



ISSN 1304-8120 | e-ISSN 2149-2786

Araştırma Makalesi * Research Article

Yasal Düzenlemelere Firmaların Kar Yönetimi Uygulamaları Tepkisi: Borsa İstanbul Örneği

Earnings Management Practices Reaction of Companies to Legal Regulations: The Case of Borsa Istanbul*

Yasin Erdem ÇEVİK

Arş. Gör. Dr., AHBV Üniversitesi, İİBF, İşletme Bölümü, c.erdem@hbv.edu.tr
Orcid ID: 0000-0003-3684-6668

Ahmet AKGEMCİ

Arş. Gör. Dr., Kahramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi, İİBF İşletme Bölümü, ahmetakgemci@ksu.edu.tr
Orcid ID: 0000-0003-0019-5664

Öz: İşletmeler, borsa kotasyon şartlarını sağlamak, vergi yükümlülüklerini azaltmak, hisse senedi fiyatlarını etkilemek ve yasal düzenlemelerden kaynaklanan yaptırımlardan kaçınmak gibi çeşitli saiklerle kar yönetimi uygulamalarına başvurmaktadır. 10.01.2020 tarihli Sermaye Piyasası Kurulu II.28.1 Nolu Tebliğ ile üst üste beş yıl dönem zararı eden halka açık ortaklıklarda, oy hakkına ve yönetim kurulunda temsil edilmeye ilişkin imtiyazların kaldırılacağına ilişkin yeni bir düzenleme getirilmiştir. Düzenleme sonrası Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin, çeşitli hak ve imtiyazların kullanımında devamlılığı sağlamak adına 2019 ve 2020 yıllarında kar yönetimi uygulamalarına başvurma eğiliminde olmaları muhtemeldir. Bu çalışmada imtiyaz haklarının kısıtlanmasını öneren II.28.1 Sayılı Tebliğ'ine, üst üste zarar eden şirketlerin nasıl tepki verdiği araştırılmıştır. Bu amaca yönelik olarak Beneish (1999) modeli kullanılarak, kar yönetimi uygulamalarının tahmini gerçekleştirilmiştir. Başarısız şirketlerin 5. yılda manipülasyon yapma olasılığına dair çok önemli kanıtlara rastlanılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Kar Yönetimi Uygulamaları, Yasal Düzenlemeler, Muhasebe Manipülasyonu.

Abstract: Companies resort to earnings management practices with various motives such as stock market listing requirements, reducing tax liabilities, influencing stock prices, and avoiding regulatory sanctions. With the Communiqué No. II.28.1 of the Capital Markets Board dated 10.01.2020, a new regulation has been introduced regarding the abolition of the privileges regarding voting rights and representation on the board of directors in publicly held corporations that have suffered a loss for five consecutive years. Post-regulation companies listed on Borsa Istanbul are likely to tend to make earning management practices in 2019 and 2020 in order to ensure continuity in the use of various rights and privileges. In this study, it has been researched how the companies that made a loss repeatedly reacted to the Communiqué No. II.28.1, which recommends restriction of privilege rights. For this purpose, using the Beneish (1999) model, estimation of earning management practices has been realized. In the research, it was found that there is very important evidence about the possibility of manipulation in the 5th year of unsuccessful companies.

Keywords: Earnings Management Practices, Legal Regulations, Accounting Manipulation.

* Söz konusu bu çalışma Uluslararası İşletmecilik Kongresinde (UIK-2021) sözlü bildiri olarak sunulmuştur.

Received: 29.06.2022

Accepted: 07.10.2022

Published: 27.10.2022

GİRİŞ

Borsaların daha rekabetçi bir yapıya kavuşarak, cazibe merkezi haline gelmesi, ülkelerin hukuki çevresine bağlıdır. Ülkelerdeki hukuki düzenlemeler ve uygulamalar, finansal gelişimi (La Porta vd., 1997; 1998 2000: 1113-1155) ve ekonomik büyümeyi etkilemektedir (Levine, 1999:8-35; Beck vd., 2001:483-501). Politika yapıcılar, hukuksal geleneğin uzun vadede ekonomik büyümeyi etkilediğini dikkate alarak, ülkenin hukuki altyapısını güçlendirir (Çevik, 2020:1-189). Borsalara erişim sağlayan ihraççılar ve yatırımcılar da yapılan düzenlemelere uyum sağlamak zorundadır.

İstanbul'un öncelikle bölgesel, nihai olarak da küresel finans merkezi haline gelme amacına yönelik olarak son yıllarda Türkiye'nin hukuk altyapısının güçlendirilmesine ilişkin birçok adım atılmıştır. Türk Ticaret Kanunu (2011) ve Sermaye Piyasası Kanunu (2012) başta olmak üzere finans alanında ihtiyaç duyulan birçok yasal düzenleme gerçekleştirilmiş; halen de mevzuata ilişkin birçok çalışma devam etmektedir. Yatırım ortamına uyum sağlamak zorunda olan şirketler de, hukuki düzenlemelerin getirdiği yeniliklere bağlı olarak, yönetim stratejilerinde değişikliklere gitmektedir.

10 Ocak 2020 tarihinde yayınlanan II.28.1 Nolu, "Oy Hakkına ve Yönetim Kurulunda Temsil Edilmeye İlişkin İmtiyazların Kaldırılmasına İlişkin Esaslar" başlıklı SPK Tebliği ile üst üste beş yıl dönem zararı eden halka açık ortaklıklarda, oy hakkına ve yönetim kurulunda temsil edilmeye ilişkin imtiyazların kaldırılmasına olanak sağlayan yeni bir düzenleme getirilmiştir. Beş yıl zarar eden şirketlere yönelik yaptırım içeren benzer bir düzenleme Borsa Kotasyon Yönergesi'nde (35.madde) yer almaktadır. Yönergede beş yıl üst üste zarar eden şirketin paylarının, Borsa Yönetim Kurulu kararıyla Yakın İzleme Pazarı'na alınabileceği belirtilmektedir. II.28.1 Nolu SPK Tebliği ile birlikte beş yıl üst üste zarar edilmesi durumunda ortaya çıkacak yasal yaptırımların derecesi artırılmıştır.

