

Plenary Session II Genel Oturum II

Oturum Konusu

Public Interest and Financial Reporting

Finansal Raporlama ve Kamu Çıkarlarının Korunması

Chair / Oturum Başkanı: Ahmet YÜKSEL, Dean, School of Business, Golden Horn University of İstanbul / Haliç Üniversitesi İşletme Fakültesi Dekanı

Cemal İBİŞ, University of Marmara / Marmara Üniversitesi

Meeting the Expectations of Financial Statement Users and Rebuilding Public Trust and Reliability of Financial Statements

Finansal Raporlamaya Kullanıcıların Beklentileri ve Uygulamada Bunların Karşılanma Düzeyi Konusunda Yeniden Yapılanma

Serdar ÖZKAN, M. Banu DURUKAN, A. Fatih DALKILIÇ, Dokuz Eylül University / Dokuz Eylül Üniversitesi

Approaches to Measuring Quality of Earnings and Discussion of the Applicability of These Approaches to ISE Companies

Finansal Raporlamada Ölçme Yaklaşımları ve Bu Yaklaşımların İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına Tabi Şirketlerde Uygulanabilirliğinin Tartışılması

Cansen Başaran Symes, Başaran Auditing, Inc./Başaran Nas SMMM A.Ş.

Financial Reporting in Turkey and A Need of Harmonization

Türkiye’de Finansal Raporlama ve Harmanizasyon Gereksinimi

Mine AKSU, Arman KÖSEDAĞ, Sabanci University / Sabancı Üniversitesi

The Relationship Between Transparency And Disclosure Scores And Firm Performance: Evidence From The Istanbul Stock Exchange

Firma Performansı İle Finansal Raporlamada Tam Açıklama ve Saydamlık Arasındaki İlişkiler: İstanbul Menkul Kıymetler Borsasına Tabi Şirketler Üzerinde Bir Çalışma

FİNANSAL RAPORLAMADA KULLANICILARIN BEKLENTİLERİ VE UYGULAMADA BUNLARIN KARŞILANMA DÜZEYİ KONUSUNDA YENİDEN YAPILANMA

Doç. Dr. Cemal İBİŞ

Marmara Üniversitesi Öğretim Üyesi

Sayın Başkan, Sayın Hocalarım, değerli meslektaşlarım; ben size finansal raporlamada kullanıcıların beklentileri ve bunların karşılanma düzeyi konusunda yeniden yapılanma konusunda bir bildiri sunacağım.

Bu bildirime başlamadan önce de, bu sempozyumu düzenleyen İstanbul Serbest Muhasebeci Mali Müşavirler Odasına Sayın Başkan Yahya Arıkan şahsında emeği geçen herkese ayrı ayrı teşekkür etmek istiyorum.

Benim sunum planım, giriş bölümü, bunu takiben finansal raporlamada güven kaybının nedenleri, burada konuşmaya başladık bunu, üçüncü olarak finansal raporlamada güvenin tekrar sağlanabilmesi için yeniden yapılanma ve sonuç bölümüyle bitecek.

Hepimizin bildiği, işletme ilgilileri farklı nedenlerle işletmelerle ilgilenmekte ve ilgileri sonucunda da kararlar vermektedir. Bu kararları verirken de işletme yönetiminden güvenilir ve yeterli finansal bilgiye, dolayısıyla güvenilir finansal raporlamaya ihtiyaç duyarlar, bu bir beklenti.

Güvenilir olmayan finansal raporlama ve açıklamalar eskiden beri işletmelerde başarısızlıklara, çökuşlere neden olmuştur. Yakın geçmişte yaşanan Enron, WorldCom, gibi önemli şirketler ve dünyanın diğer çeşitli bölgelerindeki daha ufak şirketlerle ilgili vakalar, güvenilir olmayan finansal tablolara daha fazla dikkatin yoğunlaşmasına neden olmuştur.

Buna paralel olarak şirket hissedarları ve çalışanların gelirlerinde ve emeklilerin, özellikle yurt dışında emeklilik fonları nedeniyle yüksek tutarlarda zayı ettikleri piyasalarda şirketi yönetenlerin ve bu zararlardan sorumlu olarak görülen diğer aktörlerin şirketleri batarken, kendilerine bir şey olmaması ve hatta zenginleşmesi, piyasa sistemindeki işleyişindeki adaletin de sorgulanmasına neden olmuştur.

Örneğin, Amerika Birleşik Devletlerinde Ocak 1999-Mayıs 2002 arasındaki dönemde hisse senedi fiyatları yüzde 75'den daha fazla düşen işletme ve finansal raporlama sorunları yaşayan 25 şirketin yöneticileri 25 milyar Amerikan Dolarını ceplerine koyarak hayatlarına devam etmişlerdir.

Yaşanan son olaylar nedeniyle, güven kaybı bulaşıcı olmuş, sermaye piyasaları

arasında yayılmıştır. Bir sektörde yaşanan problemler, benzer özelliklere sahip diğer sektörleri de etkilemiş, piyasaların ve şirketlerin giderek daha fazla küreselleşmesi sonucu bu kaygılar ulusal sınırları da aşarak, uluslar arası bir hal almıştır.

