşürmek ve geliri kaydetmek gibi işlemler bu konuda uygulanabilecek temel yöntemlerdir.

Küçüksözen ve Küçükkocaoğlu'nun yapmış olduğu araştırmada<sup>164</sup>, dönem kârını artırıcı işlemler gerçekleştiren işletmelerin 5 adedinin (%8,1) döviz bazında olan borçlarını döviz satış kuru üzerinden değerlemek yerine döviz alış kuru üzerinden değerlediği, böylece borçlarını ve giderlerini düşük gösterdiği ortaya çıkarılmıştır.

### *Karşılıkların Eksik Ayrılması*

İhtiyatlılık ilkesi gereği, işletmeler ileride oluşabilecek muhtemel zararlar için karşılık ayırmak zorundadır. İhtiyatlılık, “belirsizlik altında tahmin yapılmasında gerekli olan takdirin kullanılmasında, belirli ölçüde tedbirli davranılması, böylelikle varlıkların ve gelirlerin olduğundan fazla, borçların ve giderlerin de olduğundan az görünmesinin engellenmesi” olarak tanımlanmaktadır<sup>165</sup>. Karşılıklar, bilanço tarihinde belirgin olarak ortaya çıkan ancak tutarının ne olacağı kesin olarak bilinemeyen, ya da tutarı bilinen buna karşın ne zaman tahakkuk edeceği bilinemeyen borçlar veya giderler için ayrılmaktadır<sup>166</sup>.

---

<sup>164</sup> Küçüksözen ve Küçükkocaoğlu (2004), a.g.m, s. 35

<sup>165</sup> SPK Seri XI, No: 25, madde: 25

<sup>166</sup> Remzi Örtün, **Genel Muhasebe ve Tek Düzen Muhasebe Sistemi Uygulama Örnekleri**, İkinci Baskı, 2000, Ankara, s. 288

Karşılıkların finansal tablolara alınması için aşağıdaki koşulların üçünün de yerine gelmesi gerekmektedir<sup>167</sup>:

- a) Geçmiş olaylardan kaynaklanan mevcut bir hukuki veya zimni yükümlülüğün bulunması.
- b) Yükümlülüğün yerine getirilmesi için ekonomik fayda içeren kaynakların işletmeden çıkmasının muhtemel olması.
- c) Yükümlülük tutarının güvenilir bir şekilde tahmin edilebiliyor olması.

Karşılık ayrılması için gerekli tutarın güvenilir olarak tahmini gerekmektedir. Bu tutar, bilanço tarihi itibarıyla mevcut yükümlülüğün ifa edilmesi için gerekli harcama tutarının tüm riskler ve belirsizlikler göz önünde bulundurularak tahmin edilmesi sonucu bulunur. Karşılık tutarı, tahminler, işletmenin benzer olaylara ilişkin deneyimleri, bağımsız uzman raporları ele alınarak işletme yönetimi tarafından belirlenir<sup>168</sup>. Bu nedenle, kârını yüksek göstermek isteyen işletmeler, ilgili dönemde eksik karşılık ayırarak yükümlülüklerini ve giderlerini artırabilmektedirler. Bir başka yöntem de, kârın yüksek gösterilmesinden fayda sağlanılacak dönemden önceki dönemde ihtiyatlılık ilkesinin kötüye kullanılarak fazla karşılık ayrılması ve bu fazla karşılığın bir sonraki dönemde konusu kalmayan karşılıklar olarak gelir tablosuna gelir olarak aktarılması şeklinde olabilmektedir.

Küçüksözen ve Küçükkocaoğlu'nun yapmış olduğu araştırmada<sup>169</sup>, dönem kârını artırıcı işlem gerçekleştiren 62 işletmenin 5 adedinin (%8,1) ayırması gereken karşılıkları ayırmayarak yükümlülüklerini yüksek gösterdiği ortaya çıkarılmıştır. Bu işlemlerden 2 adedi vergi karşılığının eksik hesaplanması veya ayrılmaması, 2 adedi kıdem tazminatı karşılığının eksik ayrılması ve 1 adedi de şarta bağlı zararlar için karşılık ayrılmaması şeklinde olmuştur.

<sup>167</sup> SPK Seri XI, No: 25, madde: 441

<sup>168</sup> SPK Seri XI, No: 25, madde: 448

<sup>169</sup> Küçüksözen ve Küçükkocaoğlu (204), a.g.m, s. 35



Bu çalışma çerçevesinde İMKB şirket haberlerinde yapılan araştırmada ise 67 adet kârı yüksek gösterme yönündeki işlemin 8 adedinin (%11,9) karşılık ayrılmaması şeklinde olduğu görülmüştür. Örneğin Marmaris Martı Otel İşletmeleri A.Ş.'nin 31.12.1998-31.03.2000 tarihleri arasındaki üçer aylık finansal tablolarında, aleyhte açılmış davalar ve ecrimisil talepleri için 4.950 milyon TL ve 5.575 milyon TL arasında değişen tutarlarda karşılık ayrılmamıştır<sup>170</sup>. Medya Holding A.Ş.'nin 31.12.1998 tarihli finansal tablolarında, işletme aleyhinde açılan davalar için 16.575 milyon TL tutarında karşılık ayrılmamıştır<sup>171</sup>. Çimentaş İzmir Çimento Fabrikası A.Ş., Rekabet Kurulu tarafından verilen 200.950 milyon TL tutarındaki cezaya itiraz etmiş ve Danıştay'a dava açmıştır. Ancak işletme 31.12.1999 tarihli bilançosunda bu tutar için karşılık ayrılmamıştır<sup>172</sup>.

---

<sup>170</sup> İMKB, (Çevrimiçi) <http://www.imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm> Marmaris Martı Otel İşletmeleri A.Ş., 10 Temmuz 2000

<sup>171</sup> İMKB, (Çevrimiçi) <http://www.imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm> Medya Holding A.Ş., 23 Şubat 1999

<sup>172</sup> İMKB, (Çevrimiçi) <http://www.imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm> Çimentaş İzmir Çimento Fabrikası A.Ş., 13 Haziran 2000

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

### TÜRKİYE'DE HİSSE SENETLERİNİN HALKA ARZI ÖNCESİ KÂRI YÜKSEK GÖSTERME EĞİLİMLERİ

Bu bölümde önce kârın yüksek gösterilmesine dair uluslar arası çalışmalarda kullanılan yöntemler incelenecektir. Daha sonra ülkemizde 1994-2001 yılları arasında hisse senetlerini halka arz eden işletmelerin kârlarını yüksek gösterip göstermediklerinin ortaya çıkarılması amacıyla, halka arz öncesi ve halka arz sonrası finansal tablo verileri kullanılarak bir analitik çalışma gerçekleştirilecektir. Araştırmada halka arz öncesi ve sonrası ikişer yıllık veriler de kullanılacağı için 1992-2003 dönemi incelemeye dahil edilmektedir. 2004 yılı finansal tabloları enflasyona göre düzeltilmiş, konsolide veya UFRS'ye uygun yayımlandığı için önceki dönemlerle uyumlu olması açısından söz konusu dönem seçilmiştir.

#### 3.1. Teori

Bu bölümde kârın yüksek veya düşük gösterilmesinin ortaya çıkarılmasına dair yapılmış araştırmalar ve bu araştırmalarda kullanılan araştırma yöntemleri incelenecektir.

Kârın yüksek (veya düşük) <sup>1</sup> gösterilmesi üzerine uluslararası muhasebe ve finans yazınında birçok araştırma gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmalarda işletmelerin hangi durumlarda kârı yüksek (düşük) gösterdikleri, hangi yöntemlerle bunu gerçekleştirdikleri ve bu durumun sonuçları tartışılmıştır.

---

<sup>1</sup> Bu çalışmanın konusu sadece kârın yüksek gösterilmesini kapsamaktadır. Ancak, uluslar arası yazında kârın yüksek veya düşük gösterilmesine yönelik çalışmalarda kullanılan yöntemler açısından fark bulunmamaktadır. Kullanılan yöntem açısından önemli özellikler içeren ve bu alanda öncü sayılan çalışmaların bir bölümü kârın düşük gösterilmesi üzerine olduğu için kullanılan araştırma yöntemlerinin tartışılmasında kârın düşük gösterilmesine dair çalışmalardan da bahsedilecektir.

Kârın yüksek (düşük) gösterilmesine dair yapılan çalışmalarda kullanılan yöntemler üç ana grupta özetlenebilir<sup>2</sup>. Bu yöntemlerden birincisi, işletmelerin toplam çalışma sermayesi tahakkuklarındaki normal olmayan artışları inceleyen yöntemdir. İkincisi, belirli tahakkukların incelenmesine dayanan yöntemdir. Üçüncüsü ise kâr tutarının belirli dönemlerdeki değişimlerinin incelenmesi ve bu değişimlerin istatistiki bazı özellikler yoluyla araştırılmasına dayanan yöntemdir.

### *3.1.1. Toplam Tahakkukların İncelenmesi*

Kârın yüksek gösterilmesi ile ilgili en doğru çalışma, işletme yöneticilerinin kârı yüksek gösterme amacını gütmedikleri durumda seçecekleri muhasebe politikaları sonucu oluşacak kâr tutarı ile kârı yüksek gösterme sonucu fayda sağlayacakları durumda seçecekleri muhasebe politikalarını karşılaştırmak şeklinde olabilirdi. Ancak, işletme yöneticilerinin ilgili dönemlerde uyguladıkları muhasebe politikalarının kârın yüksek göstermek amacıyla uygulanıp uygulanmadığını, kârın yüksek gösterilmesine yönelik bir amaç oluşmadığı durumda hangi muhasebe politikalarını uygulayacakları ve bu politikaların işletme kârına olan etkileri işletme dışında yer alan araştırmacılar tarafından tam olarak gözlenemeyeceği için çalışmalarda bu yöntem kullanılamamaktadır.

Bunun yerine, araştırmacılar tahakkukları inceleyerek kârın yüksek gösterilip gösterilmediğini belirlemeye çalışmışlardır. Tahakkukların incelenmesiyle ilgili yöntemlerde, işletmelerin kârları nakit olarak tahsil edilmiş gelirler ve ödenmiş giderlerden oluşan kâr ve henüz nakde dönüşmemiş tahakkuklardan oluşan kâr bileşeni olarak iki ayrı bileşene ayrılmaktadır. Nakit akımı yöneticilerin uyguladıkları muhasebe politikalarından bağımsız olduğu için, kârı yüksek göstermek isteyen yöneticiler, tahakkukların tutarını yükseltecek yöntemler uygulayarak amaçlarına ulaşmaya çalışacaktır. Tahakkuk esasında oluşan kârın bir kısmının, işletme yöneticileri tarafından

---

<sup>2</sup> Maureen F. McNichols, "Research Design Issues in Earnings Management Studies", **Journal of Accounting and Public Policy**, 2000, Vol. 19, s: 314

uygulanan muhasebe politikaları, gelir ve giderlerin tanınma zamanlamasında takdir kullanımı gibi nedenlerden dolayı yüksek gösterilmesi mümkündür. Bu nedenle kârın yüksek gösterilmesini ile ilgili yapılan çalışmalar genelde tahakkukların incelenmesine dayanmaktadır.

$$\text{Net Dönem Kârı} = \text{Esas Faaliyetlerden Kaynaklanan Nakit Akımları} + \text{Tahakkuklar}$$

Tahakkuk esası ile nakit esasındaki farklılıklar arasındaki fark zamanla ilgilidir. Bir işletmenin faaliyet süresinin toplamında tahakkukları ile nakdi arasında fark olmayacaktır<sup>3</sup>. Ancak kısa vadede gelirler ve giderler dönemsellik ilkesine göre ele alındığı için tahakkuk esası ile nakit esasında farklar oluşacaktır. Eğer belirli bir dönemde bir işletmenin tahakkukları olması gereken tutardan önemli ölçüde yüksek çıkıyorsa, bu durumda işletmenin kârını yüksek gösterdiğine dair şüphe doğmaktadır. Bu nedenle de tahakkuklardaki normal olmayan artışlar kârın yüksek gösterildiğine yönelik bir gösterge olarak kullanılmaktadır.

Tahakkuklar net dönem kârı ile esas faaliyetlerden kaynaklanan nakit akımları arasındaki farktır.

$$\text{Tahakkuklar} = \text{Net Dönem Kârı} - \text{Esas Faaliyetlerden Kaynaklanan Nakit Akımları}$$

Tahakkukların hesaplanmasında kullanılan bir başka yöntem ise bilanço yaklaşımı yoludur. Buna göre, tahakkuklar hazır değerler ve uzun vadeli kredilerin anapara

---

<sup>3</sup> Jones (1991), a.g.m., s. 211

taksitleri ve faizleri dışındaki çalışma sermayesindeki değişim ile nakit girişi/çıkışı gerektirmeyen gelirler/giderler arasındaki farktır.

$$\text{Tahakkuklar} = [(\Delta\text{Dönen Varlıklar} - \Delta\text{Hazır Değerler}) - (\Delta\text{Kısa Vadeli Borçlar} - \Delta\text{Uzun Vadeli Kredilerin Anapara Taksitleri ve Faizleri})] + (\text{Nakit Girişi Sağlamayan Gelirler}) - (\text{Nakit Çıkışı Yaratmayan Giderler})$$

$\Delta$  : İlgili kalemin bir önceki dönem ile içinde bulunulan dönem tutarları arasındaki farkı ifade eden değişim işareti.

Tahakkukların incelenmesiyle ilgili çalışmaların başlangıcı Healy'nin 1985 yılında yapmış olduğu çalışma<sup>4</sup> ve DeAngelo'nun 1986 yılında yapmış olduğu çalışmaya<sup>5</sup> dayanmaktadır.

Healy, çalışmasında yöneticilerin performanslarına bağlı olan primlerini yükseltmek için kârları yüksek gösterip göstermediklerini incelemiştir. Çalışmada işletmeler üç ayrı gruba ayrılmıştır. Birinci grup yöneticilerin prim kazanmak için gerekli hedefleri tutturabilmek amacıyla kârlarını yüksek göstermeyi amaçladıkları tahmin edilen gruptur. Diğer iki grup ise prim elde edilebilmesi için gerekli olan kâr tutarını yakalamış olan ve bir sonraki dönemde bu tutarı tutturmak için ilgili dönemde kârını düşük göstermesi beklenen yöneticilerin bulunduğu işletmeler ve prim elde edilmesi için gerekli olan alt limiti yakalaması mümkün olmadığı için bir sonraki dönemde prim elde edebilmek amacıyla ilgili dönemde kârını düşük göstermesi beklenen yöneticilerin bulunduğu işletmelerden oluşmaktadır. Bu işletmelerin toplam tahakkuklarının karşılaştırılması

<sup>4</sup> Healy (1985), a.g.m.

<sup>5</sup> Linda Elizabeth DeAngelo, "Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Stockholders", **The Accounting Review**, Vol. 61, No. 3, Temmuz 1986, ss: 400-420

sonucu takdire bağlı tahakkukların tutarı tahmin edilmeye çalışılmıştır. Bunun için her grup için tahakkukların varlık toplamına bölünmesi sonucu elde edilen ortalama tahakkuklar hesaplanmış, daha sonra da işletmelerin ortalama tahakkukları karşılaştırılarak tahakkukların kârı yüksek göstermekte kullanılan kısmı tahmin edilmeye çalışılmıştır.

Diğer araştırmacı DeAngelo çalışmasında, işletmelerin halka açık hisselerini yatırımcılardan satın alarak halka kapanmalarını incelemiştir. İşletme yöneticileri, hisse senetlerinin değerlerini dşurebilmek için işletmenin kârını dşuk gösterecek şekilde muhasebe politikaları izleyebilmektedir. İşletmenin hisse senetleri satın alındıktan sonra da geçmişte uyguladıkları politikalar nedeniyle dşurdükleri kârlar tersine çevrilmektedir. Bu çalışmada tahakkuklar takdire bağlı ve takdire bağlı olmayan<sup>6</sup> tahakkuklar olarak iki bileşene ayrılmıştır. Takdire bağlı olmayan tahakkuklar, işletmenin normal faaliyetleri sonucu oluşan tahakkuklardır. Takdire bağlı tahakkuklar ise işletme yönetimi tarafından kârın yüksek gösterecek muhasebe politikalarının seçilmesi sonucu oluşacak tahakkuklardır.

$$\text{Toplam Tahakkuklar} = \text{Takdire Bağlı Tah.} + \text{Takdire Bağlı Olmayan Tah.}$$

Bu denkleme göre, takdire bağlı olmayan tahakkukların tutarı toplam tahakkuklara eşit veya önemli lde yakınsa, bu durumda o işletme ile ilgili olarak kârını yüksek gösterdiğine dair kanıt bulunamamaktadır. Ancak eğer takdire bağlı olmayan tahakkuklar toplam tahakkukların içinde önemli tutar oluşturmuyorsa, bu durumda da işletmenin kârı yüksek gösterdiğine yönelik sonuç elde etmek mümkündür. Özellikle de bu takdire bağlı olmayan tahakkukların tutarı kârın yüksek gösterilmesinden fayda sağlanılacak belirli bir olay öncesinde artıyor ve sonrasında düşüyorsa tahakkukların

<sup>6</sup> İngilizce yapılan çalışmalarda “Discretionary Accruals” ve “Nondiscretionary Accruals” olarak adlandırılmaktadırlar.

kullanımı yoluyla kârın yüksek gösterildiğine dair kanıtlar daha da güçlü bir hale gelebilmektedir. Takdire bağlı olmayan tahakkuklar ile takdire bağlı tahakkukların ayrımı kolay olmadığı için, çalışmada toplam tahakkuk tutarlarındaki değişim kullanılarak kârın yüksek (bu çalışmada düşük) gösterilip gösterilmediği tahmin edilmeye çalışılmıştır. Çalışmada, hisse senetlerinin geri alınma süreci öncesindeki tahakkuklar işletmenin normal tahakkuk tutarı olarak belirlenmiş, olayın gerçekleştiği dönemdeki tahakkukların olay öncesi döneme göre önemli ölçüde değişiklik gösterip göstermediği hesaplanmıştır.

$$(TTAH_1 - TTAH_0) = (TBTAH_1 - TBTAH_0) + (TBOTAH_1 - TBOTAH_0)$$

**TTAH:** Toplam Tahakkuklar

**TBTAH:** Takdire Bağlı Tahakkuklar

**TBOTAH:** Takdire Bağlı Olmayan Tahakkuklar

Çalışmadaki varsayım, takdire bağlı olmayan tahakkuklardaki ortalama değişimin sıfır olacağı ve toplam tahakkuklardaki ortalama değişimin takdire bağlı tahakkuklardan kaynaklanacağı şeklindedir. Yazar, incelemekte olduğu olay (hisse senetlerinin geri alınması) dönemindeki tahakkukları ölçmek için olay öncesi dönem ile olay dönemi tahakkukları arasındaki farkı almış ve bu tutarı da işletmenin o dönemdeki toplam varlıklarına bölerek işletmeler arasındaki büyüklük farkının yarattığı etkiyi yok etmiştir.

$$(Toplam\ Tahakkuklar_1 - Toplam\ Tahakkuklar_0) / Toplam\ Varlıklar_1$$

Kârın yüksek (düşük) gösterilmesi olgusunu tahakkuklar yoluyla incelenmesinde önemli bir başka çalışma ise 1991 yılında Jones tarafından gerçekleştirilen çalışmadır<sup>7</sup>. Bu çalışmada ABD Uluslararası Ticaret Komisyonu<sup>8</sup> tarafından incelemeye tabi tutulan ve ithal korumasından faydalanan işletmelerin inceleme döneminde kârlarını düşük göstererek ithal korumasının devam etmesini sağlamaya çalışıp çalışmadığı incelenmiştir.

Çalışmada Healy ve DeAngelo'nun çalışmalarında olduğu gibi tahakkuklar takdire bağlı ve takdire bağlı olmayan tahakkuklar olarak iki ayrı bileşene ayrılmıştır. Her iki çalışmada da tahakkuklar varlıkların toplamına bölünerek işletmeler arasındaki büyüklük farkı ortadan giderilmeye çalışılmıştır. Ancak işletmelerin faaliyetlerindeki değişim sonucu tahakkukların normal seviyesinin değişeceğine dair bir yaklaşımda bulunulmamıştır. Jones, takdire bağlı olmayan tahakkuklardaki değişimin işletmenin ekonomik durumundaki değişimlerden de etkileneceği varsayımından hareket etmiştir. Örneğin bir işletmenin toplam tahakkuklarındaki artış takdire bağlı tahakkuklar nedeniyle değil, işletmenin satışlarındaki artıştan kaynaklanan takdire bağlı olmayan tahakkuklardaki artıştan kaynaklanabilir. Bu nedenle DeAngelo modelinde kullanılan takdire bağlı olmayan tahakkukların seviyesinin dönemler arasında değişmeyeceği varsayımı yerine, toplam tahakkukların işletmenin ekonomik seviyesindeki değişimlerine göre toplam tahakkukların hangi yönde değişeceğine dair bir model geliştirilmiştir.

---

<sup>7</sup> Jones (1991), a.g.m.

<sup>8</sup> İngilizce'de "United States International Trade Commission" olarak adlandırılmaktadır.



$$TTAH_{it} / TV_{it-1} = \beta_0 [1 / TV_{it-1}] + \beta_1 [\Delta SATI\dot{S}_{it} / TV_{it-1}] + \beta_2 [MDV_{it} / TV_{it-1}] + \varepsilon_{it}$$

**TTAH<sub>it</sub>** : i işletmesinin t yılındaki toplam tahakkukları

**ΔSATIŞ<sub>it</sub>** : i işletmesinin t yılındaki satışları ile t-1 yılındaki satışları arasındaki fark

**MDV<sub>it</sub>** : i işletmesinin t yılındaki maddi duran varlıklarının brüt tutarı

**ε<sub>it</sub>** : i işletmesinin t yılındaki regresyon hata katsayısı

**t** : Tahmin dönemindeki yıl endeksi

Denklemden satışlardaki değişim ve brüt maddi duran varlık tutarları işletmenin değişen ekonomik durumundan kaynaklanan takdire bağlı olmayan tahakkuklardaki değişimin tutarının tahmin edilmesi için eklenmiştir. İşletmenin satışlarındaki değişim işletmenin faaliyet seviyesindeki değişimin bir göstergesidir. Brüt maddi duran varlık tutarı ise tahakkukların önemli bir unsuru olan amortisman giderinin bir göstergesi olduğu için denkleme dahil edilmiştir. Denklemden tüm unsurlar bir önceki dönem sonu aktif toplamına bölünerek işletmeler arasındaki büyüklük farkının etkilerinin yok edilmesi ve regresyon denklemindeki değişen varyans (heteroscedasticity) probleminin ortadan kaldırılması sağlanmıştır. Kârın yüksek (Jones'un çalışmasında düşük) gösterilmesine dair işlemlerin gerçekleştiği tahmin edilen olay döneminden önceki dönemler tahmin dönemi olarak adlandırılarak, regresyon denklemine dahil edilmiştir<sup>9</sup>. Bu denklem sonucu ortaya çıkacak tahminler tahakkukların normal seviyesini etkileyen faktörlerin yönünü ve büyüklüğünü belirleyecektir. Bu tahmin sonucu elde edilecek olan β<sub>0</sub>, β<sub>1</sub>, ve β<sub>2</sub> katsayıları kullanılarak olay dönemindeki takdire bağlı olmayan tahakkuklar belirlenecek ve daha sonra da ilgili dönemde gözlenen gerçek tahakkukların toplamından çıkarılarak olay dönemindeki takdire bağlı tahakkukların tutarı ortaya çıkarılacaktır.

<sup>9</sup> Jones'un çalışmasında 23 adet işletmenin 14 ile 32 yıl arasında değişen tahmin dönemleri kullanılmıştır.

$$u_{ip} = (TTAH_{ip} / TV_{ip-1}) - (b_0 [1 / TV_{ip-1}] + b_1 [\Delta SATI\dot{S}_{ip} / TV_{ip-1}] + b_2 [MDV_{ip} / TV_{ip-1}])$$

**TTAH<sub>ip</sub>** : i işletmesinin p belirleme dönemindeki toplam tahakkukları

**ΔSATIŞ<sub>ip</sub>** : i işletmesinin p belirleme dönemindeki satışları ile p-1 dönemindeki satışları arasındaki fark

**MDV<sub>ip</sub>** : i işletmesinin p belirleme dönemindeki maddi duran varlıklarının brüt tutarı

**u<sub>ip</sub>**: i işletmesinin p dönemindeki takdire bağlı tahakkukların tutarını belirleyen katsayı

**p**: Belirleme dönemindeki yıl endeksi

**b<sub>0</sub>, b<sub>1</sub>, ve b<sub>2</sub>** : β<sub>0</sub>, β<sub>1</sub> ve β<sub>2</sub>'nin belirleme dönemindeki tutarları

Örneğin, bir işletmenin tahmin dönemindeki verilerle elde edilen regresyon denklemindeki β<sub>0</sub>, β<sub>1</sub> ve β<sub>2</sub> katsayılarının sırasıyla 10, 0,5 ve -0,1 olduğu varsayılırsa, belirleme döneminde (p) satışlarındaki değişim (ΔSATIŞ) 200, brüt maddi duran varlıkları (MDV) 500, toplam tahakkukları (TTAH) 400 ve belirleme döneminden önceki dönemdeki (p-1) aktif toplamı (TV) 800 olan işletmenin takdire bağlı tahakkuklarının göstergesi olan hata katsayısı (u) şöyle hesaplanacaktır:

$$u = (400 / 800) - (10 [1 / 800] + 0,5 [200 / 800] - 0,1 [500 / 800])$$

$$u = 0,425$$

Bu durumda işletmenin ilgili dönemdeki takdire bağlı tahakkuklarının tutarı bu katsayı ile bir önceki dönem aktif toplamının çarpımı olacaktır (0,425 x 800 = 340). Buna göre işletmenin 400 olan tahakkuklarının 60'lık bölümü işletmenin genel ekonomik durumu ve faaliyetleri sonucu (takdire bağlı olmayan) oluşmuş, buna karşılık 340'lık bölümü ise işletme yöneticilerinin kârı yüksek gösterme amacıyla oluşturdukları (takdire bağlı) tahakkuklar nedeniyle oluşmuştur.

Jones modeli üzerine gerçekleştirilen bir başka çalışmada ise Cahan<sup>10</sup>, Jones modeline kukla değişkenler<sup>11</sup> ekleyerek yıl etkisi, işletmelerin etkisi ve olay etkisini<sup>12</sup> gözlemiştir.

$$\begin{aligned} TTAH_{it} / TV_{it-1} = & \beta_0 [1 / TV_{it-1}] + \beta_1 [\Delta SATIŞ_{it} / TV_{it-1}] + \beta_2 [MDV_{it} / TV_{it-1}] + \\ & \beta_3 YIL_{i1} + \beta_4 YIL_{i2} + \dots + \beta_{17} YIL_{i13} + \beta_{18} İŞL_{1t} + \beta_{19} İŞL_{2t} + \dots + \beta_{64} İŞL_{47t} + \\ & \beta_{65} SOR_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

**TTAH<sub>it</sub>** : i işletmesinin t yılındaki toplam tahakkukları

**ΔSATIŞ<sub>it</sub>** : i işletmesinin t yılındaki satışları ile t-1 yılındaki satışları arasındaki fark

**MDV<sub>it</sub>** : i işletmesinin t yılındaki maddi duran varlıklarının brüt tutarı

**YIL<sub>it</sub>** : Verilerin ait olduğu yılı gösteren kukla değişken (örneğin, gözlem döneminin ilk yılına ait ise YIL<sub>i1</sub> 1 değerini alır, diğer yıl değişkenleri 0 değerini alır).

**İŞL<sub>it</sub>** : Verilerin ait olduğu işletmeyi gösteren kukla değişken (örneğin, i işletmesine ait veriler kullanıldığında İŞL<sub>it</sub> 1 değerini alır, diğer işletme değişkenleri 0 değerini alır).

**SOR<sub>it</sub>** : Verilerin soruşturmaya uğranılan döneme ait olup olmadıklarını gösteren kukla değişken (i işletmesi t döneminde soruşturmaya uğramışsa 1 değerini, uğramamışsa 0 değerini alır).

Jones yöntemi tahakkukların tahmini ile kârın yüksek veya düşük gösterilmesi ile ilgili çalışmalarda çok fazla kullanılan bir yöntem olmuştur. Bu yöntem zaman serilerine dayanmaktadır, ilgili işletmelerin uzun geçmişi olan işletmeler olması ve bu işletmelere ait verilere de araştırmacılar tarafından ulaşılabilir olması gerekmektedir. Ancak, halka arzlarda işletmenin geçmiş dönemlerdeki finansal verilerine ulaşma olanağı kısıtlı

<sup>10</sup> Cahan (1992), a.g.m. , s. 84

<sup>11</sup> İngilizce yazında "Dummy Variable" olarak adlandırılmaktadır.

<sup>12</sup> Çalışmada anti tröst yasalarına göre soruşturmaya uğrayan işletmelerin kârı düşük gösterip göstermedikleri incelenmiştir.

olduğu için ve araştırmacıların izahnamelerde yer alan en çok üç dönem geriye giden verilere ulaşabildikleri durumlarda zaman serilerini kullanmak mümkün olamamaktadır.

Halka arzlarla ilgili çalışmalarda kesitsel<sup>13</sup> çalışmaların gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Bu konuda Friedlan gerçekleştirmiş olduğu çalışmada<sup>14</sup>, DeAngelo'nun çalışmasının değiştirilmiş bir versiyonunu kullanmıştır. DeAngelo'nun çalışması işletmelerin olay dönemindeki tahakkuklarındaki değişimin takdire bağlı tahakkuklar nedeniyle oluşacağı varsayımına dayanmaktaydı. Ancak halka arz edilen işletmeler büyüme sürecinde olan işletmeler olduğu için işletmenin faaliyetlerinin ve buna bağlı olarak da tahakkuklarının da normal olarak büyümesi beklenebilir. Bu nedenle büyümenin de tahakkukların hesaplanmasında dikkate alınması gerekmektedir, aksi takdirde işletmenin büyümesi nedeniyle oluşacak tahakkuklardaki büyümenin tamamının takdire bağlı tahakkuklar nedeniyle oluştuğu kanısına hatalı olarak varmak mümkündür.

Friedlan'ın çalışmasında tahakkuklardaki değişim iki ayrı bileşene ayrılmıştır. Birincisi işletmenin büyümesinden kaynaklanan değişim, ikincisi ise işletme yönetiminin halka arz öncesi kârı yüksek göstermek amacıyla uyguladığı politikalardan kaynaklanan değişim. Örneğin, bir işletmenin satışlarının t-1 döneminde \$10.000 iken t döneminde ikiye katlanarak \$20.000'a yükseldiği ve tahakkuklarının da aynı şekilde t-1 döneminde \$1.000 iken t döneminde \$2.000'a yükseldiği farz edilirse, işletmenin büyüme etkisi hesaba katılmadığında takdire bağlı tahakkuklarının (\$2.000 - \$1.000) \$1.000 olacağı hesaplanabilir. Ancak büyüme etkisi dikkate alındığında tahakkukların tümünün satışlardaki büyümeden kaynaklandığı tahmin edilebilir. Buna göre çalışmada büyümenin etkisini de hesaba katan bir model kullanılmıştır.

---

<sup>13</sup> İngilizce yazında "Cross Sectional" olarak adlandırılmaktadır.

<sup>14</sup> Friedlan (1994), a.g.m.

$$\text{Takdire Bağlı Tahakkuklar} = (\text{TTAH}_t / \text{SATIŞ}_t) / (\text{TTAH}_{t-1} / \text{SATIŞ}_{t-1})$$

**TTAH** : Toplam Tahakkuklar

**SATIŞ**: Satışlar

Yukarıdaki örnekte t döneminde toplam tahakkukların \$2.000 yerine \$2.100 olduğu varsayılırsa bu durumda toplam tahakkuklar satışlara oranla daha hızlı yükseldiği için \$100 tutarında takdire bağlı tahakkuk oluştuğu gözlenecektir:

$$\text{TBTAH} = (2.100 / 20.000) - (1.000 / 10.000) = 0,005$$

$$\text{TBTAH} = 0,005 \times 20.000 = 100$$

Jones modelindeki genel varsayım satışların da takdire bağlı olmadığı yönündedir. Modelde işletme yöneticilerinin kârı yüksek göstermeye çalıştıklarında satışların seviyesini hasılat henüz kazanılmadan kaydedilmediği varsayılmaktadır<sup>15</sup>. Ancak kârın yüksek gösterilmesindeki en önemli yöntemlerden bir tanesi satışların henüz gerçekleşmeden kaydedilmesidir. Dönem sonunda gelir henüz gerçekleşmeden kaydedildiğinde işletmenin satış gelirleri ve henüz satış ile ilgili nakit tahsilatı gerçekleşmediği için tahakkukları (ticari alacaklar nedeniyle) artacaktır. Ancak model, takdire bağlı olmayan tahakkuklardaki artışları satışlardaki artışlarla açıkladığı için, takdire bağlı olan bu tahakkuk hesaba katılmayacaktır. Jones modelindeki bu eksikliği aşmak için Dechow, Sloan ve Sweeney tarafından 1995 yılında “Düzeltilmiş Jones Modeli<sup>16</sup>” adlı model geliştirilmiştir.

<sup>15</sup> Patricia M. Dechow, Richard G. Sloan ve Amy P. Sweeney, “Detecting Earnings Management”, **The Accounting Review**, Nisan 1995, Vol. 70, No:2, ss: 193-225

<sup>16</sup> İlgili makalede “The Modified Jones Model” olarak adlandırılmaktadır.

Modelde olay (veya belirleme) döneminde takdire bağlı olmayan tahakkukların belirlenmesinde satışlardaki değişimler ticari alacaklardaki değişimle düzeltilerek modele katılmıştır. Böylece bu modelde olay dönemi sonundaki bilançoda yer alan tüm ticari alacakların kârın yüksek gösterilmeye dayanan işlemler sonucunda oluştuğu varsayılmıştır.

$$TBOTAH_{ip} = b_0[1 / TV_{ip-1}] + b_1[(\Delta SATIŞ_{ip} - \Delta ALACAK_{ip}) / TV_{ip-1}] + b_2[MDV_{ip} / TV_{ip-1}]$$

**TBOTAH<sub>ip</sub>** : i işletmesinin belirleme (olay) dönemindeki (p) takdire bağlı olmayan tahakkukları

**TV<sub>ip-1</sub>** : i işletmesinin belirleme (olay) döneminden bir dönem önceki (p-1) toplam varlıkları

**ΔSATIŞ<sub>ip</sub>** : i işletmesinin belirleme (olay) dönemindeki (p) satışlarının bir önceki döneme göre değişimi

**ΔALACAK<sub>ip</sub>** : i işletmesinin belirleme (olay) dönemindeki (p) ticari alacakları ile olay döneminden bir önceki dönemdeki (p-1) ticari alacakları arasındaki fark

**MDV<sub>ip</sub>** : i işletmesinin belirleme (olay) dönemindeki (p) maddi duran varlıkları

Tahmin dönemindeki regresyon denklemi Jones modeli ile aynı denklemdir. Yukarıdaki denklemde yer alan  $b_0$ ,  $b_1$  ve  $b_2$  katsayıları Jones modelindeki tahmin dönemi denklemindeki  $\beta_0$ ,  $\beta_1$  ve  $\beta_2$  katsayılarıdır.