Bu çalışmada, Borsa İstanbul'da payları işlem gören ve üst üste zarar eden bir şirketin, "yakın izleme pazarına geçiş" ile "oy hakkı ve yönetim kurulunda temsil edilmeye ilişkin imtiyazlarının kaldırılması" tehlikelerine nasıl tepki verdiği araştırılmıştır. Bir şirketin "üst üste beş yıl dönem zararı etmesi", Yakın İzleme Pazarı'na geçişi gerektiren hallerden biri olduğu gibi oy hakkına ve yönetim kurulunda temsil edilmeye ilişkin imtiyazların kalkmasını da gerektirmektedir. Söz konusu yaptırımlar, şirketin yöneticilerine, karı yönetme konusunda güçlü teşvik sağlar. Borsa İstanbul pazarlarında payları işlem gören şirketler, üst üste zarar etmesi durumunda, yaptırımlardan kaçınmak için yaratıcı muhasebe uygulamalarını tercih edebilir. Zarar eden bir şirketin, beş yıl üst üste zararı etmeye yaklaştıkça, kar yönetimi ve yaratıcı muhasebe uygulamalarına başvurma eğilimi artacaktır.

Akademik yazına bakıldığında kotasyon şartlarının sağlanması, vergi yükümlülüklerinin azaltılması, hisse senedi fiyatının etkilenmesi, performansa bağlı ücretlerin hakedilmesi gibi farklı saiklerle yaratıcı muhasebe uygulamaları kullanılarak, karın uygun seviyede raporlandığı görülmektedir. Üst yönetim tarafından uygulanan bu bilinçli tercih, gelişmiş ülkelerde olduğu gibi Borsa İstanbul gibi yükselen piyasalarda da görülmektedir. Özellikle kotasyon şartları ve borsada işlem görme gereksinimlerine koyulan muhasebesel bazı kriterlerin sağlanması amacıyla şirketler, sıklıkla kar yönetimine başvurmaktadır.

Çalışmadan elde edilen sonuçlar finansal tablo seti kullanıcıları, denetçiler ve yetkili otoriteler açısından önemlidir. Borsa İstanbul'da payları işlem gören ve üst üste zarar eden şirketlerin, kar yönetimine olan yatkınlığının bilinmesi, başta yatırımcılar olmak üzere finansal tablo setinden yararlanan tüm kullanıcılar açısından önemlidir. Benzer şekilde çalışma denetim risklerini azaltmak ve denetimin kalitesini artırmak isteyen denetçileri de ilgilendirir. Son olarak araştırmadan elde edilen bulgular, hem mevcut düzenlemelerin durumunun tahlil edilmesi hem de ihtiyaç duyulan düzenlemelerin planlanmasında düzenleyici kurumlara fayda sağlayacak; finansal piyasaların şeffaflığının artırılması ve İstanbul'un finans merkezi olma amaçlarına katkı verecektir.

Çalışmanın ikinci bölümünde kavramsal çerçeve ve akademik yazın sunulmuş, üçüncü ve dördüncü bölümünde araştırma örnekleme ve araştırma yöntemi tanıtılırken, beşinci ve altıncı bölümde ise analiz sonucunda elde edilen bulgular paylaşarak, çalışmanın sonuçları raporlanmıştır.

KAVRAMSAL ÇERÇEVE

Bu çalışmanın odak noktasında, yakın izleme pazarına geçiş hallerini tanımlayan Borsa Kotasyon Yönergesi'nin 35.maddesi ve 10.01.2020 tarihinde yürürlüğe giren SPK II-28.1 sayılı Tebliğ vardır.

2015 yılında güncellenen Borsa İstanbul Borsa Kotasyon Yönergesi'nin 35. maddesinde Yakın İzleme Pazarı'na geçilmesini gerektiren haller tanımlanmıştır. Denetim raporuna olumsuz görüş verilmesi, şirket hakkında iflas başvurusu yapılması, şirketin uzun süre faaliyetlerine ara vermesi, beş yıl üst üste zarar elde edilmesi, temerrüte düşülmesi, faaliyet izninin kaldırılması, borca bataklık durumu gibi hallerden herhangi birinin ortaya çıkması durumunda şirketin, Yakın İzleme Pazarı'nda işlem görmeye başlaması mümkündür (Kotasyon Yönergesi, 35.madde). Her ne kadar akademik yazında başarısızlık tanımı üzerine ortak bir görüş olmasa da "faaliyetlerinin makul ve zorunlu kıldığı hâller saklı kalmak kaydıyla, üst üste beş yıl sonu finansal tablolarında net dönem zararı etmesi", şirketin, başarısız olarak nitelenmesi için yeterlidir (Aksoy vd., 2021). Başarısızlık olarak kabul edilebilecek olağanüstü bir durum sebebiyle, şirketin hisse senetlerinin, yetkili otorite tarafından özel bir pazarda işlem görmeye başlatılması, finansal piyasalar için sinyal niteliği taşımaktadır. Şirketin inceleme ve denetime alınarak, özel şartlarda işlem görmesi, şirketin hisse senetlerinin likiditesine ve piyasa değerine olumsuz yansıtacaktır. Yakın İzleme Pazarı'na geçmenin getireceği ekonomik maliyetler nedeniyle, üst üste beş yıl zarar raporlamaktan kaçınılacaktır.