Şirketlerin başarısızlıklarının hemen hemen tamamı yönetimlerin başarısızlıkları ve finansal raporlamadaki başarısızlıkların birleşmesi sonucu olmuştur. Finansal tabloların kullanıcılarına iletilmesi gereken durumlarla ilgili açıklamalar yeterli kadar yapılmamış, yönetim bunları ortaya çıkarma veya önlemede yetersiz kalmış ve bunun sonucu olarak da raporlama sorunları oluşmuştur.

Bir işletme yaptığı işte başarısızlık yapmaya başladıkça, raporlarda sunulan bilgilerin tahrif edilmesi için eğilim artmaya başlamış ve raporlarda sorun çıkma olasılığı artmıştır ve çıkmıştır.

Bu çalışmada finansal raporlamada kullanıcıların beklentilerinin temelini oluşturduğunu düşündüğümüz, finansal raporlamaların ve şirket açıklamalarının güvenilirliği üzerinde duracağız. Odak noktası, finansal raporlama yaşanan sorunlardır. Şirketlerin başarısızlığı ve raporlama sorunları arasındaki yakın ilişki, yönetim konuları da ele almamıza neden olmuştur.

Ancak, burada anlatılanların hiçbiri şirketlerin başarısızlığının piyasa ekonomisi içinde yer alan normal bir durum olduğu ve piyasa sisteminin iyi işleyebilmesi için bunun aslında gerekli bir durum olduğu gerçeğini yadsıyamaz. Yani, kurumsal yönetim yapılarının ve raporlama süreçlerinin güçlenmesine bağlı olarak artın finansal raporlama güvenilirliği, şirketlerin başarısızlığını engellemeyecektir. Buna karşılık, bu alandaki iyileşmeler hileler ve şeffaflık eksikliğinden kaynaklanan başarısızlıkların önüne geçilmesinde şüphesiz etkili olacaktır.

Finansal raporlamada güven kaybının nedenlerine baktığımız zaman şunları görmekteyiz:

Yönetim başarısızlığı ve raporlama sorunlarına bağlı şirket başarısızlıklarının geçmişi oldukça eskilere dayanmaktadır. Son zamanlardaki şirket başarısızlıklarına bakıldığında, yarattıkları etkiler açısından oldukça önemli olduğu inkar edilemez. Ancak bu başarısızlıkları ortaya çıkarın nedenlerin geçmişte ortaya atılan nedenlerle benzerlik gösterdikleri de söylenebilir.

Diğer taraftan, son dönemlerde yaşanan ve etkileri oldukça büyük olan vakaların yarattıkları toplam etki, finansal tabloların ve bu tabloların hazırlanmasında ve raporlanmasında yer alan katılımcıların güvenilirliklerine önemli ölçüde zarar vermiştir.

2001 yılına kadar olan dönemde birçok gelişmiş ülkenin hisse senetleri piyasaları uzun süredir görülmemiş rekor seviyelere ulaşmıştı. Bu artışta özellikle telekomünikasyon, e-iş gibi sektörlerdeki hisse fiyatları ön plana çıkmış, o dö-

nemde piyasa beklentilerine uygun performans sağlama baskısı nedeniyle, amaç, kısa vadede beklentilere uygun hisse fiyatlarını yüksek tutmaya odaklanmıştı.

Enron'un çöküşü ve buna olarak ortaya çıkan denetim zafı genel olarak finansal raporlamanın güvenilirliğine ilişkin algılamayı değiştiren gelişme olarak görülmektedir. Enron olayını gelişmelerin bir parçası olarak görmek ve büyüklüğüyle birçoklarının aslında uzun bir süredir ortada olan kurulların açığa çıkmasını sağlayan olay olarak görmek mümkündür. Bir diğer deyişle, Enron olayı zaten ortada olan olaylara gönüllülük sağlayan, tetikleyici olay olarak görülebilir. Worldcom'da yaşanan daha büyük ama daha az karmaşık etkisi olan olaylar ve Global Crossing, Tyco, Adelfiya, Xerox'la ilgili yaşanan olaylar, finansal raporlamanın güvenilir olmadığına dair algının güçlenmesine neden olmuştur.

Tüm dünyada hükümetler ve diğer kuruluşlar önlemler alınması gerekliliğinin farkına vararak araştırmalar gerçekleştirdiler ve komisyon raporları hazırlandı. Bazı raporlar tarihsel olaylar başka türlü gösterse bile, buralarda böyle olaylar olmaz görüşünü savunmaktaydı. Tartışmalar ABD'de olduğu kadar yoğun olmamasına rağmen, gelişmiş sermaye piyasaları olan ülkelerdeki finansal raporlamanın güven kaybı, Amerika'daki olduğundan daha az olmamıştır. Güven kaybı, sermaye piyasaları daha az gelişmiş ülkelerde daha az olmuş gibi görünmektedir. Ancak bu ülkelerdeki finansal raporlama kalitesinin yarattığı şeffaflık, sorunları zaten güven sorununa neden olmaktadır.