Düzeltilmiş Jones Modeli'nin kullanıldığı bir başka çalışma da 1998 yılında Teoh, Wong ve Rao'nun çalışmasıdır<sup>17</sup>. Bu çalışmada zaman serilerine dayanan bir model yerine kesitsel bir çalışma yapılmıştır. Kesitsel çalışmanın zaman serilerine göre avantajları bulunmaktadır. Zaman serileri kullanıldığında sadece işletmelerin genel

<sup>17</sup> Teoh, Wong ve Rao, (1998) a.g.m.

ekonomik durumlarına dayanarak tahakkukların düzeyi belirlenirken, kesitsel çalışmalarda işletmelerin içinde buldukları sektörlerdeki ekonomik durum değişiklikleri de hesaba katılabilmektedir. Genel ekonomik durumdaki değişikliklere bağlı olarak değişik dönemlerde bazı sektörler diğerlerine oranla daha iyi veya daha kötü performans gösterebilmektedir. Genel sektörel durumdaki bu değişikliğin etkisini hesaba katmadan yapılacak tahakkuk tahmini, takdire bağlı tahakkukların belirlenmesinde<sup>18</sup> hatalara yol açabilmektedir.

Çalışmada önce tahakkukların normal düzeyinin tahmini için halka arz edilen işletmelerle aynı sektörde yer alan işletmeler seçilerek verileri Jones Modeli'ndeki regresyon denkleminde kullanılmıştır. Daha sonra buradan elde edilen katsayılar halka arz edilen işletmelerin verilerine uygulanarak takdire bağlı tahakkukların düzeyi belirlenmiştir. Çalışmada ayrıca halka arz edilen işletmelerin benzeri işletmeler bulunmuş ve bu işletmelerin aynı dönemdeki takdire bağlı tahakkukları incelenmiştir. Benzer işletme olarak aynı sektörde yer alan, aynı işi yapan ve satışlarının kârlılığı halka arz edilen işletmenin halka arz edildiği yıldaki satışlarının kârlılığında %80'den daha az olmayan işletmeler seçilmiştir. Daha sonra da her iki gruptaki işletmelerin takdire bağlı tahakkukları ile karşılaştırılmıştır. Eğer halka arz edilen işletmelerin tahakkuklarının tutarı halka arz edilmeyen işletmelerin tahakkuklarından daha yüksek ise bu durumda işletmenin kârını yüksek gösterdiğine dair yargıya varılmaktadır. Bu çalışmada diğer çalışmalardaki bulgulara göre daha tutucu bir yaklaşım gösterilmiş ve halka arz edilen işletmelerin halka arz dönemindeki anormal tahakkukları ayrıca benzer işletmelerin sonuçlarıyla karşılaştırılmıştır. Benzer bir çalışma 2005 yılında Kothari, Leone ve Wasley tarafından gerçekleştirilmiştir<sup>19</sup>. Bu çalışmada, incelenen grupta aynı sektörde yer alan işletmelerden aktif kârlılık oranları birbirlerine yakın olan işletmeler seçilmiştir.

---

<sup>18</sup> Çalışmada bu tahakkuklara "anormal tahakkuklar" (abnormal accruals) adı verilmektedir.

<sup>19</sup> S.P. Kothari, Andrew J. Leone ve Charles E. Wasley, "Performance Matched Discretionary Accrual Measures", **Journal of Accounting and Economics**, 2005, Vol. 39, ss: 163-197

### 3.1.2. Belirli Tahakkukların İncelenmesi

Bazı sektörlerde bazı tahakkuklar kârın yüksek gösterilmesi amacıyla daha sık kullanılabilir. Bu tahakkuklar finansal tablolarda önemli bir yer teşkil edebilmekte ve hesaplanması da yöneticilerin çeşitli varsayımları sonucunda olabilmektedir. Örneğin bankalardaki takipteki krediler için ayrılan karşılıklar, sigorta şirketlerinin ayırdıkları karşılıklar bu konuda araştırmaya konu olan karşılıklardır. Toplam tahakkukların incelenmesinde olduğu gibi bu çalışmalarda da incelenen tahakkukların normal seviyesi belirlenir ve daha sonra da bu normal seviyeye göre olay döneminde tahakkukların nasıl değiştikleri incelenir. Belirli tahakkukların incelenmesi bu tahakkukların kârın sadece küçük bir bölümünü oluşturdukları durumlarda kârın yüksek gösterilmesine kanıt oluşturamayabilmektedir. Ancak diğer taraftan da bu çalışmaların toplam tahakkukların incelenmesine göre avantajı, kârın hangi tahakkukların değiştirilmesi yoluyla yüksek gösterildiğine dair açıklama getirmesidir. Böylece bu çalışmalar analistler için belirli finansal tablo kalemlerinin incelenmesinde yol gösterici olabilmektedir.

Bu yöntemi kullanan çalışmaların başlangıcı 1988 yılında McNichols ve Wilson tarafından gerçekleştirilen çalışmadır<sup>20</sup>. Çalışmada şüpheli alacaklar karşılığı kullanılarak kârın yüksek gösterilip gösterilmediği incelenmiştir. Toplam tahakkuklar ile ilgili çalışmalarda olduğu gibi önce kârın yüksek gösterilmesinin amaçlanmadığı durumda şüpheli alacaklar karşılığı tutarının ne kadar olacağı tahmin edilmekte, daha sonra da gerçekleşen karşılık tutarı ile bu tutar karşılaştırılmaktadır.

---

<sup>20</sup> Maureen McNichols ve Peter Wilson, "Evidence of Earnings Management from the Provision for Bad Debts", **Journal of Accounting Research**, 1988, Vol. 26 Ek, ss: 1-40



1997<sup>21</sup> ve 1999<sup>22</sup> yıllarındaki çalışmalarında Beneish, SEC tarafından genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine aykırı davrandığı tespit edilen ve soruşturmaya uğrayan işletmeleri incelemiştir. Bu işletmelerle soruşturmaya uğramayan ve benzer işletmelerin verileri karşılaştırılarak sonuca ulaşılmaya çalışılmıştır. Çalışmada ticari alacaklar, stoklar, ticari borçlar gibi belirli tahakkuklarla ilişkili olan finansal oranlar kullanılarak bir model geliştirilmiştir.

Bu çalışmalarda kullanılan ilk endeks ticari alacaklar endeksidir. Bu endeks, ilgili döneme ait ticari alacakların satışlara olan oranının bir önceki döneme ait ticari alacakların satışlara olan oranına bölünmesiyle elde edilmektedir. Ticari alacaklar endeksindeki önemli ölçüdeki artışlar işletmenin satış gelirlerini kullanarak kârını olduğundan farklı göstermeye yönelik işlemler gerçekleştirdiğine yönelik beklentiyi artırmaktadır.

$$TAE = (TA_t / SATIŞ_t) / (TA_{t-1} / SATIŞ_{t-1})$$

**TAE:** Ticari alacaklar endeksi

**TA:** Ticari alacaklar

**SATIŞ:** Satışlar

Bir başka endeks ise brüt kâr marjı endeksidir. Bu endekse, bir önceki döneme ait brüt kâr marjının ilgili dönemdeki brüt kâr marjına bölünmesi sonucu ulaşılmaktadır. Brüt kâr marjı endeksinin 1'den yüksek olması işletmenin brüt kâr marjının kötüleştiği anlamına gelmektedir. Bu nedenle de brüt kâr marjı kötüleşen işletmenin kârı yüksek göstermeye çalışacağı beklenmektedir.

<sup>21</sup> Messod D. Beneish, "Detecting GAAP Violation: Implications for Assessing Earnings Management Among Firms with Extreme Financial Performance", **Journal of Accounting and Public Policy**, 1997, Vol. 16, No. 3, ss: 271-309

<sup>22</sup> Messod D. Beneish, "The Detection of Earnings Manipulation", **Financial Analysts Journal**, 1999, Vol. 59, No. 5, ss: 24-36

$$BKME = [(SATIŞ_{t-1} - SM_{t-1}) / SATIŞ_{t-1}] / [(SATIŞ_t - SM_t) / SATIŞ_t]$$

**BKME** : Brüt kâr marjı endeksi

**SATIŞ**: Satışlar

**SM** : Satışların maliyeti

Varlık kalitesi endeksi, toplam varlıkların içinde dönen varlıklar ile maddi duran varlıklar dışındaki duran varlıkların oranındaki değişimi göstermektedir. Bu endeksin 1'den yüksek olması, şirketin giderlerini aktifleştirerek kârını yüksek gösterdiğine dair beklentiyi artırmaktadır.

$$VKE = [1 - ((DV_t + MDV_t) / TV_t)] / [1 - ((DV_{t-1} + MDV_{t-1}) / TV_{t-1})]$$

**VKE** : Varlık kalitesi endeksi

**DV** : Dönen varlıklar

**MDV** : Maddi duran varlıklar

**TV** : Toplam varlıklar

Satış büyüme endeksi satışların bir önceki döneme göre hangi oranda büyüdüğünü göstermektedir. Benzer şirketlere oranla önemli ölçüde yüksek büyüme hızı işletmenin kârı yüksek gösterdiğine dair şüpheleri artırmaktadır.

$$SBE = \text{SATIŞ}_t / \text{SATIŞ}_{t-1}$$

**SBE** : Satış büyüme endeksi

**SATIŞ** : Satışlar

Amortisman gideri endeksi de işletmenin maddi duran varlıkları ile amortisman giderleri arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Bu endeksin 1'den yüksek olması işletmenin amortisman giderlerini azaltmak yoluyla kârını yüksek gösterdiği yönünde bir beklenti yaratmaktadır.

$$AGE = [\text{AG}_{t-1} / (\text{AG}_{t-1} + \text{MDV}_{t-1})] / [\text{AG}_t / (\text{AG}_t + \text{MDV}_t)]$$

**AGE** : Amortisman gideri endeksi

**AG** : Amortisman gideri

**MDV** : Maddi duran varlıklar

Pazarlama, satış, dağıtım ve genel yönetim giderleri endeksi satışlarla faaliyet giderleri arasındaki ilişkiyi belirlemektedir. Bu endekste önemli azalmaların, işletmenin faaliyet giderlerinin düşük gösterildiğine veya satışlarının yüksek gösterildiğine dair bir gösterge olarak algılanabilmektedir.

$$\text{PSD-GYGE} = [(\text{PSD}_t + \text{GYG}_t) / \text{SATIŞ}_t] / [(\text{PSD}_{t-1} + \text{GYG}_{t-1}) / \text{SATIŞ}_{t-1}]$$

**PSD – GYGE** : Pazarlama, satış, dağıtım ve genel yönetim giderleri endeksi

**PSD** : Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri

**GYG** : Genel yönetim giderleri

**SATIŞ** : Satışlar

Borçlanma yapısı değişim endeksi, işletmenin borçlarının toplam aktiflerine oranı olarak hesaplanmaktadır. Borçlanma yapısı bozulan işletmelerin kârlarını yüksek göstermeye daha yatkın olduğu varsayımından hareketle bu değişken çalışmaya dahil edilmiştir.

$$\text{BYDE} = [(UVB_t + KVB_t) / TV_t] / [(UVB_{t-1} + KVB_{t-1}) / TV_{t-1}]$$

**BYDE** : Borçlanma yapısı değişim endeksi

**UVB** : Uzun vadeli borçlar

**KVB** : Kısa vadeli borçlar

**TV** : Toplam varlıklar

Toplam tahakkuklar endeksi, toplam tahakkukları inceleyen modellerde olduğu gibi (Healy, DeAngelo, Jones modelleri) işletmelerin kârlarını yüksek göstermeleri sonucunda tahakkuklarının artacağı yönündeki varsayım nedeniyle çalışmaya dahil edilmiştir.

$$TTAHE = (\Delta DV_t - \Delta HD_t - \Delta KVB_t + \Delta UVBAT_t + \Delta \ddot{O}V_t - \Delta \dot{I}G_t) / TV_t$$

**TTAHE** : Toplam tahakkuklar endeksi

**DV** : Dönen varlıklar

**HD** : Hazır değerler

**KVB** : Kısa vadeli borçlar

**UVBAT** : Uzun vadeli borçlar anapara taksit ve faizleri

**ÖV** : Ödenecek vergiler

**AİG** : Amortisman ve itfa giderleri

**TV** : Toplam varlıklar

$\Delta$  : İlgili değişkendeki t dönemi ile t-1 dönemi arasındaki değişim

Beneish, çalışmasında aşağıdaki modeli kullanarak probit analizi<sup>23</sup> yapmıştır.

$$M_i = \beta' X_i + \epsilon_i$$

**M<sub>i</sub>** : SEC tarafından soruşturmaya uğrayan işletmeler için 1, kontrol amacıyla kullanılan işletmeler için 0 değerini alan bağımlı değişken.

**X<sub>i</sub>** : Endeks değerlerinin oluşturduğu bağımsız değişken matrisi

**ε<sub>i</sub>** : Hata terimi

Analiz sonucunda M<sub>i</sub> değerini oluşturan katsayılar aşağıdaki gibi oluşmuştur:

<sup>23</sup> Bağımlı değişkenin iki uçlu olduğu (0 veya 1) özel bir regresyon modeli.

$$M_i = -4,840 + (0.920 \times TAE) + (0.528 \times BKME) + (0,404 \times VKE) + (0,892 \times SBE) + (0,115 \times AGE) + (-0,172 \times PSDGYGE) + (-0,327 \times BYE) + (4,679 \times TTAHE)$$

Herhangi bir işletmenin bu denklemi oluşturan oranlardan oluşan endeksleri hesaplandığında çıkacak M değerinden, o işletmenin kârını yüksek göstermek amacıyla işlemler gerçekleştirip gerçekleştirmediğini anlamak mümkündür. Buna göre, M katsayısı %2,94'den düşük olan işletmelerle ilgili bu yönde bir bulguya ulaşılamamakta, %2,94 - %5,99 olan işletmelerde bu yönde bir olasılık olduğu, %5,99 - %11,32 olduğunda bu konuda ciddi bir risk bulunduğu ve %11,32'den daha yüksek M katsayısı olduğunda ise kârın yüksek gösterildiğine dair çok önemli tehlikenin bulunduğu sonucu çıkarılabilmektedir. Beneish modeli, incelediği işletmenin kârı yüksek gösterip göstermediğine dair araştırma yapan analistlere yol gösterici sonuçlar içermesi açısından önemli bir modeldir.

Beneish modeli ülkemizde de bir çalışmada kullanılmıştır<sup>24</sup>. 1992-2004 arasındaki bilgiler SPK ve IMKB bültenleri taranarak 1997 yılı için “finansal bilgi manipülasyonuna giden” 27 adet işletme seçilmiş ve 99 adet de kontrol işletmesi seçilmiştir. Bağımsız değişkenler olarak Beneish modelindeki satışlardaki büyüme endeksi (SBE) söz konusu yıllardaki yüksek enflasyon nedeniyle büyüme oranının tespit edilemeyeceği gerekçesiyle çıkarılmıştır. Bu değişkenlere ek olarak stokların satışlara oranı (SSE) ve finansman giderlerinin satışlara oranı (FSE) bağımsız değişken olarak kullanılmıştır.

Çalışmada elde edilen sonuçlara göre, ticari alacaklar endeksi (TAE), brüt kar marjı endeksi (BKME), amortisman gideri endeksi (AGE), finansman giderlerinin satışlara oranı (FSE), aktif kalitesi endeksi (AKE) ve stokların satışlara oranı (SSE) bağımsız

---

<sup>24</sup> Küçüksözen ve Küçükkocaoğlu (2004), a.g.m.

değişkenlerinin ülkemizde finansal bilgi manipülasyonunu ortaya çıkarmada anlamlı göstergeler olarak kullanılabilceği sonucuna varılmıştır.

Yazarlara göre, ülkemizde M katsayısı %12,17'den düşük olan işletmelerde finansal bilgi manipülasyonunun olduğuna dair bulguya ulaşamadığı, %12,18 - %27,98 olan işletmelerde bu yönde bir olasılık olduğu, %27,99 - %58,50 olduğunda bu konuda ciddi bir risk bulunduğu ve %58,51'den daha yüksek M katsayısı olduğunda ise kârın yüksek gösterildiğine dair çok önemli tehlikenin bulunduğu sonucu çıkarılabilmektedir.

2002 yılında gerçekleştirilen bir başka çalışmada<sup>25</sup>, ticari alacaklar, ticari borçlar, stoklar, gider tahakkukları ve amortisman giderleri incelenmiştir. Bu ayrı tahakkuk kalemleri için önce beklenmeyen değişim<sup>26</sup> hesaplaması yapılmıştır. Beklenmeyen değişim hesaplaması, tahakkuk kalemlerinin oluşmasına neden olan finansal tablo kalemlerindeki bir önceki döneme oranla oluşan büyüme katsayısı ile ilgili tahakkuk kaleminin beklenen seviyesinin belirlenmesi ve gerçekleşen tahakkuk kalemi ile arasındaki farkın alınması sonucu elde edilmektedir. Bu tutarın daha sonra işletmenin bir önceki dönemdeki aktif toplamına bölünmesi ile de, işletmeler arasındaki büyüklük farkının etkisi de giderilmektedir. Örneğin, işletmenin satışları bir önceki dönemde 1.000 ise ve bir sonraki dönemde satış tutarı 1.500'e yükseldiyse satışların büyüme katsayısı (1.500/1.000) 1,5 olacaktır. Bu durumda bir önceki dönemde ticari alacakları 100 olan işletmenin ticari alacaklarının (100 x 1,5) 150 olması beklenir. Ancak, işletmenin ticari alacaklarının tutarı 180 olduysa, bu durumda ticari alacaklardaki beklenmeyen değişim (180-150) 30 olacaktır.

---

<sup>25</sup> Marquard ve Wiedman (2002), a.g.m.

<sup>26</sup> İngilizce yazında "unexpected change" olarak adlandırılmaktadır.

Beklenmeyen değişim tutarları hesaplandıktan sonra, işletmeyle aynı sektörde ve benzer finansal tablo sonuçları olan işletmelerde de aynı hesaplamalar yapılarak beklenmeyen değişimlerle ilgili normal tutarlar belirlenmiştir. Böylece ilgili sektörde yaşanan ekonomik değişimler sonucunda oluşan tahakkuklardaki normal seviyelerdeki değişimler de hesaplanmıştır. Daha sonra her iki gruptaki beklenmeyen değişimler tutarları arasındaki farklar alınarak kârı yüksek (veya düşük) gösterdiğine dair kanıt aranan işletmelerin bu tahakkuklarındaki beklenmeyen değişimlerdeki anormal farklar hesaplanmıştır. Aşağıda bu hesaplamalar sonucu hisse senetleri halka arz edilen işletmeler ile ilgili halka arz dönemlerinde elde edilen sonuçlar verilmiştir.

<i>Değişken</i>	<i>Halka Arz Edilen İşletmeler</i>		<i>Benzer İşletmeler</i>		<i>Fark</i>	
	<i>A</i>		<i>B</i>		<i>(A-B)</i>	
	<i>Ortalama</i>	<i>Ortanca</i>	<i>Ortalama</i>	<i>Ortanca</i>	<i>Ortalama</i>	<i>Ortanca</i>
<i>TABD</i>	1,240	0,356	0,004	0,000	1,236	0,423
<i>STOKBD</i>	0,367	0,072	-0,521	-0,033	0,888	0,108
<i>TBBD</i>	-0,649	-0,003	-0,357	-0,050	-0,292	0,083
<i>GTBD</i>	-0,065	-0,031	0,069	0,000	-0,134	0,010
<i>AGBD</i>	-0,427	-0,021	0,034	0,053	-0,462	-0,001

*Tablo 3.1.* Hisse senetleri halka arz edilen işletmeler ile kontrol amacıyla kullanılan benzer işletmelerin ticari alacaklarındaki (TABD), stoklarındaki (STOKBD), ticari borçlarındaki (TBBD), gider tahakkuklarındaki (GTBD) ve amortisman giderlerindeki (AGBD) beklenmeyen değişimler. (*Kaynak:* Marquard ve Wiedman, (2002), a.g.m.)

Varlıkların içinde sınıflandırılan tahakkuklardaki beklenmeyen değişimler incelendiğinde halka arz edilen işletmelerin halka arz edilen dönemlerde diğer işletmelere göre daha yüksek oranlarda ticari alacak ve stoklarda artış gerçekleştirdiği ve bu nedenle de aradaki farkın pozitif olduğu görülmektedir. Diğer taraftan yükümlülükler ve giderler arasında sınıflandırılan tahakkuklardaki beklenmeyen değişimlerde ise halka



arz edilen işletmelerin beklenmeyen değişimlerinin daha düşük olduğu ve aradaki farkın da negatif olduğu görülmektedir.

### *3.1.3. Kârlardaki Frekans Dağılımının İncelenmesi*

Kârların çeşitli istatistik yöntemleri ile incelenmesi sonucu kârın yüksek gösterilip gösterilmediğini inceleyen çalışmalar da bulunmaktadır. Bu çalışmalarda kârların daha önceden belirlenmiş referans noktalarına göre dağılımı incelenmiş ve kârların bu referans noktasının üzerindeki ve altındaki dağılımının düzenli olup olmadığı ve bu dağılımda kârın yüksek gösterildiğinin göstergesi olabilecek ani sıçramaların olup olmadığı incelenmiştir<sup>27</sup>.

Bu çalışmaların öncüsü sayılabilecek olan çalışma, 1997 yılında Burgstahler ve Dichev tarafından gerçekleştirilen çalışmadır<sup>28</sup>. Çalışmada kârların azalması veya zararın önlenmesi amacıyla yöneticilerin kârları yüksek gösterip göstermedikleri incelenmiştir. Çalışmada kârların dağılımı incelendiğinde, işletmelerin kâr tutarlarının düşük tutarlarda azalmasına veya işletmelerin düşük tutarlarda zarar açıklamalarına dikkati çekecek ölçüde az karşılaşıldığı görülmüştür. Buna karşılık, düşük tutarlarda kâr artışına veya düşük tutarlarda kâr açıklamalarına da dikkati çekecek ölçüde sık rastlanıldığı görülmüştür. İşletme yöneticileri küçük de olsa kârlarını artırmış olmayı isterler. Böylece başarılı olduklarına dair bir etki yaratmak isteyeceklerdir. Bu nedenle ilgili dönemde bir önceki döneme oranla kârın az da olsa düşeceğini gördüklerinde kârı yüksek göstermeye çalışırlar. Aynı şekilde, zarar açıklamak yerine çok düşük de olsa kâr açıklamayı tercih edeceklerdir. Eğer yöneticiler ilgili dönemde zarar edeceklerini düşünürlerse ve bu zararın düşük de olsa kâra dönüşmesi mümkünse kârı yükselteceklerdir.

---

<sup>27</sup> McNichols (2000), a.g.m.

<sup>28</sup> David Burgstahler ve Ilia Dichev, "Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses", **Journal of Accounting and Economics**, 1997, Vol. 27, ss: 99-126

İşletmelerin kârlarındaki azalmaktan sakınıp sakınmadıklarını ölçmek için kârlardaki değişim incelenmiştir. Eğer kârlardaki değişimin dağılımı kesintisiz bir normal dağılım gösteriyorsa bu durumda test edilen hipotez doğrulanmayacaktır. Ancak bu dağılım sıfırın etrafında kesintiye uğruyorsa ve orada önemli ölçüde bir sıçrama yaşıyorsa bu durumda da hipotez doğrulanacaktır. Bu amaçla örneklemedeki işletmelerin kârlarındaki değişim, işletmelerin piyasa değerlerine bölünmüş ve böylece kâr değişimindeki büyüklük etkisi ortadan kaldırılmıştır.

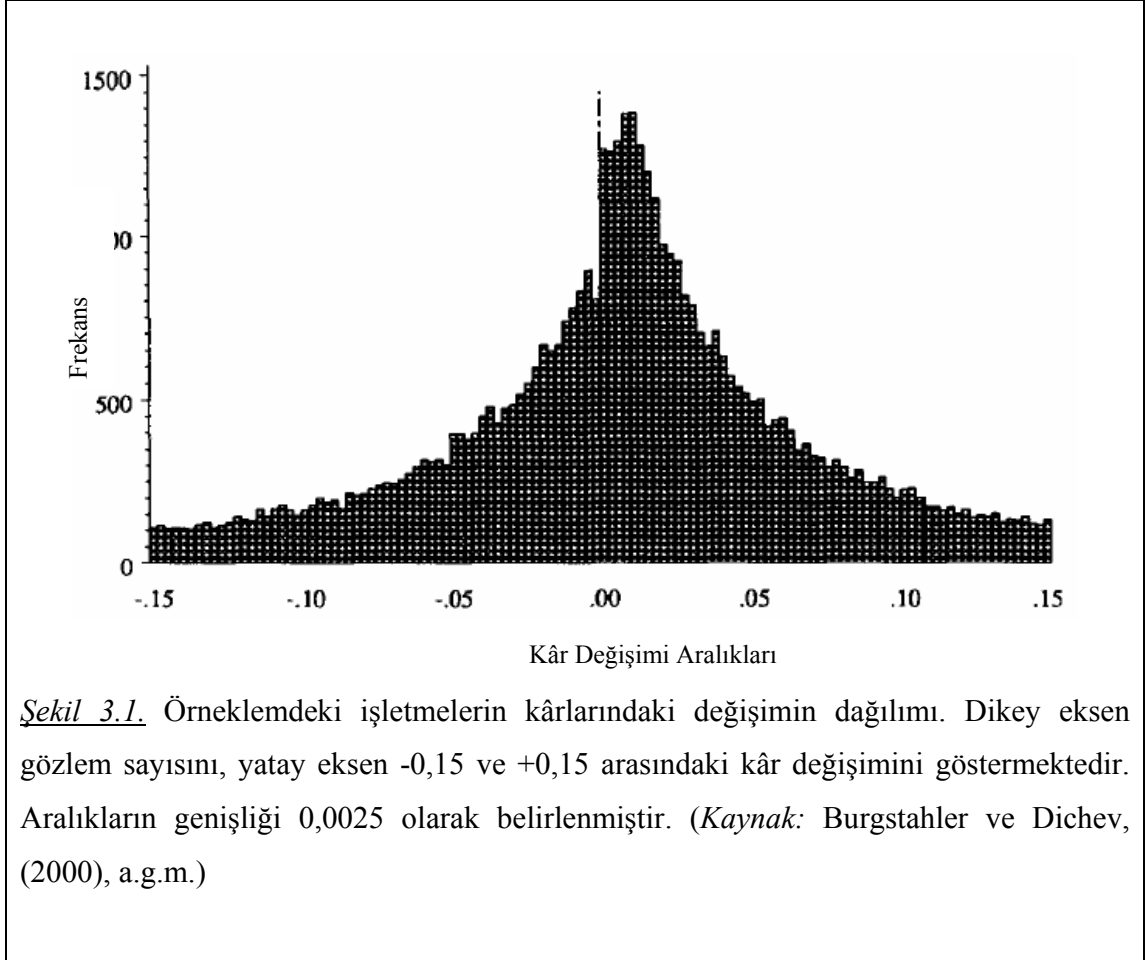
$$\Delta NDKE_t = (NDK_t - NDK_{t-1}) / PD_{t-2}$$

**$\Delta NDKE$**  : Net dönem kârındaki değişim endeksi

**$NDK$**  : Net dönem kârı

**$PD$**  : Piyasa Değeri

Örneklemedeki işletmelerin yukarıdaki denkleme göre hesaplanan kârlarındaki değişim grafiğe aktarıldığında aşağıdaki şekil ortaya çıkmaktadır:



*Şekil 3.1.* Örneklemdaki işletmelerin kârlarındaki değişimin dağılımı. Dikey eksen gözlem sayısını, yatay eksen -0,15 ve +0,15 arasındaki kâr değişimini göstermektedir. Aralıkların genişliği 0,0025 olarak belirlenmiştir. (Kaynak: Burgstahler ve Dichev, (2000), a.g.m.)

Şekilde görüldüğü üzere 0'dan bir kademe (0,0025) düşük kâr değişimi azalırken 0'dan bir kademe yüksek kâr değişiminde önemli ölçüde yükseliş görülmektedir. Şeklin çan eğrisi şeklinde olması gerekirken, 0'ın etrafında kesintiye uğradığı görülmektedir.

Örnekleme önceki dönemde kâr düşüşü yaşayan işletmeler, önceki bir veya iki dönemde kâr artışı yaşayan işletmeler ve önceki üç veya daha fazla dönemde kâr artışı yaşayan işletmeler olarak bölündüğünde, önceki dönemde kâr düşüşü yaşayan işletmelerin kâr değişimi 0'ın etrafında uğradığı kesinti daha düşük olurken bu kesinti önceki dönemlerde kesintisiz olarak kâr artışı yaşayan işletmelerde giderek daha belirgin hale gelmiştir. Bu da işletme yöneticilerinin arka arkaya gelen kâr artışlarını kesintiye

uğratmamak için kârı yüksek göstermeye yönelik işlemleri daha fazla gerçekleştirdiği sonucunu destekler niteliktedir.

İşletmelerin düşük tutarda zarar açıklama ihtimali doğduğunda kârı yüksek gösterdiğine dair hipotezi test etmek için kâr tutarlarının piyasa değerlerine bölünmesi sonucu elde edilen oranların dağılımı incelenmiştir.

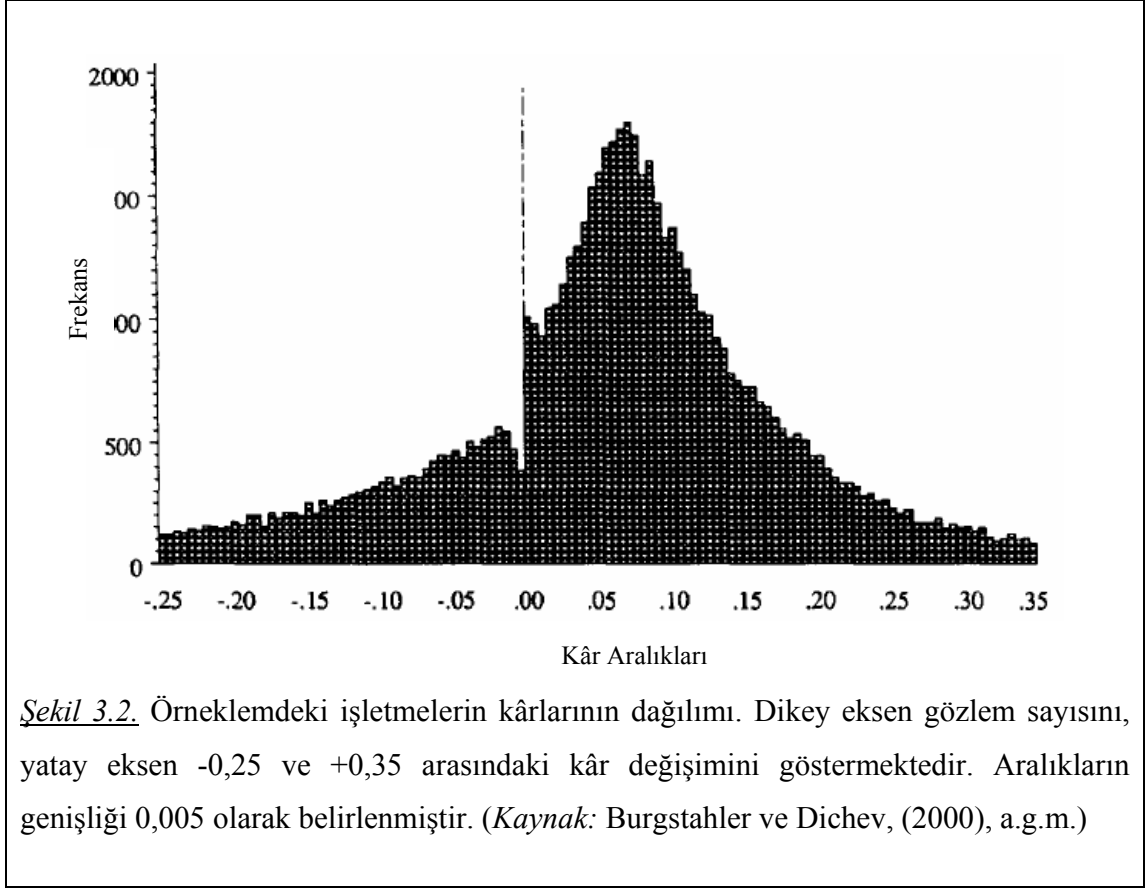
$$NDKE_t = NDK_t / PD_{t-1}$$

**NDKE** : Net dönem kârı endeksi

**NDK** : Net dönem kârı

**PD** : Piyasa Değerli

Bu denklem sonucunda elde edilen sonuçlarla oluşturulan histogram grafiği aşağıdadır:



İşletmelerin kârlarının dağılımı incelendiğinde çok düşük zararlar açıklayan işletmelerin sayısı birden düşerken, çok düşük kâr açıklayan işletmelerin sayısı birden yükselmektedir. Çan eğrisi 0 noktasında önemli ölçüde kesintiye uğramaktadır.

Örneklem daha önce olduğu gibi tekrar daha önceki dönemde zarar açıklayan, önceki bir veya iki dönemde arka arkaya kâr açıklayan ve önceki üç veya daha fazla dönemde arka arkaya kâr açıklayan işletmeler olarak üçe bölündüğünde, önceki dönemde zarar açıklayan işletmelerde 0'ın etrafındaki kesinti daha az olurken, arka arkaya kâr açıklama dönemi arttıkça kesinti daha belirgin hale gelmiştir. Bu da işletmelerin arka arkaya başarılı oldukları dönemlerden sonra başarısız görünmek istemedikleri için kârlarını yüksek gösterdiklerine yönelik kanıyı desteklemektedir.

Çalışmada elde edilen sonuçlara göre, kâr azalışı yaşayan işletmelerin %8'i ile %12'si arasındakiler kârlarını artırarak düşük miktarlarda kâr artışı açıklamaktadırlar. Düşük tutarda zarar eden işletmelerin %30'u ile %44'ü arasındakiler de kârlarını artırarak düşük tutarlarda kâr açıklamaktadırlar.