Benzer bir düzenleme 1998 yılında Şanghai ve Shenzhen borsalarında yürürlüğe girmiştir. Yapılan düzenlemeye göre iki mali yıl üst üste zarar bildiren şirketler, özel bir pazara alınarak, işlemleri sınırlandırılmaktadır. Üçüncü mali yılda da zarar açıklanması üzerine hisse senedinin alım-satımı geçici olarak durdurulurken; dördüncü üst üste zararda şirketin hisseleri borsa pazarlarından atılmaktadır. Birçok ampirik çalışma (Ding vd., 2007: 223-238; Liu ve Lu, 2007:881-906), düzenlemenin getirdiği yaptırımlarından şirketlerin korunmak için kar yönetimi uygulamalarına başvurduğunu ortaya koymuştur. Başarısız firmaların, yaratıcı muhasebe uygulamalarını daha fazla tercih ettiklerini söylemek mümkündür (Cheng vd., 2010:438-456). Başarısız işletmeler, katlandıkları finansal sıkıntı maliyetlerini, finansal tablolar üzerinde gösterirken, kar yönetimine başvurmaktadır (Burgstahler ve Dichev, 1997: 99-126; Bradbury, 2007:297-302).

Kotasyon şartları ve borsada işlem görme gereksinimlerine koyulan sayısal kriterlerin sağlanması amacıyla şirketler, sıklıkla yaratıcı muhasebe uygulamalarını tercih etmektedir. Macey ve O'Hara (2008) ABD borsalarında işlem görmeye devam edilmesi için kapanış fiyatının minimum 1 ABD Doları (\$)’ndan büyük olması kuralını; modası geçmiş, faydası olmayan ve şirketleri, yaratıcı muhasebe uygulamalarına teşvik eden bir düzenleme olarak nitelenmiştir. Yang (2006) ise şirketlerin kotasyondan çıkma riskini ortadan kaldırmak için hisse senedi fiyatını iyileştirmede, kar yönetimine başvurduklarını belgelemiştir. Çin’de ise 1996-1998 yıllarını kapsayan dönemde borsada işlem görmek isteyen şirketlerde aranan özsermaye karlılığının üç sene üst üste %10’un üzerinde olma şartına; şirketler, kar yönetimine başvurarak yanıt vermişlerdir (Chen ve Yuan, 2004:645-665). Haw vd. (2005), ekonomik koşullar daha kötü olmasına rağmen özsermaye karlılığı, %10-%11 arasında raporlarlayan şirket sayısının önceki döneme göre üç kat arttığına işaret etmiştir.

Üst üste beş yıl dönem zararı eden şirketlere uygulanan yaptırımlar, 10.01.2020 tarihinde yürürlüğe giren II-28.1 sayılı "Oy Hakkına ve Yönetim Kurulunda Temsil Edilmeye İlişkin İmtiyazların Kaldırılmasına İlişkin Esaslar Tebliğ ile daha da artmıştır. Tebliğe göre üst üste beş yıl dönem zararı elde eden halka açık ortaklıklarda, oy hakkına ve yönetim kurulunda temsil edilmeye ilişkin imtiyazlar Sermaye Piyasa Kurulu'nun kararı ile kaldırılmaktadır. Yapılan bu düzenlemeyle oy hakkından imtiyazlı grup hisselerine sahip hakim ortakların, şirketin yönetimdeki etkisinin sınırlandırılması amaçlanmıştır.

Sermayesi, çoklu hisse grubundan (dual-class share) oluşan şirketlerde, belirli bir gruba oyda imtiyaz sağlanabilir. Böylece ortakların, sahiplik hakları ile kontrol (oy) hakları birbirinden farklılaşır. Ortaya çıkan bu farklılık, imtiyazlı grubun, yaptığı yatırımdan çok daha fazla kontrol (yönetim/oy) hakkı elde etmesine olanak sağlar. Borsa İstanbul'da işlem gören her üç şirketten birinde, oy hakkında imtiyazlı hisse grubu mevcuttur. Türkiye ve diğerler ülkelerdeki araştırmalar, dünya genelinde sahiplik haklarının, kontrol haklarından büyük ölçüde ayrıldığına işaret etmektedir (Claessens ve Yurtoglu, 2012). Sahiplik ve kontrol haklarının belirgin bir şekilde ayrıştığı şirketlerde, diğer (imtiyazsız) grup hisseye sahip ortakların yönetime etkisi sınırlıdır. Hatta şirketin kötü yönetilmesi durumunda,

ellerindeki hisse senetlerini satmaktan başka seçenekleri yoktur. Yüksek kontrol hakkı ile düşük sahiplik payı arasındaki çarpıklıkların, şirket değerini olumsuz etkilediğine ilişkin çalışmalar mevcuttur (Claessens vd., 2002:7; Lefort 2005:55-84). II-28.1 sayılı Tebliği'nin yürürlüğe girmesiyle birlikte, kötü yönetilen şirketlerde, imtiyazlı grubun dışındaki ortaklarında yönetime katkı vermesine olanak sağlanmıştır. Diğer taraftan mevcut yönetim üzerinde söz sahibi olan ortaklar, sahip oldukları imtiyazları kaybetmek istemeyecekleri için gerekirse kar yönetimi uygulamalarına başvurarak, üst üste beş yıl dönem zararının önüne geçilmesini arzu edeceklerdir.

AMPİRİK ARAŞTIRMA

Alt başlıklarda araştırmanın amacı, örnekleme, kullanılan model, yöntem ve elde edilen bulgulara ilişkin bilgilere yer verilmiştir.

Araştırmanın Amacı

Düzenleyici ve denetleyici otoriteler piyasanın etkin bir şekilde işleyebilmesi için belirli periyotlarda kararlar almakta ve çeşitli yaptırımlar uygulamaktadır. Söz konusu bu yasal düzenlemeler ve idari yaptırımlar işletmeleri kar yönetimi ya da yaratıcı muhasebe uygulamaları konularında teşvik etmektedir (Healy ve Wahlen, 1999:365-383; Watts ve Zimmerman, 1978:110-134). Türkiye 'de 10.01.2020 tarihinde yayınlanan II.28.1 Nolu SPK tebliği 4.maddede üst üste beş yıl dönem zararı eden halka açık ortaklıklarda, oy hakkına ve yönetim kurulunda temsil edilmeye ilişkin imtiyazların kaldırılacağı belirtilmektedir. Dolayısıyla işletmelerin çeşitli hak ve imtiyazların kullanımında devamlılığı sağlamak adına 2019 ve 2020 mali yıllarında kar yönetimi uygulamalarına başvurma eğiliminde olmaları muhtemeldir. Bu çalışmada "yakın izleme pazarına geçiş" ile "oy hakkı ve yönetim kurulunda temsil edilmeye ilişkin imtiyazlarının kaldırılması" tehlikelerinden kaçınmak isteyen şirketlerin, söz konusu düzenlemelere kar yönetimi uygulamalarıyla nasıl tepki verdiği araştırılmıştır. 10.01.2020 tarihli II.28.1 Nolu SPK tebliği sonrasında, zarar eden işletmelerin 2019¹ ve 2020 yıllarında kar yönetimi uygulamalarına başvurup başvurmadığının tespiti amaçlanmaktadır.