Finansal raporlamada güven kaybının nedenlerine baktığımızda, güven kaybının nedenlerini daha iyi anlayabilmek, bu sorunla daha iyi başa çıkabilmek ve alınacak önlemlerin belirlenmesi için finansal raporlama sürecinde yer alan katılımcıların ve bu süreçte üstlendikleri rollerin belirlenmesinde fayda görüyoruz.

Bilindiği gibi finansal raporlama şirketi, finansal raporlama süreci şirket yönetiminin altında çalışan birimlerin finansal tabloları hazırlamalarıyla başlamakta ve bu tabloların yönetim kurulu tarafından onaylanmasıyla sona ermektedir. Bağımsız denetçiler bu süreçte şirket yönetimi ve yönetim kurullarıyla etkileşim içindedir ve bağımsız görüş sunarlar. Finansal raporların dağıtımı, medya ve diğer araçlar yoluyla gerçekleşir ve bu raporlar analistler ve kredi derecelendirme kuruluşları tarafından yorumlanır.

Süreç, finansal raporların yarattığı bilgilerin tüketicilere olan, yatırımcılara ve diğer hissedarlara ulaşmasıyla sona erer. Bu bilgi akışının diğer bir tarafından kuralları oluşturan ve kurallara uyulmasını sağlamakla görevli standart koyucular, yatırım danışmanlığı yapan yatırım bankaları ve hukuki danışmanlık yapan uzmanlar bulunmaktadır.

Bu süreçte yer alan tüm katılımcıların üzerinde sürekli olarak baskı yaratan bir ortam bulunmaktadır; kişisel, finansal veya politik olabilen bu baskılar bir ara-

ya geldiklerinde veya sistemin sağlaması beklenen kontrol mekanizmaları işlemediğinde daha etkili olmaktadır. Bu baskıların incelenmesi sistemde nasıl za-yıflıklar yarattıklarının ortaya konması açısından yararlıdır.

Ben burada tek tek durmayacağım, Sayın Başkanın zaman ikazı var; ama şunu söyleyeceğim:

Evet, bu süreçte bir baskı var. Bu baskı, finansal tabloların güvenilirliğini önemli ölçüde etkilemektedir. Size dağıtılan sunumda Enron'la ilgili olay, bütün katılımcıların bu olayın içine nasıl girdikleri ve nasıl güvenilir olmayan finansal raporlamanın ortaya çıktığı anlatılmıştır.

Yıllardır finansal raporlamanın ve şirket açıklamalarının güvenilirliğinin artırılmasını hedefleyen değişiklikler yapılmaktadır. Bazı ülkelerde Enron'un çöküşünden önce başlatılmış olan çalışmalar bulunmaktaydı. Enron sonrasında ise, birçok ülkede önemli konuların incelenmesi ve geliştirilmesine yönelik çabalar yoğunlaşmış ve uluslar arası sahada ulusal sistemlerdeki gelişmelere yön veren standartlarla ilgili çalışmalara hız verilmiştir.

Uluslar arası Muhasebeciler Federasyonu IFAC, finansal raporlama konusunda toplumun güveninin yeniden sağlanabilmesi için uluslar arası boyutta neler yapılabileceğini incelemiş ve bu konuda raporlar hazırlamıştır. IFAC'a göre finansal raporlamada ulusal ve uluslar arası gelişmeler arasındaki etkileşim önemlidir.

IFAC tarafından dikkat çekilen uluslar arası unsurlar şunlardır:

Küreselleşme olgusu, mallar, hizmetler ve finansman sağlanması alanlarındaki gelişmelere yön veren en önemli faktördür. Menkul kıymet ihraçları artık sadece işletmelerin kendi ülkeleriyle sınırlı değil, farklı bölgelerde uluslar arası ihraçlar gerçekleşmektedir. Birçok şirketin menkul kıymetleri farklı ülkelerin borsalarında işlem görmektedir. Örneğin, 1990'larda Amerikan borsasında işlem gören yabancı şirket sayısı 3 kat artarak 1200'ün üzerine çıkmıştır. Benzer artışlar diğer piyasalardaki yabancı firmalar için de geçerlidir. Ancak, düzenlemeler ulusal kalmıştır. Bunun sonucu olarak da finansal tablonun hazırlanış ve sunumunu belirleyen standartlar, ulusal standartlar olmuştur. Hisse senetlerin birden fazla ülkenin borsasında işlem gören işletmeler, hem kendi ülkesinin kurallarına hem de kayıtlı olduğu diğer ülkenin kurallarına uymak zorunda kalmıştır. Piyasada şirketlerin finansal durumunu doğru olarak gösterdiği iddia edilen birden fazla bilgi setinin bulunması bu bilgilerin güvenilirliğine zarar vermektedir.