1999 yılında gerçekleştirilen bir başka çalışmada<sup>29</sup> DeGeorge, Patel ve Zeckhauser, Burgstahler ve Dichev'in çalışmasında olduğu gibi belirli sınırlar belirlemiş ve yöneticilerin bu sınırları aşmak için kârı yüksek gösterip göstermediğini ölçmüştür. Bu sınırlardan birincisi ufak da olsa kâr etme sınırı, ikincisi bir önceki döneme oranla daha iyi kâr tutarı açıklama sınırı ve üçüncüsü ise analistlerin kâr beklentileridir.

Bir önceki döneme göre daha iyi hisse başına kâr açıklamak amacıyla kârın yüksek gösterilip gösterilmediğinin incelenmesi amacıyla hisse başına kârdaki değişim incelenmiştir. Değişimle ilgili olarak çizilen histogram grafiğinde Burgstahler ve Dichev'in çalışmasında olduğu gibi 0 noktasının sağ tarafında önemli bir yükseliş gözlemlenmiştir. Ancak Burgstahler ve Dichev'in çalışmasındaki 0'dan bir kademe düşük aralıktaki düşüş bu çalışmada görülmemektedir. Yazarlar bu durumun nedeninin kâr tutarının piyasa değerine bölünmesinden kaynaklanan yöntem farkından kaynaklandığını belirtmektedirler.

İşletmelerin analistlerin kâr beklentilerini karşılamak amacıyla kârlarını yüksek gösterip göstermediklerini ölçmek amacıyla tahminlerdeki hisse başına kâr tutarı ile gerçekleşen hisse başına kâr tutarı arasındaki farkı almışlar ve bu farka "tahmin hatası"<sup>30</sup> adını vermişlerdir. Tahmin hatalarının dağılımı incelendiğinde ise, 0'ın etrafındaki tahmin hatalarının yoğunluğu dikkat çekmektedir. Buna karşılık -0,01 ile -\$0,02 arasında yoğunluk önemli ölçüde düşük iken, 0,01 ile 0,02 arasındaki yoğunluğun görece olarak çok daha yüksek olduğu görülmektedir. Tahmin edilen hisse başına kâr tutarı ile

---

<sup>29</sup> François DeGeorge, Jayendu Patel ve Richard Zeckhauser, "Earnings Management to Exceed Thresholds", *Journal of Business*, 1999, Vol. 72, No. 1, ss: 1-33

<sup>30</sup> Makalede "forecast error" olarak adlandırılmaktadır.

gerçekleşen hisse başına kâr tutarının birbirlerine eşit olduğu durumları tahminlerin çok başarılı olduğu şeklinde yorumlamak mümkündür. Buna karşılık, negatif tahmin hatasının pozitif tahmin hatasına göre oldukça düşük yoğunlukta olması çalışmada, işletme yöneticilerinin tahminlerdeki hisse başına kâr tutarını tutturabilmek için kârı yüksek gösterdikleri şeklinde yorumlanmıştır.

İşletmelerin kâr etme sınırları incelendiğinde ise hisse başına kârın \$0,01 olduğu durumda yoğunluğun önemli ölçüde artış gösterdiği görülmüştür. Bu durum da işletmelerin kâr etme sınırlarında kârı yüksek göstererek ufak da olsa kârlı olmayı tercih ettiklerini göstermektedir.

Çalışmada ayrıca bu üç kâr sınırının hangilerinin daha önemli olduğuna dair araştırma yapılmıştır. Buna göre yöneticilerin öncelikle kâr etme sınırına önem verdikleri, bu sınıra ulaşıldıktan sonra bir önceki döneme göre kârlarını artırmaya önem verdikleri, en son olarak da analistlerin tahminlerini tutturmaya çalıştıkları ortaya çıkarılmıştır.

Kârların dağılımı ile ilgili çalışmalar işletmelerin hangi durumlarda kârlarını yüksek gösterdiğini ölçtüklerine dair genel bir yaklaşım getirmektedir. Tahakkukların ölçümü ile ilgili çalışmalarda kârların yüksek gösterilmeden önceki durumu ile yüksek gösterildikten sonraki durumu arasındaki yöneticilerin takdirlerinden oluşan farklılıklar incelenmektedir. Buna karşılık kârların dağılımının incelendiği çalışmalarda belirli sınırlar belirlenmekte ve bu sınırlar çerçevesinde kârların hangi ölçüde değiştiği incelenmektedir.

### **3.2. Araştırmanın Yöntemi**

Bu bölümde ülkemizde 1994-2001 yılları arasında hisse senetleri halka arz edilen işletmelerin halka arz döneminde kârlarını yüksek gösterip göstermediklerine dair çalışma gerçekleştirilecektir.

### 3.2.1. Araştırmanın Hipotezleri

Hisse senetleri halka arz edilen işletmeler hakkında tüm yatırımcılar tarafından elde edilen bilgi sınırlıdır. Bu nedenle, yatırımcılar işletme tarafından sunulan izahnamelere dayanarak işletme hakkında bilgi sahibi olmaya çalışırlar. Ülkemizde hisse senetleri ilk defa halka arz edilecek olan işletmeler izahnamelerinde son üç yıllık finansal tablolarını yayınlamak zorundadır. Ayrıca işletmelerin son halka arz dönemi öncesindeki iki yıla ilişkin finansal tablolarına göre kâr etmiş olması gerekmektedir. Halka arz öncesindeki son dönemde işletme yöneticilerinin kârı yükselterek hem kâr etme şartını yerine getirecekleri hem de değerlemenin yapılacağı son finansal tablo halka arz öncesinde yayımlanan yıllık finansal tablodur. Bu nedenle, işletme yöneticileri halka arz dönemi öncesinde kârlarını yüksek göstererek halka arzda hisse senedi fiyatlarının yüksek çıkmasını sağlamaya çalışabilmektedir. Friedlan, yaptığı çalışmada halka arz öncesi yayımlanan son finansal tablolarda kârın yüksek gösterildiğini ortaya çıkarmıştır<sup>31</sup>. Buna karşılık Aharony, Lin ve Loeb'in 1993 yılında yapmış oldukları çalışmada halka arz öncesi kârın yüksek gösterildiğine dair kanıt elde edilememiştir<sup>32</sup>. Çalışmada önce ülkemizde halka arz dönemi ve ondan önceki dönemde takdire bağlı tahakkukların yüksek olup olmadığı incelenecektir. Buna bağlı olarak çalışmanın birinci hipotezi aşağıdaki gibi olacaktır:

***H<sub>1</sub> : Halka arz dönemi öncesindeki yılda takdire bağlı tahakkuklar bir önceki yıla göre önemli ölçüde artmaktadır.***

Halka arzın gerçekleştiği yılın sonunda oluşacak finansal tablolar halka arz sırasında mevcut değildir. Ancak halka arz dönemindeki son ara finansal tablolar izahnamelerde yayımlanmak zorundadır. Ayrıca, işletmelerin halka arz sonrasında hemen kârlarını düşürecekleri beklenmemektedir. İşlemeler halka arz döneminin hemen sonrasında hisse

---

<sup>31</sup> Friedlan (1994), a.g.m.

<sup>32</sup> Joseph Aharony, Chan-Jane Lin ve Martin Loeb, "Initial Public Offerings, Accounting Choices and Earnings Management", *Contemporary Accounting Research*, 1993, Vol. 10, No. 1, ss: 61-83



senetlerinin değerlerinin düşmesini istemezler. Bunun nedenlerinden bir tanesi halka arzın başarısız görünmesini istememeleridir. Böylece işletme daha sonra gerçekleştireceği ikincil halka arzlarda daha önce yaşanan halka arz süreci sonucunda yaşanan olumsuzluklar nedeniyle talebin düşmesini istemezler. Bir diğer neden halka arz dönemi sonrasındaki altı aylık zorunlu bekleme süresidir. Buna göre işletme ve ortaklar 180 gün boyunca hisse senetlerini satamayacaklardır. Elleriindeki hisseleri bu süreç sonunda satmayı düşünen ortaklar ve yöneticiler hisse senetlerinin fiyatlarının bu sürecin sonuna kadar düşmesini istemeyebilmektedirler. Bu nedenle halka arz dönemindeki yılsonu finansal tablolarda kârın yüksek gösterileceği beklenmektedir. Çalışmanın ikinci hipotezi aşağıdaki gibi olacaktır:

***H<sub>2</sub> : Halka arz yılında takdire bağlı tahakkuklar önemli ölçüde artmaktadır.***

Uzun vadede işletmelerin nakit akışları ile kârları birbirlerine eşit olmaktadır. Bu nedenle takdire bağlı tahakkuklar nakde dönüşmedikleri için belirli bir dönem içinde negatif olacaktır. Bu beklentiye bağlı olarak çalışmanın üçüncü hipotezi aşağıdaki gibi olacaktır:

***H<sub>3</sub> : Halka arz sonrasındaki yıllarda takdire bağlı tahakkuklar önemli ölçüde azalmaktadır.***

### ***3.2.2. Örnek Seçimi***

Çalışmada 1994 – 2001 yılları arasında hisse senetleri halka arz edilen işletmeler seçilmiştir. Araştırma yöntemi gereği halka arz dönemi sonrasındaki iki yıllık finansal tablo verileri de kullanılacağı için ve 2003 yılı finansal tabloları enflasyona göre düzeltilmiş<sup>33</sup>, konsolide<sup>34</sup> veya UFRS'ye<sup>35</sup> uygun yayımlandığı için 2001 yılı sonrası

---

<sup>33</sup> SPK Seri XI, No: 20

<sup>34</sup> SPK Seri XI, No: 21

halka arz edilen işletmeler örnekleme dahil edilmemiştir. *Tablo 3.2*'de ülkemizde ilgili dönemde ülkemizde gerçekleşen halka arzların yıllara göre dağılımı verilmiştir.

Yıl	İşletme Sayısı
1994	25
1995	29
1996	27
1997	29
1998	20
1999	10
2000	35
2001	1
<i>Toplam</i>	<i>176</i>

*Tablo 3.2.* 1994-2001 döneminde gerçekleşen birincil halka arzlar.

İlgili dönem içinde ülkemizde toplam 176 adet birincil halka arz gerçekleşmiştir. Bu işletmelerden holdingler, gayrimenkul yatırım ortaklıkları, yatırım ortaklıkları, sigorta şirketleri, bankalar, finansal kiralama şirketleri, risk sermayesi yatırım ortaklıkları, menkul değerler aracı kurumları, faktoring şirketleri ve finans kurumları olarak sınıflandırılan 60 adedi çıkarılmıştır. Ayrıca halka arz dönemi öncesinde üç tam yıllık ve halka arz dönemi sonrasında da iki tam yıllık finansal tablo verilerine ve açıklamalarına sağlıklı olarak ulaşılabilen 21 adet işletme de örneklemeden çıkarılmıştır. Araştırmada kullanılan örnekleme sayısı 95'ye düşürülmüştür. Örnekleme yer alan işletmelerin halka arz dönemi öncesi finansal tablo verileri IMKB kütüphanesinde bulunan günlük bültenlerde yer alan halka arz izahnameleri taranarak elde edilmiştir. *EK I*'de örnekleme yer alan işletmeler bulunmaktadır.

---

<sup>35</sup> SPK Seri XI, No: 25

*Tablo 3.3.*'de örnekleme yer alan işletmelerin sektörlere ve yıllara göre dağılımı verilmektedir. Sektör tanımları IMKB tarafından belirlenmiş olan tanımlardır. Örneklem 16 adet sektörden oluşmaktadır. Dokuma, giyim eşyası ve deri sektörü 24 adetle en fazla temsil edilen sektördür. Bu sektörü 17 adet işletmeyle gıda, içki ve tütün sektörü, 11 adet işletmeyle de metal eşya, makine ve gereç yapım sektörü izlemektedir. Ulaştırma ve haberleşme sektörleri birer adet işletmeyle en az sayıda işletmenin yer aldığı sektörlerdir. Halka arz yılı olarak da 2000 yılı 24 adet işletmeyle örneklemedeki en büyük kütleli oluşturmaktadır. 1999 yılına ait sadece iki adet işletme yer almaktadır. 2001 yılında sadece bir adet banka halka arz edildiği için örnekleme temsil edilmemektedir.

SEKTÖR	YIL							TOPLAM
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	
Gıda, İçki ve Tütün	5	1	3	1	4	0	3	17
Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	2	4	6	7	4	0	1	24
Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri, Basım ve Yayın	1	1	0	0	1	0	3	6
Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	1	1	1	2	0	0	2	7
Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	0	4	0	1	0	0	2	7
Metal Ana Sanayi	0	1	0	1	0	0	0	2
Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	2	3	1	3	1	0	1	11
Diğer İmalat Sanayi	0	0	1	0	0	1	0	2
Elektrik, Gaz ve Su	0	0	0	0	0	1	3	4
Toptan Ticaret	0	0	0	1	0	0	1	2
Perakende Ticaret	2	0	1	1	0	0	0	4
Lokanta ve Oteller	0	0	0	0	0	0	2	2
Ulaştırma	0	0	1	0	0	0	0	1
Haberleşme	0	0	0	0	0	0	1	1
Tıbbi ve Diğer Sağlık Hizmetleri	0	0	0	1	0	0	1	2
Bilişim	0	0	0	0	0	0	3	3
<i>Toplam</i>	<i>13</i>	<i>14</i>	<i>14</i>	<i>18</i>	<i>10</i>	<i>2</i>	<i>23</i>	<i>95</i>

*Tablo 3.3.* Örneklemede yer alan işletmelerin sektörlere göre ve halka arz yıllarına göre dağılımı.

### 3.2.3. Model

Halka arz ile tahakkukların arasındaki ilişkinin tahmini için karma veriler<sup>36</sup> kullanılarak regresyon analizi yapılmıştır. Healy<sup>37</sup>, DeAngelo<sup>38</sup> ve Jones<sup>39</sup> modellerinde olduğu gibi işletmelerin tahakkukları takdire bağlı tahakkuklar ve takdire bağlı olmayan tahakkuklar olarak iki ayrı bileşene ayrılmaktadır.

$$\text{Toplam Tahakkuklar} = \text{Takdire Bağlı Tah.} + \text{Takdire Bağlı Olmayan Tah.}$$

Takdire bağlı tahakkuklar, işletme yöneticilerinin kârı yüksek gösterme amacı ile yaptıkları işlemler sonucu oluşan tahakkuklarındaki artıştır. Örneğin, satışların yüksek gösterilmesi sonucu alacaklarda oluşan artışlar, giderlerin aktifleştirilmesi sonucu oluşan varlık artışları, satışların maliyetinin düşük gösterilmesi sonucu oluşan borçlardaki azalışlar takdire bağlı tahakkukların doğmasına neden olmaktadır. Takdire bağlı olmayan tahakkuklar ise, işletmelerin normal ekonomik faaliyetlerindeki değişim sonucu oluşan tahakkuklardır. Örneğin, satışları artan bir işletmenin satışlarına paralel olarak alacaklarının artması, satışların maliyetinin artması sonucu ticari borçların artması beklenir.

Takdire bağlı tahakkuklar ve takdire bağlı olmayan tahakkuklar dışarıdan yapılan gözlemlerle ayırt edilemeyeceği için işletmenin takdire bağlı olmayan tahakkukları tahmin edilerek toplam tahakkuklardan çıkarılacak ve aradaki fark işletmenin takdire bağlı

<sup>36</sup> Her işletme için halka arz dönemi öncesi iki yıl, halka arz yılı ve halka arz dönemi sonrası iki yıl olmak üzere toplam 6 yıllık veriler kullanılmıştır.

<sup>37</sup> Healy (1985), a.g.m.

<sup>38</sup> DeAngelo (1986), a.g.m.

<sup>39</sup> Jones (1991), a.g.m.

tahakkukları olacaktır. McNichols ve Wilson'un 1988 yılında gerçekleştirmiş olduğu çalışmada bu işlemi aşağıdaki gibi gösterilmiştir<sup>40</sup>.

$$TBTAH_V = TTAH - TBOTAH_T$$

**TBTAH<sub>V</sub>** : Takdire Bağlı Tahakkuklar Göstergesi<sup>41</sup>

**TTAH** : Toplam Tahakkuklar

**TBOTAH<sub>T</sub>** : Takdire Bağlı Olmayan Tahakkuklar Tahmini<sup>42</sup>

Çalışmada takdire bağlı olmayan tahakkukların tahmini tutarının hesaplanması için Jones modeli uygulanacaktır. Modelde işletmenin toplam tahakkukları bağımlı değişken olarak regresyon denkleminde alınmakta ve tahakkukların takdire bağlı olmayan kısmının satışlardaki değişim ve maddi duran varlıklardaki değişim tarafından açıklanacağı önerilmektedir. İşletmeler arasındaki büyüklük farkının etkisini ortadan kaldırmak için denklemden tüm değişkenler işletmenin dönem başı varlıklarının toplamına bölünmektedir.

<sup>40</sup> McNichols ve Wilson (1988), a.g.m.

<sup>41</sup> Çalışmada "Discretionary Accruals Proxy (DAP)" olarak adlandırılmaktadır.

<sup>42</sup> Çalışmada "Non-Discretionary Accruals Estimate (NAEST)" olarak adlandırılmaktadır.

$$TTAH_{it} / TV_{it-1} = \beta_0 [1 / TV_{it-1}] + \beta_1 [\Delta SATI\text{Ş}_{it} / TV_{it-1}] + \beta_2 [MDV_{it} / TV_{it-1}] + \varepsilon_{it}$$

**TTAH<sub>it</sub>** : i işletmesinin t yılındaki toplam tahakkukları

**TV<sub>it-1</sub>** : i işletmesinin t-1 yılındaki toplam varlıkları

**ΔSATIŞ<sub>it</sub>** : i işletmesinin t yılındaki satışları ile t-1 yılındaki satışları arasındaki fark

**MDV<sub>it</sub>** : i işletmesinin t yılındaki maddi duran varlıklarının brüt tutarı

**ε<sub>it</sub>** : i işletmesinin t yılındaki regresyon hata katsayısı

**t** : Tahmin dönemindeki yıl endeksi

Modele göre, herhangi bir işletmenin takdire bağlı olmayan tahakkuklarının tahmini tutarı,  $[1 / TV_{it-1}] + \beta_1 [\Delta SATI\text{Ş}_{it} / TV_{it-1}] + \beta_2 [MDV_{it} / TV_{it-1}]$  şeklinde gösterilen tahmin denkleminde elde edilecektir. Bu durumda işletmenin takdire bağlı tahakkuklarını gösterecek olan kısım, işletmenin toplam tahakkukları ile takdire bağlı olmayan tahakkuklarının arasındaki fark, yani denklemdaki hata katsayısı,  $\varepsilon_{it}$ , olacaktır.

Ancak, Jones modelindeki hata katsayısını takdire bağlı tahakkukların tutarını belirlemede kullanmanın sakıncaları bulunmaktadır. İşletmelerin tahakkuklarının olması gereken düzeyi belirleyen etkenler olarak sadece satışlardaki değişim ve maddi duran varlık tutarı olarak saptamak, işletmeler arasındaki, sektörler arasındaki ve özellikle ekonomik krizler nedeniyle işletme performanslarının yıllar itibarıyla dalgalanması nedeniyle dış etkenlerin yıllara göre değişiklik göstermesinden kaynaklanan farklılıkları açıklamakta yetersiz kalabilmektedir. Bu nedenle Cahan<sup>43</sup> tarafından ortaya konulan ve kukla değişkenlerin dahil edildiği model kullanılarak Jones modelindeki eksiklikler aşılmaya çalışılacaktır.

---

<sup>43</sup> Cahan (1992), a.g.m.

Jones modeline yıl ve sektörleri ifade eden kukla değişkenlerin eklenmesi, tahakkukların seviyesinin yıllar içinde ekonomik koşullardaki değişimlerden ve sektörlerin özelliklerinden kaynaklanan etkiler nedeniyle değişiklik göstermesini açıklaması açısından modelin açıklayıcılığını artıracaktır. Böylece, takdire bağlı tahakkukların tutarının tahmin edilmesi için kullanılacak olan hata katsayısının ( $\epsilon_{it}$ ) belirlenmesinde ortaya çıkacak hatalar en aza indirgenmeye çalışılacaktır.

Çalışmada aşığıdaki regresyon denklemi kullanılacaktır. Buna göre halka arz yılından iki yıl önceki yılsonu (T-2), bir yıl önceki yılsonu (T-1), halka arz yılı sonu (T0), halka arzdan bir yıl sonraki yılsonu (T+1) ve halka arzdan iki yıl sonraki yılsonu (T+2) verileri kullanılarak regresyon denklemi hesaplanacaktır. Her dönemdeki hata katsayılarının ortalama ve ortanca değerleri hesaplanacaktır. Bu değerler takdire bağlı tahakkukların ortalama ve ortanca değerlerini oluşturacaktır. Bu değerler incelenerek araştırmanın hipotezlerinin doğruluğu test edilecektir.



$$TTAH_{it} / TV_{it-1} = \beta_0 [1 / TV_{it-1}] + \beta_1 [\Delta SATIŞ_{it} / TV_{it-1}] + \beta_2 [MDV_{it} / TV_{it-1}] + \beta_3 YIL(1992) + \beta_4 YIL(1993) + \dots + \beta_{13} YIL(2002) + \beta_{14} GIDA + \beta_{15} TEKSTİL + \dots + \beta_{29} BİLİŞİM + \varepsilon_{it}$$

**TTAH<sub>it</sub>** : i işletmesinin t yılındaki toplam tahakkukları

**TV<sub>it-1</sub>** : i işletmesinin t-1 yılındaki toplam varlıkları

**ΔSATIŞ<sub>it</sub>** : i işletmesinin t yılındaki satışları ile t-1 yılındaki satışları arasındaki fark

**MDV<sub>it</sub>** : i işletmesinin t yılındaki maddi duran varlıklarının brüt tutarı

**TV<sub>it-1</sub>** : i işletmesinin halka arz edildiği yılın başındaki varlıklarının toplam tutarı.

**YIL(1992)...YIL(2002)** : Denkleme dahil edilen verilerin ait olduğu yılları gösteren kukla değişkenler. Örneğin verileri 1992 yılına ait ise 1 değerini alır, diğer yıl değişkenleri 0 değerini alır.

**GIDA...BİLİŞİM** : İlgili işletmenin ait olduğu sektör. Örneğin işletme gıda sektöründe faaliyet göstermekteyse GIDA değişkeni 1 değerini alır, diğer sektör değişkenleri 0 değerini alır.

**ε<sub>it</sub>** : i işletmesinin t yılındaki regresyon hata katsayısı

**t** : Tahmin dönemindeki yıl endeksi

Halka arz dönemlerinin ayrı olarak etkilerinin incelenebilmesi için verileri T-2, T-1, T0, T+1 ve T+2 dönemlerine ayıran kukla değişkenler kullanılacaktır. Böylece, halka arz ile ilişkili dönemlerin tahakkuklardaki değişimi hangi ölçüde etkilediği ortaya çıkarılmaya çalışılacaktır. Aşağıda, yukarıdaki denklemin halka arzla ilgili dönemleri gösteren kukla değişkenler eklenmiş hali sunulmaktadır.

$$TTAH_{it} / TV_{it-1} = \beta_0 [1 / TV_{it-1}] + \beta_1 [\Delta SATI\dot{S}_{it} / TV_{it-1}] + \beta_2 [MDV_{it} / TV_{it-1}] + \beta_3 YIL(1992) + \beta_4 YIL(1993) + \dots + \beta_{13} YIL(2002) + \beta_{14} GIDA + \beta_{15} TEKSTİL + \dots + \beta_{29} BİLİ\dot{S}İM + \beta_{30} HA(-2) + \beta_{31} HA(-1) + \beta_{32} HA(0) + \beta_{33} HA(+1) + \beta_{34} HA(+2) + \varepsilon_{it}$$

**TTAH<sub>it</sub>** : i işletmesinin t yılındaki toplam tahakkukları

**TV<sub>it-1</sub>** : i işletmesinin t-1 yılındaki toplam varlıkları

**ΔSATI\dot{S}<sub>it</sub>** : i işletmesinin t yılındaki satışları ile t-1 yılındaki satışları arasındaki fark

**MDV<sub>it</sub>** : i işletmesinin t yılındaki maddi duran varlıklarının brüt tutarı

**TV<sub>it-1</sub>** : i işletmesinin halka arz edildiği yılın başındaki varlıklarının toplam tutarı.

**YIL(1992)...YIL(2002)** : Denkleme dahil edilen verilerin ait olduğu yılları gösteren kukla değişkenler. Örneğin verileri 1992 yılına ait ise 1 değerini alır, diğer yıl değişkenleri 0 değerini alır.

**GIDA...BİLİ\dot{S}İM** : İlgili işletmenin ait olduğu sektör. Örneğin işletme gıda sektöründe faaliyet göstermekteyse GIDA değişkeni 1 değerini alır, diğer sektör değişkenleri 0 değerini alır.

**HA(-2)** : Denkleme dahil edilen veriler halka arz döneminden iki yıl önceki yıla ait veriler olduğunda 1, diğer durumlarda 0 değerini alan kukla değişken.

**HA(-1)** : Denkleme dahil edilen veriler halka arz döneminden bir yıl önceki yıla ait veriler olduğunda 1, diğer durumlarda 0 değerini alan kukla değişken.

**HA(0)** : Denkleme dahil edilen veriler halka arz yılına ait veriler olduğunda 1, diğer durumlarda 0 değerini alan kukla değişken.

**HA(+1)** : Denkleme dahil edilen veriler halka arz döneminden bir yıl sonraki yıla ait veriler olduğunda 1, diğer durumlarda 0 değerini alan kukla değişken.

**HA(+2)** : Denkleme dahil edilen veriler halka arz döneminden iki yıl sonraki yıla ait veriler olduğunda 1, diğer durumlarda 0 değerini alan kukla değişken.

### 3.2.3.1. Bağımlı Değişkenler

Çalışmada Jones tarafından kullanılan tahakkuk hesaplaması kullanılacaktır. Kendi çalışmasının konusu gereği vergi öncesi kâr üzerinden hesaplamalar yapıldığı için Jones, hesaplamalarında kısa vadeli borçlardan ödenecek vergilerdeki değişimi de çıkarmaktadır. Ödenecek vergilerin tutarları vergi kanunları tarafından belirlendiği için ve işletme yöneticilerinin takdirine bağlı olmadığı için bu çalışmada da ödenecek vergilerdeki değişim tahakkuklardan çıkarılmaktadır.

$$\text{TTAH} = (\Delta\text{Dönen Varlıklar} - \Delta\text{Hazır Değerler}) - (\Delta\text{Kısa Vadeli Borçlar} - \Delta\text{Uzun Vadeli Kredilerin Anapara Taksitleri ve Faizleri} - \Delta\text{Ödenecek Vergi, Harç ve Diğer Kesintiler}) - \text{Amortisman Giderleri}$$

**TTAH** : Toplam tahakkuklar

$\Delta$  : İlgili dönemle bir önceki dönem arasındaki farkı ifade eden değişim işareti.

Çalışmada ayrıca, çalışma sermayesi tahakkukları (ÇSTAH) olarak adlandırılan ve toplam tahakkuklardan farklı olarak amortisman giderlerinin dahil edilmediği tahakkuklar kullanılarak da hesaplamalar yapılacaktır.

$$\text{ÇSTAH} = (\Delta\text{Dönen Varlıklar} - \Delta\text{Hazır Değerler}) - (\Delta\text{Kısa Vadeli Borçlar} - \Delta\text{Uzun Vadeli Kredilerin Anapara Taksitleri ve Faizleri} - \Delta\text{Ödenecek Vergi, Harç ve Diğer Kesintiler})$$

**TTAH** : Toplam tahakkuklar

$\Delta$  : İlgili dönemle bir önceki dönem arasındaki farkı ifade eden değişim işareti.

### 3.2.3.2. Bağımsız Değişkenler

Hisse senetleri halka arz edilen işletmelerin halka arz döneminden önceki üç mali yıl ile halka arz sonrasındaki iki mali yıl olmak üzere her işletme için toplam altı yıllık veri toplanmıştır. Bu veriler kullanılarak işletmenin bağımsız değişkenleri hesaplanmıştır.

Kukla değişkenler olarak kullanılan değişkenlerden yıl değişkenleri ilgili verilerin hangi yıla ait olduğunu gösteren değişkenlerdir. İşletmelerin verileri hangi yıla aitse ilgili yıl değişkeni 1 değerini almakta ve diğer yıllarla ilgili değişkenler 0 değerini almaktadır. Aşağıdaki tabloda örnekleme göre yıl değişkenleri ve örneklemdaki işletme sayıları verilmiştir.

Yıl	T-2	T-1	T0	T+1	T+2
1992	13	-	-	-	-
1993	15	13	-	-	-
1994	14	15	13	-	-
1995	18	14	15	13	-
1996	10	18	14	15	13
1997	2	10	18	14	15
1998	23	2	10	18	14
1999	-	23	2	10	18
2000	-	-	23	2	10
2001	-	-	-	23	2
2002	-	-	-	-	23
<b>Toplam</b>	<i>95</i>	<i>95</i>	<i>95</i>	<i>95</i>	<i>95</i>

*Tablo 3.4.* Yıl değişkenlerinin regresyon denklemlerinde kullanımı ve örneklemdaki dağılımı.

Sektör değişkenleri ise işletmelerin ait oldukları sektörlere göre 1 veya 0 değerlerini almaktadır. Örneğin, “gıda, içki ve tütün” sektörüne ait işletmelerde “GIDA” değişkeni 1 değerini alacaktır, buna karşılık diğer sektör değişkenleri 0 değerini alacaktır. Örneklemedeki sektör dağılımı daha önce *Tablo 3.3.*'de verilmiştir. Sektör değişkenlerinden altı adet işletmeden daha az işletme ile temsil edilen sektörler sağlıklı regresyon sonuçlarının elde edilebilmesi için birleştirilmiş ve “diğer” olarak adlandırılmıştır.

İşletmenin tahakkuklarının satışlarındaki değişimle doğru orantılı olarak artması beklendiği için satışların işaretinin pozitif olması beklenmektedir. Maddi duran varlıklar ise işletmenin faaliyet giderlerini artıracak ve aynı zamanda da amortisman giderlerini artıracak için tahakkuklarda azaltıcı etkiye neden olacaktır. Bu nedenle de maddi duran varlıklar ile ilgili bağımsız değişkenin işaretinin negatif olması beklenmektedir. Yıl ve sektörü gösteren değişkenlerle ilgili herhangi bir yönde işaret ve büyüklük beklentisi bulunmamaktadır.

Hipotez 1'e göre işletmelerin takdire bağlı tahakkukları halka arzdan iki yıl önce artmaya başlamaktadır. Hipotez 2'ye göre ise halka arz dönemindeki takdire bağlı tahakkuklar halka arzdan bir dönemde halka arzdan bir dönem öncesine ve halka arzdan bir dönem sonrasına göre önemli ölçüde daha yüksek olacaktır. Buna göre, T-2, T-1 ve T0 dönemlerine ait regresyon denklemlerindeki hata katsayılarının artış yönünde bir eğilim göstermesi beklenmektedir. Hipotez 3'e göre ise halka arz dönemi sonrasında ise tahakkukların normal düzeyine geri dönmesi beklenmektedir. Bu nedenle, T+1 ve T+2 dönemlerine ait regresyon denklemlerindeki hata katsayılarının azalış yönünde bir eğilim göstermesi beklenmektedir. Bu beklentiler aşağıdaki şekilde ifade edilebilir.

**Hipotez 1:**  $\varepsilon_{T-2} < \varepsilon_{T-1}$

**Hipotez 2:**  $\varepsilon_{T-1} < \varepsilon_{T0}$  ve  $\varepsilon_{T0} > \varepsilon_{T+1}$

**Hipotez 3:**  $\varepsilon_{T+1} > \varepsilon_{T+2}$

Halka arz ile ilgili dönemlerin eklendiği kukla değişkenlerin kullanıldığı modelde ise bu dönemleri gösteren kukla değişkenlerin kullanılan hipotezlere göre önce pozitif, sonra da negatif olması beklenmektedir. Hipotez 1 ve 2'ye göre halka arz öncesi ve halka arz döneminde işletmenin tahakkuklarının artması beklenmektedir. Bu nedenle HA (-2), HA (-1) ve HA (0) değişkenlerinin pozitif işaretli olması beklenmektedir. Hipotez 3'e göre halka arz dönemi sonrasında ise tahakkukların normal düzeyine geri dönmesi beklenmektedir. Bu nedenle de HA (1) ve HA (2) değişkenlerinin negatif olması beklenmektedir.

#### 3.2.4. Model İle İlgili Düzenlemeler

Çalışmada klasik çoklu regresyon modeli kullanılacaktır. Klasik regresyon modelinin varsayımlarının çiğnenmesi sonucunda ortaya çıkacak sorunlar modelin güvenilirliği hakkında şüphelere yol açabilmektedir. Bu nedenle bu varsayımların yerine gelmemesi sonucunda değişen varyans<sup>44</sup>, ardışık bağımlılık<sup>45</sup> ve çoklu doğrusallık<sup>46</sup> gibi problemlerin varlığının araştırılması ve bu sorunlar ortaya çıktığında gerekli düzenlemelerin yapılması gerekmektedir.

<sup>44</sup> İngilizce yazında "Heteroscedasticity" olarak adlandırılmaktadır.

<sup>45</sup> İngilizce yazında "Autocorrelation" olarak adlandırılmaktadır.

<sup>46</sup> İngilizce yazında "Multicollinearity" olarak adlandırılmaktadır.

### 3.2.4.1. Değişen Varyans

Klasik doğrusal regresyon modelinin varsayımlarından biri, hata katsayılarının varyansının sabit olduğu şeklindedir. Kesit verilerinde zaman serilerine oranla değişen varyans sorunu daha fazla rastlama olasılığı vardır<sup>47</sup>. Bunun nedeni, zaman serilerinde aynı değişkenin belirli bir zaman sürecindeki verileri kullanılırken, kesit verilerinde belirli bir zaman kesitinde bir ana kütle üyelerinin kullanılması ve bu üyelerin büyüklüklerinin farklılık göstermesidir. Örneğin, bu çalışmadaki işletmelerin tahakkuklarının, satışlarının değişiminin ve maddi duran varlıklarının seviyeleri farklılık göstermektedir. Bu nedenle de hata katsayıları bu büyüklüklerle orantılı olarak büyüyecek veya küçülecektir. Bu etkiyi en aza indirmek için, yani regresyon denkleminde büyüklük farklılıklarının etkilerini gidermek için işletmelere ait bu büyüklükler işletmelerin varlıklarının toplamına bölünmüştür. Böylece, işletmeler arasındaki büyüklük farkının hata katsayılarında da aynı oranda büyümeye yol açması engellenmeye çalışılmıştır.

Ancak bu düzeltme işlemi değişen varyans sorununu ortadan kaldırmak için yeterli olmayabilmektedir. Bu nedenle çalışmada çıkan regresyon denklemleri White değişen varyans testine tabi tutulacaktır. White değişen varyans testi sonucunda değişen varyans yoktur sıfır varsayımı test edilir. Eğer bu test sonucunda elde edilen F değerinin olasılık değeri 0,05'den düşük ise bu durumda değişen varyans olmadığı sıfır hipotezi kabul edilir.