Araştırma Örnekleme

Çalışmada araştırma örneklemini belirlemek üzere Borsa İstanbul'a kote olmuş firmaların 2015-2020 yılı mali tabloları incelenmiş, nihai araştırma örnekleme 4 yıl üst üste zarar edip (2015-2016-2017-2018; 2016-2017-2018-2019) 5. yılda (2019; 2020) kar elde eden; üst üste 4 yıl zarar edip (2015-2016-2017-2018; 2016-2017-2018-2019), 5. yılda (2019;2020) zarar eden ve 3 yıl üst üste zarar edip (2016-2017-2018; 2017-2018-2019), 4. yılda (2019; 2020) kar elde eden şirket verilerinden oluşmaktadır. Araştırma örnekleme ilişkin özet bilgi Tablo 1'de sunulmuştur.

Tablo 1. Genel örneklem

Yıl	4 Yıl Üst Üste Zarar Edip 5. Yıl Kar Elde Eden Şirketler	3 Yıl Üst Üste Zarar Edip 4. Yıl Kar Elde Eden Şirketler	4 Yıl Üst Üste Zarar Edip, 5.Yılda Zarar Eden Şirketler	Toplam
2019	9	8	16	33
2020	5	2	15	22
Toplam	14	10	31	55

Araştırma Yöntemi

Yaratıcı muhasebe uygulamaları yada kar yönetimi uygulamalarının tahmini aşamasında literatürde genel itibariyle tahakkuk esaslı yaklaşımlar (Jones Modeli 1991, Düzeltilmiş Jones Modeli 1995, Kothari 2005, Larcher -Ricardson 2004), işlem esaslı yaklaşımlar (Roychowdhury 2006) ve karma modeller (Beneish 1999, Spathis 2002) olmak üzere üç farklı yöntem kullanılmaktadır (Tekin,2017:1-143; Ocak, 2013:1-243; Önder, 2012:1-126). Bu çalışmada kar yönetimi uygulamalarının tahmini aşamasında tahakkuk esaslı modellerden daha güçlü yanlarının olması (Tekin, 2017:1-143) ve

¹ 2019 mali yılına ilişkin finansal tablo seti, 2020 yılının Şubat ve Mart aylarında yayınlanmaktadır.

yalnızca iki yıllık şirket verileri ile tahmini manipülasyon durumunun tespit edilebilmesi amacıyla Beneish (1999) modeli kullanılmıştır.

Beneish (1999) modelinde, mali tablo verileri kullanılarak elde edilen çeşitli rasyolar aracılığıyla kar yönetimi (kazanç manipülasyonu) tahmin edilmeye çalışılır. Bu modelde finansal bilgi manipülasyonuna başvuran şirketler ile manipülasyona başvurmadığı tahmin edilen şirketlerden bir örneklem oluşturulur. Manipülasyona başvurduğu tahmin edilen şirketlere “1” kukla değişkeni; başvurmadığı tahmin edilen şirketlere “0” kukla değişkeni verilerek regresyon analizi yapılır. Regresyon analizi sonucunda modelde yer alan değişkenlere ilişkin çeşitli beta katsayıları elde edilir. Katsayılar ilgili modelde yerine koyulduğunda her bir şirkete ilişkin “Mi” değeri elde edilir. Modelde yer alan değişkenler aşağıdaki gibidir (Beneish 1999: 24-38; Küçüksözen, 2004:1-498).

$$(DSRI) = \frac{\text{Ticari Alacaklar}_t / \text{Brüt Satışlar}_t}{\text{Ticari Alacaklar}_{t-1} / \text{Brüt Satışlar}_{t-1}}$$

$$(GMI) = \frac{(\text{Brüt Satışlar}_{t-1} - \text{Satışların MI}_{y.t-1}) / \text{Brüt Satışlar}_{t-1}}{(\text{Brüt Satışlar}_t - \text{Satışların MI}_{y.t}) / \text{Brüt Satışlar}_t}$$

$$(AQI) = \frac{1 - (\text{Dönen Var.}_t + \text{Maddi Duran Var.}_t) / \text{Toplam Aktifler}_t}{1 - (\text{Dönen Var.}_{t-1} + \text{Maddi Duran Var.}_{t-1}) / \text{Toplam Aktifler}_{t-1}}$$

$$SGI = \frac{\text{Brüt Satışlar}_t}{\text{Brüt Satışlar}_{t-1}}$$

$$(DEPI) = \frac{\text{Amortisman Gid.}_{t-1} / (\text{Amortisman Gid.}_{t-1} + \text{Md. Dur. V.}_{t-1})}{\text{Amortisman Gid.}_t / (\text{Amortisman Gid.}_t + \text{Md. Dur. V.}_t)}$$

$$SGAI = \frac{(\text{PSDG}_t + \text{Gen. Yön. Gid.}_t) / \text{Brüt Satışlar}_t}{(\text{PSDG}_{t-1} + \text{Gen. Yön. Gid.}_{t-1}) / \text{Brüt Satışlar}_{t-1}}$$

$$(LVGI) = \frac{(\text{Uz. Vad. B.}_t + \text{Kıs. Vad. B.}_t) / \text{Toplam Var.}_t}{(\text{Uz. Vad. B.}_{t-1} + \text{Kıs. Vad. B.}_{t-1}) / \text{Toplam Var.}_{t-1}}$$

$$(TATA) = \frac{(\Delta \text{Dön. Var.} - \Delta \text{Nakit} - \Delta \text{Kıs. Vad. Yük.} - \Delta \text{Uz. Vad. Kıs. Vad. Kıs.} - \Delta \text{Öden. Vergi} - \Delta \text{Amort. Gid.})}{\text{Toplam Varlıklar}_t}$$