Bu durum piyasaların etkinliğine zarar vermekte, aynı zamanda da gereksiz işletmeler üzerinde maliyetler ortaya çıkarmaktadır. Bundan sorunların çözümü için tüm ülkelerin bir ülkenin standartlarını alıp uygulanması gerektiği sonucu çıkarılmamalıdır.

Enron olayından önce, bazıları tüm ülkelerin ABD standartlarını kabul edip uygulaması gerektiğini öne sürmüştür. Politik olarak bir ülkenin standartlarında karar kılınıp, diğer ülkelerin bu standartları uygulaması Hükümetlerce kabul edilebilir bir durum değildir. Buna alternatif olarak da tarafsız standartların oluşturulup, tüm ülkelerden bu standartları uygulaması veya kendi standartlarına bu standartları adapte etmeleri istenebilir.

Enron olayından sonra yapılan çalışmalar sonucunda IFAC'ın ulaştığı finansal raporlamada güvenin sağlanabilmesi için ortaya koyduğu hususlar, ana başlıklarıyla şu şekilde sıralanıyor:

1. Etkin ahlak kuralları oluşturulmalı ve bu konudaki uygulamalar düzenli olarak izlenmelidir.
2. Şirket yöneticileri finansal yönetim ve kontrolün etkinliğine daha fazla önem vermelidir.
3. Finansal bilgilerin yanıltıcı olarak hazırlanmasını teşvik eden durumların ortadan kaldırılması gerekmektedir.
4. Yönetim kurulu, şirket yönetimi üzerindeki gözetimini artırmalıdır.
5. Denetçi, bağımsızlığına karşı oluşan baskıların kaldırılmasına yönelik çalışmalarda, kurumsal yönetim süreci içinde ve denetçilerin kendileri tarafında daha fazla önem verilen unsur olmalıdır.
6. Denetimin etkinliğini sağlamanın bir başka yolu da, denetim kalite kontrol süreçlerine daha fazla önem verilmesidir.
7. Finansal raporlama sürecinde yer alan diğer katılımcıların iş yapma kurallarının ve bunların uygunluğunun yakından izlenmesi gerekmektedir.
8. Denetim standartları ve düzenlemelerin güçlendirilmesi gerekmektedir.
9. Muhasebe ve raporlama uygulamaları güçlendirilmelidir.

Buraya kadar yaptığımız açıklamalardan vardığımız sonuç şudur:

İşletme ilgilileri, işletme hakkında karar alma ve uygulama için işletme yönetiminden güvenilir finansal bilgi beklemektedir. Güvenilir finansal raporlar işletmelerin hissedarlarına ve yatırımcılarına şirkete yatırım yapıp yapmama kararlarını alabilmeleri için sundukları en önemli bilgi kaynaklarından biridir.

Finansal bilgiler ve işletme açıklamalarına olan güvendedeki azalış, yatırımcıların geri çekilmelerine ve sermaye maliyetinin de artmasına neden olmaktadır, bu da ekonomik verimliliği azaltmaktadır.

Finansal raporlamada güvenin yeniden sağlanabilmesi için tavsiyelerimiz 3 başlık altında toplanabilir IFAC düzenlemeleri dikkate alınarak:

1. Finansal raporlamanın ve şirket açıklamalarının güvenilirliğinin iyileştirilmesi hem her ülke içinde ele alınması gereken, hem de uluslar arası işbirliği içinde

ele alınması gereken konulardır. Her iki seviyede de gerekli önlemler alınmalıdır.

2. Finansal raporları piyasada getiren bilgi sunum zincirinin tüm noktalarında önlemler alınmalıdır. Finansal raporlamadaki ana sorumlular şirket yönetimi ve yönetim kurulu, denetçiler, standart koyucular, düzenleyici kuruluşlar ve raporlama sürecinde yer alan diğer katılımcılar, ki bunlar avukatlar, yatırım bankaları, analistler, kredi derecelendirme kuruluşları; hepsinin finansal raporlamanın güvenilirliğinin artırılması için oynayacakları önemli roller ve almaları gereken önlemler bulunmaktadır.

3. Bu önerilerin etkili olabilmesi için kişisel ve kurumsal seviyede dürüstlüğe bağlılık çok önemlidir.

Sabrınız ve ilginiz için çok çok teşekkür ederim.

APPROACHES TO MEASURING QUALITY OF EARNINGS AND DISCUSSION OF THE APPLICABILITY OF THESE APPROACHES TO ISTANBUL STOCK EXCHANGE (ISE) COMPANIES

Serdar ÖZKAN*
M. Banu DURUKAN*
Fatih DALKILIÇ*

Abstract

The success of companies is determined by their value, namely firm value. One of the most critical criteria used in firm valuation models is profitability. As well as the profitability figure as a whole its components are also of crucial. Stated differently, sustainability of a company's profitability level is as important as its quantitative value. Thus, the 'quality' of the earnings is determined based on the company's activities that generate them. That is, earnings generated by the extraordinary activities are not sustainable, not contributing to the quality of earnings whereas earnings generated by ordinary activities are continuous increasing the quality of earnings.