Değişen varyans sorununun varlığı halinde modeldeki değişkenlerin regresyon katsayıları doğru sonuçları göstermektedir ancak bu değişkenlerin t değerleri ve modelin F değeri güvenilir sonuçlar vermez. Bu durumda anlamsız değişkenlerin veya modellerin anlamlı, anlamlı değişken veya modellerin de anlamsız çıkma olasılıkları bulunmaktadır.

---

<sup>47</sup> Damodar N. Gujarati,, **Temel Ekonometri**, çev: Ümit Şenesen, Gülay Günlük Şenesen, Literatür Yayıncılık, 1999: İstanbul, ss.358-359

Değişen varyans sorunu ortaya çıktığında, regresyon denklemi “White Değişen Varyans Uyumlu Standart Hatalar ve Kovaryans<sup>48</sup>” yöntemi kullanılarak tekrar hesaplanacak ve bu işlem sonucu ortaya çıkan t ve F değerleri kullanılacaktır.

#### 3.2.4.2. Ardışık Bağımlılık

Klasik doğrusal regresyon modelinin bir başka varsayımı da ana kütle regresyon modeline giren hata terimlerinin rassal veya ilişkisiz olduğudur. Bu varsayım sağlanamazsa ardışık bağımlılık sorunu ortaya çıkar<sup>49</sup>. Ardışık bağımlılık probleminin oluşmaması için hata paylarının arasında korelasyon olmaması gerekmektedir. Ardışık bağımlılığın varlığı değişen varyansta olduğu gibi bağımsız değişkenlerin regresyon katsayılarında hataya yol açmaz ancak bu katsayılara uygulanan istatistiki anlamlılık testlerinin doğruluğunu etkilemektedir<sup>50</sup>.

Ardışık bağımlılık sorununun varlığının anlaşılması için çalışmada Breusch-Godfrey ardışık bağımlılık sınaması gerçekleştirilecektir. Sınamanın sıfır varsayımı ardışık bağımlılığın olmadığı yönündedir. Test sonucunda ortaya çıkacak F değerinin olasılık değeri 0,05’den düşük olduğunda ardışık bağımlılık olmadığı varsayımı kabul edilir.

Ardışık bağımlılığın varlığı durumunda, regresyon denklemi “Newey-West Değişen Varyans ve Ardışık Bağımlılık Uyumlu Standart Hatalar ve Kovaryans<sup>51</sup>” modeli kullanılarak yeniden hesaplanacaktır ve yeni t ve F değerleri kullanılacaktır.

---

<sup>48</sup> İngilizce yazında “White Heteroscedasticity Consistent Standart Errors & Covariance” olarak adlandırılmaktadır.

<sup>49</sup> Gujarati (çev. Şenesen ve Şenesen) (2001), ss.400-401

<sup>50</sup> Chris Brooks, **Introductory Econometrics for Finance**, Cambridge University Pres, 2002:Cambridge, ss:156

<sup>51</sup> İngilizce yazında “Newey-West Heteroscedasticity and Autocorrelation Consistent Standart Errors & Covariance” olarak adlandırılmaktadır.



### 3.2.4.3. Çoklu Doğrusallık

Klasik regresyon modelinin bir başka varsayımı ise açıklayıcı (bağımsız) değişkenlerin birbirleriyle yüksek düzeyde ilişkili olmamalarıdır. Aralarında ilişki bulunmayan açıklayıcı değişkenlerin modele eklenmeleri veya çıkarılmaları diğer değişkenlerin regresyon katsayılarını etkilemez. Normal şartlarda birbirleriyle hiçbir ilişkisi olmayan değişkenlerin bulunması ve modellerde kullanılması pratik olarak mümkün değildir. Aralarında belirli seviyelerde ilişki bulunan değişkenlerin bulunması modelin gücünü etkilemez<sup>52</sup>. Ancak, aralarında çok yüksek ilişki bulunan değişkenlerin modelde yer alması çoklu doğrusallık sorununa yol açacaktır. Çoklu doğrusallık, tam olmadığı sürece yani iki açıklayıcı değişken arasındaki ilişki birebir aynı olmadığı sürece regresyon çözümlerinde büyük bir problem olarak algılanmaz. Yüksek derecede bir ilişki var olduğunda,  $R^2$  değeri yüksek çıkar, buna karşılık değişkenlerin anlamlılığını gösteren t değerleri yeterince anlamlı çıkmaz. Tam çoklu doğrusallık olduğunda ise, modeldeki regresyon katsayıları hesaplanamaz.

Regresyon modellerinde kukla değişkenler kullanıldığında tam çoklu doğrusallık sorunu ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle, bu sorunu aşabilmek için kukla değişkenlerden bir tanesi denklemden çıkarılmaktadır. Bu çalışmada da tam çoklu doğrusallık sorunu yaşamamak için her kukla değişken grubundan birer tanesi çıkarılarak denklem hesaplanacaktır.

---

<sup>52</sup> Brooks (2002), a.g.e. s. 190

### 3.3. Araştırma Sonuçları

Bu bölümde araştırmada elde edilen sonuçlar sunulmaktadır.

#### 3.3.1. Tahakkukların İncelenmesi

Bu bölümde toplam tahakkuklar ve çalışma sermayesi tahakkuklarının satışlardaki değişim ve maddi duran varlıkların seviyeleri tarafından açıklanamayan bölümleri incelenerek takdire bağlı tahakkukların halka arz döneminde önemli ölçüde artıp artmadığı belirlenecektir.

##### 3.3.1.1. Toplam Tahakkuklar

Aşağıda Jones modeli kullanılarak hesaplanan regresyon denkleminin sonuçları verilmektedir.

Bağımlı Değişken: TTAH

N: 475

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Standart hata	t-Değeri	Olasılık
1/TV	-14904.10	10407.52	-1.432050	0.1528
$\Delta$ SATIŞ	0.122535	0.030360	4.036125	0.0001
MDV	-0.053362	0.080002	-0.667000	0.5051
C	-0.092387	0.141735	-0.651831	0.5148
$R^2$	0.042779	F-Değeri		7.016397
Düzeltilmiş $R^2$	0.036682	Olasılık(F-Değeri)		0.000127

*Tablo 3.5.* Toplam tahakkuklar ile satışlardaki değişim ve maddi duran varlıklar arasındaki ilişkiyi ölçen regresyon sonuçları.

Modelin anlamlılığı incelendiğinde F olasılık değerinin 0,001'den düşük olacak şekilde anlamlı olduğu görülmektedir. Bu durumda modelin oldukça anlamlı düzeyde çıktığı

söylenbilir. Modelin belirlilik katsayısını ölçen Düzeltilmiş  $R^2$  değerine bakıldığında bu değer %3,67 olduğu görülmektedir. Bu değer işletmenin toplam tahakkuklarındaki değişimin modeldeki değişkenlerle ne ölçüde açıklandığını göstermektedir. Bu modelde toplam tahakkuklardaki değişimin %3,67'sinin modelde yer alan değişkenler tarafından açıklandığı sonucu çıkmaktadır<sup>53</sup>. Bağımsız değişkenler incelendiğinde ise, satışlardaki değişimin işaret olarak beklendiği gibi pozitif yönde çıktığı ve anlamlı olduğu (0,0001) görülmektedir. Buna karşılık, maddi duran varlıkların işaretinin beklendiği gibi negatif çıkmasına rağmen bu değişkenin anlamlı olmadığı sonucu çıkarılmıştır. Bu durumda örneklemdaki işletmelerin toplam tahakkuklarının satışlarındaki değişimden etkilendiği, buna karşılık ise maddi duran varlıkların seviyesinin tahakkuklara etkisinin olmadığı sonucuna varılmaktadır.

Model değişen varyans ve ardışık bağımlılık incelemesine tabi tutulduğunda ardışık bağımlılığın bulunmadığı ancak değişen varyansın bulunduğu görülmüştür. Bu nedenle değişkenlerin ve modelin anlamlılık seviyeleri “White Değişen Varyans Uyumlu Standart Hatalar ve Kovaryans” yöntemiyle hesaplanmıştır.

Modeldeki hata katsayıları ilgili dönemler itibariyle takdire bağlı tahakkukların tutarlarını gösterecektir. Takdire bağlı tahakkuklar halka arza ilişkin dönemler itibariyle ayrılmış ve ortalama değerleri ile ortanca değerleri hesaplanmıştır.

---

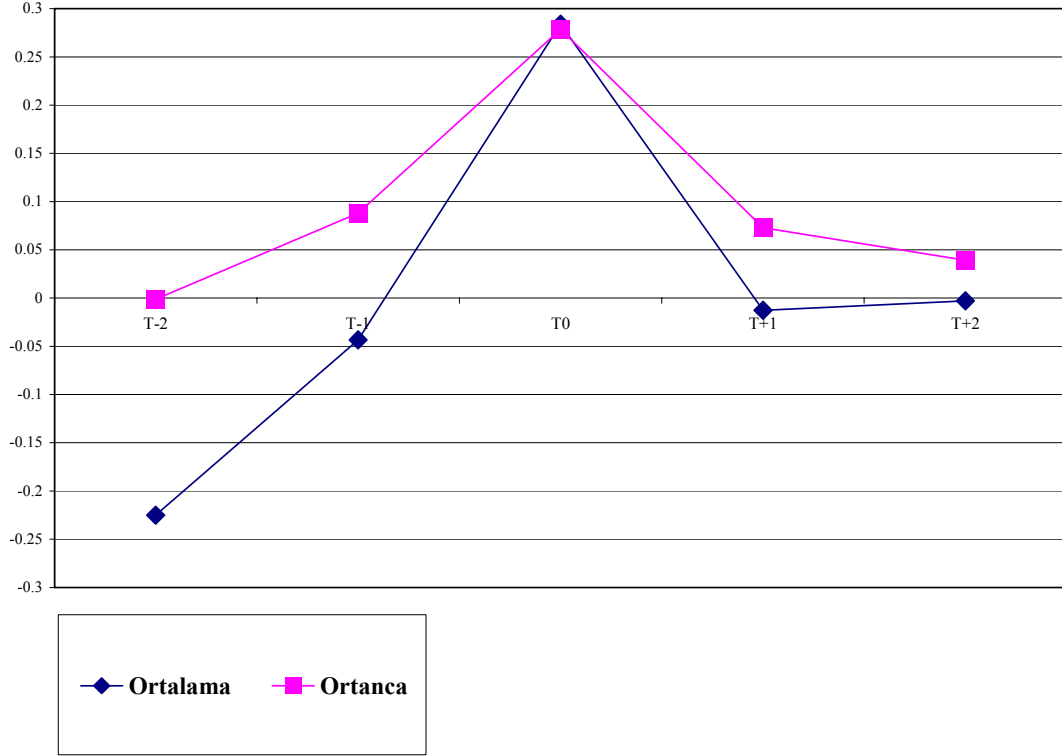
<sup>53</sup>  $R^2$ 'nin yüksek veya düşük olmasının modelin yanlış veya doğru olduğuna yönelik bir sonuca ulaşmamızı sağlamamaktadır. “...regresyon çözümlemesindeki amacımız tek başına en yüksek  $R^2$  değerini bulmak değil, anakütlenin gerçek katsayılarının güvenilir tahminlerini elde edip bunlardan istatistik çıkarımlar yapmaktır. Görgül çözümlemelerde, çok yüksek  $R^2$  elde etmek, ama bazı regresyon katsayılarını anlamsız veya ters işaretli bulmak alışılmadık bir şey değildir. Öyleyse, araştırmacının asıl ilgisi, açıklayıcı değişkenlerin bağımlı değişkenle olan mantıksal ya da kuramsal ilişkilerine ve onların istatistik anlamlılıklarına yönelik olmalıdır. Bu süreç içinde yüksek bir  $R^2$  bulursak ne iyi, ama eğer düşükse, bundan modelin ille de kötü olduğu anlamı çıkmaz.” *Kaynak:* Damodar N. Gujarati,, **Temel Ekonometri**, çev: Ümit Şenesen, Gülay Günlük Şenesen, Literatür Yayıncılık, 1999: İstanbul, s: 211

	<b>T-2</b>	<b>T-1</b>	<b>T0</b>	<b>T+1</b>	<b>T+2</b>
<b>Ortalama</b>	-0.22514	-0.04333	0.283975	-0.0127	-0.0028
<b>Ortanca</b>	-0.00123	0.088037	0.2787	0.072827	0.039179

*Tablo 3.6.* Takdire bağı tahakkukların dönemler itibariyle ortalama ve ortanca değerleri.

Çalışmanın hipotezlerine göre, halka arz öncesi dönemlerde ve halka arz döneminde takdire bağı tahakkukların yükselmesi, halka arz sonrası dönemlerde ise takdire bağı tahakkukların azalması beklenmektedir. Ortalama değerler incelendiğinde, T-2 döneminden T-1 dönemine geçildiğinde takdire bağı tahakkuklarda 0,181815 tutarında bir artış gerçekleşmiş, bu artış halka arz dönemine geçildiğinde daha da yükselerek 0,327305 olmuştur. Halka arz döneminden sonraki dönemde ise (T+1) takdire bağı tahakkukların seviyesi 0,29668 azalmıştır. Halka arzdan iki yıl sonra (T+2) ise takdire bağı tahakkuklar bir önceki döneme göre çok az (0,0099) bir artış göstermiştir. Ortanca değerler izlendiğinde de aynı eğilimin varlığı görülecektir. Buna göre işletmelerin takdire bağı tahakkukları halka arz dönemlerinde halka arzdan bir önceki dönemdeki aktif toplamalarının %32,73'ü kadar artmakta, halka arz döneminden bir sonraki dönemde ise, bir önceki dönemin aktiflerinin %29,67'si kadar azalmaktadır. Halka arz dönemlerinde bu yönde hareketin oluşması, işletmelerin halka arz döneminde tahakkukları kullanarak kârlarını olması gerekenden daha yüksek gösterdiğine dair kanıt sunmaktadır.

Yukarıda elde edilen sonuçlara göre, takdire bağı tahakkuklardaki dönemler itibariyle değişim aşağıdaki grafikte gösterilmektedir.



*Şekil 3.3.* Tüm dönemlere ait takdire bağlı tahakkukların ortalama ve ortanca değerlerindeki değişim.

Çalışmanın hipotezlerinin test edilmesi için takdire bağlı tahakkukları ifade eden regresyon hata katsayılarının dönemler itibariyle önemli ölçüde değişiklik gösterip göstermediği t-test'i yoluyla incelenecektir<sup>54</sup>. Buna göre, sıfır hipotezi dönemler arasında farklılık olmadığı, alternatif hipotez ise dönemler arasında önemli ölçüde farklılık olduğu yönünde belirlenmiştir. Buna göre aşağıdaki sonuçlar elde edilmiştir.

<sup>54</sup> Kemal Kurtuluş, **Pazarlama Araştırmaları**, 7. Basım, Literatür Yayıncılık, 2004, İstanbul, ss: 118-119

	$H_0 : T-2 = T-1$ $H_1 : T-2 < T-1$	$H_0 : T-1 = T_0$ $H_1 : T-1 < T_0$	$H_0 : T_0 = T+1$ $H_1 : T_0 > T+1$	$H_0 : T+1 = T+2$ $H_1 : T+1 > T+2$
T değeri	0,86	2,40	3,82	-0,17
P-Olasılık değeri	0,20	0,0088	0,0001	0,57
Sonuç	$H_0$ : Reddedilemez	$H_0$ : Red	$H_0$ : Red	$H_0$ : Reddedilemez

*Tablo 3.7.* Takdire bağlı tahakkukların dönemler itibariyle birbirlerinden önemli ölçüde farklılıklar gösterip göstermediğinin incelendiği t-testi sonuçları.

Elde edilen sonuçlara göre, halka arzdan iki dönem öncesindeki (T-2) ve halka arzdan bir dönem öncesindeki (T-1) takdire bağlı tahakkuklar arasında önemli farklılıklar bulunmamaktadır. Aynı şekilde, halka arzdan bir dönem sonrasındaki (T+1) ve halka arzdan iki dönem sonrasındaki (T+2) takdire bağlı tahakkuklar arasında da önemli ölçüde farklılıklar bulunmamaktadır. Buna karşılık, halka arz dönemindeki (T0) ve halka arzdan bir dönem öncesindeki (T-1) takdire bağlı tahakkuklar arasında T0 dönemi lehinde önemli farklar bulunmaktadır. Aynı şekilde, halka arz dönemindeki (T0) ve halka arzdan bir dönem sonrasındaki (T+1) takdire bağlı tahakkuklar arasında yine T0 dönemi lehinde önemli farklılıklar bulunmaktadır.

### 3.3.1.2. Çalışma Sermayesi Tahakkukları

Bağımlı değişken olarak toplam tahakkuklar yerine çalışma sermayesi tahakkukları kullanıldığında ortaya çıkan regresyon sonuçları aşağıdaki gibi olmaktadır.

Bağımlı Değişken: ÇSTAH

N: 475

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Standart hata	t-Değeri	Olasılık
1/TV	-5596.658	5127.852	-1.091423	0.2756
$\Delta$ SATIŞ	0.097629	0.024926	3.916805	0.0001
MDV	-0.091994	0.033682	-2.731226	0.0065
C	0.154343	0.054754	2.818863	0.0050
$R^2$	0.137258	F-Değeri		24.97790
Düzeltilmiş $R^2$	0.131763	Olasılık(F-Değeri)		0.000000

*Tablo 3.8.* Çalışma sermayesi tahakkukları ile satışlardaki değişim ve maddi duran varlıklar arasındaki ilişkiyi ölçen regresyon sonuçları.

Modelin anlamlılığı yükselmiştir (F olasılık değeri: 0,000). Aynı zamanda düzeltilmiş  $R^2$  değeri de %13,18 olmuştur. Bağımsız değişkenler incelendiğinde ise, satışlardaki değişimin aynı şekilde pozitif işaretli ve aynı düzeyde (0,0001) anlamlı olduğu görülmektedir. Maddi duran varlıkların seviyesi de beklendiği gibi negatif işaretli çıkmıştır. Bir önceki modelin aksine, maddi duran varlıkların seviyesinin çalışma sermayesi tahakkuklarını açıkladığı bu değişkenin anlamlı (0,0065) olmasından anlaşılmaktadır.

Model değişen varyans ve ardışık bağımlılık incelemesine tabi tutulduğunda ardışık bağımlılığın bulunmadığı ancak değişen varyansın bulunduğu görülmüştür. Bu nedenle değişkenlerin ve modelin anlamlılık seviyeleri “White Değişen Varyans Uyumlu Standart Hatalar ve Kovaryans” yöntemiyle hesaplanmıştır.

Çalışma sermayesi tahakkuklarının incelendiği modeldeki hata terimleri de takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarını gösterecektir. Takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarının dönemler itibarıyla ortalama ve ortanca değerleri hesaplandığında aşağıdaki sonuçlara ulaşılmaktadır.

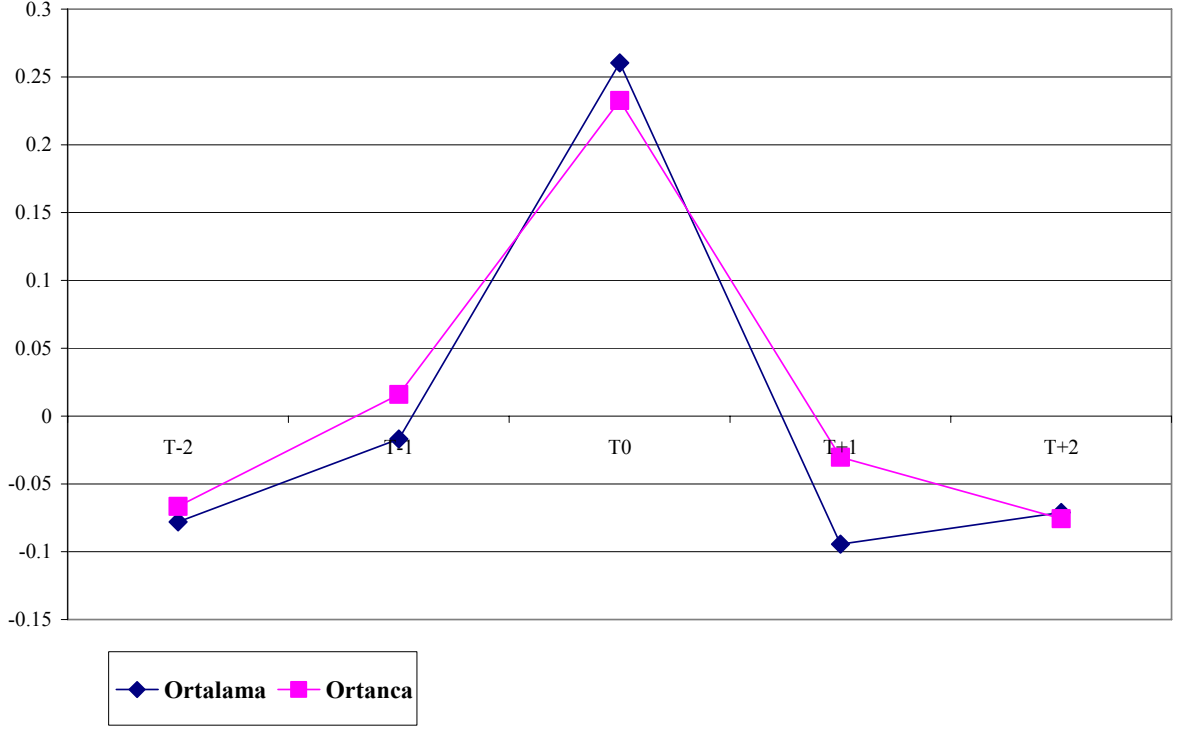
	<b>T-2</b>	<b>T-1</b>	<b>T0</b>	<b>T+1</b>	<b>T+2</b>
<b>Ortalama</b>	-0.07808	-0.01687	0.260425	-0.09449	-0.071
<b>Ortanca</b>	-0.06653	0.016018	0.232611	-0.03032	-0.07563

*Tablo 3.9.* Takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarının dönemler itibariyle ortalama ve ortanca değerleri.

Ortalama değerler incelendiğinde halka arz öncesi negatif olan takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarının halka arz döneminde önemli ölçüde yükselerek pozitif olduğu, halka arz sonrası dönemlerde ise tekrar negatife dndğu görülmektedir. Ortanca değerler de benzer bir eğilim göstermektedir. Halka arz döneminde takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları 0,277295’lik bir artış göstermiş, halka arzdan sonraki dönemde ise 0,35495’lik azalma gerçekleşmiştir. Bu da işletmelerin halka arz döneminde girdiklerinde çalışma sermayesi tahakkuklarını bir önceki dönemin aktiflerinin %27,73’ kadar artırdıkları ve daha sonra ise halka arz döneminin aktiflerinin %35,50’si kadar dşrdiklerini göstermektedir. Modelde işletmenin ekonomik seviyesini gösteren satışlardaki değişim ve maddi duran varlıkların seviyesi kontrol altında tutulduğunda bile böyle bir sonuç elde edilmesi, işletmelerin kârlarını çalışma sermayesi tahakkukları yoluyla yüksek gösterdiklerini kanıtlamaktadır.

Aşağıdaki grafik takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarındaki değişimin hangi Şekilde olduğunu göstermesi açısından faydalı olacaktır.





*Şekil 3.4.* Tüm dönemlere ait takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarının ortalama ve ortanca değerlerindeki değişim.

Grafikte de görüldüğü üzere, takdire bağlı tahakkuklar halka arz öncesi dönemlerde artmaya başlamakta, halka arz döneminde önemli ölçüde yükseldikten sonra halka arz sonrası dönemlerde tekrar eski haline dönmektedir.

Çalışmanın hipotezlerinin test edilmesi için takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarını ifade eden regresyon hata katsayılarının dönemler itibariyle önemli ölçüde değişiklik gösterip göstermediği t-test'i yoluyla incelenecektir. Buna göre, sıfır hipotezi dönemler arasında farklılık olmadığı, alternatif hipotez ise dönemler arasında önemli ölçüde farklılık olduğu yönünde belirlenmiştir. Buna göre aşağıdaki sonuçlar elde edilmiştir.

	$H_0 : T-2 = T-1$ $H_1 : T-2 < T-1$	$H_0 : T-1 = T_0$ $H_1 : T-1 < T_0$	$H_0 : T_0 = T+1$ $H_1 : T_0 > T+1$	$H_0 : T+1 = T+2$ $H_1 : T+1 > T+2$
T değeri	0,96	3,71	4,99	-0,51
P-Olasılık değeri	0,17	0,0001	0,0000	0,69
Sonuç	$H_0 : Reddedilemez$	$H_0 : Red$	$H_0 : Red$	$H_0 : Reddedilemez$

Tablo 3.10. Takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarının dönemler itibariyle birbirlerinden önemli ölçüde farklılıklar gösterip göstermediğinin incelendiği t-testi sonuçları.

Elde edilen sonuçlara göre, halka arzdan iki dönem öncesindeki (T-2) ve halka arzdan bir dönem öncesindeki (T-1) takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları arasında önemli farklılıklar bulunmamaktadır. Aynı şekilde, halka arzdan bir dönem sonrasındaki (T+1) ve halka arzdan iki dönem sonrasındaki (T+2) takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları arasında da önemli ölçüde farklılıklar bulunmamaktadır. Buna karşılık, halka arz dönemindeki (T0) ve halka arzdan bir dönem öncesindeki (T-1) takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları arasında T0 dönemi lehinde önemli farklar bulunmaktadır. Aynı şekilde, halka arz dönemindeki (T0) ve halka arzdan bir dönem sonrasındaki (T+1) takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları arasında yine T0 dönemi lehinde önemli farklılıklar bulunmaktadır.

### 3.3.2. Halka Arz Yılı ve Sektörlerin Etkilerinin İncelenmesi

Bu bölümde tahakkukların sektörlere göre ve ilgili yıllardaki ekonomik koşulların değişimine göre farklılıklar gösterdiği tezinden hareketle modele sektör ve yılları ifade eden kukla değişkenler eklenmiştir. Önceki bölümde olduğu gibi bağımlı değişken olarak toplam tahakkuklar ve çalışma sermayesi tahakkukları ayrı ayrı kullanılmıştır.

Sektör değişkenlerinde 6'dan daha az işletme ile temsil edilen sektörler birleştirilerek "diğer" olarak adlandırılmıştır. Buna göre metal ana sanayi, diğer imalat sanayi, elektrik, gaz ve su, toptan ticaret, perakende ticaret, lokanta ve oteller, ulaştırma, haberleşme, tıbbi ve diğer sağlık hizmetleri ve bilişim sektörleri birleştirilmiştir. Aşağıdaki tabloda yeniden düzenlenmiş örneklem grubu yer almaktadır.

SEKTÖR	YIL							TOPLAM
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	
Gıda, İçki ve Tütün	5	1	3	1	4	0	3	17
Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	2	4	6	7	4	0	1	24
Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri, Basım ve Yayın	1	1	0	0	1	0	3	6
Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	1	1	1	2	0	0	2	7
Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	0	4	0	1	0	0	2	7
Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	2	3	1	3	1	0	1	11
Diğer	2	1	3	4	0	2	11	23
<i>Toplam</i>	<i>13</i>	<i>14</i>	<i>14</i>	<i>18</i>	<i>10</i>	<i>2</i>	<i>23</i>	<i>95</i>

*Tablo 3.11.* Örnekleme de yer alan sektörlerden 6'dan daha az işletme ile temsil edilen sektörlerin birleştirilmesi sonucunda yeniden düzenlenen örneklem grubunun dağılımı.

### 3.3.2.1. Toplam Tahakkuklar

Bağımlı değişken olarak toplam tahakkuklar kullanıldığında elde edilen regresyon denklemi sonuçları aşağıdadır.

Bağımlı Değişken: TTAH

N: 475

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Standart hata	t-Değeri	Olasılık
I/TV	-28371.82	24719.81	-1.147736	0.2517
ΔSATIŞ	0.147315	0.057542	2.560143	0.0108
MDV	-0.039155	0.135380	-0.289223	0.7725
YIL1992	0.102823	0.213942	0.480614	0.6310
YIL1993	0.095084	0.111544	0.852434	0.3944
YIL1994	-0.105106	0.219302	-0.479276	0.6320
YIL1995	-0.221219	0.193841	-1.141243	0.2544
YIL1996	-0.124103	0.183878	-0.674920	0.5001
YIL1997	-0.300501	0.450351	-0.667260	0.5049
YIL1998	-0.405889	0.294436	-1.378530	0.1687
YIL1999	-0.264908	0.125234	-2.115306	0.0349
YIL2000	0.074884	0.183699	0.407644	0.6837
YIL2001	-0.146429	0.078816	-1.857863	0.0638
CIMENTO	0.378290	0.258513	1.463332	0.1441
KAGIT	0.190453	0.286904	0.663822	0.5071
KIMYA	0.340567	0.339574	1.002922	0.3164
METALESYA	0.421044	0.337962	1.245831	0.2135
GIDA	0.373162	0.320219	1.165332	0.2445
TEKSTİL	0.401955	0.303400	1.324834	0.1859
C	-0.224164	0.297313	-0.753967	0.4513
R <sup>2</sup>	0.086911	F-değeri		2.279395
Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	0.048782	Olasılık(F-Değeri)		0.001700

*Tablo 3.12.* Toplam tahakkuklar ile satışlardaki değişim, maddi duran varlıklar, yıllar ve sektörel değişkenler arasındaki ilişkiyi ölçen regresyon sonuçları.

Modelin anlamlılığı incelendiğinde F değerinin olasılık değerinin 0,01'den düşük olacak şekilde anlamlı olduğu görülmektedir. Model yüksek seviyede anlamlı çıkmıştır. Modelin açıklayıcılığını ölçen Düzeltilmiş R<sup>2</sup> değerine bakıldığında bu değer %4,88 olduğu görülmektedir. Bağımsız değişkenler incelendiğinde ise, satışlardaki değişimin yine işaret olarak beklendiği gibi pozitif yönde çıktığı ve anlamlı olduğu (0,001) görülmektedir. Maddi duran varlıklar daha önce olduğu gibi anlamsız çıkmıştır. Tam çoklu doğrusallık sorunu yaşamamak için yıl kukla değişkenlerinden 2002 yılı ve sektör kukla değişkenlerinden de diğer olarak adlandırılan örnekleme 6'dan daha az işletme

ile temsil edilen sektörlerin birleştirilmesi ile oluşturulan değişken modelden çıkarılmıştır. Yıl değişkenleri incelendiğinde 1999 yılının 0,05, 2001 yılının ise 0,1 düzeyinde anlamlı olduğu ortaya çıkmıştır. Her iki yıla ait regresyon katsayıları da negatif çıkmıştır. Bu sonuçlardan 1999 ve 2001 yılında gerçekleşen halka arzlarda işletmelerin tahakkuklarının diğer yıllara oranla daha az olduğuna yönelik yargıya varmak mümkündür. Sektör kukla değişkenleri incelendiğinde ise, hiçbir sektörün istatistiki olarak anlamlı olmadığı görülmektedir. Bu sonuca göre, halka arzlarda işletmelerin tahakkuklarının içinde buldukları sektörlerle göre önemli ölçüde farklılık göstermediklerine dair bir yargıya varmak mümkündür.

Model değişen varyans ve ardışık bağımlılık incelemesine tabi tutulduğunda ardışık bağımlılığın bulunduğu görülmüştür. Bu nedenle değişkenlerin ve modelin anlamlılık seviyeleri “Newey-West Değişen Varyans ve Ardışık Bağımlılık Uyumlu Standart Hatalar ve Kovaryans” düzeltilmesine tabi tutulmuştur.

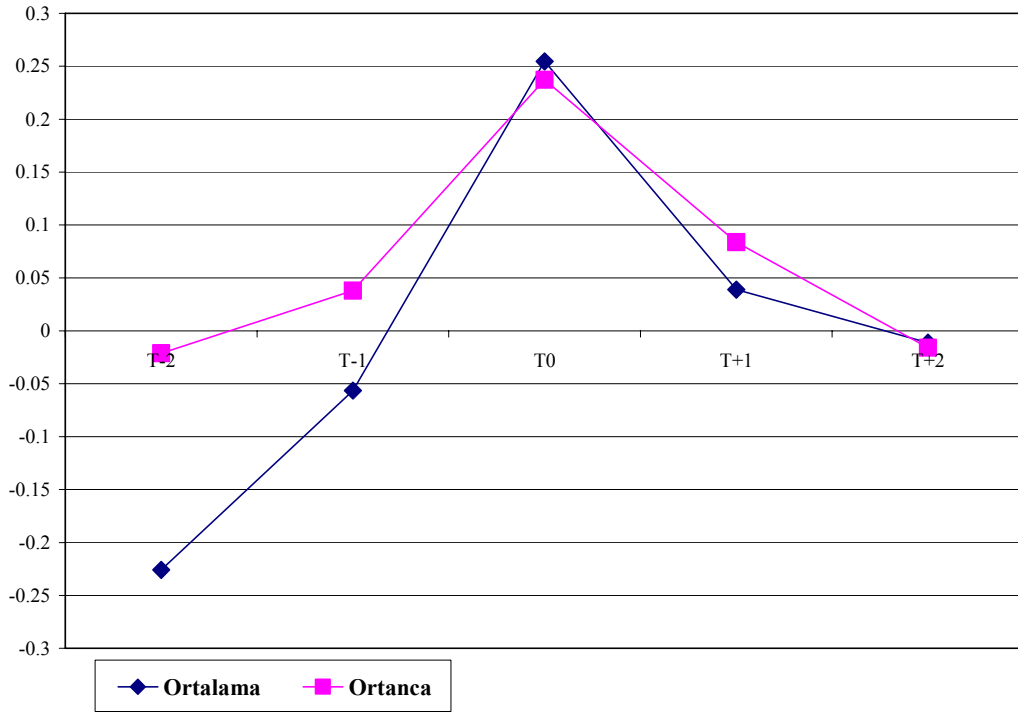
Takdire bağlı tahakkukların seviyesi, dönemler itibariyle hata katsayılarının incelenmesi sonucu ortaya çıkacaktır. Toplam tahakkukların bağımlı değişken olduğu modelin hata katsayılarının halka arz dönemlerine ilişkin olarak ayrılması ve ortalama ve ortanca değerlerinin hesaplanması sonucunda toplam tahakkukların takdire bağlı bölümünün ortalama ve ortanca değerleri aşağıdaki gibi oluşmuştur.

	<b>T-2</b>	<b>T-1</b>	<b>T0</b>	<b>T+1</b>	<b>T+2</b>
<b>Ortalama</b>	-0.22599	-0.05645	0.254565	0.039016	-0.01114
<b>Ortanca</b>	-0.02121	0.037967	0.237183	0.083809	-0.0159

*Tablo 3.13.* Yıl ve sektör etkilerinden arındırılmış takdire bağlı tahakkukların dönemler itibariyle ortalama ve ortanca değerleri.