Beneish (1999) yukarıda yer alan parametreleri kullanarak probit analiz gerçekleştirmiş ve aşağıda yer alan formül elde etmiştir (Küçüksözen, 2004:1-498).

$$Mi = -4,840 + (0,920 * DSRI) + (0,528 * GMI) + (0,404 * AQI) + (0,892 * SGI) + (0,115 * DEPI) + (-0,172 * SGAI) + (4,679 * TATA) + (-0,327 * LVGI)$$

Söz konusu bu denklem sonucunda tespit edilen “Mi” değerlerinin normal dağılım fonksiyonuna göre manipülasyon olasılığının (Küçüksözen, 2004:1-498; Tekin, 2017, s:86);

- “%2,94'den daha düşük olması halinde o şirketin finansal bilgi manipülasyonuna başvurduğuna dair bir bulgunun olmadığı,”
- “%2,94 ile %5,99 aralığında olması halinde, o şirketin finansal bilgi manipülasyonu yapma olasılığını bulunduğu,”
- “%5,99 ile %11,32 aralığında olması halinde o şirketin finansal bilgi manipülasyonu yapmış olma olasılığı hakkında ciddi bulgular olduğu,”
- “%11,32'den yüksek olması halinde, o şirketin finansal bilgi manipülasyonu yaptığına dair çok önemli bulgular olduğu değerlendirilmesi”

yapılmaktadır. “Mi” değerlerinin doğru bir şekilde yorumlanabilmesi için yani yaratıcı muhasebe uygulamaları aracılığıyla manipülasyon yapıp yapılmadığının tahmin edilmesi için “M” skorlarının normal dağılıp dağılmadıklarının test edilmesi gerekmektedir. Bu doğrultuda “Mi” değerlerini standartlaştırılmış normal değişkene çevirmek için aşağıdaki formül kullanılmaktadır (Bekçi ve Avşargil, 2011:131-162).

$$Z_i = \frac{X_i - \mu}{\sigma}$$

Z_i = Değişkenin Z skoru

X_i = Değişkenin ilgili yıldaki değeri

μ = Ortalama Değer

σ = Standart Sapma

Beneish modelinde “ Mi” değerlerine karşılık gelen “Z” değerlerinin (Tekin,2017:83-95);

- “0.035 den küçük olması halinde ilgili şirketin finansal bilgi manipülasyona başvurduğuna dair bir kanıt olmadığını, 1.bölge”
- “0.035 ile 0.06 arasında bir değer alması durumunda , ilgili şirketin finansal bilgi manipülasyonu yapma olasılığının bulunduğu, 2.bölge”
- “0.06 ile 0.14 arasında bir değer olması durumunda ilgili şirketin finansal bilgi manipülasyonu olasılığı hakkında ciddi bulguların olduğu, 3.bölge”
- “Mi” “değerin 0.14 den büyük olması halinde ilgili şirketin finansal bilgi manipülasyonu yaptığına dair çok önemli bulgular olduğu”

sonuçlarına ulaşılmaktadır.

Analiz ve Bulgular

Çalışmada, araştırma örnekleminde yer alan şirketlerin 2019 ve 2020 yılı kar yönetimi yada yaratıcı muhasebe uygulamalarının tahmini aşamasında Beneish (1999) modeli kullanılmış , ilgili model “Mi” değerleri tespit edilmiştir. Ancak “M” değerlerinin normal dağılıp dağılmadığının tespiti gerekmektedir. Bu kapsamda 2019 ve 2020 yılı “Mi” verilerinin normal dağılımlarını test etmek için Jarque-Bera testi uygulanmıştır. Test sonuçları aşağıdaki gibidir.

Tablo 2. “Mi” değerlerinin durağanlık test sonuçları

	2019 Yılı “M” Değerleri	2020 Yılı “M” Değerleri
Jarque-Bera	3,9806	4,5301
Olasılık	0,13	0,1038

Jarque –Bera test sonuçlarına göre hem 2019 hem de 2020 serileri için olasılık değerleri 0.05 den büyüktür. Dolayısıyla her iki serinin de normal dağılıma sahip olduğu ve “Zi” değerlerinin yorumlanabilir olduğu görülmektedir.

4 yıl üst üste zarar edip, 5.yılda kar elde şirketlerin oluşturduğu örneklem grubu incelendiğinde, şirketlerin büyük çoğunluğunun 4 bölgede yer aldığı yani manipülasyona başvurulduğuna dair çok önemli kanıtlar olduğu görülmektedir. Bu kapsamda 2019 yılı öncesinde 4 yıl üst üste zarar edip 5.yıl olan 2019 yılında kar elde eden 9 firma içerisinde 6 tanesinin manipülasyon yapma olasılığına dair önemli kanıtlar olduğu, diğer 3 firmanın ise manipülasyon yapma olasılığına ilişkin ciddi bulgular olduğu sonuçlarına ulaşılmıştır. Diğer taraftan üst üste 4 yıl zarar edip 5. yıl olan 2020 mali yılında kar elde eden 5 şirketin manipülasyon yapma olasılığı hakkında çok önemli kanıtlar olduğu bulgularına ulaşılmıştır.

Tablo 3. Mi ve Zi değerlerine göre firmaların manipülasyon yapma olasılıkları (4 yıl üst üste zarar edip 5 yıl kar eden elde eden şirketler)

2019				
No	Mi	Zi	Zi Bölge	Yorum-Bulgu ¹
1	3.20	2.97	4. Bölge	“Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var.”

¹ “Z” değerlerine ilişkin yorumlar Güner ve Kurnaz (2020) çalışmasından alıntılanmıştır.