In light of the points mentioned above, this study aims to investigate the studies on quality of earnings. The models utilized in these studies to measure the quality of earnings and the factors that are considered in these models are analyzed, and the applicability of these models to the companies listed at Istanbul Stock Exchange in determining their quality of earnings is discussed.

Keywords: Earnings quality, Turkey

Introduction

It's widely accepted that accounting earnings (the bottom line) is premier firm specific information provided in the financial statements and this presumption is supported by empirical researches. For example, Liu, Nissim and Thomas (2002) in their study on equity valuation used earnings, variants of earnings (EBITDA), cash flows, dividend and sales as value drivers and they argue that

* Dokuz Eylül Üniversitesi İşletme Fakültesi İşletme Bölümü
Kaynaklar Yerleşkesi Buca 35160 İzmir
Tel: (0232) 4535042/3148 – 3167 – 3150
Fax: (0232) 4535062
E-mail: banu.durukan@deu.edu.tr serdar.ozkan@deu.edu.tr fatih.dalkilic@deu.edu.tr

earnings perform the best and investors rely on reported earnings more than other performance measures. Francis, Schipper and Vincent (2003) also conclude that “earnings” is the preferred metric which dominates cash flows and EBIT-DA in explaining security returns in industries. Graham, Harvey, and Rajgopal (2004) provide survey evidence indicating that chief financial officers believe earnings, not cash flows to be the key metric considered by outsiders, thus the managers perceive large market penalties if the firm does not reach quarterly earnings targets. DeAngelo (1986) also states that “earnings are also used by courts to assess fairness, should outside stockholders litigate, as they typically do in buyouts.”

As the outsiders rely on accounting earnings, the financial analysts and managers of the companies use mostly earnings numbers instead of equity, sales or any other summary measure when they express expectations about the performance of the firms. On the other hand, recent worldwide accounting scandals lead accounting regulators such as US SEC to provide deeper analysis on the volume and types of fraud in the market. Many of those reports indicate that most of the fraudulent financial reporting cases were those on fraudulent earnings (SEC, Fortune 500 Report, 2002; COSO Tradeway Report, 1987; COSO Tradeway Report, 1999).

Since the earnings as a measure is crucial for users of company information, assessment of earnings has been a critical task for academics, analysts, investors, standard setters, and regulators for years. Assessment of accounting earnings requires identification of the attributes that desirable earnings (qualified earnings) should have. This issue is two fold, one is about the meaning of the term “desirability” and the other is “to whom and for what purposes earnings numbers are to be judged desirable”.

Desirability of earnings should be discussed in the scope of “desirability of information.” The question of “what makes information desirable” can be answered within the context of usefulness of information. Thus, it can be argued that if earnings number is useful then it can be assessed desirable.

Lev (1989) defines usefulness as acting of individuals as if they use a specific information item. This statement is applicable to earnings information as Ball and Brown did in their seminal 1968 study. They state that “an observed revision of stock prices associated with the release of the income report will thus provide evidence that the information reflected in income numbers is useful”. Lev (1989) supports Ball and Brown (1968) statement with the following comprehensive explanation: “A message (e.g. a financial report or news broadcast) is said to convey information if it causes a change in the receiver’s probability distribution of the concerned variable. Such a change in the probability distributi-

on (beliefs) will trigger an action; hence if an action (reflected by, say, a change in stock price or volume) can be attributed to a specific information, such information is considered to be useful.”

As a result of a relative decline in the importance of stewardship function of accounting over the years, there is a shift to more informative view. The new perspective moved standard setters away from measuring the effects of transactions on financial statements (measurement) to reporting useful information in notes (disclosure) (Wild, Subramanyam, Halsey, 2004, p. 75).

In the same manner FASB’s Conceptual Framework states: “the role of financial reporting in the economy is to provide information that is useful in making business and economic decisions, not to determine what those decisions should be (SFAC No:1, par. 33, FASB, 1978).”

IASB’s framework defines the objective of financial reporting as providing information about the financial position, performance and changes in financial position of an enterprise that is useful to a wide range of users in making economic decisions (IASB, Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements, par. 12)

In both frameworks, the users, their information needs and their use of financial statements are explained in a general context. However, Barragato and Markalevich (2003) discuss specifically the users and their use of earnings information. They argue that earnings and the varied metrics derived from it are utilized in making contracting and investment decisions. According to them, low quality of earnings may cause defective resource allocation for investment decisions and unintended wealth transfers for contracting decisions. Cormier, Magnan and Morard (2000) discuss earnings under the contractual perspective where earnings are posited to be the basis of an implicit contract between investors and managers. Under valuation perspective, earnings are posited to be overshadowed by a firm’s actual dividend decisions. Ball and Shivakumar (2005) also emphasize usefulness of earnings to investors, creditors, managers and all other parties contracting with the firm.