Takdire bağı tahakkukların ortalama değerleri incelendiğinde, T-2 dönemi ile halka arz dönemi (T0) dönemi arasında takdire bağı tahakkukların sürekli olarak arttığı ve halka arz döneminde pozitif değere ulaştığı görülmektedir. Halka arz sonrasında ise T+1 döneminde takdire bağı tahakkuklar hızlı bir düşüş göstermekte ve bu düşüş bir sonraki, dönemde (T+2) de devam etmektedir. Ortanca değerler de ortalama değerlerle aynı eğilimi izlemektedir.

Aşağıdaki grafik takdire bağı tahakkukların dönemler itibariyle nasıl değiştini göstermesi açısından açıklayıcıdır.



*Şekil 3.5.* Tüm dönemlere ait takdire bağı tahakkukların ortalama ve ortanca değerlerindeki değişim.

Takdire bağı tahakkukların dönemler itibariyle birbirlerinden önemli lde farklı olup olmadığının incelenmesi amacıyla t-test istatistiği yapılmıştır. Daha önce olduğu gibi

sıfır hipotezi dönemler arasında farklılık olmadığı, alternatif hipotez ise dönemler arasında önemli ölçüde farklılık olduğu yönünde belirlenmiştir. Elde edilen sonuçlar aşağıdadır.

	$H_0 : T-2 = T-1$ $H_1 : T-2 < T-1$	$H_0 : T-1 = T_0$ $H_1 : T-1 < T_0$	$H_0 : T_0 = T+1$ $H_1 : T_0 > T+1$	$H_0 : T+1 = T+2$ $H_1 : T+1 > T+2$
T değeri	-0,82	-2,33	2,74	0,83
P-Olasılık değeri	0,21	0,011	0,0034	0,20
Sonuç	$H_0$ : Reddedilemez	$H_0$ : Red	$H_0$ : Red	$H_0$ : Reddedilemez

*Tablo 3.14.* Yıl ve sektör etkilerinin ölçüldüğü modelde takdire bağlı tahakkukların dönemler itibariyle birbirlerinden önemli ölçüde farklılıklar gösterip göstermediğinin incelendiği t-testi sonuçları.

Elde edilen sonuçlara göre, halka arzdan iki dönem öncesindeki (T-2) ve halka arzdan bir dönem öncesindeki (T-1) takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları arasında önemli farklılıklar bulunmamaktadır. Aynı şekilde, halka arzdan bir dönem sonrasındaki (T+1) ve halka arzdan iki dönem sonrasındaki (T+2) takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları arasında da önemli ölçüde farklılıklar bulunmamaktadır. Buna karşılık, halka arz dönemindeki (T0) ve halka arzdan bir dönem öncesindeki (T-1) takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları arasında T0 dönemi lehinde önemli farklar bulunmaktadır. Aynı şekilde, halka arz dönemindeki (T0) ve halka arzdan bir dönem sonrasındaki (T+1) takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları arasında yine T0 dönemi lehinde önemli farklılıklar bulunmaktadır.

### 3.3.2.2. Çalışma Sermayesi Tahakkukları

Bağımlı değişken olarak çalışma sermayesi tahakkukları alındığında oluşan regresyon çıktısı aşağıdaki gibidir.

Bağımlı Değişken: ÇSTAH

N: 475

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Standart hata	t-Değeri	Olasılık
I/TV	-8418.395	7095.705	-1.186407	0.2361
ΔSATIŞ	0.093284	0.030674	3.041147	0.0025
MDV	-0.107113	0.032678	-3.277803	0.0011
YIL1992	0.088048	0.165546	0.531863	0.5951
YIL1993	0.136792	0.089577	1.527093	0.1274
YIL1994	0.104049	0.113912	0.913416	0.3615
YIL1995	-0.000115	0.075139	-0.001528	0.9988
YIL1996	0.099422	0.071053	1.399266	0.1624
YIL1997	0.198344	0.086972	2.280548	0.0230
YIL1998	-0.082331	0.068866	-1.195522	0.2325
YIL1999	-0.098191	0.082760	-1.186456	0.2361
YIL2000	0.182656	0.139115	1.312986	0.1898
YIL2001	-0.076713	0.067009	-1.144810	0.2529
CIMENTO	0.091785	0.074206	1.236891	0.2168
KAGIT	-0.030765	0.074220	-0.414520	0.6787
KIMYA	-0.094905	0.082750	-1.146887	0.2520
METALESYA	-0.093295	0.087357	-1.067975	0.2861
GIDA	0.015340	0.092087	0.166583	0.8678
TEKSTİL	0.056160	0.072263	0.777169	0.4375
C	0.132688	0.065659	2.020852	0.0439
R <sup>2</sup>	0.196489	F-değeri		5.856026
Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	0.162935	Olasılık(F-Değeri)		0.000000

*Tablo 3.15.* Çalışma sermayesi tahakkukları ile satışlardaki değişim, maddi duran varlıklar, yıllar ve sektörel değişkenler arasındaki ilişkiyi ölçen regresyon sonuçları.

Modelin F olasılık değeri 0,000'dir. Düzeltilmiş R<sup>2</sup> değeri ise %16,29 olmuştur. Bağımsız değişkenler incelendiğinde, satışlardaki değişimin beklendiği gibi pozitif ve anlamlı olduğu (0,0025) görülmektedir. Maddi duran varlıklar da anlamlı çıkmış (0,0011) ve işareti de beklentiler yönünde negatif olmuştur. Yıl değişkenleri incelendiğinde sadece 1997 yılının 0,05 seviyesinde anlamlı olduğu ve işaretinin de pozitif yönde olduğu görülmektedir. 1997 yılında halka açılan işletmelerin diğer yıllara oranla çalışma sermayesi tahakkukları daha yüksek olmaktadır. Sektörler incelendiğinde ise, hiçbir sektörün anlamlı çıkmadığı görülmektedir.



Model değişen varyans ve ardışık bağımlılık testlerine tabi tutulmuştur. Değişen varyans bulunduğu için “White Değişen Varyans Uyumlu Standart Hatalar ve Kovaryans” düzeltmesiyle değişkenlerin ve modelin anlamlılık seviyeleri incelenmiştir.

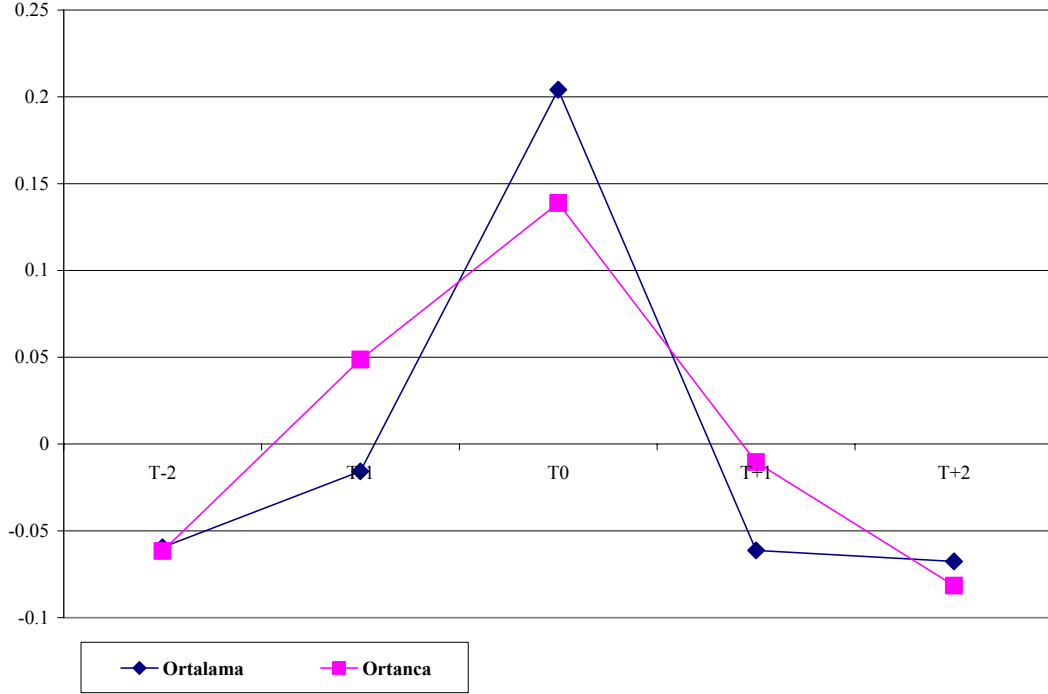
Takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarının ortalama ve ortanca değerleri incelendiğinde toplam tahakkuklarla benzer sonuçlara ulaşılmaktadır.

	<b>T-2</b>	<b>T-1</b>	<b>T0</b>	<b>T+1</b>	<b>T+2</b>
<b>Ortalama</b>	-0.05944	-0.01569	0.204049	-0.06132	-0.06761
<b>Ortanca</b>	-0.06164	0.048704	0.138821	-0.01041	-0.08158

*Tablo 3.16.* Yıl ve sektör etkilerinden arındırılmış takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarının dönemler itibariyle ortalama ve ortanca değerleri.

Ortalama ve ortanca takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları halka arz dönemine kadar yükselmiş ve daha sonra azalan bir eğilim göstermiştir. Bu da işletmelerin halka arz dönemlerinde kârlarını yüksek gösterdikleri yönündeki hipotezleri güçlendirmektedir.

Aşağıda, takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarının dönemler itibariyle değişimi grafik eşliğinde gösterilmiştir.



*Şekil 3.6.* Tüm dönemlere ait takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarının ortalama ve ortanca değerlerindeki değişim.

Takdire bağlı tahakkukların dönemler itibariyle birbirlerinden önemli ölçüde farklı olup olmadığının incelenmesi amacıyla t-test istatistiği yapılmıştır. Daha önce olduğu gibi sıfır hipotezi dönemler arasında farklılık olmadığı, alternatif hipotez ise dönemler arasında önemli ölçüde farklılık olduğu yönünde belirlenmiştir. Elde edilen sonuçlar aşağıdadır.

	$H_0 : T-2 = T-1$ $H_1 : T-2 < T-1$	$H_0 : T-1 = T_0$ $H_1 : T-1 < T_0$	$H_0 : T_0 = T+1$ $H_1 : T_0 > T+1$	$H_0 : T+1 = T+2$ $H_1 : T+1 > T+2$
T değeri	-0,71	-2,98	3,77	0,14
P-Olasılık değeri	0,24	0,0017	0,0001	0,45
Sonuç	$H_0 : Reddedilemez$	$H_0 : Red$	$H_0 : Red$	$H_0 : Reddedilemez$

*Tablo 3.17.* Yıl ve sektör etkilerinin incelendiği modelde takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarının dönemler itibariyle birbirlerinden önemli ölçüde farklılıklar gösterip göstermediğinin incelendiği t-testi sonuçları.

Elde edilen sonuçlara göre, halka arzdan iki dönem öncesindeki (T-2) ve halka arzdan bir dönem öncesindeki (T-1) takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları arasında önemli farklılıklar bulunmamaktadır. Aynı şekilde, halka arzdan bir dönem sonrasındaki (T+1) ve halka arzdan iki dönem sonrasındaki (T+2) takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları arasında da önemli ölçüde farklılıklar bulunmamaktadır. Buna karşılık, halka arz dönemindeki (T<sub>0</sub>) ve halka arzdan bir dönem öncesindeki (T-1) takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları arasında T<sub>0</sub> dönemi lehinde önemli farklar bulunmaktadır. Aynı şekilde, halka arz dönemindeki (T<sub>0</sub>) ve halka arzdan bir dönem sonrasındaki (T+1) takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları arasında yine T<sub>0</sub> dönemi lehinde önemli farklılıklar bulunmaktadır.

### 3.3.3. Halka Arz Dönemlerinin Etkilerinin İncelenmesi

Halka arz ile ilgili dönemlerin modellere kukla değişken olarak eklenmesiyle elde edilen yeni model, halka arz ile ilgili dönemlerin tahakkuklar üzerindeki etkilerini gösterecektir. Modelde halka arzdan önceki dönemler ve halka arz dönemlerini gösteren değişkenlerin tahakkukların bu dönemlerde artacağı beklentisiyle pozitif olması, halka arzdan sonraki dönemlerde ise negatif olması beklenmektedir. Diğer tüm değişkenler ile ilgili beklentiler önceki modellerle aynı şekildedir.

### 3.3.3.1. Toplam Tahakkuklar

Toplam tahakkuklar üzerindeki satışlardaki değişim, maddi duran varlıkların seviyesi ve halka arz dönemlerinin etkilerini gösteren regresyon denklemi sonucu aşağıda sunulmaktadır. Tam çoklu doğrusallık sorununu engellemek için HA (-2) kukla değişkeni denklemden çıkarılmıştır.

Bağımlı Değişken: TTTAH

N: 475

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Standart hata	t-Değeri	Olasılık
1/TV	-2027.691	7815.254	-0.259453	0.7954
$\Delta$ SATIŞ	0.136963	0.037648	3.637949	0.0003
MDV	-0.042630	0.090922	-0.468862	0.6394
HA (-1)	0.226669	0.220288	1.028964	0.3040
HA (0)	0.577664	0.216349	2.670054	0.0078
HA (+1)	0.297736	0.230423	1.292129	0.1970
HA (+2)	0.313638	0.239191	1.311243	0.1904
C	-0.432750	0.327264	-1.322329	0.1867
$R^2$	0.070885	F-değeri		5.089829
Düzeltilmiş $R^2$	0.056958	Olasılık(F-Değeri)		0.000014

*Tablo 3.18.* Toplam tahakkuklara satışlardaki değişim, maddi duran varlıkların seviyesi, halka arz ile ilgili dönemlerin etkilerini gösteren regresyon denklemi sonucu.

Modelin F istatistik değerinin olasılığına bakıldığında modelin 0,0001'den düşük olacak şekilde anlamlı olduğu görülmektedir. Modelin açıklayıcılığı incelendiğinde ise Düzeltilmiş  $R^2$  değerinin %5,70 olduğu görülmektedir. Bağımsız değişkenler incelendiğinde satışlardaki değişimin tahakkukları pozitif yönde etkilediği ve 0,001 düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir. Maddi duran varlıklar önceki toplam tahakkuk modellerinde olduğu gibi anlamsız çıkmıştır. Halka arz dönemlerini gösteren kukla değişkenler incelendiğinde sadece halka arz döneminin (HA(0)) anlamlı olduğu (0,01 seviyesinde) görülmektedir. İşletmenin tahakkukları, halka arz döneminde halka arzdan iki dönem öncesine oranla 0,577664 daha fazladır. Bu da halka arz döneminde

tahakkukların yükseldiğini göstermektedir. Ancak, denklemin sonucu diğer dönemlerle ilgili kanıt vermemektedir. Bu modelden elde edilen sonuçlara göre, işletmelerin halka arz dönemlerindeki tahakkuklarının halka arz öncesine göre önemli ölçüde yükseldiği görülmektedir. Buna göre, halka arz döneminde, işletmelerin tahakkukları varlıklarının 0,58'i kadar artmaktadır.

Model değişen varyans ve ardışık bağımlılık testlerine tabi tutulmuştur. Değişen varyans bulunduğu için “White Değişen Varyans Uyumlu Standart Hatalar ve Kovaryans” düzeltilmesiyle değişkenlerin ve modelin anlamlılık seviyeleri incelenmiştir.

### 3.3.3.2. Çalışma Sermayesi Tahakkukları

Bağımsız değişken olarak çalışma sermayesi tahakkukları kullanıldığında elde edilen sonuç aşağıdadır.

Bağımlı Değişken: ÇSTAH

N: 475

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Standart hata	t-Değeri	Olasılık
1/TV	-2437.778	5231.345	-0.465995	0.6414
ΔSATIŞ	0.095492	0.026067	3.663313	0.0003
MDV	-0.097805	0.031680	-3.087300	0.0021
HA (-1)	0.069258	0.063086	1.097834	0.2728
HA (0)	0.349335	0.084754	4.121742	0.0000
HA (+1)	-0.005141	0.063662	-0.080749	0.9357
HA (+2)	0.018227	0.068371	0.266584	0.7899
C	0.071202	0.079674	0.893669	0.3720
R <sup>2</sup>	0.210549	F-değeri		17.79294
Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	0.198716	Olasılık(F-Değeri)		0.000000

*Tablo 3.19.* Çalışma sermayesi tahakkuklarına satışlardaki değişim, maddi duran varlıkların seviyesi, halka arz ile ilgili dönemlerin etkilerini gösteren regresyon denklemi sonucu.

F değeri modelin oldukça yüksek seviyede anlamlı olduğunu göstermektedir. Düzeltilmiş  $R^2$  %19,87 seviyesindedir. Satışlardaki değişim ve maddi duran varlıkların düzeyleri 0,01'den düşük olacak şekilde anlamlıdır. Bu değişkenlerin işaretleri de beklendiği gibi sırasıyla çalışma sermayesini artıracak ve azaltacak şekildedir. Halka arz dönemlerini gösteren kukla değişkenler incelendiğinde ise, yine halka arz yılının anlamlı çıktığı buna karşılık diğer dönemlerin anlamsız çıktığı görülmektedir. Halka arz döneminde işletmelerin çalışma sermayesi tahakkuklarının varlıklarının 0,35'i kadar daha fazla olması beklenmektedir.

Model değişen varyans ve ardışık bağımlılık testlerine tabi tutulduğunda ardışık bağımlılık sorununun olduğu görülmüştür. Bu nedenle "Newey-West Değişen Varyans ve Ardışık Bağımlılık Uyumlu Standart Hatalar ve Kovaryans" düzeltmesiyle değişkenlerin ve modelin anlamlılık seviyeleri incelenmiştir.

#### *3.3.4. Halka Arz Dönemlerinin, Yılların ve Sektörlerin Etkilerinin İncelenmesi*

Modele halka arz dönemlerini, yılları ve sektörleri ifade eden kukla değişkenlerinin eklenmesi sonucunda tahakkukların bu değişkenler tarafından hangi ölçüde etkilendiği görülecektir.

##### *3.3.4.1. Toplam Tahakkuklar*

Toplam tahakkukların sektörlere göre ve yıllara göre değişiklik göstermesi olasılığından hareketle toplam tahakkuklarla ilgili modele yıl, sektör ve halka arz dönemini ifade eden kukla değişkenlerin eklenmesi sonucu elde edilen regresyon denkleminin sonucu aşağıdadır.

Bağımlı Değişken: TTAH

N: 475

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Standart hata	t-Değeri	Olasılık
I/TV	-22978.70	21071.01	-1.090536	0.2761
ΔSATIŞ	0.171210	0.073020	2.344711	0.0195
MDV	-0.014923	0.154151	-0.096806	0.9229
YIL1992	0.407324	0.457791	0.889761	0.3741
YIL1993	0.323218	0.298410	1.083133	0.2793
YIL1994	-0.082859	0.154381	-0.536714	0.5917
YIL1995	-0.195130	0.131905	-1.479318	0.1398
YIL1996	-0.116253	0.128010	-0.908155	0.3643
YIL1997	-0.383859	0.385084	-0.996818	0.3194
YIL1998	-0.341099	0.197661	-1.725679	0.0851
YIL1999	-0.226008	0.101471	-2.227313	0.0264
YIL2000	-0.114169	0.153694	-0.742837	0.4580
YIL2001	-0.178988	0.099292	-1.802643	0.0721
CIMENTO	0.369241	0.233640	1.580384	0.1147
GIDA	0.358938	0.293493	1.222988	0.2220
KAGIT	0.200953	0.290864	0.690885	0.4900
KIMYA	0.340840	0.327959	1.039276	0.2992
METALESYA	0.392965	0.300185	1.309074	0.1912
TEKSTİL	0.397482	0.278281	1.428347	0.1539
HA (-1)	0.255374	0.166234	1.536228	0.1252
HA (0)	0.672817	0.326796	2.058827	0.0401
HA (+1)	0.432140	0.348071	1.241527	0.2151
HA (+2)	0.401943	0.376005	1.068985	0.2856
C	-0.655897	0.671280	-0.977085	0.3291
R <sup>2</sup>	0.118716	F-değeri		2.641450
Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	0.073773	Olasılık(F-Değeri)		0.000067

*Tablo 3.20.* Toplam tahakkuklara satışlardaki değişim, maddi duran varlıkların seviyesi, yılların, sektörlerin ve halka arz ile ilgili dönemlerin etkilerini gösteren regresyon denklemi sonucu.

Modelin F değeri modelin 0,001 düzeyinde anlamlı olduğunu göstermektedir. Düzeltilmiş R<sup>2</sup> değeri %7,38 düzeyinde olmuştur. Bağımsız değişkenlerden satışlardaki değişimi ifade eden değişkenin 0,05 düzeyinde anlamlı çıktığı ve tahakkukları artırdığı görülmektedir. Buna karşılık maddi duran varlıkların seviyesinin tahakkukları

etkilediğine dair kanıt bulunmamaktadır. Yıl değişkenlerinden 1999 yılının 0,05 düzeyinde, 1998 ve 2001 yıllarının da 0,1 düzeyinde anlamlı oldukları görülmektedir. Her üç yılda da tahakkuklar azalmaktadır. Sektör değişkenleri incelendiğinde hiçbir sektörün anlamlı olmadığı görülmektedir. Buna göre, işletmelerin toplam tahakkuklarının birbirlerinden önemli ölçüde farklı olmadığı görülmektedir. Halka arz ile ilgili dönemler incelendiğinde, halka arz döneminin 0,05 seviyesinde anlamlı çıktığı görülmektedir. Halka arz döneminde işletmelerin tahakkukları halka arz öncesine göre 0,67 daha yüksek çıkmaktadır. Bu sonuca göre, işletmelerin tahakkuklarının halka arz öncesine göre varlıklarının 0,67'si kadar yükseldiği kanısına varmak mümkündür. Diğer dönemlerde anlamlı sonuçlar çıkmamaktadır. Bu sonuca göre, işletmelerin toplam tahakkukları halka arz dönemlerinde diğer dönemlerden farklı olacak şekilde yükselmektedir. Bu da halka arz dönemi tahakkuklarının kârı yükseltici etkilerinin olduğuna dair hipotezi desteklemektedir.

Modelde ardışık bağımlılık sorununun olduğu görüldüğü için katsayılar “Newey-West Değişen Varyans ve Ardışık Bağımlılık Uyumlu Standart Hatalar ve Kovaryans” düzeltilmesine tabi tutulmuştur.

#### *3.3.4.2. Çalışma Sermayesi Tahakkukları*

Bağımlı değişken olarak çalışma sermayesi tahakkukları eklendiğinde elde edilen sonuç aşağıdadır.



Bağımlı Değişken: ÇSTAH

N: 475

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Standart hata	t-Değeri	Olasılık
I/TV	-6076.331	7304.781	-0.831829	0.4059
ΔSATIŞ	0.096471	0.030676	3.144805	0.0018
MDV	-0.108413	0.032393	-3.346800	0.0009
YIL1992	0.038965	0.175291	0.222286	0.8242
YIL1993	0.076615	0.105596	0.725546	0.4685
YIL1994	-0.048143	0.121062	-0.397676	0.6911
YIL1995	-0.118597	0.089735	-1.321636	0.1870
YIL1996	0.002510	0.086074	0.029160	0.9767
YIL1997	0.072835	0.086536	0.841677	0.4004
YIL1998	-0.145483	0.077739	-1.871428	0.0619
YIL1999	-0.144455	0.085963	-1.680434	0.0936
YIL2000	-0.039995	0.125513	-0.318653	0.7501
YIL2001	-0.079627	0.093104	-0.855244	0.3929
CIMENTO	0.107873	0.073581	1.466045	0.1433
GIDA	-0.015820	0.071232	-0.222098	0.8243
KAGIT	-0.088581	0.083301	-1.063391	0.2882
KIMYA	-0.084302	0.086467	-0.974961	0.3301
METALESYA	0.029092	0.090866	0.320166	0.7490
TEKSTİL	0.078368	0.069407	1.129108	0.2595
HA (-1)	0.056299	0.069895	0.805482	0.4210
HA (0)	0.325520	0.082080	3.965869	0.0001
HA (+1)	-0.003954	0.072453	-0.054568	0.9565
HA (+2)	-0.006802	0.078770	-0.086351	0.9312
C	0.132642	0.106504	1.245417	0.2136
R <sup>2</sup>	0.251039	F-değeri		6.572495
Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	0.212843	Olasılık(F-Değeri)		0.000000

*Tablo 3.21.* Çalışma sermayesi tahakkuklarına satışlardaki değişim, maddi duran varlıkların seviyesi, yılların, sektörlerin ve halka arz ile ilgili dönemlerin etkilerini gösteren regresyon denklemi sonucu.

Modelin anlamlılığı incelendiğinde F değerinin olasılık değerinin 0,000 düzeyinde anlamlı olduğu görülmektedir. Düzeltilmiş R<sup>2</sup> değişkenlerin modeli %21,28 düzeyinde açıkladığını göstermektedir. Satışlardaki değişim ve maddi duran varlıkların seviyesinin 0,01'den daha düşük olacak şekilde anlamlı olduğu görülmektedir. Satışlar çalışma

sermayesi tahakkuklarını artırmakta, maddi duran varlıklar ise azaltmaktadır. Yıl değişkenleri incelendiğinde, 1998 ve 1999 yıllarının 0,1 düzeyinde anlamlı çıktığı ve çalışma sermayesi tahakkuklarını azalttığı sonucu çıkmaktadır. Sektör değişkenlerinin hiçbirinin anlamlı olmadığı görülmektedir. Elde edilen sonuçlara göre sektörler arasında çalışma sermayesi tahakkukları açısından farklılıklar bulunmamaktadır. Halka arz dönemlerini ifade eden kukla değişkenler incelendiğinde ise, sadece halka arz dönemini ifade eden değişkenin anlamlı olduğu görülmektedir. Bu değişkenin anlamlılık düzeyi de oldukça yüksek çıkmıştır (0,0001). Halka arz döneminde işletmelerin çalışma sermayesi tahakkukları halka arz öncesi döneme göre varlıkların 0,33'ü kadar yükselmektedir.

### **3.4. Duyarlılık Analizi**

Modelden elde edilen sonuçların doğruluğunu kontrol etmek amacıyla, modelde kullanılan regresyon denklemleri kontrol grubu kullanılarak tekrar hesaplanmıştır. Böylece, diğer işletmelerde tahakkukların aynı dönemlerde hangi yönde eğilim gösterdikleri incelenmiştir. Bu amaçla, örnekleme yer alan her işletme aynı sektörde yer alan ve benzer işleri yapan işletmelerle eşleştirilmiştir. Kontrol grubunda yer alan işletmelerin örnekleme yer alan işletmelerin halka arz edildikleri tarihten en az üç yıl önce halka arz edilmiş olmaları seçim kriteri olarak alınmıştır. Örnekleme, ülkemizde halka arzın yoğun olduğu dönemleri kapsadığı için kontrol grubuna dahil edilebilen ve gerekli seçim kriterlerini yerine getiren işletmelerin sayısı düşük olmuştur. Bu nedenle örnekleme eşleşme sağlanabilen işletmelere indirgenmiştir. Örneklemin 70 adetlik bölümü eşleştirilebilmiştir. Bu nedenle, regresyon denklemleri örnekleme ve kontrol gruplarında 70'er adet işletmeyle hesaplanacaktır. Örnekleme ve kontrol gruplarında yer alan işletmeler EK2'de sunulmaktadır.

SEKTÖR	YIL							TOPLAM
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	
Gıda, İçki ve Tütün	5	1	3	0	3	0	3	15
Dokuma, Giyim Eşyası ve Deri	2	3	3	1	3	0	1	13
Kâğıt ve Kâğıt Ürünleri, Basım ve Yayın	1	1	0	0	1	0	3	6
Kimya, Petrol, Kauçuk ve Plastik Ürünler	1	1	1	2	0	0	2	7
Taş ve Toprağa Dayalı Sanayi	0	4	0	1	0	0	2	7
Metal Ana Sanayi	1	1	0	1	0	0	0	3
Metal Eşya, Makine ve Gereç Yapım	1	3	1	3	1	0	1	10
Toptan Ticaret	0	0	0	1	0	0	0	1
Perakende Ticaret	0	0	1	1	0	0	0	2
Lokanta ve Oteller	0	0	0	0	0	0	2	2
Ulaştırma	0	0	1	0	0	0	0	1
Haberleşme	0	0	0	0	0	0	1	1
Bilişim	0	0	0	0	0	0	2	2
<i>Toplam</i>	<i>11</i>	<i>14</i>	<i>10</i>	<i>10</i>	<i>8</i>	<i>0</i>	<i>17</i>	<i>70</i>

*Tablo 3.22.* Örneklem grubu ile kontrol grubunun eşleştirilmesi sonucu oluşan örneklem grubunun sektör ve yıllara göre dağılımı.

Kontrol grubundaki işletmeler de örneklem grubundaki işletmeler gibi halka arz ediliyormuş gibi sınıflandırılmış ve her işletme eşleştirildiği işletmenin halka arz döneminden önceki iki yıl önceki veriler, halka arz yılı verileri ve halka arz sonrasındaki iki yıllık veriler elde edilmiştir. Böylece, kontrol grubu örneklem grubuna mümkün olduğunca benzer bir hale getirilmiştir.

Analizi basitleştirmek için, bağımlı değişken olarak modelde bir önceki bölümde daha anlamlı regresyon sonuçları elde edilen çalışma sermayesi tahakkukları kullanılmıştır.

### 3.4.1. Çalışma Sermayesi Tahakkuklarının Karşılaştırılması

Örnekleme ve kontrol grupları için Jones modeli kullanılarak hesaplanan regresyon denklemi sonuçları aşağıdadır.

#### Örnekleme Grubu:

Bağımlı Değişken: ÇSTAH

N: 350

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Standart hata	t-Değeri	Olasılık
1/TV	2416.767	5429.322	0.445132	0.6565
ΔSATIŞ	0.073196	0.032916	2.223714	0.0268
MDV	-0.023799	0.035360	-0.673034	0.5014
C	0.081932	0.056618	1.447095	0.1488
R <sup>2</sup>	0.048215	F-değeri		5.842465
Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	0.039962	Olasılık(F-Değeri)		0.000667

#### Kontrol Grubu:

Bağımlı Değişken: ÇSTAH

N: 350

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Standart hata	t-Değeri	Olasılık
1/TV	11851.62	5836.653	2.030552	0.1007
ΔSATIŞ	0.033292	0.014591	2.281665	0.0357
MDV	-0.008801	0.023842	-0.369154	0.8079
C	0.099579	0.037135	2.681533	0.0413
R <sup>2</sup>	0.032011	F-değeri		3.814026
Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	0.023618	Olasılık(F-Değeri)		0.010337

*Tablo 3.23.* Örnekleme grubu ile kontrol grupları çalışma sermayesi tahakkukları ile satışlardaki değişim ve maddi duran varlıklar arasındaki ilişkiyi ölçen regresyon sonuçları.

Her iki regresyon denkleminin F değerleri incelendiğinde, örneklem grubunun 0,0001'den düşük olacak şekilde, kontrol grubunun ise 0,05'den düşük olacak şekilde anlamlı olduğu görülmektedir. Örneklem grubunun düzeltilmiş R<sup>2</sup> değeri %4 olmuş, buna karşılık kontrol grubunda aynı değer %2,36 olmuştur. Örneklem ve kontrol grubunda satışlardaki değişim 0,05'den düşük olacak şekilde anlamlıdır. Buna karşılık maddi duran varlıkların seviyesi anlamlı çıkmamıştır.

Her iki denklemin hata katsayıları, takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarını verecektir.

Örneklem Grubu:

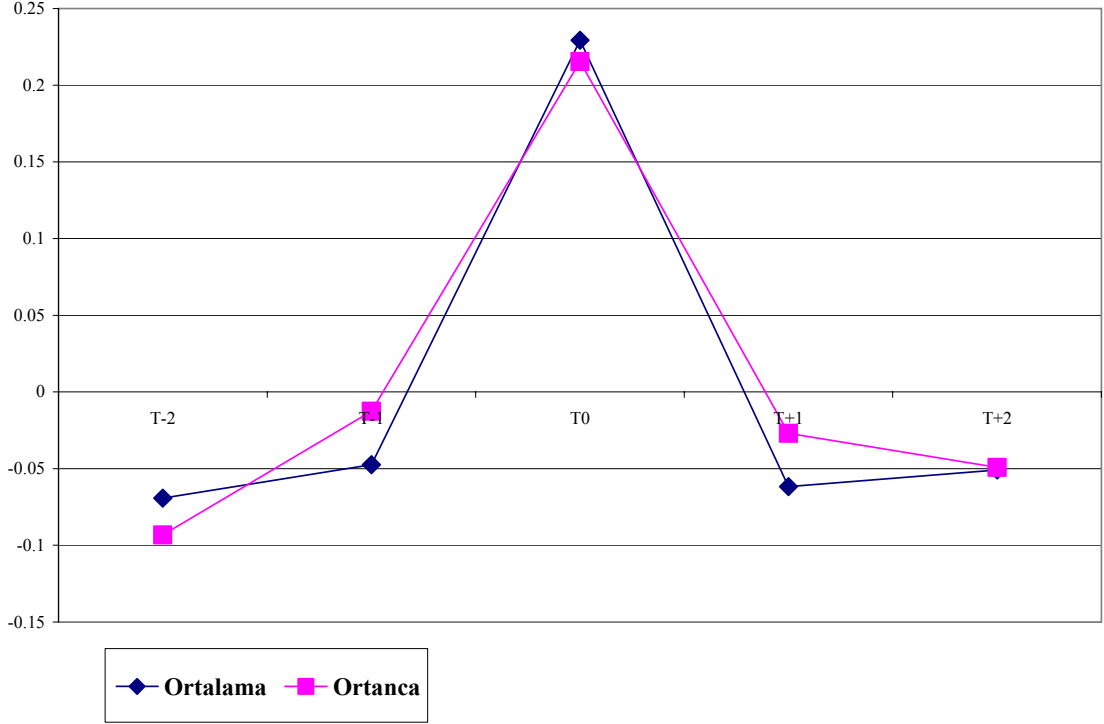
	<b>T-2</b>	<b>T-1</b>	<b>T0</b>	<b>T+1</b>	<b>T+2</b>
<b>Ortalama</b>	-0.06928	-0.04744	0.229305	-0.06175	-0.05083
<b>Ortanca</b>	-0.09318	-0.01259	0.215439	-0.02694	-0.04924

Kontrol Grubu:

	<b>T-2</b>	<b>T-1</b>	<b>T0</b>	<b>T+1</b>	<b>T+2</b>
<b>Ortalama</b>	0.028956	-0.00562	0.011144	-0.03321	-0.00126
<b>Ortanca</b>	0.010451	0.012938	0.011534	0.0077	-0.00322

Tablo 3.24. Örneklem ve kontrol grubu ortalama ve ortanca takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları.