2	-5.90	1.39	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."
3	-2.77	0.10	3.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna dair ciddi kanıtlar var."
4	-1.03	0.93	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."
5	1.06	1.94	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."
6	-2.59	0.18	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."
7	-2.72	0.12	3.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna dair ciddi kanıtlar var."
8	-0.71	1.09	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."
9	-2.82	0.08	3.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna dair ciddi kanıtlar var."

2020

No	Mi	Zi	Zi Bölge	Yorum-Bulgu
1	-2.89	0.26	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."
2	-3.95	-0.84	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."
3	-1.18	2.03	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."
4	-3.49	-0.36	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."
5	-2.62	0.53	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."

3 yıl üst üste zarar edip 4. Yıl kar elde eden şirket grubu incelendiğinde, şirketlerin genel itibarıyla manipülasyon yapma olasılığı hakkında ciddi bulgular olduğu görülmektedir. 2019 yılında kar elde edip önceki 3 yıl zarar eden şirketlerin 7 tanesi 4.bölgede yer almaktadır. 1 tanesi ise 3. bölgede yer alıp, manipülasyon yapma olasılığı hakkında ciddi bulgular bulunmaktadır.

Tablo 4. Mi ve Zi değerlerine göre firmaların manipülasyon yapma olasılıkları (3 yıl üst üste zarar edip 4. yıl kar eden elde eden şirketler)

2019

No	Mi	Zi	Zi Bölge	Yorum-Bulgu
1	-0.10	1.38	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."
2	-2.66	0.15	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."
3	-2.79	0.09	3.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna dair ciddi kanıtlar var."
4	-1.03	0.93	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."
5	-2.35	0.30	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."
6	-6.36	-1.61	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."
7	-1.92	0.50	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."
8	-4.06	-0.51	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."

2020

No	Mi	Zi	Zi Bölge	Yorum-Bulgu
1	-3.92	-0.80	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."
2	-3.26	-0.12	3.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna dair ciddi kanıtlar var."

4 yıl üst üste zarar edip 5.yıl da zarar eden örneklem grubu incelendiğinde 2019 yılı öncesinde 4 yıl zarar edip 5.yıl olan 2019 yılında da zarar eden şirketlerden 11 tanesinin manipülasyon yapma olasılığı hakkında çok önemli bulgular bulunmaktadır. 2 şirketin ise manipülasyon yapma olasılığına ilişkin ciddi bulgular bulunmaktadır. Diğer taraftan 3 şirketin ise 1. Bölgede yer aldığı yani ilgili şirketlerin manipülasyona başvurulduğuna ilişkin herhangi bir kanıt olmadığı görülmektedir. 4 yıl üst üste zarar edip 2020 yılında da zarar eden şirket grubu içerisinde, ilgili şirketlerin 12 tanesinin manipülasyon yapma olasılığı hakkında çok önemli bulgular bulunmaktadır. Diğer 3 tanesinin ise manipülasyon yapma olasılığı hakkında ciddi bulgular bulunmaktadır.

Tablo 5. Mi ve Zi değerlerine göre firmaların manipülasyon yapma olasılıkları (4 yıl üst üste zarar edip 5. yıl zarar eden elde eden şirketler)

2019

No	Mi	Zi	Zi	Yorum-Bulgu
1	-4.79	-0.86	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."
2	-6.28	-1.58	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."
3	-4.01	-0.49	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."
4	-5.24	-1.07	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."
5	-2.81	0.08	3.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna dair ciddi kanıtlar var."
6	-6.71	-1.78	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."

7	-2.12	0.41	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."
8	-2.64	0.16	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."
9	-4.53	-0.73	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."
10	-3.26	-0.13	3.Bölge	"Manipülasyona başvurduğuna dair ciddi kanıtlar var."
11	-3.52	-0.25	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."
12	-3.06	-0.03	1.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin kanıt yok."
13	-3.61	-0.29	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."
14	-3.04	-0.02	1.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin kanıt yok."
15	-4.42	-0.68	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."
16	-2.97	0.007	1.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin kanıt yok."
2020				
No	Mi	Zi	Zi	Yorum-Bulgu
1	-2.95	0.19	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."
2	-5.77	-2.74	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."
3	-2.85	0.30	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."
4	-3.08	0.06	3.Bölge	"Manipülasyona başvurduğuna dair ciddi kanıtlar var."
5	-2.97	0.17	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."
6	-4.94	-1.87	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."
7	-2.98	0.16	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."
8	-3.22	-0.08	3.Bölge	"Manipülasyona başvurduğuna dair ciddi kanıtlar var."
9	-2.24	0.93	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."
10	-2.27	0.90	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."
11	-3.34	-0.20	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."
12	-1.96	1.22	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."
13	-3.21	-0.07	3.Bölge	"Manipülasyona başvurduğuna dair ciddi kanıtlar var."
14	-2.55	0.61	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."
15	-3.41	-0.28	4.Bölge	"Manipülasyona başvurulduğuna ilişkin çok önemli kanıtlar var."

Genel itibariyle üst üste 3 yada 4 yıl zarar eden şirketlerin SPK'nın II.28.1 sayılı tebliği sonrasında 2019 ve 2020 yıllarında manipülasyon yapma olasılıklarının ciddi ve önemli bir boyutta olduğu görülmektedir. Elde edilen bulgulara göre 4. bölgede yer alan şirket sayılarına ilişkin özet niteliğindeki bilgiler Tablo-6'da sunulmuştur.