Patel (1989) defines five broad earnings information using areas of economic activities or markets as follows:

- a) Equity capital markets use earnings as a proxy for stock prices,
- b) Debt capital markets use earnings while organizing debt covenants,
- c) Labor markets use earnings as an instrument for performance measurement,
- d) Material and product markets use earnings in supplier-customer transactions, and
- e) Political markets use earnings in taxing, tariffing, rate of return regulations, special industry subsidizations, etc.

It should be noted that the reported earnings (bottom-line) is affected by measurement rules of accounting, and focusing on reported earnings may not meet different and sometimes conflicting demands of the above users in their earnings assessments. These users may perceive a measurement error in earnings number and may avoid direct use of reported earnings in their economic decisions. The potential in measuring earnings erroneously led to the discussion of earnings quality. Naturally, variety of users and demands led to different definitions for “earnings quality” and specific tools to assess it.

In light of the points mentioned above, the remainder of this paper is organized as follows: In the first section earnings quality definitions based on different constructs such as persistence, predictability, information content and accrual quality, etc. derived from the studies in the accounting literature are briefly reviewed. In the second section, the approaches to measuring earnings quality classified into a) methods based on disaggregations /decomposition, and b) methods related to conservatism. Afterwards the methods of each category are reviewed. The third section is devoted to demonstrate the studies aiming to measure overall quality of earnings by using scores, indices or accounting treatments, in other words studies measuring earnings quality by quality indicators. The fourth section provides a brief overview of Turkish accounting system and evaluates the characteristics of Turkish accounting system in terms of international accounting classifications. Additionally the evaluation of the Turkish accounting system is linked to earnings quality in light of the related literature. The fifth section discusses the applicability of the previously mentioned approaches to measuring the earnings quality to Turkish companies listed on ISE. Finally section six concludes the paper.

I. Definition of Earnings Quality

In the accounting literature there are numerous studies aiming to measure earnings quality, but not purely dedicated to defining it. Schipper and Vincent (2003) state that “although the phrase “earnings quality” is widely used, there’s neither an agreed-upon meaning assigned to the phrase nor a generally accepted approach to measure earnings quality.” In most of those studies on earnings quality, before any assessment, the authors state first the earnings quality definitions which are compatible with their assessment methods. These definitions are naturally based on some earnings attributes (constructs).

In this part of our paper, earnings quality definitions based on different constructs derived from the studies in the accounting literature are briefly reviewed. These constructs are i) persistence, ii) predictability, forecasting ability, smoother earnings, iii) information content, usefulness, iv) accrual quality.

i) Persistence

Earnings that reflect a steady growth trend are seen desirable (Wild, Subramanyam, Halsey, 2004, p. 597). Thus, in financial statements analysis unusual, non-operating or non-recurring items reported on the income statement require more attention than others in terms of quality of earnings as these items have negative effect on the sustainability of earnings.

The term “persistence” is widely used interchangeably with sustainable earnings in the literature. Penman and Zhang (2002) state “reported earnings before extraordinary items that are readily identified on the income statements, is of good quality if it is a good indicator of future earnings. Thus, high quality of earnings is “sustainable earnings” as often referred in financial analysis.” Green (1999) argues that “quality of earnings depends on the proportion of earnings derived from recurring sources.” Richardson, Sloan, Soliman and Tuna (2004) define persistence as “the degree to which earnings performance persists into the next periods.”

Persistence of earnings should be analyzed by taking into account that it is a function of accounting standards / implementations and reporting entity’s business model and operating environment (Schipper and Vincent, 2003). Lev (1983) proves that the type of company’s product, the degree of competition, capital intensity and firm size all affect the persistence of company’s earnings. Sloan (1996) indicates that “earnings performance attributable to the accrual components of earnings exhibits lower persistence than earnings performance attributable to the cash flow components of earnings”. Similarly Dechow and Dichev (2002) find a positive relation between accrual quality and earnings persistence. Narayanamoorthy (2003) demonstrates that the persistence of standardized unexpected earnings (SUE) is negatively affected by accounting conservatism (proxied by losses and decreases in earnings).” Basu (1997) discusses conservatism and asymmetric timeliness of earnings and concludes that good news earnings are less timely but less persistent than bad news earnings. Thus, the capitalized value of good news earnings partially reflected in current earnings and in future earnings. From the accounting principles perspective, reducing quality concerns by having more sustainable earnings requires the application of same accounting principles consistently from period to period (Penman and Zhang, 2002).

Persistence of earnings plays an important role in company valuation. Since the investors rely on earnings numbers more than other measures, “price-to-earnings ratio” is agreed to be a fundamental multiple in company valuation. Persistent earnings series, on the other hand, produce healthier price-to-earnings ratios (return/earnings) for valuation purposes.

ii. Predictability, Forecasting Ability, Smoother Earnings

Lipe (1990) defines predictability as “the ability of past earnings to predict future earnings”. Giner and Reverte (1999) link predictive ability to earnings quality as Christian (2004) does. Christian (2004) concludes that any alteration to earnings stream makes prediction of future earnings challenging due to weakness in the quality of earnings. Schipper and Vincent (2003) consider “predictive ability as an input to the entire financial reporting package, including earnings components and other disaggregations of the summary earnings number, for improving users’ ability to forecast items of interest.” From FASB’s point of view, quality of earnings is considered to be the usefulness in forecasting earnings for future periods in both effective and efficient manner (SFAS No. 132, par. 26, FASB, 1998.)