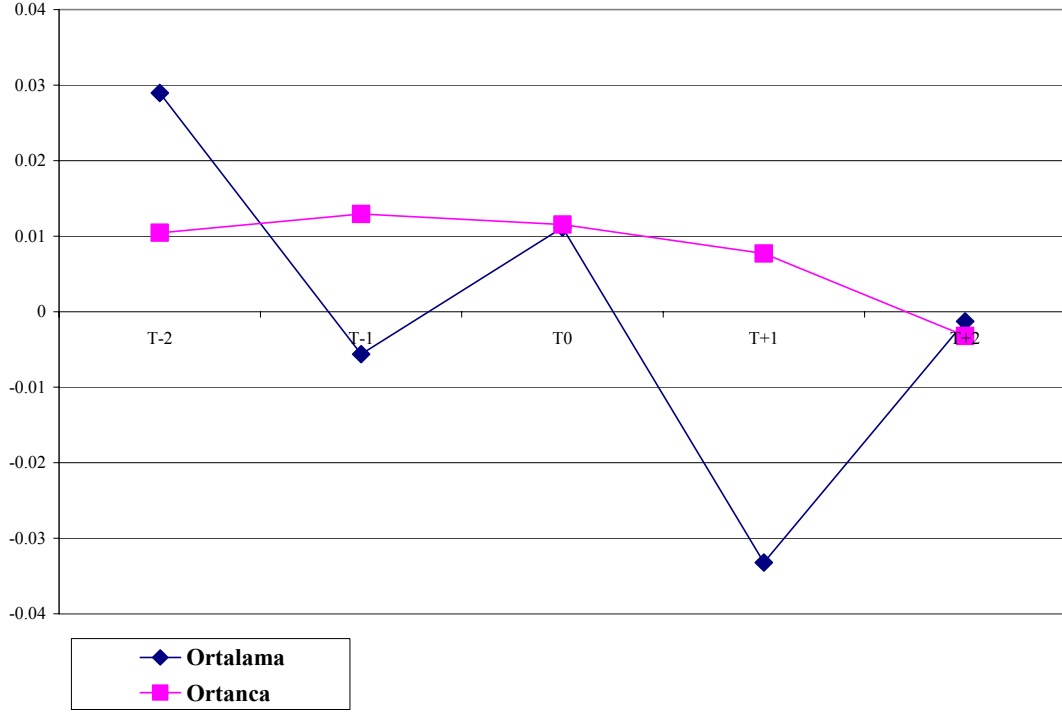
Örneklem grubunun takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları halka arz dönemine kadar yükselmekte, daha sonra bu eğilim tersine dönmektedir. Kontrol grubunda ise, aynı eğilim gözlenmemektedir.



*Şekil 3.7.* Örneklem grubunun takdire bağlı takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarının ortalama ve ortanca değerlerindeki değişim.

Örneklem grubunun takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarının halka arz dönemleri itibariyle gösterdiği eğilim halka arz döneminde tahakkukların artırılması yoluyla kârın yüksek gösterildiğine dair teoriyi destekler niteliktedir.

Kontrol grubunun takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarının aynı dönemlerdeki değişimi aşağıdaki grafikte gösterilmektedir.



Şekil 3.8. Kontrol grubunun takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarının ortalama ve ortanca değerlerindeki değişim.

Kontrol grubunun takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları, dönemler içinde artan ve azalan bir eğilim göstermiştir. Ortalama ve ortanca değerlerin birbirlerinden farklı eğilim göstermesi de kontrol grubunun tahakkuklarında belirli bir eğilim olmadığı kanısını güçlendirmektedir.

Dönemler arasındaki takdire bağlı tahakkuklar arasında istatistiki olarak anlamlı farklılıklar olup olmadığı t-testi ile yoluyla incelenmiştir. Buna göre örneklem grubu ve kontrol grubunun takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları ile ilgili aşağıdaki sonuçlar çıkmıştır. Daha önce olduğu gibi sıfır hipotezi dönemler arasında farklılık olmadığı, alternatif hipotez ise dönemler arasında önemli ölçüde farklılık olduğu yönünde belirlenmiştir.

Örneklem Grubu:

	$H_0 : T-2 = T-1$ $H_1 : T-2 < T-1$	$H_0 : T-1 = T_0$ $H_1 : T-1 < T_0$	$H_0 : T_0 = T+1$ $H_1 : T_0 > T+1$	$H_0 : T+1 = T+2$ $H_1 : T+1 > T+2$
T değeri	-0,33	-4,04	4,71	-0,23
P-Olasılık değeri	0,37	0,0000	0,0000	0,59
Sonuç	$H_0$ : Reddedilemez	$H_0$ : Red	$H_0$ : Red	$H_0$ : Reddedilemez

Kontrol Grubu:

	$H_0 : T-2 = T-1$ $H_1 : T-2 < T-1$	$H_0 : T-1 = T_0$ $H_1 : T-1 < T_0$	$H_0 : T_0 = T+1$ $H_1 : T_0 > T+1$	$H_0 : T+1 = T+2$ $H_1 : T+1 > T+2$
T değeri	0,68	-0,34	0,98	-0,70
P-Olasılık değeri	0,75	0,37	0,16	0,76
Sonuç	$H_0$ : Reddedilemez	$H_0$ : Reddedilemez	$H_0$ : Reddedilemez	$H_0$ : Reddedilemez

Tablo 3.25. Örneklem grubu ve kontrol grubu takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarının dönemler itibariyle birbirlerinden önemli ölçüde farklılıklar gösterip göstermediğinin incelendiği t-testi sonuçları.

Daraltılmış örneklem grubundan elde edilen sonuçlar, örneklem grubu ile benzer çıkmıştır. İşletmelerin takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarının halka arzdan iki dönem öncesindeki (T-2) ve halka arzdan bir dönem öncesindeki (T-1) seviyeleri birbirlerinden istatistiki olarak farklılık göstermemektedir. Buna karşılık halka arzdan bir dönem öncesi (T-1) ile halka arz dönemine (T0) ait takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları arasında önemli farklılıklar bulunmaktadır. Halka arzdan bir dönem sonrası ile (T+1) halka arz dönemi (T0) arasında da aynı farklılıklar devam etmektedir. Buna karşılık halka arzdan bir dönem sonrası (T+1) ile iki dönem sonrası (T+2) arasında farklılığın olduğu istatistiki olarak kanıtlanamamaktadır. Kontrol grubu aynı şekilde t-testine tabi tutulduğunda ise dönemlerin birbirlerinden önemli ölçüde farklı olduğuna



dair sonuç çıkmamaktadır. Bu sonuçlar, takdire bağılı çalışma sermayesi tahakkuklarının halka açılan işletmelerde halka arz dönemlerinde diğere dönemlere göre farklılıklar gösterdiğini, halka açılmayan işletmelerde ise bu anlamda bir farklılık gözlenmediğini ortaya koymaktadır. Bu durum çalışmanın hipotezlerini güçlü bir şekilde desteklemektedir.

Kontrol grubu ile örneklem grubunun takdire bağılı çalışma sermayesi tahakkukları arasındaki fark, anormal tahakkuklar olarak adlandırılmaktadır. Anormal tahakkukların dönemler itibariyle değişiminin de incelenmesi, örneklem grubunun takdire bağılı tahakkuklarındaki değişimi göstermesi açısından önemi vardır. Bu tahakkukların halka arz döneminde önemli ölçüde artması ve ardından azalması da işletmelerin tahakkuklarını kullanarak kârlarını yüksek gösterdiğine dair hipotezi destekleyecektir.

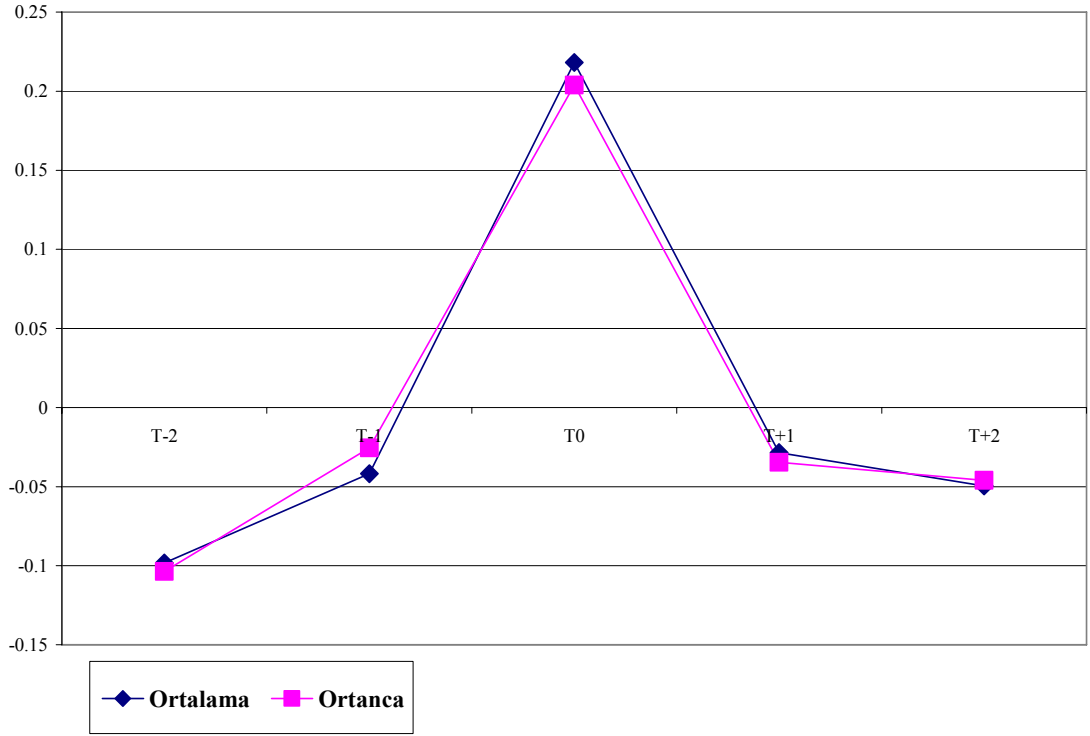
Aşağıda örneklem grubu takdire bağılı çalışma sermayesi tahakkuklarından kontrol grubu çalışma sermayesi tahakkuklarının ortalama ve ortanca değerlerinin çıkarılması sonucu elde edilen değerler sunulmaktadır.

	<b>T-2</b>	<b>T-1</b>	<b>T0</b>	<b>T+1</b>	<b>T+2</b>
<b>Ortalama</b>	-0.09824	-0.04182	0.218161	-0.02854	-0.04957
<b>Ortanca</b>	-0.10363	-0.02553	0.203905	-0.03464	-0.04602

*Tablo 3.26.* Örneklem ve kontrol grubu ortalama ve ortanca takdire bağılı çalışma sermayesi tahakkukları arasındaki fark; anormal tahakkuklar.

Ortalama ve ortanca anormal tahakkuklar halka arz dönemi öncesinde negatif iken yükselerek halka arz döneminde pozitif olmuş, halka arz dönemi sonrasında ise hızla düşerek negatif olmuştur.

Aşağıda, anormal tahakkukların dönemler içindeki hareketi grafik eşliğinde sunulmaktadır.



*Şekil 3.9.* Anormal çalışma sermayesi tahakkuklarının ortalama ve ortanca değerlerindeki değişim.

### 3.4.2. Çalışma Sermayesi Tahakkuklarındaki Yıl ve Sektör Etkilerinin Karşılaştırılması

Örnekleme grubuna yıl ve sektörleri gösteren kukla değişkenler eklendiğinde aşağıdaki sonuçlar çıkmaktadır.

Bağımlı Değişken: ÇSTAH

N: 350

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Standart hata	t-Değeri	Olasılık
I/TV	-2010.206	8755.666	-0.229589	0.8186
ΔSATIŞ	0.054889	0.021524	2.550163	0.0112
MDV	-0.064509	0.031518	-2.046700	0.0415
YIL1992	-0.000125	0.177319	-0.000706	0.9994
YIL1993	0.062310	0.133673	0.466140	0.6414
YIL1994	0.159408	0.124748	1.277838	0.2022
YIL1995	0.032479	0.111547	0.291173	0.7711
YIL1996	0.032676	0.105469	0.309819	0.7569
YIL1997	0.172967	0.109201	1.583936	0.1142
YIL1998	-0.090945	0.105548	-0.861652	0.3895
YIL1999	-0.176612	0.108546	-1.627062	0.1047
YIL2000	0.079239	0.115210	0.687785	0.4921
YIL2001	-0.120265	0.125180	-0.960737	0.3374
CIMENTO	0.168921	0.083724	2.017596	0.0444
GIDA	0.060651	0.068664	0.883294	0.3777
KAGIT	0.008911	0.085187	0.104606	0.9168
KIMYA	0.024546	0.081804	0.300058	0.7643
METALESYA	0.128738	0.073018	1.763104	0.0788
TEKSTİL	0.220843	0.071997	3.067400	0.0023
C	0.045764	0.104616	0.437444	0.6621
R <sup>2</sup>	0.172840	F-değeri		3.629238
Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	0.125216	Olasılık(F-Değeri)		0.000001

*Tablo 3.27.* Örneklem grubu çalışma sermayesi tahakkuklarına satışlardaki değişim, maddi duran varlıkların seviyesi, yılların ve sektörlerin etkilerini gösteren regresyon denklemi sonucu.

Modelin F değeri, modelin 0,0001'den düşük olacak şekilde anlamlı olduğunu göstermektedir. Düzeltilmiş R<sup>2</sup> değeri ise %12,52'ye yükselmiştir. Satışlardaki değişim 0,05'den düşük olacak şekilde anlamlıdır. Maddi duran varlıklar da 0,05'den düşük olacak şekilde anlamlıdır. Her iki bağımsız değişkenin işaretleri de beklendiği gibi çıkmıştır. Yıl değişkenleri incelendiğinde, hiçbir yılın anlamlı çıkmadığı görülmektedir. Bu da örneklem grubunda yılların etkilerinin olmadığını göstermektedir. Sektör değişkenlerinden tekstil olarak adlandırılan dokuma, giyim eşyası ve deri sektörünün

0,01'den düşük olacak şekilde anlamlı olduğu gör÷lmektedir. Bu sektördeki işletmelerin çalışma sermayesi tahakkukları gözlem döneminde diğer sektörlere oranla daha yüksektir. Çimento olarak adlandırılan taş ve toprağa dayalı sanayi sektörü 0,05 seviyesinde anlamlıdır. Bu sektörün de çalışma sermayesi tahakkukları diğer sektörlere oranla daha yüksektir. Metal eşya olarak adlandırılan metal eşya, makine ve gereç yapım sektörü ise 0,1'den düşük olacak şekilde anlamlıdır. Bu değişkenin de işareti pozitif çıkmıştır. Bunun anlamı, bu sektördeki çalışma sermayesi tahakkuklarının diğer sektörlere oranla daha yüksek olduğudur.

Aynı modelin kontrol grubuna uygulanması sonucu elde edilen regresyon denklemi sonuçları aşağıdadır.

Bağımlı Değişken: ÇSTAH

N: 350

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Standart hata	t-Değeri	Olasılık
I/TV	11121.29	5734.337	1.939421	0.0533
ΔSATIŞ	0.012498	0.018378	0.680047	0.4970
MDV	-0.040880	0.038354	-1.065871	0.2873
YIL1992	0.026947	0.097525	0.276310	0.7825
YIL1993	0.073711	0.089519	0.823411	0.4109
YIL1994	0.096280	0.095452	1.008673	0.3139
YIL1995	0.156714	0.085673	1.829199	0.0683
YIL1996	0.108601	0.082246	1.320442	0.1876
YIL1997	0.130055	0.081247	1.600729	0.1104
YIL1998	0.044249	0.082544	0.536063	0.5923
YIL1999	-0.038993	0.081762	-0.476917	0.6337
YIL2000	0.111186	0.084654	1.313408	0.1900
YIL2001	-0.019872	0.098314	-0.202131	0.8399
CIMENTO	0.132313	0.060352	2.192377	0.0291
GIDA	0.096965	0.042843	2.263268	0.0243
KAGIT	0.083615	0.080989	1.032425	0.3026
KIMYA	0.156767	0.045065	3.478668	0.0006
METALESYA	0.166289	0.047800	3.478820	0.0006
TEKSTİL	0.053629	0.044631	1.201614	0.2304
C	-0.001955	0.080915	-0.024163	0.9807
R <sup>2</sup>	0.111681	F-değeri		2.183587
Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	0.060535	Olasılık(F-Değeri)		0.003202

*Tablo 3.28.* Kontrol grubu çalışma sermayesi tahakkuklarına satışlardaki değişim, maddi duran varlıkların seviyesi, yılların ve sektörlerin etkilerini gösteren regresyon denklemi sonucu.

Modelin F değeri modelin 0,01'den düşük olacak şekilde anlamlı olduğunu göstermektedir. Düzeltilmiş R<sup>2</sup> değeri ise %6,05 olmuştur. Bağımsız değişkenler incelendiğinde, satışlardaki değişim ve maddi duran varlıkların katsayılarının anlamsız çıktığı görülmüştür. Yıl değişkenlerinden sadece 1995 yılının anlamlı olduğu (0,1 düzeyinde) ve çalışma sermayesi tahakkuklarının bu yılda diğer yıllara oranla arttığı görülmüştür. Sektör değişkenlerinden çimento sektörü olarak adlandırılan taş ve toprağa dayalı sanayi, ve gıda olarak adlandırılan gıda, içki ve tütün sektörleri 0,05 düzeyinde

anlamlıdır. Kimya, petrol, kauçuk ve plastik ürünler ile metal eşya, makine ve gereç yapım sektörlerinin de 0,01'den düşük olacak şekilde anlamlı olduğu görülmüştür. Tüm bu sektörlerin katsayılarının pozitif işaretli olması bu sektörlerde yer alan işletmelerin tahakkuklarının diğer olarak adlandırılan sektörlerle oranla daha yüksek olduğunu göstermektedir.

Her iki modelin hata katsayıları takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarını gösterecektir. Aşağıda bu katsayıların ortalama ve ortanca değerleri verilmektedir.

*Örneklem Grubu:*

	<b>T-2</b>	<b>T-1</b>	<b>T0</b>	<b>T+1</b>	<b>T+2</b>
<b>Ortalama</b>	-0.04467	-0.04034	0.180413	-0.03183	-0.06357
<b>Ortanca</b>	-0.05089	-0.00838	0.129115	0.024244	-0.04671

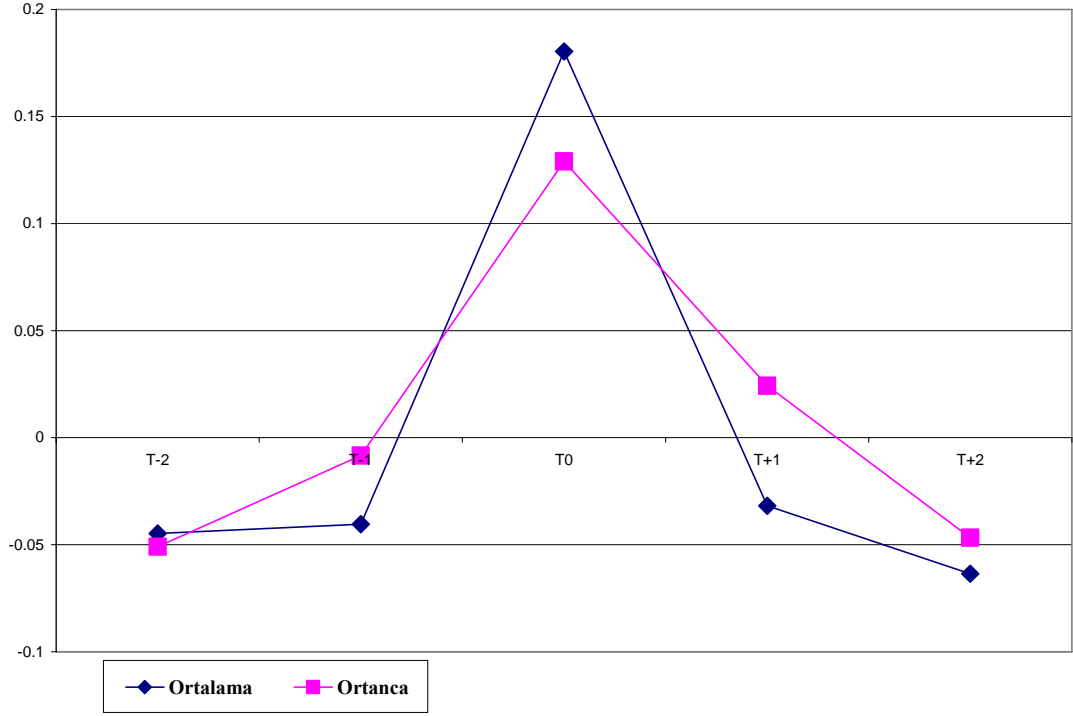
*Kontrol Grubu:*

	<b>T-2</b>	<b>T-1</b>	<b>T0</b>	<b>T+1</b>	<b>T+2</b>
<b>Ortalama</b>	0.030127	-0.00289	-0.0157	-0.0211	0.009564
<b>Ortanca</b>	0.022691	0.024367	-0.03452	0.029145	0.016537

*Tablo 3.29.* Örneklem ve kontrol grubu ortalama ve ortanca takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları.

Örneklem grubunun ortalama ve ortanca takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları birbirlerine benzer şekilde halka arz dönemine kadar yükselmekte, daha sonra ise aynı hızla düşmektedir. Buna karşılık kontrol grubunun tahakkukları halka arz döneminde azalmakta, daha sonra ise yükselmektedir.

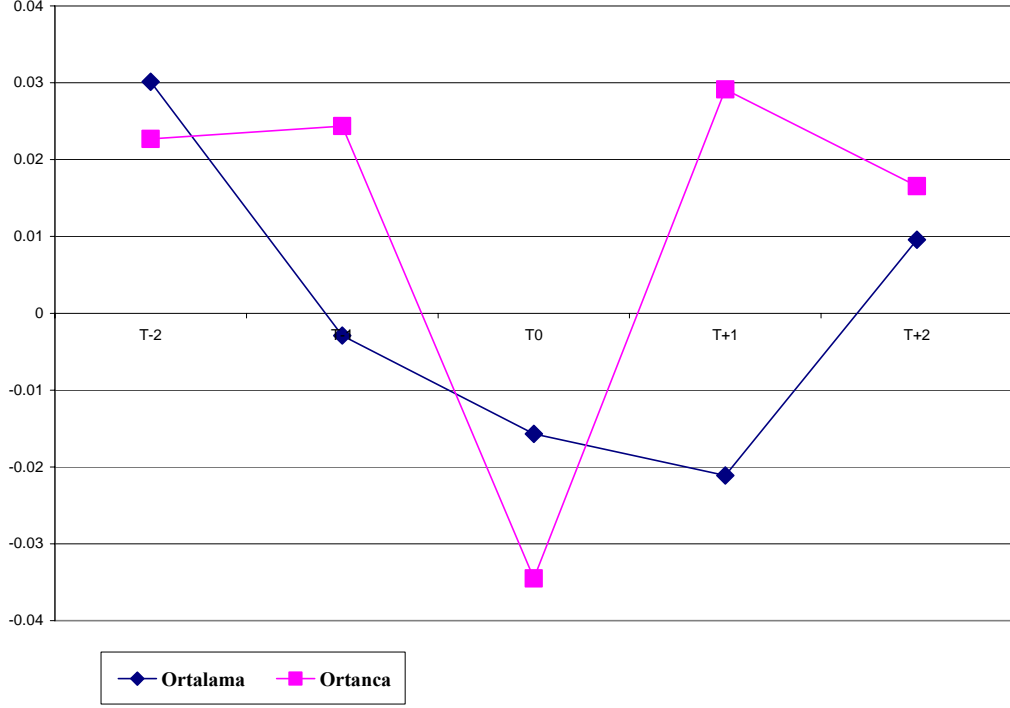
Aşağıda örneklem grubunun takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarının halka arz dönemlerindeki hareketi sunulmaktadır.



*Şekil 3.10.* Örneklem grubunun takdire bağlı takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarının ortalama ve ortanca değerlerindeki değişim.

Takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları halka arz döneminden negatiften pozitif dönme ve daha sonra ise tekrar eski seviyesine düşmektedir.

Kontrol grubunun ortalama takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları halka arz öncesi dönemde pozitif iken, halka arz döneminde azalarak negatife dönme, bir sonraki döneme kadar sabit kaldıktan sonra iki yıl sonra tekrar yükselmektedir. Ortanca değerler ise, örneklem grubunun tam tersi bir hareket göstererek halka arz öncesi dönemde azalmakta, halka arz sonrası dönemde ise artmaktadır. Aşağıda, kontrol grubuyla ilgili grafik sunulmaktadır.



*Şekil 3.11.* Kontrol grubunun takdire bağlı takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarının ortalama ve ortanca değerlerindeki değişim.

Çıkan sonuçlarının istatistiki olarak anlamlı olup olmadığının incelenmesi için t-testi kullanılmıştır. Buna göre örneklem grubu ve kontrol grubunun takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları ile ilgili aşağıdaki sonuçlar çıkmıştır. Daha önce olduğu gibi sıfır hipotezi dönemler arasında farklılık olmadığı, alternatif hipotez ise dönemler arasında önemli ölçüde farklılık olduğu yönünde belirlenmiştir.



*Örneklem Grubu:*

	$H_0 : T-2 = T-1$ $H_1 : T-2 < T-1$	$H_0 : T-1 = T_0$ $H_1 : T-1 < T_0$	$H_0 : T_0 = T+1$ $H_1 : T_0 > T+1$	$H_0 : T+1 = T+2$ $H_1 : T+1 > T+2$
T değeri	-0,07	-3,38	3,60	0,70
P-Olasılık değeri	0,47	0,0005	0,0002	0,24
Sonuç	$H_0$ : Reddedilemez	$H_0$ : Red	$H_0$ : Red	$H_0$ : Reddedilemez

*Kontrol Grubu:*

	$H_0 : T-2 = T-1$ $H_1 : T-2 < T-1$	$H_0 : T-1 = T_0$ $H_1 : T-1 < T_0$	$H_0 : T_0 = T+1$ $H_1 : T_0 > T+1$	$H_0 : T+1 = T+2$ $H_1 : T+1 > T+2$
T değeri	0,69	0,28	0,12	-0,68
P-Olasılık değeri	0,75	0,61	0,45	0,75
Sonuç	$H_0$ : Reddedilemez	$H_0$ : Reddedilemez	$H_0$ : Reddedilemez	$H_0$ : Reddedilemez

*Tablo 3.30.* Örneklem grubu ve kontrol grubu takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarının dönemler itibariyle birbirlerinden önemli ölçüde farklılıklar gösterip göstermediğinin incelendiği t-testi sonuçları.

Elde edilen sonuçlara göre, örneklem grubunda halka arz öncesi dönemde (T-1) çalışma sermayesi tahakkuklarının arttığı ve halka arz sonrası dönemde (T+1) ise azaldığı kanıtlanmaktadır. Buna karşılık kontrol grubunda böyle bir eğilim görülmemektedir. Elde edilen sonuçlar, halka açılan işletmelerin halka arzdan iki dönem öncesinden (T-2) bir dönem öncesine (T-1) geçişte ve halka arzdan bir sonraki dönemden (T+1) iki sonraki döneme (T+2) geçişte takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkuklarında önemli değişiklikler olmadığı yönündedir.

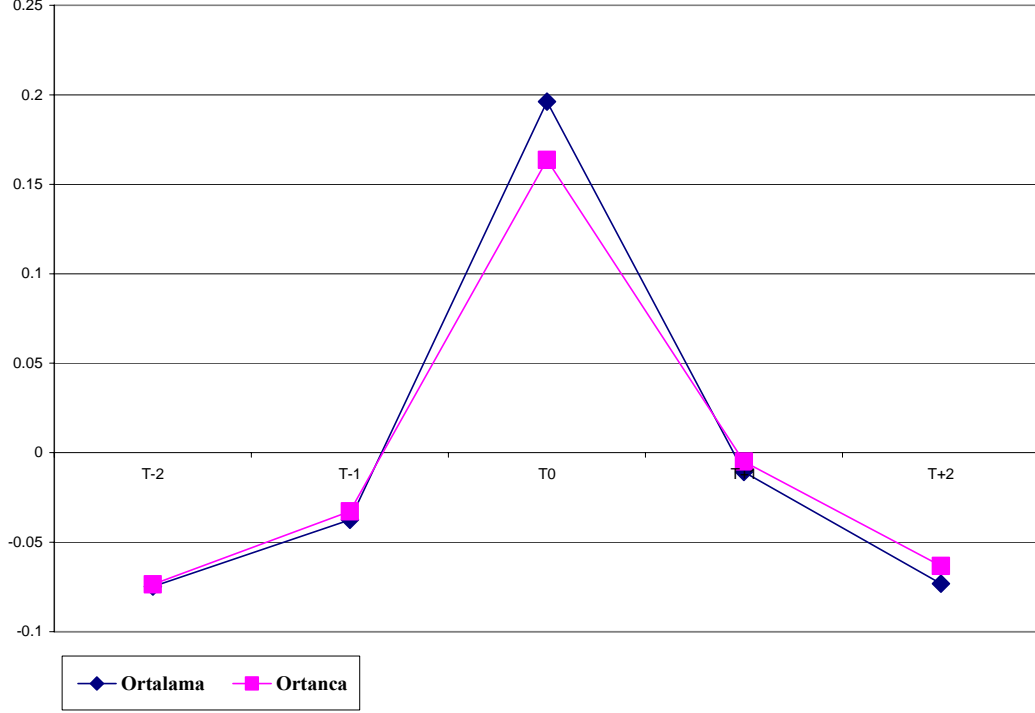
Örneklem ve kontrol gruplarındaki ortalama ve ortanca çalışma sermayesi tahakkuklarının arasındaki fark alınarak elde edilen ortalama ve ortanca anormal tahakkuklar aşağıda sunulmaktadır.

	<b>T-2</b>	<b>T-1</b>	<b>T0</b>	<b>T+1</b>	<b>T+2</b>
<b>Ortalama</b>	-0.0748	-0.03745	0.196116	-0.01073	-0.07314
<b>Ortanca</b>	-0.07358	-0.03275	0.163639	-0.0049	-0.06325

*Tablo 3.31.* Örneklem ve kontrol grubu ortalama ve ortanca takdire bağlı çalışma sermayesi tahakkukları arasındaki fark; anormal tahakkuklar.

Anormal tahakkuklar, önceki modelde olduğu gibi halka arz dönemine kadar yükselmiş, halka arz döneminde önemli ölçüde artarak pozitif değerlere ulaşmış, daha sonra ise önemli ölçüde azalarak negatif değerler inmiştir.

Aşağıdaki grafikte anormal çalışma sermayesi tahakkuklarının dönemler içindeki değişimi sunulmaktadır.



*Şekil 3.12.* Anormal çalışma sermayesi tahakkuklarının ortalama ve ortanca değerlerindeki değişim.

### 3.4.3. Halka Arz Dönemlerinin Etkilerinin Karşılaştırılması

Halka arz dönemlerini ifade eden kukla değişkenlerinin eklendiği model, halka arz ile ilgili dönemlerin çalışma sermayesi tahakkuklarını hangi ölçüde etkilediğini gösterecektir. Bu modelden elde edilecek olan regresyon denklemi sonuçlarında örneklem grubunda daha önce olduğu gibi halka arz yılının anlamlı olması ve pozitif işaretli olması beklenmektedir. Buna karşılık, kontrol grubunda halka arz dönemi ile ilgili değişkenlerin anlamsız çıkması beklenmektedir.

Aşağıda örneklem ve kontrol gruplarından elde edilen regresyon denklemi sonuçları sunulmaktadır.

Örneklem Grubu:

Bağımlı Değişken: ÇSTAH

N: 350

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Standart hata	t-Değeri	Olasılık
1/TV	8010.598	6127.070	1.307411	0.1920
ΔSATIŞ	0.066557	0.032058	2.076153	0.0386
MDV	-0.030991	0.034800	-0.890556	0.3738
HA(-1)	0.035900	0.069167	0.519028	0.6041
HA(0)	0.318747	0.082257	3.875017	0.0001
HA(+1)	0.027458	0.063259	0.434058	0.6645
HA(+2)	0.038089	0.073140	0.520770	0.6029
C	0.003998	0.083365	0.047954	0.9618
R <sup>2</sup>	0.137483	F-değeri		7.787715
Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	0.119829	Olasılık(F-Değeri)		0.000000

Kontrol Grubu:

Bağımlı Değişken: ÇSTAH

N: 350

Bağımsız Değişkenler	Katsayı	Standart hata	t-Değeri	Olasılık
1/TV	9451.824	6337.161	1.491492	0.1368
ΔSATIŞ	0.032581	0.014835	2.196212	0.0287
MDV	-0.008930	0.024048	-0.371324	0.7106
HA(-1)	-0.037695	0.048233	-0.781506	0.4350
HA(0)	-0.022812	0.049807	-0.458010	0.6472
HA(+1)	-0.068424	0.050160	-1.364110	0.1734
HA(+2)	-0.037077	0.050605	-0.732674	0.4643
C	0.136662	0.050375	2.712874	0.0070
R <sup>2</sup>	0.037678	F-değeri		1.912894
Düzeltilmiş R <sup>2</sup>	0.017981	Olasılık(F-Değeri)		0.066693

Tablo 3.32. Örneklem ve kontrol grupları çalışma sermayesi tahakkuklarına halka arz dönemlerinin etkilerini gösteren regresyon denklemi sonuçları.

Örneklem grubunun F değeri, modelin 0,000 düzeyinde anlamlı olduğunu göstermektedir. Düzeltilmiş R<sup>2</sup> değeri ise %11,98 olmuştur. Satışlardaki değişim 0,05'den düşük olacak şekilde anlamlı çıkmıştır. Maddi duran varlıklar ise anlamsız çıkmıştır. Halka arz dönemi beklendiği gibi 0,0001 düzeyinde anlamlı çıkmış ve

tahakkukları artıracak şekilde pozitif işaretli çıkmıştır. Buna karşılık kontrol grubunun kullanıldığı modelin F değeri modeli 0,1'den düşük olacak şekilde anlamlı çıktığını göstermektedir. Modelin düzeltilmiş  $R^2$  değeri %1,8 olmuştur. Satışlardaki değişim 0,05'den düşük olacak şekilde anlamlı çıkmıştır. Maddi duran varlıklar ise anlamsız çıkmıştır. Halka arz dönemleri ile ilgili kukla değişkenler incelendiğinde ise, hiçbir değişkenin anlamlı olmadığı görülmektedir.