Tablo 6. Mi ve Zi değerlerine göre manipülasyona başvurduğuna ilişkin çok önemli kanıt olan şirket sayısı örneklem (4.bölgedeki şirket sayısı/örneklem)

Yıl	4 Yıl Üst Üste Zarar Edip 5. Yıl Kar Elde Eden Şirketler	3 Yıl Üst Üste Zarar Edip 4. Yıl Kar Elde Eden Şirketler	4 Yıl Üst Üste Zarar Edip, 5.Yılda Zarar Eden Şirketler	Toplam
2019	6/9	7/8	11/16	24/33
2020	5/5	1/2	12/15	18/22
Toplam	11/14	8/10	23/31	42/55

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Günümüzde şirketler, finansal analistlerin kar beklentilerini karşılamak, yasal düzenlemelerin gerektirdiği yaptırımlardan kaçınmak, hisse senedi fiyatlarını etkilemek başta olmak üzere çeşitli amaçları gerçekleştirmek için yaratıcı muhasebe uygulamalarına (finansal bilgi manipülasyonuna) yada kar yönetimine başvurmaktadır. Özellikle düzenleyici ve denetleyici kuruluşların işletme faaliyetlerinin sürekliliği ve piyasanın etkin bir şekilde işleyişine yönelik belirlemiş oldukları kriterler, işletmeleri kar yönetimi konusunda teşvik etmektedir (Jiang ve Wang, 2008). Bu kapsamda SPK'nın 10.01.2020 tarihli II.28.1 sayılı tebliği ile 5 yıl üst üste zarar eden şirketlerin, oy hakkına ve yönetim kurulunda temsil edilmeye ilişkin imtiyazların kaldırılacağı yönündeki düzenlemesi, üst üste zarar eden şirketleri 2019 ve 2020 yıllarında karı yönetme konusunda teşvik edeceği düşünülmektedir.

Üst üste zarar eden şirketlerin 2020 yılındaki SPK düzenlemesi sonrasında kar yönetimine ya da yaratıcı muhasebe uygulamalarına başvurup başvurmadıklarını tespit etmek amacıyla yapılan bu çalışmada kar yönetimi (yaratıcı muhasebe) uygulamalarının tespitinde Beneish (1999) modeli kullanılmıştır. 2019 ve 2020 mali yılları referans yıl olarak seçilmiş, üst üste 3 yıl ya da daha fazla zarar etmiş şirketlerin tamamı örnekleme dahil edilmiştir. Nihai olarak SPK düzenlemesi öncesi üst üste zarar eden şirketlerin düzenleme sonrası manipülasyon yapma olasılığı hakkında çok önemli bulgular olduğu sonuçlarına ulaşılmıştır. Diğer taraftan üst üste 4 yıl zarar edip 5.yılda da zarar şirketlerin bir kısmına ilişkin manipülasyon yaptığına ilişkin kanıt elde edilememiştir. Genel olarak üst üste 3 ya da 4 yıl zarar eden şirketlerin SPK'nın II.28.1 sayılı tebliği sonrasında 2019 ve 2020 mali yıllarında manipülasyon yapma olasılıklarının ciddi ve önemli bir boyutta olduğu görülmektedir.

Elde edilen söz konusu bu bulgular ışığında karşımıza iki soru çıkmaktadır. İlk olarak üst üste 3 ve 4 yıl zarar eden şirketlerin ilgili düzenlemeler sonrasında manipülasyona başvurma olasılığına ilişkin çok önemli kanıtlar elde edilmesinin nedeni ne olabilir. Diğer bir soru ise, çalışma bulguları finansal bilgi kullanıcıları (potansiyel yatırımcılar) için ne ifade etmektedir. Öncelikle üst üste zarar edip finansal anlamda başarısız olarak nitelendirilen şirketlerin yakın izleme pazarına alınması söz konusu olduğu için, ilgili şirketlerin hisse senedi fiyatlarının düşmesi ve dolayısıyla piyasa değerinde bir azalma olması muhtemel hale gelmektedir. Bu doğrultuda, şirketin piyasa değerini koruma motivasyonu işletmeleri manipülatif kar yönetimi noktasında teşvik edebileceği söylenebilir. Diğer taraftan üst üste zarar edip 4. ve 5.yıl kar elde eden firmaların manipülasyon yapma olasılığına yönelik önemli kanıtların elde edilmesi, ilgili şirketlerin yatırımcıyı yanıltmak yada yanlış yönlendirmek amacıyla kar yönetimi uygulamalarına başvurduklarının bir işareti olabilir.

Finansal bilgi kullanıcılarının ya da potansiyel yatırımcıların tasarruflarında bulunup, söz konusu bu tasarruflarını sermaye piyasalarında değerlendirmesi ülke ekonomisine fon arz edecek ve aynı zamanda ekonominin kalkınmasına ve gelişmesine katkı sağlayacaktır. Ancak ekonomik refah düzeyinin artırılması için yatırımcılarından temin edilen tasarrufların etkin ve verimli alanlara tahsis edilmesi gerekmektedir. Kıt olan kaynakların doğru yatırım alanlarına kanalize edilmesi ise potansiyel yatırımcıların gerçeğe uygun, doğru güvenilir bilgiler çerçevesinde karar vermesine bağlıdır (Şensoy,2013).Bu kapsamda ülke ekonomisinin ve finansal bilgi kullanıcılarının zarar görmemesi için özellikle üst üste 3 ve 4 yıl zarar edip 4. ve 5. Yıl kar elde eden firmaların mali tablo denetimlerinin daha kaliteli bir şekilde gerçekleştirilmesi, manipülatif işlemlerin tespitine yönelik alanında uzman denetçiler tarafından daha detaylı incelemelerin yapılması, bağımsız denetçilere düzenleyici ve denetleyici kuruluşlar tarafından manipülatif kar yönetimi uygulamalarının tespitine yönelik eğitimler verilmesi ve ayrıca yatırımcıyı yanıltmaya yönelik manipülatif işlem yapan şirketlere daha ağır yaptırımların uygulanması gerekmektedir.

Söz konusu bu çalışmada bazı kısıtlar bulunmaktadır. Özellikle yaratıcı muhasebe uygulamalarının ya da kar yönetiminin (muhasebe manipülasyonunun) tahmin edilmesi aşamasında yalnızca karma modellerden biri olan Beneish (1999) modeli kullanılmış, diğer model ve yöntemler göz ardı edilmiştir. Bu doğrultuda kar yönetiminin tespitinde tahakkuk ve işlem esaslı modellerin kullanılmasıyla daha farklı bulgulara ulaşılabilir. Diğer taraftan çalışmada yer alan bir başka kısıt ise üst üste zarar edip 4. ve 5. Yıl kar elde eden firmaların farklı sermaye yapılarına sahip olması ve farklı sektörlerde faaliyet göstermesidir.