At first glance, even though earnings persistence and predictability of earnings seem to have similar meanings or converge into the same meaning, they are completely different concepts. Lipe (1990) states the difference as persistence describing “the time-series relation between the current-period earnings shock and future earnings” whereas predictability “reflecting the variation in the earnings shocks.” He also states “the predictability of earnings is a function of the average absolute magnitude of the annual earnings shocks, whereas the time series persistence of earnings reflects the autocorrelation in earnings.” Thus, the earnings persistence and the predictability of earnings are two different concepts. Stated differently, two earnings series may be equally predictable but one of them may be more persistent or two earnings streams may be equally persistent but one of them may be more predictable.

Similarly, Lev (1989) emphasizes that the role of earnings is to provide investors with information about future securities’ returns. Thus, the earnings with higher predictive power of future returns are of higher quality.

Carnes, Johns, Biggart and Barker (2003) define quality of earnings if it is smoothed and have predictive power. They state “smoother earnings stream lowers the expected costs of dealing with shareholders and strengthen the relationship between accounting earnings and market returns.” They conclude that a successful JIT adoption of a company reduces its inventory costs and such a reduction results in a more predictable earnings stream .⁹

Chan, Chan, Jegadeesh and Lakonishok (2004) define earnings quality as “the extent to which earnings quality reflects operating fundamentals.” In the context

⁹ For manufacturing companies, inventory costs are volatile and unpredictable in most cases (O’Glove, 1987).

of stock prices, they criticize market fixation on reported earnings while not concerning the earnings quality. They argue that as there may be temporary deviations of prices away from their correct values, the measures of earnings quality should consider predictive power for future stock price movements. Similarly, Cornel and Landsman (2003) consider earnings to be of good quality if it is “a measure for analyzing the relationships between past performance and the value of future growth options” in terms of predictability.

However, one needs to be cautious when using smoothness as a measure of earnings quality. As Ayres (1994) states: “income smoothing refers to an attempt to report a steady stream of earnings and growth in earnings.” In his Numbers Game speech Levitt (1998) explains the reason of smoothing with investors preference of smoothly increasing earnings. Since the inpersistent and unpredictable earnings can be seen of low quality earnings, providing persistence and predictability may become a major embedded motivation of managers for using earnings management techniques such as “**income smoothing**”. In persistency and predictability analysis, adequate attention should be paid to reveal whether management has intervened to the earnings stream in order to reach smoothed earnings or smoothed earnings is a result of a company’s real events.

iii) Information Content, Usefulness

Some authors directed their studies towards the information content of earnings since the information conveyed by earnings number should be assessed in terms of “how it is calculated.” It’s well known that earnings number may express different figures under different accounting rules. Different accounting rules are not only the issue of international differences. Even in the same country there are different accounting practices by nature of the regulators (such as tax authorities, capital market regulators, etc.). Thus, the answer to the question of “which earnings number is of high quality” has become a new standpoint for some authors.

McNichols (2002) assumes earnings are of high quality if they accurately represent the economic implications of underlying transactions and events. Ball and Shivakumar (2005) discuss the usefulness of financial statements and emphasize financial reporting quality. Epps and Oh (1997) examine the investors’ perceived quality (relates to the informativeness of earnings) of US GAAP and foreign GAAP earnings as their rules produce different earnings numbers. Hodge (2003) concludes that investors’ perceived quality has declined over time as has perceived auditor independence and the perceived reliability of audited information. Schipper and Vincent (2003) discuss earning quality from decision usefulness (consistent with FASB’ framework) point of view and conclude that earnings are of high quality if they represent Hicksian income, which represents the change in total wealth faithfully.

iv) Accrual Quality, Closeness-to-Cash

Francis, LaFond, Olsson and Schipper (2003) state that: “earnings which map more closely into cash flows are more desirable.” Dechow and Dichev (2002) argue earnings quality can be assessed by mapping of accruals into last, current and next period cash flows. Richardson, Sloan, Soliman and Tuna (2004) argue that earnings’ cash component provides both relevant and reliable information. Thus, they link earnings quality to cash components of earnings in terms of persistence. Barragato and Markelevich (2003) conclude earnings are of high quality as the earnings’ closeness-to-cash increases and argue that “an earnings stream that is predictor of future operating cash flows is of high quality.”

II. Measuring the Quality of Earnings

In the accounting literature, authors approach the measurement of quality of earnings from different perspectives consistent with their earnings quality definitions. In the first decade of earnings quality research, the focus was on return/earnings association. The main purpose of these studies was “to increase the understanding of how earnings and other accounting information are related to share prices” (Lipe 1990).