Bu sonuçlar, hisse senetleri halka arz edilen işletmelerin tahakkuklarındaki değişimin bir bölümünün halka arz döneminin varlığıyla açıklanabildiğini göstermektedir.

### **3.5. Sonuçların Yorumlanması ve Tartışılması**

Çalışmada, ülkemizde hisse senetleri halka arz edilen işletmelerin halka arz dönemlerinde kârlarını yüksek gösterip göstermedikleri incelenmiştir.

Toplam tahakkukların incelendiği modelde, işletmelerin tahakkuklarının bir bölümünün satışlardaki değişimle açıklanabildiği görülmektedir. Satışlarla tahakkuklar arasında aynı yönde bir ilişki bulunmaktadır. Satışlar arttığında buna bağlı olarak tahakkuklarda artış oluşmaktadır. Buna karşılık, işletmelerin faaliyet düzeyinin bir başka göstergesi olarak kullanılan maddi duran varlıklarla tahakkuklar arasında bir ilişki bulunamamıştır. Buna karşılık çalışma sermayesi tahakkuklarının incelendiği modelde satışlardaki değişim ile birlikte maddi duran varlıkların tutarının çalışma sermayesi tahakkuklarındaki değişimi açıkladığı görülmüştür. Toplam tahakkuklar ile çalışma sermayesi tahakkukları arasındaki fark dönemin amortisman giderleridir. Toplam tahakkukların hesaplanmasında amortisman giderleri hesaba katılırken, çalışma sermayesi tahakkuklarında amortisman giderleri yer almamaktadır. Bu sonuçlara göre, amortisman giderlerinin farklı hesaplanma yöntemleri, yeniden değerlendirme uygulaması ve giderlerin aktifleştirilmesi gibi uygulamaların maddi duran varlıkların tutarları ile amortisman giderleri arasındaki ilişkide tahmin aracı olarak kullanılmasını olumsuz bir biçimde

etkilediği yargısına varılabilir. Bu durumun incelenmesi için örnekleme yer alan işletmelerin amortisman giderleri ile maddi duran varlıklar arasındaki ilişkiyi ölçen regresyon denklemi kullanılmış ve elde edilen sonuçlar modelin anlamsız ve bağımsız değişkenin anlamsız olduğunu göstermiştir<sup>55</sup>. Bu konunun ileride daha detaylı çalışmalarla incelenmesi çıkan sonuçların daha iyi bir şekilde yorumlanmasına katkıda bulunacaktır.

Her iki modelde de işletmelerin takdire bağlı olmayan tahakkuklarını tahmin eden regresyon denklemi tarafından açıklanamayan ve takdire bağlı tahakkukların göstergesi olarak alınan hata katsayılarının dönemler itibariyle ayrılarak incelenmesiyle işletmelerin bu dönemlerde kârlarını tahakkukları yoluyla artırıp artıramadıkları incelenmiştir. Çalışmanın birinci hipotezi, takdire bağlı tahakkukların halka arzdan iki dönem öncesinden (T-2) bir dönem öncesine (T-1) geçildiğinde takdire bağlı tahakkukların artmaya başladıklarını öne sürmektedir. Bu hipotezin toplam tahakkuklar ve çalışma sermayesi tahakkukların ortalama ve ortancalarına göre doğrulandığı görülmektedir. Ancak bu değişim t-testi sonuçlarına göre doğrulanmamaktadır. Buna göre çalışmanın birinci hipotezi doğrulanmamaktadır. Çalışmanın ikinci hipotezi, halka arzın gerçekleştiği yılda (T0) bir önceki yıla oranla (T-1) tahakkukların önemli ölçüde arttığını öne sürmektedir. Gerek ortalama ve ortanca değerler, gerekse t-testi bu hipotezi güçlü bir şekilde desteklemektedir. Aynı şekilde, halka arzdan bir sonraki döneme (T+1) geçildiğinde de tahakkukların önemli ölçüde azaldığı görülmektedir. Bu da işletmelerin halka arz dönemlerinde tahakkuklarını artırarak kârlarını yüksek gösterdiklerini kanıtlamaktadır. Çalışmanın üçüncü hipotezi halka arz sonrası yıllarda takdire bağlı tahakkukların önemli ölçüde azaldığını öne sürmektedir. Bu hipotez de ilk yıl için desteklenmektedir. Bu sonuçlara göre, işletmelerin tahakkuklarını halka arz yılında yükselttikleri ve halka arzdan hemen sonra da bu tahakkukları azaltarak kârlarını tekrar eski düzeylerine indirdiklerini öne sürmek mümkündür. Çalışma sermayesi

---

<sup>55</sup> Model: “Amortisman Gideri =  $\beta_0 + \beta_1$  Brüt Maddi Duran Varlıklar” Değişen varyans sorununu önlemek için eşitliğin her iki tarafı bir önceki dönemin varlık toplamına bölünmüştür.

tahakkuklarının halka arz dönemi itibariyle bir önceki ve bir sonraki döneme oranla toplam tahakkuklardan daha fazla dalgalanma göstermesi işletmelerin amortisman giderlerini azaltma yoluna başvurmadıkları, buna karşılık diğer tahakkuklarını artırmaya çalıştıklarını ortaya koymaktadır. Bunun nedeni, amortisman giderlerinin izahnamelerde açıklanması ve bu giderleri düşürmenin gerek bağımsız denetimde, gerekse de kamu denetiminde ortaya çıkarılmasının daha kolay olmasıdır.

Temel model tahakkukların yıllara göre ve sektörlerle hangi ölçüde değişeceğini incelememektedir. Tahakkukların seviyeleri işletmelerin içinde buldukları sektörlerle göre ve ilgili verilerin elde edildiği yıllara göre önemli değişiklikler gösterebilmektedir. Özellikle incelenen dönem içinde ekonomik ve finansal dalgalanmaların olduğu yılların etkilerinin incelenmesi elde edilen sonuçların daha sağlıklı olmasını sağlayabilecektir. Bu amaçla yılları ve sektörlerin etkilerini açıklamak için kukla değişkenler kullanılmıştır.

Elde edilen sonuçlara göre, 1999 ve 2001 yıllarının toplam tahakkukları azaltıcı yönde, 1997 yılının ise çalışma sermayesi tahakkukları artırıcı yönde etkisi olduğu ortaya çıkmıştır. Buna karşılık sektörlerin tahakkuklar arasındaki farkı açıklama gücü sınırlı kalmıştır. Takdire bağlı tahakkuklar ve çalışma sermayesi tahakkukları incelendiğinde ise, temel modelde elde edilen sonuçlara yakın sonuçlara ulaşılmıştır. Gerçekleştirilen istatistikî anlamlılık testleri de işletmelerin tahakkuklarını artırarak kârlarını yükseltmeye halka arz döneminde başladıkları ve halka arzın hemen sonrasındaki yılda da tahakkuklarını eski seviyelerin indirdiğini doğrulamaktadır.

İşletmelerin halka arz döneminde tahakkukları yoluyla kârlarını artırıp artırmadıklarının bir başka inceleme yöntemi de halka arz dönemlerinin tahakkuklar üzerinde hangi ölçüde etkili olduğunun araştırılması yoluylaadır. Bu amaçla hem temel modele hem de yıllar ve sektörleri ifade eden kukla değişkenlerin kullanıldığı modele halka arz dönemlerini ifade eden kukla değişkenleri eklenmiştir. Bu dönemleri ifade eden

değişkenlerin eklenmesindeki amaç, bu değişkenlerin tahakkukları hangi ölçüde açıkladığının gözlenmesidir. Halka arz dönemini ifade eden kukla değişkenin anlamlı ve katsayısının işaretinin pozitif çıkması bu dönemde işletmelerin tahakkuklarındaki değişimin halka arz olayıyla açıklanabildiğini gösterecektir. Bu modelin diğer modellerden farkı, tahakkukların takdire bağlı ve takdire bağlı olmayan tahakkuklar olarak ikiye ayrılmaması, tüm tahakkuklar üzerindeki halka arz döneminin etkisinin incelenmesidir.

Sonuçlar, halka arz döneminin anlamlı çıktığını ve işletmelerin hem toplam tahakkuklarını hem de çalışma sermayesi tahakkuklarını artırdıklarını göstermektedir. Halka arz dönemini ifade eden kukla değişken diğer dönemleri ifade eden kukla değişkenlerden farklı olarak anlamlı çıkmıştır. Bu değişkenin anlamlılık düzeyinin oldukça yüksek olması da sonuçların gücünü artırmaktadır.

Çalışmada kullanılan modellerden elde edilen sonuçların sadece örneklem seçimine bağlı olarak çıkıp çıkmadığını ve bu sonuçların sınamasının yapılabilmesi amacıyla örnekleme yer alan işletmeler halka arz döneminde olmayan ve aynı sektörde yer alan işletmelerle eşleştirilmiştir. Kontrol grubu olarak adlandırılan bu işletmelerde de aynı analizler tekrar gerçekleştirilmiştir. Çalışmanın hipotezlerinin doğrulanabilmesi için bu işletmelerin halka arz dönemlerindeki takdire bağlı tahakkuklarının örneklem grubunda yer alan işletmelerle aynı şekilde bir değişim göstermemesi gerekmektedir. Seçilen dönemler kontrol grubunda yer alan işletmeler açısından özellikli dönemler olmadığı için tahakkukların da farklı bir eğilimde hareket etmesi gerekmektedir.

Elde edilen sonuçlar hem toplam tahakkukların hem de çalışma sermayesi tahakkuklarının takdire bağlı bölümlerinin farklı şekilde hareket ettiğini göstermektedir. Kontrol grubunda yer alan işletmelerin takdire bağlı tahakkukları dönemler itibariyle dalgalanmaktayken, örneklem grubunda yer alan işletmelerin takdire bağlı tahakkuklarının halka arz döneminde belirgin bir şekilde yükseldiği gözlenmektedir. Her



iki grupta yer alan işletmelerin takdire bağı tahakkuklarının farkı alınarak anormal tahakkuklar olarak adlandırılan ve halka arzın etkilerinin incelendiği tahakkuklar da incelenmiş ve halka arz döneminde anormal tahakkukların da belirgin bir şekilde çalışmanın hipotezlerini destekler nitelikte çıktığı görülmüştür. Dönemler arasındaki farklılıkların t-testine tabi tutulması sonucunda kontrol grubundaki işletmelerin takdire bağı tahakkuklarının bir önceki döneme göre önemli farklılıklar gösterdiğine dair sonuç elde edilememiştir. Buna karşılık örneklem grubundaki işletmelerde halka arz döneminin halka arz dönemi öncesine göre önemli ölçüde yükseldiği ve halka arz dönemi sonrasında ise önemli ölçüde düştüğüne dair istatistiki olarak yüksek derecede anlamlı sonuçlar çıkmıştır.

Halka arz dönemini ifade eden kukla değişkenlerin modellere eklenmesi sonucunda, kontrol grubundaki işletmelerin eşleştirildikleri işletmelerin halka arz dönemlerini ifade eden değişkenlerin anlamlı çıkmadığı gözlenmiştir. Buna karşılık örneklem grubunda yer alan işletmelerde halka arz döneminin anlamlı olduğu ve tahakkukları artırdığına dair sonuçlar elde edilmiştir. Bu sonuca göre de halka açılma ile tahakkuklardaki artış arasında bir ilişkinin varlığı kanıtlanmıştır.

Çalışmada kullanılan modellerden ve duyarlılık analizinden elde edilen sonuçlar, ülkemizde hisse senetleri halka arz edilen işletmelerin halka arz döneminde (T0) tahakkuklarını artırmak yoluyla kârlarını yüksek gösterdiğine dair hipotezleri desteklemektedir. Halka arz dönemi öncesinde tahakkukların seviyesinde önemli bir değişim gözlenmemekteyken, halka arz dönemine yaklaştıkça tahakkukların yükseldiği ve halka arz dönemi sona erdikten hemen sonra ise bu artışın tam tersine dönerek hızlı bir azalış gösterdiği görülmektedir. Sonuçların gücü, yıl ve sektör etkilerini açıklayan değişkenlerin eklenmesi sonucu önemli ölçüde değişmemektedir. Ayrıca, bu işletmeler benzer işletmelerle karşılaştırıldığında da sonuçların gücünde önemli değişiklikler gözlenmemektedir.

Çalışmanın bazı kısıtları da mevcuttur. Öncelikle, Jones modelinin değişkenlerinin ülkemizdeki işletmelerin tahakkuklarını açıklamada belirli ölçülerde yetersiz olduğu görülmüştür. İleride, ülkemizde işletmelerin tahakkukları, nakit akımları ve kârları ile ilgili çalışmaların gerçekleştirilmesi, tahakkukların normal düzeylerinin tahmin edilebilmesi için daha gerçekçi ve ülkemize özgü modellerin ortaya çıkarılmasına yardımcı olacaktır. Böylece, bu çalışma gibi çalışmaların ülkemize özgü şartlarda uygulama gücünü artıracaktır.

Çalışmada ayrıca tahakkukların hesaplanmasında bilanço yöntemi kullanılmıştır. İncelenen dönemde izahnamelerde ve İMKB'YE yolladıkları finansal tablolarda nakit akım tablolarını yayımlama zorunluluğu olmadığı için gerek izahnamelerden, gerekse daha sonra açıklanmış olan finansal tablolardan nakit akım tablosu bilgilerine ulaşamamıştır. Nakit akım tabloları yoluyla tahakkukların hesaplanması sonucu elde edilecek olan tahakkuk tutarlarının kullanılmasından elde edilecek olan sonuçlar incelenememiştir. İleride gerçekleştirilecek olan çalışmalarda, nakit akım tablosu zorunluluğu geldikten sonra hesaplanacak olan tahakkukların kullanılması bu alanda farklı bir yaklaşım getirebilecektir.

Çalışmada sadece 31 Aralık dönemine ait finansal tablolar incelenmiştir. İzahnamelerde yer alan ara dönem finansal tablolarda kârın yüksek gösterilip gösterilmediği bu çalışmada incelenmemiştir. İleride gerçekleştirilecek çalışmalarda ara dönem finansal tablolarının incelenmesi, bu dönemlerde de kârın yüksek gösterilip gösterilmediği sorusunu cevaplayacaktır.

Bir başka kısıt, çalışmanın tahakkukların genelini incelemesidir. Bu çalışma genel olarak tahakkukların halka arz döneminde artırıldığını göstermektedir. Ancak, hangi tahakkukların en fazla ve hangi ölçülerde artırıldığı sorusuna cevap vermemektedir. İleride gerçekleştirilecek olan çalışmalarda belirli tahakkukların incelendiği yöntemlerin kullanılmasıyla bu soruların cevapları aranabilecektir.

Bu çalışmada sadece Jones modeli, modele belli katkılar yapan Cahan modeli ve benzer işletmelerin incelendiği eşleştirme modeli kullanılmıştır. İleride gerçekleştirilecek çalışmalarda geliştirilen diğer yöntemlerin de kullanılarak hipotezlerin incelenmesi, ülkemizde halka azlarda kârların yüksek gösterilip gösterilmediği konusuna katkıda bulunacaktır.

Halka arz döneminde kârlarını yüksek gösteren işletmelerin yatırımcılar tarafından ortaya çıkarılıp çıkarılmadığı ve bu işletmelerin hisse senetleri fiyatlarının ve getirilerinin halka arz sonrası dönemlerde azalıp azalmadığı da bu çalışmanın sınırları dışında kalmıştır.

Bir başka kısıt ise, seçilen işletmelerin sadece reel sektörde yer alan işletmeler olmasıdır. Bu çalışmada uygulanan yöntem açısından bu bir zorunluluktur. Banka ve finansal kuruluşlar ile ilgili gerçekleştirilecek olan çalışmalar bu çalışmanın eksik olan kısmını tamamlayacaktır.

Çalışmanın bir başka kısıtı ise, işletmelerin yönetim yapıları, kurumsallık dereceleri gibi etkenlerin araştırılmamış olmasıdır. Yönetim yapısı olarak daha kurumsal olan işletmelerin halka arz döneminde kârlarını yüksek gösterip göstermediğinin incelenmesi de bu alanda yapılacak bir başka katkı olacaktır.

Kârın yüksek gösterilmesine yol açan başka nedenlerin de ortaya çıkarılması ve bu alanlarda çalışmaların gerçekleştirilmesi de bu çalışmanın içinde bulunduğu alana katkıda bulunacaktır.

## SONUÇ VE ÖNERİLER

Muhasebenin görevi, işletmenin finansal bilgilerinin kullanıcılara sunulabilmesi için aracı rolünü üstlenmektir. Bir mesajın bilgi içerip içermediği ve ihtiyaca uygunluğu, mesajın iletiildiği kişilerin aldıkları kararlarda kullanılabilmesi veya daha önce almış oldukları kararlarda değişikliğe yol açması gerekmektedir. Bu açıdan bakıldığında, muhasebe sürecinin çıktıları olan finansal tablolar, işletme hakkındaki finansal bilgilerin işletme dışındaki kullanıcılara iletilmesi açısından en önemli araçlardır. Finansal tablolar aracılığıyla iletilen bilgiler, farklı kullanıcı grupların bilgi ihtiyaçlarını karşılamak için ihtiyaca uygun ve güvenilir olmalıdır. Ayrıca, bu bilgilerin kullanıcıların karar alma süreçlerine yardımcı olabilmesi için zamanında üretilmesi gerekmektedir. Bazı durumlarda, bilgilerin ihtiyaca uygunluğu ve güvenilir olması, finansal tablolarda yer alacak olan bilgilerin farklı şekillerde oluşmasına neden olabilmektedir. Bu nedenle, standart koyucu kuruluşlar işletmelerin finansal bilgilerini sunmaları için farklı yöntemler kullanılabilmesine izin vermektedirler. Bunun sonucu olarak finansal tablolarda yer alan bilgiler uygulanan muhasebe politikalarına göre farklılık gösterebilmektedir. Bu durum, farklı alanlarda faaliyet gösteren işletmelerin varlığı, işletmelerin karşı karşıya kaldığı finansal nitelikteki işlemlerin giderek daha karmaşık bir hal alması nedeniyle işletmelere esneklik sağlamaktadır ve işletmelerin finansal durumunu daha doğru göstermeye yönelik muhasebe politikalarının seçilmesi açısından da faydalıdır. Ancak, buna karşılık işletme yöneticilerinin amaçları işletmenin finansal durumunu doğru bir şekilde göstermek yerine hedefledikleri sonuçlara ulaşmak olduğunda, muhasebe politikalarının seçimi bu amaçlara ulaşmanın bir yolu haline gelmektedir.

Son dönemlerde sermaye piyasalarının gelişmesiyle birlikte işletmelerin raporlama öncelikleri de değişmiştir. Önceleri, işletmeler öncelikle borçlanma yaptıkları finansal kuruluşların gereksinimlerine göre finansal raporlarını hazırlarken artık özsermaye

yatırımcılarının gereksinimleri ön plana çıkmaya başlamıştır. Bu da işletme performansını gösteren gelir tablosunun giderek daha önemli bir tablo haline gelmesini sağlamıştır. Bu nedenle de işletmelerin performanslarının nihai göstergesi olan kârın karar alma süreçlerinde daha önemli bir hale gelmesine neden olmuştur. İşletme yöneticileri, işletmelerin kârlarını yükseltmeyi ön plana almaya başlamışlardır. Bu nedenle kârın yüksek gösterilmesi yoluyla işletme hakkında karar alanların aldıkları kararlar etkilenmeye çalışılmaktadır.

Muhasebe ve finans yazınında kârların karar almada kullanımı ve kârın yüksek gösterilmesi alanlarında birçok çalışma gerçekleştirilmiştir. Bu çalışmalarda, kârların ve kâr bileşenlerinin farklı ekonomik birimler tarafından hangi ölçüde kullanıldığı ve işletmelerin kârlarını hangi nedenlerle yüksek gösterdikleri incelenmiştir. İşletmeler, kârları ile ilgili oluşan beklentileri karşılayabilmek, borçlanma güçlerini artırabilmek, halka arzlarda hisse fiyatlarını artırabilmek, birleşme eve satın almalarda işletmenin değerini yükseltebilmek amacıyla kârlarını yükseltebilmektedirler. Ayrıca, işletme yöneticileri kârı yüksek göstererek kişisel fayda elde ettikleri durumlarda da kârlarını yüksek gösterme yoluna gidebilmektedir.

Bu çalışmada ülkemizde hisse senetlerini ilk defa halka arz eden işletmelerin halka arz dönemlerinde tahakkuklarını kullanarak kârlarını yüksek gösterip göstermedikleri incelenmiştir. İşletmelerin kârları, nakit ve tahakkuklar olarak iki ayrı bileşenden oluşmaktadır. Nakit kârlar, tahsil edilmiş gelirler ve ödenmiş giderlerden oluşmaktadır. Tahakkuklar ise, nakit olarak tahsil edilmemiş gelirler ve ödenmemiş giderlerden oluşmaktadır. Nakit karşılığı oluşan işlemler seçilen muhasebe politikalarından etkilenmemektedir. Buna karşılık, tahakkuklar seçilen muhasebe politikaları, uygulanan yöntemler ve gelir ve giderlerin tanıma zamanına göre değişebilmektedir. Kârını yüksek göstermek isteyen yöneticiler, muhasebe politikalarını kârlarını yüksek gösterecek şekilde değiştirerek ve gelir ve giderin tanıma zamanını değiştirerek belirli dönemlerde bu amaçlarına ulaşabilmektedirler.

Çalışmada, 1994-2001 yılları arasında halka açılan işletmelerden belirli kriterler gözetilerek 95 adedi seçilmiş ve bu işletmelerin takdire bağlı tahakkuklar olarak adlandırılan işletmenin normal faaliyet seviyelerin gerektirdiği tahakkukların dışındaki, işletme yöneticilerinin seçtikleri muhasebe politikaları sonucunda oluşan tahakkuklarının halka arz dönemleri itibariyle değişimi incelenmiştir. Elde edilen sonuçlara göre işletmelerin halka arz döneminden önce tahakkuklarını artırarak kârlarını yükseltmeye başladıkları, halka arz yılında ise tahakkuklarını en yüksek seviyelere çıkardıkları görülmüştür. Halka arz döneminden sonra ise tahakkukların tekrar halka arz öncesi seviyelerine yakın seviyelere düştüğü görülmüştür. Bu durum, ülkemizde hisse senetlerini halka arz eden işletmelerin tahakkuklarını kullanarak kârlarını yüksek gösterdiğine dair hipotezleri destekler niteliktedir. Çalışmada, sonuçların gücünü test etmek için aynı dönemde hisse senetlerini halka arz etmeyen ve aynı sektörde faaliyet gösteren işletmeler incelenmiş ve bu işletmelerin tahakkukları ile halka açılan işletmelerin tahakkuklarının dönemler itibariyle değişiminde önemli farklılıklar gözlenmiştir. Bu da aynı dönemlerdeki tahakkuklardaki değişimlerin, işletmelerin tümü için geçerli olmadığı, sadece halka açılan işletmeler için geçerli olduğunu göstermektedir.

Halka arzlarda kârın yüksek gösterilmesi, işletmelerin hisse senetlerinin olması gerektiğinden daha yüksek fiyatla satılmasına neden olacağı ve yatırımcıların işletmelerin raporladıkları kâr tutarlarını aldıkları kararlarda daha az kullanacağı için hisse senedi piyasalarında olumsuzluklara neden olabilmektedir. Ayrıca, yatırımcıların kârını yüksek gösteren işletmelerle yüksek göstermeyen işletmeleri ayırt etme olanağı bulunmadığında, tüm işletmeler kârını yüksek gösteriyormuş gibi halka arzlarda hisse senedi fiyatlarının iskontolu olmasını talep ettiği belirlenmiştir. Bu durumda da kârını yüksek göstermeyen işletmeler halka arzdan bekledikleri faydayı sağlayamayabilmektedirler. Bu durum, sermaye piyasalarının gelişmesini engellemekte, bazı işletmelerin halka arzdan kaçınmalarına neden olabilmektedir.

Halka arzlarda kârın yüksek gösterilmesinin engellenmesi veya yatırımcıların kârını yüksek gösteren işletmeler ile göstermeyen işletmeler arasında ayırım yapabilmelerinin sağlanması gerekmektedir. Finansal raporlama sürecine etkili olan tüm tarafların bu konuda önlemler almaları finansal piyasaları daha etkin bir şekilde çalışmasına katkıda bulunacaktır. Bu konudaki önerilerimiz aşağıda sunulmaktadır.

1. TMSK'nın muhasebe standartlarının hazırlanması ve yayımlanması işlevinin güçlendirilerek devam etmesi gerekmektedir. SPK'nın muhasebe standartlarını oluşturan kuruluş olmaktan çıkarak asli görevi olan halka açık işletmeler ile ilgili düzenleme ve denetleme görevine geri dönmesi gerekmektedir. Standartlarla birlikte uygulama yönetmelikleri çıkarması gerekmektedir. Örneğin, gelirin tanınması konusunda sektörlere yönelik olarak uygulamaların açıklandığı, çeşitli giderlerin aktifleştirilmesine yönelik uygulamaların açıklandığı yönetmelikler özellikle UMS'nin uygulanmaya başlandığı bu dönemde gerek işletmelerin, gerekse finansal tabloların kullanıcıları olan yatırımcı ve analistlerin bilgilendirilmeleri açısından faydalı olacaktır.
2. Hukuki bir belge olan halka arz izahnamelerinin içeriklerinde bazı değişiklikler yapılması halka arzlarda yatırımcıların bilgilendirilmesi açısından faydalı olacaktır. Mevcut durumda bu bilgilerin bazıları izahnamelerde yer almaktadır. Ancak bu bilgiler izahnamelerde yer alan bilgilerin yoğunluğu içinde dikkati çekemeyebilmektedir. Bu bilgilere izahnamelerde özellikle vurgu yapılması gerekmektedir. Önerilen değişiklikler şöyledir:
  - a. İzahnamelerde işletme yönetiminin işletme hakkında öngördükleri finansal, ekonomik ve pazar durumu ile ilgili riskleri belirten bir bölümün yer alması yatırımcıları bu konuda bilgilendirmesi açısından faydalı olacaktır. Yatırımcılar böylece, işletmenin geleceği hakkındaki risklerin işletmenin tarafından öngörüldüğü şekliyle inceleme fırsatı bulacaklardır.

- b. İzahnamelerde yer alan finansal analiz bilgilerine kârın nakit ve tahakkuk unsurlarının da eklenmesi işletmelerin kârlarının sürdürülebilirliği açısından bilgilendirici olacaktır. Bu anlamda tahakkukların dönem kârına oranı ve tahakkukların satışlara oranı bilgilerinin dönemler itibariyle değişimi kârın yüksek gösterilip gösterilmediği konusunda da bilgilendirici olacaktır.
  - c. İzahnamelerle ilgili önerilen bir başka değişiklik de muhasebe politikalarındaki değişiklikler ve bu değişimlerin işletme kârına olan etkilerinin ayrı bir bölüm altında sunulmasıdır. Muhasebe politikalarında kârı etkileyen önemli değişikliklerin yatırımcıların dikkatini çekecek bir şekilde sunulması yatırımcıların bu değişiklikler konusunda daha açık bir şekilde faydalanmalarını sağlayacaktır.
  - d. İzahnamelerde yer alabilecek bir başka bilgi ise işletmelerin iç kontrol yapılarıyla ilgili bilgilerdir. İç kontrol işlevini etkin bir şekilde yerine getiren işletmelerde kârın yüksek gösterilmesi gibi uygulamalarla daha az karşılaşılmaktadır. Bu açıdan izahnamelerde iç kontrol işlevinden sorumlu olanlar, bu sorumluluğun ölçüsü, yönetim kurulu ve genel kurula hangi ölçülerde hesap verildiği bilgilerinin izahnamelerde yer alması gerekmektedir.
  - e. İşletmelerin kurumsal yönetim ilkelerine uyumu ile ilgili bilgilerin izahnamelerde yer alması yatırımcıların hisse senetlerini aldıkları işletmelerin kurumsallığı açısından bilgilendirilmesini sağlayacaktır. Şu anda gönüllülük esasına göre geçerli olan kurumsal yönetim ilkelerine uygunluk bilgilerinin izahnamelerde yer alması işletmelerin bu konulardaki çabalarını artıracaktır.
3. Aracı kurumlar ile halka açılan işletmeler arasındaki ilişkilerin düzenlenmesi de kârın yüksek gösterilmesinin engellenmesi konusunda önemli olmaktadır. Bu anlamda halka arzlarda aracılık yapacak olan işletmelerin, halka arz edilecek



olan işletme ile doğrudan veya dolaylı olarak organik bağının bulunmaması, halka arzda oluşacak fiyatın ve yapılacak değerlemelerin daha bağımsız olmalarını sağlayacaktır. Böylece, aracı kurumun halka arzla ilgili riskleri üstlendiği durumlarda fiyatlamaları daha gerçekçi yapacaktır. Bu da işletmelerin kârı yüksek göstermelerini engelleyecektir.

4. Kurumsal yönetim ilkelerinin hem yatırımcılar tarafından hem de işletmeler tarafından benimsenmesi sağlanmalıdır. Kurumsal yönetim ile ilgili düzenlemelerin bir an önce gerçekleştirilerek, işletmelerin bu ilkelere uymalarının sağlanması gerekmektedir. Bu anlamda yönetim kurulunun yapısının yeniden ele alınarak yönetim kurulunda yönetici olmayan üyelerin, bağımsız üyelerin sayılarının belirlenmesi gerekmektedir. Yönetim kurulundaki bağımsız üyelerin bağımsızlık kriterlerinin açık olarak belirlenmesi gerekmektedir. Yönetim kurulunda üst düzey yöneticiler ve yönetim kurulu üyelerine yapılacak olan ödemeler ve primleri belirleyen bir komitenin kurulması ve bu komitenin içinde bağımsız üyelerin yer alması, denetim komitesindeki bağımsız üyelerin sayısı ve yönetim kurulunun içinde bir atama komitesinin bulunması kurumsallaşmayı olumlu yönde etkileyecektir.
5. İşletmelerin halka açıklık oranının artırılması ve azınlık paylarının da yönetim kurulunda temsilinin sağlanması gerekmektedir. Böylece, yönetim kurulu üyelerinin ve işletme yöneticilerinin seçimi bir kişi veya grubun elinde olmayacaktır. Bunun sonucu olarak da kârın yüksek gösterilmesi gibi uygulamaların gerçekleşme olasılığı azalacaktır.
6. Bağımsız denetimin etkinliği de kârın yüksek gösterilmesini engelleyebilmektedir. Bu anlamda bağımsız denetimin düzenlendiği denetim standartlarının bulunmaması bir eksikliktir. Ulusal denetim standartlarının

oluşturulması ve buna bağlı olarak denetim çalışmalarının kalitesinin artırılması gerekmektedir.