KAYNAKÇA

Aksoy, A., Yalçın, K. & Çevik, Y.E. (2021) *İşletme sermayesi yönetimi* (6.Baskı). Ankara. Detay Yayınevi

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2001). Legal theories of financial development. *Oxford Review Of Economic Policy*, 17(4), 483-501.

Bekçi, İ. & Avşarlıgil, N. (2011) Finansal bilgi manipülasyonu yöntemlerinden yaratıcı muhasebe ve bir uygulama, *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 13(2): 131-162.

Beneish, M.D. (1999). The detection of earnings manipulation. *Financial Analysts Journal*. 55(5), 24-36.

Benesih, M.D. (1997). Detecting GAAP violation: Implications for assessing earnings management among firms with extreme financial performance. *Journal of Accounting and Public Policy*, 16(3) 271-309.

Borsa İstanbul. (2022, Şubat 20). *Borsa İstanbul kotasyon yönergesi*. Erişim adresi https://borsaistanbul.com/files/kotasyon_yonergesi.pdf

Bradbury, M. (2007). Discussion of charitou, lambertides, and trigeorgis earnings behavior of financially distressed firms: The role of institutional ownership. *Abacus*, 43: 297-302.

Burgstahler, D. & Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal Of Accounting & Economics*, 24: 99-126.

Chen, K. C., & Yuan, H. (2004). Earnings management and capital resource allocation: Evidence from China's accounting-based regulation of rights issues. *The Accounting Review*, 79(3), 645-665.

Cheng, P., Aerts, W., & Jorissen, A. (2010). Earnings management, asset restructuring, and the threat of exchange delisting in an earnings-based regulatory regime. *Corporate Governance An International Review*, 18(5), 438-456.

Claessens, S., & Yurtoglu, B. (2012). *Corporate governance and development: An update*. World Bank.

Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Joseph P. H. Fan, & Larry H. P. Lang. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholders. *Journal Of Finance* 57: 2741-7

Çevik, Y.E. (2020). *Borsadan çıkış nedenlerinin analizi ve çıkış tahmin modeli* (Yayımlanmamış doktora tezi). Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi Lisansüstü Enstitüsü. Ankara

Ding, Y., Zhang, & H., Zhang, J., (2007). Private Vs. state ownership and earnings management: Evidence from chinese listed companies. *Corporate Governance* 15, 223-238.

Güner, M. & Kurnaz, E. (2020). Muhasebe manipülasyonunun beneish modeli yardımıyla ölçülmesi: BIST kimya, petrol, plastik endeksi şirketleri üzerine bir araştırma. *Muhasebe ve Vergi Uygulamaları Dergisi*. 13 (2), 195-214.

Haw, I. M., Qi, D., Wu, D., & Wu, W. (2005). Market consequences of earnings management in response to security regulations in China. *Contemporary Accounting Research*, 22(1), 95-140.

Healy, P.M. & Wahlen, J.M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383.

Jones, Jenifer, J., (1991), Earnings management during import relief investigations, *Journal of Accounting Research*, 29 (2), 193-228

Kothari, S., P., Andrew, J.L. & Charles, E. W., (2005), Performance matched discretionary accrual measures, *Journal of Accounting And Economics*, 39(1), 163-196

Küçüksözen, C. (2004). *Finansal bilgi manipülasyonu: Nedenleri, yöntemleri, amaçları, teknikleri, sonuçları ve İMKB şirketleri üzerine bir uygulama*. Doktora Tezi. Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. Ankara.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal Of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal Of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *The Journal Of Finance*, 52(3), 1131-1150.

Larcker, David P., Scott, A., Richardson, & İrem A.T., (2005), How important is corporate governance?, *SSRN Electronic Journal*, 1-77

- Lefort, Fernando. (2005). Ownership structure and corporate governance in Latin America. *Abante*, 8: 55-84.
- Levine, R. (1999). Law, finance, and economic growth. *Journal Of Financial Intermediation*, 8(1-2), 8-35.
- Liu, Q. & Lu, Z., (2007). Corporate governance and earnings management in the chinese listed companies: A tunneling perspective. *Journal Of Corporate Finance* 13, 881-906.
- Macey, J., O'Hara, M. & Pompilio, D. (2008). Down and out in the stock market: The law and economics of the delisting process, *The Journal Of Law And Economics*, 51(4), 683-713.
- Ocak, M. (2013). *Kurumsal yönetim bileşenlerinin tahakkuk ve işlem esaslı kar yönetimi üzerindeki etkileri ve bir uygulama*, Doktora Tezi. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Önder. Ş. (2012), *İşletmelerin kar yönetimi uygulamalarında kurumsal yönetim yapılarının etkisi: İMKB üzerine bir uygulama*. Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Kütahya.
- Roychowdhury, S. (2006). "Earnings Management Through Real Activities Manipulation." *Journal of Accounting and Economics*, 42, 335-370.
- Spathis, C. (2002)." Detecting False Financial Statements Using Published Data: Some Evidence From Greece". *Managerial Auditing Journal*, (17)4 2 179-191.
- Şensoy D. (2013), "Manipülasyon; Piyasa Dolandırıcılığı Suçu, Uygulanacak Tedbirler ve Yaptırımlar", *Ankara Borsası Dergisi*, 3, 371-398.
- Tekin, Eda ,(2017) ,"2010-2014 Yılları Arasında Türkiye'de Halka Açık Şirketlerde Manipülasyon Üzerine Beneish Modeli İle Ampirik Çalışma" , Yayınlanmamış Doktora Tezi, Ankara
- Watts, R. L. & Zimmerman, J. L. (1978). Towards a positive theory of the determination of accountin standards. *The Accounting Review*, 53(1), 110-134.
- Yang Y., (2006). *Earnings management as a response to the threat of exchange delisting*. Working Paper, University Of Colorado, Boulder.