## KAYNAKLAR

- Aharony, Joseph, Lin, Chan-Jane ve Loeb, Martin “Initial Public Offerings, Accounting Choices and Earnings Management”, **Contemporary Accounting Research**, 1993, Vol. 10, No. 1, ss: 61-83
- Akgüç, Öztin **Finansal Yönetim**, 7. Basım, Muhasebe Enstitüsü Yayın No:65, Avcıol Basım Yayın, İstanbul:1998
- Alford, Andrew W. “The Effect of the Set of Comparable Firms on the Accuracy of the Price-Earnings Valuation Method”, **Journal of Accounting Research**, 1992, Vol. 30, No. 1, ss: 94-108
- Ataman, Ümit **Genel Muhasebe Muhasebede Dönem Sonu İşlemleri Cilt II**, İstanbul, Türkmen Kitabevi, 1999
- Ataman, Ümit ve Kibar, Halil **Hisse Senetlerinin Gerçek Değerin Hesaplanması**, Türkmen Kitabevi, İstanbul:1999
- Bartov, Eli “The Timing of Asset Sales and Earnings Manipulation”, **The Accounting Review**, Vol. 68, No. 4, 1993, ss 840-855
- Beneish, Messod D. “The Detection of Earnings Manipulation”, **Financial Analysts Journal**, 1999, Vol. 59, No. 5, ss 24-36
- Beneish, Messod D. “Detecting GAAP Violation Implications for Assessing Earnings Management Among Firms with Extreme Financial Performance”, **Journal of Accounting and Public Policy**, Vol. 16, No. 3, ss 271-309
- Bernard, Victor L. ve Stober, Thomas L. “The Nature and Amount of Information in Cash Flows and Accruals”, **The Accounting Review**, 1989, Vol. 64, No: 4, ss: 624-652
- Boatsman, James R. ve Baskin, Eba F. “Asset Valuation with Incomplete Markets”, **The Accounting Review**, 1981, Vol. 56, No. 1, ss: 38-53
- Brooks, Chris **Introductory Econometrics for Finance**, Cambridge University Pres, 2002:Cambridge, ss:156-159
- Burgstahler, David ve Dichev, Ilia “Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses”, **Journal of Accounting and Economics**, 1997, Vol. 27, ss: 99-126

- Cahan, Steven “The Effect of Antitrust Investigations on Discretionary Accruals A Refined Test of the Political Cost Hypothesis”, **The Accounting Review**, Vol. 67, No. 1, Ocak 1992, ss 77-95
- Carnahan, Robin **How to Read a Prospectus: A Guide for Beginning Investors**, (Çevrimiçi) <http://www.sos.mo.gov/securities/pubs/> (01.09.2005)
- Committee of Sponsoring Organizations COSO **Fradulent Financial Reporting 1987-1997 – An Analysis of U.S. of Public Companies**, Mart 1997
- Çelik, Orhan “İşletme Performansının Ölçülmesinde Bir Klasik Araç Olarak Gelir Tablosu Teorisi, İlkeleri ve Sınırlılıkları”, **Muhasebe ve Denetime Bakış**, Sayı 10, Eylül 2003, ss. 67-77
- Damodaran, Aswath **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**”, 2. Basım, John Wiley and Sons, New York:2001
- DeAngelo, Linda Elisabeth “Managerial Competition, Information Costs, and Corporate Governance The Use of Accounting Performance Measures in Proxy Contests” **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 10, No. 1, 1988 ss 3-36
- DeAngelo, Linda Elisabeth “Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes A Study of Management Buyouts of Public Stockholders”, **The Accounting Review**, Vol. 61, No. 3, Temmuz 1986, ss 400-420
- Dechow, Patricia M., Sloan, Richard G. “Executive Incentives and the Horizon Problem An Empirical Investigation”, **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 14, No. 1, 1991, ss 51-89
- Dechow, Patricia M., Sloan, Richard G. ve Sweeney, Amy P. “Detecting Earnings Management”, **The Accounting Review**, Nisan 1995, Vol. 70, No2, ss 193-225
- DeGeorge, François, Patel, Jayendu ve Zeckhauser,, Richard “Earnings Management to Exceed Thresholds”, **Journal of Business**, 1999, Vol. 72, No. 1, ss: 1-33
- Delaney, Patrick R., Epstein, Barry J., Nach, Ralph ve Budak, Susan Weiss **Wiley GAAP 2004 Interpretation and Application of Generally Accepted Accounting Principles**, New Jersey, John Wiley & Sons, 2003

- Dempsey, Stephen J.,  
Hunt III, Herbert G.,  
Schroeder, Nicholas W. “Earnings Management and Corporate Ownership Structure An Examination of Extraordinary Item Reporting”, **Journal of Business Finance & Accounting**, Vol. 20, No. 4, 1993, ss479-500
- Detzler, Miranda Lam,  
Machuga, Susan M. “Earnings Management Surrounding Top Executive Turnover in Japanese Firms”, **Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies**, Vol. 5, No. 3, 2002, ss. 343-371
- Dorsman, Andre B.,  
Legendijk, Henk P.A.J.,  
Prag, Bart Van “The Association Between Qualitative Management Earnings Forecasts and Discretionary Accounting in the Netherlands”, **The European Journal of Finance**, Vol. 9, 2003, ss 19-40
- DuCharme, Larry L.,  
Malatesta Paul H., Sefcik  
Stephan E. “Earnings Management IPO Valuation and Subsequent Performance” **University of Washington School of Business Working Paper**, Ağustos 2000
- Duncan, James R. James R. Duncan, “Twenty Pressures to Manage Earnings”, **The CPA Journal**, Temmuz 2001, ss33-37
- Düzakın, Hatice G. “Türkiye’de Hisse Senetleri İMKB’de İşlem Gören Firmaların Halka İlk Arz ile İlgili Görüşlerinin Değerlendirilmesi”, **Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt8 Sayı1 Yıl1998, ss. 199-212
- Elliott, Barry ve Elliott,  
Jamie **Financial Accounting and Reporting**, 9. Basım, Prentice Hall, Glasgow:2005
- Epstein, Barry J., Mirza,  
Abbas Ali **Wiley IAS 2003 : Interpretation and Application of International Accounting Standards 2003**, New Jersey, John Wiley and Sons, 2003
- Erickson, Merle, Wang,  
Shiing-wu “Earnings Management by Acquiring Firms in Stock for Stock Mergers”, **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 27, 1999, ss 149-176
- Erdamar, Cengiz, Basık,  
Feryal Orhon **Finansal Muhasebe ve Tekdüzen Muhasebe Sistemi**, İstanbul, Dönence Basım Yayınevi, 2003
- FASB Statement of Financial Accounting Concepts No. 5, **Recognition and Measurement in Financial Statements of Business Enterprises**, Aralık 1984

- FASB Statement of Financial Accounting Concepts No. 6, **Elements of Financial Statements**, Aralık 1985
- FASB Statement of Financial Accounting Standards No. 130, **Reporting Comprehensive Income**, Haziran 1997
- FASB Statement of Financial Accounting Standards No.48, **“Revenue Recognition When Right of Return Exists”**, 1981
- FASB Statement of Financial Accounting Standards No.95, **“Statement of Cash Flows”**, 1987
- Friedlan, John M. “Accounting Choices of Issuers of Initial Public Offerings”, **Contemporary Accounting Research**, Vol.11, No.1, (Yaz 1994), ss.1-31
- Gaver J., Gaver K., Austin, J. “Additional Evidence on Bonus Plans and Income Management”, **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 18, 1995, ss. 3-28
- Geddes, Ross **IPOs and Equity Offerings**, Butterworth-Heinemann, Oxford, 2003
- Gujarati, Damodar N. **Temel Ekonometri**, çev: Ümit Şenesen, Gülay Günlük Şenesen, Literatür Yayıncılık, 1999: İstanbul, ss.358-359
- Gücenme, Ümit **Ticaret İşletmelerinde Envanter İşlemleri**, Bursa, Marmara Kitabevi Yayınları, 2000
- Healy, Paul M., Wahlen James M. “A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting”, **Accounting Horizons**, Vol.13, No.4, Aralık 1999 ss.365-383
- Healy, Paul M. “The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions”, **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 7, 1985, ss. 85-107
- Holthausen, R., Larcker D., Sloan R. “Annual Bonus Schemes and the Manipulation of Earnings”, **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 19, 1995, ss. 29-74
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) <http://www.imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm> , Söksa Sinop Örme ve Konfeksiyon Sanayii A.Ş., 29 Ağustos 1996
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) <http://www.imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm> , İdaş İstanbul Döşeme Sanayi A.Ş., 18 Kasım 1998

- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) <http://www.imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm> , Türk Hava Yolları A.O., 22 Eylül 1993
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) <http://www.imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm> ÇBS Boya Kimya Sanayi ve Ticaret A.Ş., 07 Temmuz 1997
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) <http://www.imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm> Altınyâğ Kombinaları A.Ş., 25 Kasım 2002
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) <http://www.imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm> Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş., 05 Ağustos 1994
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) <http://www.imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm> Sabah Yayıncılık A.Ş., 05 Haziran 2001
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) <http://www.imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm> Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş., 22 Aralık 1998
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) <http://www.imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm> Marmaris Martı Otel İşletmeleri A.Ş., 10 Temmuz 2000
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) <http://www.imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm> Medya Holding A.Ş., 23 Şubat 1999
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) <http://www.imkb.gov.tr/sirkethaberleri.htm> Çimento Fabrikası A.Ş., 13 Haziran 2000
- Jones, Jennifer J. “Earnings Management During Import Relief Investigations”, **Journal of Accounting Research**, Vol.29, No.2, Güz 1991, ss.193-228
- Kaszniak, Ron “On the Association Between Voluntary Disclosure and Earnings Management”, **Journal of Accounting Research**, Vol. 37, No. 1, 1999, ss 57-81
- Kazgan, Gülten **İktisadi Düşünce veya Politik İktisadın Evrimi**, 9. Basım, İstanbul, Remzi Kitabevi, 2000
- Keating, A. Scott, Zimmerman, Jerold L. **Depreciation Policy Changes Tax, Earnings Management, and Investment Opportunity Incentives**, University of Rochester William E. Simon School of Business Administration Working Paper, 29 Mart 1999

- Koç, İlhami “Türkiye’de Yatırım Bankacılığı”, **Reel Sektörün Finansmanında Aracı Kuruluşların Rolü**, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB) Yayın No: 7, 2002:İstanbul
- Koç, Özlem İ. **Şirketlerin Halka Açılması ve bir Uygulama**, SPK Yayınları No: 118, 1998:Ankara
- Kothari, S.P., Leone, Andrew J. ve Wasley, Charles E. “Performance Matched Discretionary Accrual Measures”, **Journal of Accounting and Economics**, 2005, Vol. 39, ss 163-197
- Kurtuluş, Kemal **Pazarlama Araştırmaları**, 7. Basım, Literatür Yayıncılık, 2004, İstanbul
- Küçüksözen, Cemal **Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması: Türk Sermaye Piyasasının Bu açıdan Değerlendirilmesi**, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 131, 1999:Ankara
- Küçüksözen, Cemal, Küçükkocaoğlu, Güray “Finansal Bilgi Manipülasyonu IMKB Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Çalışma”, **MÖDAV Uluslar arası Muhasebe Konferansı’nda Sunulan Tebliğ**, 03-05-Kasım 2004, İstanbul
- Levitt, Arthur “The Numbers Game”, 28 Eylül 1998, (Çevrimiçi) <http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch220.txt>, 15 Haziran 2004
- Lewis, Richard, Pendrill, David **Advanced Financial Accounting**, Londra, Financial Times Prentice Hall, 2000
- Magrath, Lorraine, Weld, Leonard G. “Abusive Earnings Management and Early Warning Signs”, **The CPA Journal**, Ağustos 2002, <http://www.nysscpa.org/cpajournal/2002/0802/features/f085002.htm> (02.05.2005)
- Marquardt, Carol A., Wiedman, Christine I. “How Are Earnings Managed? An Examination of Specific Accruals”, **New York University Stern School of Business Working Paper**, Aralık 2002
- McNichols, Maureen F.ve Wilson, Peter “Evidence of Earnings Management from the Provision for Bad Debts”, **Journal of Accounting Research**, 1988, Vol. 26 Ek, ss 1-40



- McNichols, Maureen F. “Research Design Issues in Earnings Management Studies”, **Journal of Accounting and Public Policy**, 2000, Vol. 19, ss 313 - 345
- Metaş Metaş İzmir Metalurji Fabrikası T.A.Ş. 31.12.1992 tarihli bağımsız denetim raporu
- Mısırlıoğlu, Ufuk “Gelirin Tanınma Kuralları ve Küresel Hatalar”, **Vergi Sorunları**, 2003, Sayı 175, ss.113-130
- Mulford, Charles W., Comiskey, Eugene E. **The Financial Numbers Game Detecting Creative Accounting Practices**, John Wiley & Sons Inc., New York 2002
- Nelson, Mark W., Eliot, John A., Tarpley, Robin L. “How Are Earnings Managed? Examples From Auditors.”, **Accounting Horizons**, Supplement 2003, ss 17-35
- North, David S., O’Connell, Brendan T. “Earnings Management and Mode of Payment in Takeovers”, **University of Richmond E. Claiborne Robins School of Business Working Paper**, Şubat 2001
- Örten, Remzi **Genel Muhasebe ve Tek Düzen Muhasebe Sistemi Uygulama Örnekleri**, İkinci Baskı, 2000, Ankara
- Parasız, İlker **İktisada Giriş**, 7. Basım, Bursa, Ezgi Kitabevi, 2003
- Park, Yun W., Shin, Hyun-Han “Board Composition and Earnings Management in Canada”, **Journal of Corporate Finance**, Vol. 10, 2004, ss 431-457
- Peltier-Rivest, Dominic, Swirsky, Steve “Earnings Management in Healthy Firms”, **Quarterly Journal of Business and Economics**, Vol. 39, No. 4, 2001, ss 21-37
- Pontbriand, Jean-Francois, Breton, Gaetan “Account Manipulation in an IPO Context”, **Centre de Recherche en Gestion Working Paper**, No 13-99, Kasım 1999
- Pratt, Shannon P., Reilly, Robert F. ve Schweih, Robert P. **Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies**, 4. Basım, McGraw Hill, New York:2000
- Riahi-Belkaoui, Ahmed **Earnings Measurement, Determination, Management, and Usefulness An Empirical Approach**, Londra, Quorum Books, 1999

- Richardson, Vernon J.,  
Waegelien, James F. “The Influence of Long-Term Performance Plans on Earnings Management and Firm Performance”, **Review of Quantitative Finance and Accounting**, Vol. 18, 2002, ss. 161-183
- Robb, Sean W. G. “The Effect of Analysts's Forecasts on EM in Financial Institutions”, **The Journal of Financial Research**, Vol. 21, No. 3, 1998, ss315-331
- Rosenboom, Peter, Van  
Der Goot Tjalling ve  
Mertens, Gerard “Earnings Management and Initial Public Offerings: Evidence from the Netherlands”, **The International Journal of Accounting**, 2003, No.38, ss: 243-266
- Sancak, İbrahim Ethem “Türkiye’nin 500 Büyük Sanayi Kuruluşunun Halka Açılma Olanakları”, **Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu (Yeterlik Etüdü)**, No: XIV-8/7-5, 1999
- Sayar, Zafer **Bankaların Halka Açılması ve Banka Yatırımcılarının Korunması**, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 146, 2003:Ankara
- Schroeder, Richard G.,  
Clark, Myrtle W., Cathey,  
Jack M. **Financial Accounting Theory and Analysis**, 7. Basım, New York, John Wiley & Sons, 2001
- Securities and Exchange  
Commission (SEC) **SEC Staff Accounting Bulletin (SAB) No101** – Revenue Recognition in Financial Statements, 3 Aralık 1999
- Securities and Exchange  
Commission (SEC) **SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 987**, 17 Kasım 1997,  
<http://www.sec.gov/litigation/admin/3439329.txt> (27.12.2004)
- Securities and Exchange  
Commission (SEC) **SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1034**, 12 Mayıs 1998,  
<http://www.sec.gov/litigation/admin/3439984.txt> (25.12.2004)
- Securities and Exchange  
Commission (SEC) **SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1044**, 17 Haziran 1998,  
<http://www.sec.gov/litigation/admin/3440098.txt> (26.12.2004)
- Securities and Exchange  
Commission (SEC) **SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1282**, 29 Haziran 2000,  
<http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr16614.htm> (25.12.2004)

Securities and Exchange Commission (SEC)	<b>SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1393</b> , 15 Mayıs 2001, <a href="http://www.sec.gov/litigation/admin/33-7976.htm">http://www.sec.gov/litigation/admin/33-7976.htm</a> (25.12.2004)
Securities and Exchange Commission (SEC)	<b>SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1520</b> , 12 Mart 2002, <a href="http://www.sec.gov/litigation/admin/34-45553.htm">http://www.sec.gov/litigation/admin/34-45553.htm</a> (25.12.2004)
Securities and Exchange Commission (SEC)	<b>SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1486</b> , 7 Ocak 2002, <a href="http://www.sec.gov/litigation/admin/33-8053.htm">http://www.sec.gov/litigation/admin/33-8053.htm</a> (25.12.2004)
Securities and Exchange Commission (SEC)	<b>SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1551</b> , 1 Mayıs 2002, <a href="http://www.sec.gov/litigation/admin/34-45852.htm">http://www.sec.gov/litigation/admin/34-45852.htm</a> (25.12.2004)
Securities and Exchange Commission (SEC)	<b>SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 2075</b> , 4 Ağustos 2004, <a href="http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr18820.htm">http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr18820.htm</a> (25.12.2004)
Securities and Exchange Commission (SEC)	<b>SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1998</b> , 30 Nisan 2004, <a href="http://www.sec.gov/litigation/admin/34-49642.htm">http://www.sec.gov/litigation/admin/34-49642.htm</a> (29.12.2004)
Securities and Exchange Commission (SEC)	<b>SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1393</b> , 15 Mayıs 2001, <a href="http://www.sec.gov/litigation/admin/33-7976.htm">http://www.sec.gov/litigation/admin/33-7976.htm</a> (19 Nisan 2005)
Securities and Exchange Commission (SEC)	<b>SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 2226</b> , 7 Nisan 2005, <a href="http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr19174.htm">http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr19174.htm</a> (19 Nisan 2005)
Securities and Exchange Commission (SEC)	<b>SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1110</b> , 24 Temmuz 2000, <a href="http://www.sec.gov/litigation/admin/34-43068.htm">http://www.sec.gov/litigation/admin/34-43068.htm</a> (8 Mayıs 2005)
Securities and Exchange Commission (SEC)	<b>SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1111</b> , 24 Şubat 1999, <a href="http://www.sec.gov/litigation/admin/34-41096.htm">http://www.sec.gov/litigation/admin/34-41096.htm</a> (19 Nisan 2005)
Securities and Exchange Commission (SEC)	<b>SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1096</b> , 13 Ocak 1999, <a href="http://www.sec.gov/litigation/admin/34-40938.htm">http://www.sec.gov/litigation/admin/34-40938.htm</a> (19 Nisan 2005)

Securities and Exchange Commission (SEC)	<b>SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1637</b> , 30 Eylül 2002, <a href="http://www.sec.gov/litigation/admin/33-8135.htm">http://www.sec.gov/litigation/admin/33-8135.htm</a> (19 Nisan 2005)
Securities and Exchange Commission (SEC)	<b>SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 753</b> , 16 Ocak 1996, <a href="http://sec.gov/litigation/admin/3-8662.txt">http://sec.gov/litigation/admin/3-8662.txt</a> (22 Nisan 2005)
Securities and Exchange Commission (SEC)	<b>SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1483</b> , 27 Aralık 2001, <a href="http://sec.gov/litigation/admin/34-45197.htm">http://sec.gov/litigation/admin/34-45197.htm</a> (22 Nisan 2005)
Securities and Exchange Commission (SEC)	<b>SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1257</b> , 15 Mayıs 2000, <a href="http://sec.gov/litigation/admin/34-42781.htm">http://sec.gov/litigation/admin/34-42781.htm</a> (22 Nisan 2005)
Securities and Exchange Commission (SEC)	<b>SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1257</b> , 26 Eylül 2000, <a href="http://www.sec.gov/litigation/admin/33-7897.htm">http://www.sec.gov/litigation/admin/33-7897.htm</a> , (1 Mayıs 2005)
Securities and Exchange Commission (SEC)	<b>SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1150</b> , 11 Ağustos 1999, <a href="http://www.sec.gov/litigation/admin/34-41729.htm">http://www.sec.gov/litigation/admin/34-41729.htm</a> , (1 Mayıs 2005)
Securities and Exchange Commission (SEC)	<b>SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1534</b> , 27 Mart 2002, <a href="http://www.sec.gov/litigation/admin/34-45655.htm">http://www.sec.gov/litigation/admin/34-45655.htm</a> , (1 Mayıs 2005)
Securities and Exchange Commission (SEC)	<b>SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1393</b> , 15 Mayıs 2001, <a href="http://www.sec.gov/litigation/admin/33-7976.htm">http://www.sec.gov/litigation/admin/33-7976.htm</a> , (1 Mayıs 2005)
Securities and Exchange Commission (SEC)	<b>SEC Accounting and Auditing Enforcement Release (AAER) No. 1532</b> , 26 Mart 2002, <a href="http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr17435.htm">http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr17435.htm</a> , (6 Mayıs 2005)
Sermaye Piyasası Kanunu	<b>Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğ</b> , Seri XI. No. 25 (15 Kasım 2003, 25290 sayılı Resmi Gazete)
Sermaye Piyasası Kanunu	<b>Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğ</b> , Seri XI. No. 1 (29 Ocak 1989, 20064 sayılı Resmi Gazete)

- Sermaye Piyasası Kanunu **Hisse Senetlerinin Kurul Kaydına Alınmasına ve Satışına İlişkin Esaslar Tebliği**, Seri I, No: 26 (15 Kasım 1998, 23524 sayılı Resmi Gazete)
- Sermaye Piyasası Kanunu **Aracılık Faaliyetleri ve Aracı Kuruluşlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ**, Seri V, No: 46 (7 Eylül 2000, 24163 sayılı Resmi Gazete)
- Sermaye Piyasası Kanunu **Sermaye Piyasası Araçlarının Halka Arzında Satış Yöntemlerine İlişkin Esaslar Tebliği**, Seri VIII, No: 22 (27 Ekim 1993, 21741 sayılı Resmi Gazete)
- Shivakumar, Lakshmanan “Do Firms Mislead Investors by Overstating Earnings Before Seasoned Equity Offerings?”, **Journal of Accounting and Economics**, No. 29, 2000, ss. 339-371
- Sloan, Richard G. “Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings?”, **The Accounting Review**, 1996, Vol. 71, No: 3, ss: 289-315
- Smith, Clifford W., Watts, Ross L. “Incentive and Tax Effects of Executive Compensation Plans”, **Australian Journal of Management**, Vol. 7, 1982, ss. 139-157
- Smith, Terry **Accounting for Growth**, Londra, Random House, 1996
- Sundgren, Stefan “Earnings Management Preceding Acquisitions – A Study of Small and Mid-Sized Targets”, **Swedish School of Economics and Business Administration Working Paper**, Mayıs 2003
- Sutton, Tim **Corporate Financial Accounting and Reporting**, Londra, Financial Times Prentice Hall, 2000
- Şensoy, Necdet Muhasebede Gerçekleşme Kavramı ve Yansımaları-“Kapsamlı Kâr” (Comprehensive Income), **Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi**, Cilt 4, Sayı 2, Haziran 2002, ss. 9-23
- Teoh, Siew Hong, T.J. Wong, G. Rao “Are Accruals During an Initial Public Offerings Opportunistic?”, **Review of Accounting Studies**, Vol. 3, 1999, ss 175-208
- Teoh, Siew Hong, Welch, Ivo, T.J. Wong “Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings”, **The Journal of Finance**, Vol. 52, No. 6, Aralık 1998, ss. 1935-1974

Türkiye Muhasebe  
Standartları Kurulu  
(TMSK)

Kavramsal Çerçeve (16 Ocak 2005, 25702 sayılı Resmi Gazete)

Türkiye Muhasebe  
Standartları Kurulu  
(TMSK)

Türkiye Muhasebe Standardı (TMS) 2: Stoklar (15 Ocak 2005,  
25701 sayılı Resmi Gazete)

Uluslararası Muhasebe  
Standartları Kurulu

Uluslararası Muhasebe Standartları (UMS) 1 Finansal Tabloların  
Sunumu

Xie, Biao, Davidson III,  
Wallace N., DaDalt, Peter  
J.

“Earnings Management and Corporate Governance The Role of the  
Board and the Audit Committee”, **Journal of Corporate Finance**,  
Vol. 9, 2003, ss 295-316

## EK 1

### *Çalışmada Kullanılan İşletmeler*

<b>İŞLETME</b>	<b>SEKTÖR</b>	<b>HALKA ARZ YILI</b>
ANADOLU BİRACILIK	GIDA, İÇKİ VE TÜTÜN	1994
ÇEMTAŞ ÇELİK MAKİNE	METAL ANA SANAYİ	1994
DARDANEL	GIDA, İÇKİ VE TÜTÜN	1994
EGEPLAST	KİMYA, PETROL, KAÜÇUK VE PLASTİK ÜRÜNLER	1994
KARSU TEKSTİL	DOKUMA, GİYİM EŞYASI VE DERİ	1994
KEREVİTAŞ	GIDA, İÇKİ VE TÜTÜN	1994
MERKO GIDA	GIDA, İÇKİ VE TÜTÜN	1994
MİLPA	PERAKENDE TİCARET	1994
RAKS ELEKTRİKLİ EV ALETLERİ	METAL EŞYA, MAKİNE VE GEREÇ YAPIM	1994
SABAH PAZARLAMA	PERAKENDE TİCARET	1994
SÖNMEZ PAMUKLU SANAYİ	DOKUMA, GİYİM EŞYASI VE DERİ	1994
TUKAŞ	GIDA, İÇKİ VE TÜTÜN	1994
VİKİNG KAĞIT	KAĞIT VE KAĞIT ÜRÜNLERİ, BASIM VE YAYIN	1994
ARDEM	METAL EŞYA, MAKİNE VE GEREÇ YAPIM	1995
BATIÇİM	TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI SANAYİ	1995
BOSSA	DOKUMA, GİYİM EŞYASI VE DERİ	1995
ÇBS BOYA KİMYA	KİMYA, PETROL, KAÜÇUK VE PLASTİK ÜRÜNLER	1995
ECZACIBAŞI YAPI	TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI SANAYİ	1995
EMİNİŞ AMBALAJ	METAL EŞYA, MAKİNE VE GEREÇ YAPIM	1995
ERBOSAN	METAL ANA SANAYİ	1995
ESEM SPOR GİYİM	DOKUMA, GİYİM EŞYASI VE DERİ	1995
FRİGO-PAK	GIDA, İÇKİ VE TÜTÜN	1995
GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO	TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI SANAYİ	1995
HAZNEDAR TUĞLA	TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI SANAYİ	1995
KAPLAMİN AMBALAJ	KAĞIT VE KAĞIT ÜRÜNLERİ, BASIM VE YAYIN	1995
OTOKAR	METAL EŞYA, MAKİNE VE GEREÇ YAPIM	1995
SÖKTAŞ PAMUK	DOKUMA, GİYİM EŞYASI VE DERİ	1995
TÜMTEKS	DOKUMA, GİYİM EŞYASI VE DERİ	1995
ADEL KALEMCİLİK	DİĞER İMALAT SANAYİ	1996

AKIN TEKSTİL	DOKUMA, GİYİM EŞYASI VE DERİ	1996
ANADOLU GIDA	GIDA, İÇKİ VE TÜTÜN	1996
BİRLİK MENSUCAT	DOKUMA, GİYİM EŞYASI VE DERİ	1996
BİSAŞ TEKSTİL	DOKUMA, GİYİM EŞYASI VE DERİ	1996
ÇBS PRİNTAŞ	KİMYA, PETROL, KAÜÇUK VE PLASTİK ÜRÜNLER	1996
ÇELEBİ HAVA SERVİSİ	ULAŞTIRMA	1996
GİMSAN GEDİZ İPLİK	DOKUMA, GİYİM EŞYASI VE DERİ	1996
İHLAS EV ALETLERİ	METAL EŞYA, MAKİNE VE GEREÇ YAPIM	1996
KONFRUT GIDA	GIDA, İÇKİ VE TÜTÜN	1996
MUDURNU TAVUKÇULUK	GIDA, İÇKİ VE TÜTÜN	1996
TANSAŞ	PERAKENDE TİCARET	1996
UKİ	DOKUMA, GİYİM EŞYASI VE DERİ	1996
YATAŞ	DOKUMA, GİYİM EŞYASI VE DERİ	1996
ANADOLU ISUZU OTOMOTİV	METAL EŞYA, MAKİNE VE GEREÇ YAPIM	1997
APEKS DIŞ TİCARET	TOPTAN TİCARET	1997
ARAT TEKSTİL	DOKUMA, GİYİM EŞYASI VE DERİ	1997
BAYRAKLI BOYA	KİMYA, PETROL, KAÜÇUK VE PLASTİK ÜRÜNLER	1997
BERDAN TEKSTİL	DOKUMA, GİYİM EŞYASI VE DERİ	1997
BOYASAN TEKSTİL	DOKUMA, GİYİM EŞYASI VE DERİ	1997
CEYLAN GİYİM	DOKUMA, GİYİM EŞYASI VE DERİ	1997
CEYTAŞ CEYHAN TEKSTİL	DOKUMA, GİYİM EŞYASI VE DERİ	1997
ÇİMBETON HAZIR BETON	TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI SANAYİ	1997
DEMİSAŞ DÖKÜM EMAYE	METAL ANA SANAYİ	1997
KİPA	PERAKENDE TİCARET	1997
KLİMASAN KLİMA	METAL EŞYA, MAKİNE VE GEREÇ YAPIM	1997
MEGES BOYA	KİMYA, PETROL, KAÜÇUK VE PLASTİK ÜRÜNLER	1997
MENSA MENSUCAT	DOKUMA, GİYİM EŞYASI VE DERİ	1997
PARK TEKSTİL	DOKUMA, GİYİM EŞYASI VE DERİ	1997
SEVGİ ÖZEL SAĞLIK HİZMETLERİ	TIBBİ VE DİĞER SAĞLIK HİZMETLERİ	1997
UZEL MAKİNE	METAL EŞYA, MAKİNE VE GEREÇ YAPIM	1997
ÜNAL TARIM ÜRÜNLERİ	GIDA, İÇKİ VE TÜTÜN	1997
ARSAN TEKSTİL	DOKUMA, GİYİM EŞYASI VE DERİ	1998
BAK AMBALAJ	KAĞIT VE KAĞIT ÜRÜNLERİ, BASIM VE YAYIN	1998
EMEK ELEKTRİK ENDÜSTRİSİ A.Ş.	METAL EŞYA, MAKİNE VE GEREÇ YAPIM	1998



İDAŞ	DOKUMA, GİYİM EŞYASI VE DERİ	1998
METEMTEKS TEKSTİL	DOKUMA, GİYİM EŞYASI VE DERİ	1998
PASTAVİLLA MAKARNACILIK	GIDA, İÇKİ VE TÜTÜN	1998
PENGUEN GIDA	GIDA, İÇKİ VE TÜTÜN	1998
SELÇUK GIDA	GIDA, İÇKİ VE TÜTÜN	1998
VAKKO	DOKUMA, GİYİM EŞYASI VE DERİ	1998
VAN-ET	GIDA, İÇKİ VE TÜTÜN	1998
AKSU ENERJİ	ELEKTRİK, GAZ VE SU	1999
GOLDAŞ KUYUMCULUK	DİĞER İMALAT SANAYİ	1999
ACIBADEM SAĞLIK HİZMETLERİ	TIBBİ VE DİĞER SAĞLIK HİZMETLERİ	2000
AK ENERJİ	ELEKTRİK, GAZ VE SU	2000
ALKİM ALKALİ KİMYA	KİMYA, PETROL, KAÜÇUK VE PLASTİK ÜRÜNLER	2000
ARENA	BİLİŞİM	2000
AYEN ENERJİ	ELEKTRİK, GAZ VE SU	2000
BATISÖKE SÖKE ÇİMENTO	TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI SANAYİ	2000
DENTAŞ AMBALAJ VE KAĞIT	KAĞIT VE KAĞIT ÜRÜNLERİ, BASIM VE YAYIN	2000
DOĞAN BURDA RİZZOLİ	KAĞIT VE KAĞIT ÜRÜNLERİ, BASIM VE YAYIN	2000
ERSU	GIDA, İÇKİ VE TÜTÜN	2000
ESCORT	BİLİŞİM	2000
FAVORİ DİNLENME YERLERİ	LOKANTA VE OTELLER	2000
İPEK MATBAACILIK	KAĞIT VE KAĞIT ÜRÜNLERİ, BASIM VE YAYIN	2000
KARSAN OTOMOTİV	METAL EŞYA, MAKİNE VE GEREÇ YAPIM	2000
LİNK BİLGİSAYAR	BİLİŞİM	2000
LİO YAĞ	GIDA, İÇKİ VE TÜTÜN	2000
MENDERES TEKSTİL	DOKUMA, GİYİM EŞYASI VE DERİ	2000
NUH ÇİMENTO	TAŞ VE TOPRAĞA DAYALI SANAYİ	2000
SANKO PAZARLAMA	TOPTAN TİCARET	2000
SODA SANAYİ	KİMYA, PETROL, KAÜÇUK VE PLASTİK ÜRÜNLER	2000
ŞEKER PİLİÇ	GIDA, İÇKİ VE TÜTÜN	2000
TEK-ART TURİZM	LOKANTA VE OTELLER	2000
TURKCELL	HABERLEŞME	2000
ZORLU ENERJİ	ELEKTRİK, GAZ VE SU	2000

## EK 2

### Örneklem ve Kontrol Grubu Eşleştirmesi

ÖRNEKLEM GRUBU	KONTROL GRUBU
ANADOLU BİRACILIK	EGE BIRACILIK
ÇEMTAŞ ÇELİK MAKİNE	FENİŞ ALÜMİNYUM
DARDANEL	MARET
EGEPLAST	GOODYEAR
KARSU TEKSTİL	AKAL TEKSTİL
KEREVİTAŞ	PINAR ET
MERKO GIDA	KENT GIDA
RAKS ELEKTRİKLİ EV ALETLERİ	ARÇELİK
SÖNMEZ PAMUKLU SANAYİ	POLYLEN
TUKAŞ	PINAR SÜT
VİKİNG KAĞIT	OLMUKSA
ARDEM	DEMİRDÖKÜM
BATIÇİM	MARDİN ÇİMENTO
BOSSA	OKAN TEKSTİL
ÇBS BOYA KİMYA	YASAŞ
ECZACIBAŞI YAPI	DENİZLİ CAM
EMİNİŞ AMBALAJ	MAKİNA TAKİM
ERBOSAN	ÇELİK HALAT
ESEM SPOR GİYİM	SİFAŞ TEKSTİL
FRİGO-PAK	PINAR SU
GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO	BOLU ÇİMENTO
HAZNEDAR TUĞLA	ÇİMSA
KAPLAMIN AMBALAJ	KARTONSAN
OTOKAR	OTOSAN
SÖKTAŞ PAMUK	KORDSA
AKIN TEKSTİL	KONİTEKS
ANADOLU GIDA	PINAR UN
BİRLİK MENSUCAT	ALTINYILDIZ MENSUCAT
ÇBS PRİNTAŞ	MARSHALL BOYA
ÇELEBİ HAVA SERVİSİ	THY
GİMSAN GEDİZ İPLİK	EDİP İPLİK
İHLAS EV ALETLERİ	VESTEL
KONFRUT GIDA	TUBORG
MUDURNU TAVUKÇULUK	BANVİT
TANSAŞ	GİMA
ANADOLU ISUZU OTOMOTİV	TOFAŞ OTOMOBİL FAB.

APEKS DIŞ TİCARET	İNTEMA
ARAT TEKSTİL	YÜNSA
BAYRAKLI BOYA	AKSA
ÇİMBETON HAZIR BETON	ÇİMENTAŞ
DEMİSAŞ DÖKÜM EMAYE	BURÇELİK
KİPA	MİGROS
KLİMASAN KLİMA	PARSAN
MEGES BOYA	PİMAŐ
UZEL MAKİNE	TEZSAN
ARSAN TEKSTİL	AKSU İPLİK
BAK AMBALAJ	TİRE KUTSAN
EMEK ELEKTRİK ENDÜSTRİSİ A.Ő.	DİTAŐ DOĞAN
İDAŞ	LÜKS KADİFE
PENGUEN GIDA	TAT KONSERVE
SELÇUK GIDA	KENT GIDA
VAKKO	DERİMOD
VAN-ET	MARET
ALKİM ALKALİ KİMYA	AYGAZ
ARENA	ALCATEL TELETAŐ
BATISÖKE SÖKE ÇİMENTO	OYSA ÇİMENTO
DENTAŞ AMBALAJ VE KAĞIT	İŐIKLAR AMBALAJ
DOĞAN BURDA RİZZOLİ	HÜRRIYET GAZETECİLİK
ERSU	TUKAŞ
ESCORT	NETAŐ TELEKOM.
FAVORİ DİNLENME YERLERİ	PETROKENT TURİZM
İPEK MATBAACILIK	DURAN OFSET
KARSAN OTOMOTİV	OTOSAN
LİO YAĞ	PINAR SÜT
MENDERES TEKSTİL	SONMEZ FİLAMANT
NUH ÇİMENTO	LAFARGE ASLAN ÇİMENTO
SODA SANAYİ	HEKTAŐ
ŞEKER PİLİÇ	BANVİT
TEK-ART TURİZM	NET TURİZM
TURKCELL İLETİŐİM HİZMETLERİ	ASELSAN

## ÖZGEÇMİŞ

1972 yılında Denizli’de doğdu. İlk, orta ve lise öğrenimini İzmir’de tamamladı. 1990 yılında İzmir Atatürk Lisesi’nden mezun oldu. Lisans eğitimini 1995 yılında Boğaziçi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü’nde tamamladı. 1998 yılında Marmara Üniversitesi Avrupa Topluluğu Enstitüsü’nde yüksek lisans eğitimini tamamladı. İş hayatına 1997 yılında Kentbank A.Ş.’de müfettiş yardımcısı olarak başladı. Aynı yıl Eylül ayında bu görevinden istifa ederek, İstanbul Bilgi Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümü’nde araştırma görevlisi olarak çalışmaya başladı. 2000 yılında İstanbul Bilgi Üniversitesi bünyesinde kurulan olan e-MBA Programı’nın (Elektronik İşletme Yüksek Lisans Programı) kuruluşunda yer aldı ve bu programda ders vermeye başladı. Halen İstanbul Bilgi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü’ne bağlı e-MBA, Finansal Ekonomi ve Ekonomi Hukuku yüksek lisans programlarında muhasebe ve finans dersleri vermektedir.