FASB addresses the objectives of financial reporting as: “the primary focus of financial reporting is providing information about an enterprise's performance provided by measures of earnings and its components. Investors, creditors, and others who are concerned with assessing the prospects for an enterprise’s net cash inflows are especially interested in that information. Their interest in an enterprise's future cash flows and its ability to generate favorable cash flows leads primarily to an interest in information about its earnings rather than information directly about its cash flows. Financial statements that show only cash receipts and payments during a short period, such as a year, cannot adequately indicate whether or not an enterprise's performance is successful (SFAC No:1, par. 43, FASB, 1978).”

Lev (1989) discusses the underlying logic of return/ earnings studies under the earnings usefulness context and states “if earnings are intended to facilitate predictions of stock returns, then the extent of the actual returns/earnings correlation is obviously an important measure of the usefulness of earnings” by following FASB’s statement above. According to him, if earnings as financial information are useful to investors, the earnings should exhibit an appreciable explanatory power with respect to price revisions around the earnings announcements. Moreover, such explanatory power should be considerable both cross-sectionally and over time.

Since Ball and Brown (1968), there are numerous studies in this area of research such as Kormendi and Lipe (1987), Collins and Kothari (1989), Easton and Zmi-

jewski (1989) and Lipe (1986)¹⁰. These studies concentrate on the persistence and predictability as they are assumed to be potentially important quality constructs. Kormendi and Lipe (1987) model stock returns as a function of the revisions in expectations of earnings by assuming that earnings can be represented by a univariate time-series, and then show that the time-series properties of earnings will be an important factor in returns/earnings association. The reason of the models use of time-series of earnings is that the stock prices reflect expectations before these earnings are announced. Thus, it seems reasonable to correlate the change in price with unexpected earnings rather than reported earnings. The emphasis on unexpected earnings led to the use of proxies for expected earnings as time series.

In the context of return/earnings association (also named as price/earnings relationship research) the change in the stock price around the earnings announcement and the change in the company's earnings are correlated. This association metric termed as earnings response coefficient (ERC) is defined by Lipe (1990) as "the coefficient that measures the stock-price response to a one-dollar earnings shock- is positively related to both the predictability of earnings series and the time series persistence of earnings", and by Teoh and Wong (1993) as "a measure of the extent to which new earnings information capitalized in the stock price." Thus, higher ERC calculated from an earnings stream assumed to represent the higher quality of earnings. If one analyses these studies carefully, it's clear that they are focused on ERC rather than the R2 of return/earnings regression. They intend to test the relationship between ERC and earnings (Lev, 1989). In those pioneering ERC studies, the return/earnings relationship has yielded very modest results. However, these unsatisfactory results led researchers to revise and improve their models¹¹.

Lev (1989) points out that none of the refinements could provide appreciable R2 levels of return/earnings regression, since these studies could not answer some questions such as why some earnings are more persistent, the impact of accounting techniques on persistence and the issues of identifying the persistent component of earnings. Even after those refinements, the weak results of the ERC studies, led researchers to believe that such weakness is due to a) methodological shortcomings, b) investors' irrationality, in other words market inefficiency, on returns/earnings relation, and c) low information content of currently reported earnings regarding future outcomes of securities.

¹⁰ Lev (1989) provides a broad literature review of return/earnings association studies between 1980 and 1988.

¹¹ See Lev (1989) for these refinements.

First two reasons above can be easily linked to the third reason. That is, even an analysis is conducted in an efficient market and with the best methodology, if the information content of the reported earnings does not have the desirable attributes, then that analysis may not yield any desirable results. In line with this argument, the issue of information content of reported earnings centralized around the calculation methods of earnings, which in turn, directed the understanding of the effects of arbitrariness of accounting techniques (both measurement and valuation techniques) and of management manipulation on the reported earnings.

The focus on information content of earnings can be seen as a shift to a new approach in terms of earnings quality. There are two main contributions of this new perspective to earnings quality studies, which are a) avoiding the use of only bottom-line earnings in the analysis, and may be more importantly, b) opening a window of using different earnings related metrics derived from earnings such as using other income statement items or using disaggregated components of earnings.

The term “earnings” is used with income or profit interchangeably in the business life and are measured at various stages in the income statement. In this context the main question should be asked as “which earnings that investors view to be more useful in terms of usefulness” Kang (2004) states “investors generally view a subset of earnings that are associated with the basic revenue generating operation of the firm to be a better indicator of the fundamental earnings generating ability of the firm.” And Francis, Schipper and Vincent (2003) conclude that the analysts for some industries use EBITDA as the preferred measure of earnings. By considering this argument, researchers use appropriate metrics in their models to yield better results in terms of earnings persistence and predictability. Table 1 demonstrates the most common earnings metrics used in the recent literature ¹²

¹² Extraordinary items refer to the items that have a high degree of abnormality and unrelated to the ordinary and typical activities of the company, additionally the underlying events of these items are not reasonably expected to recur in the foreseeable future. Discontinued operations are the items that occur after a disposition of entire divisions or product lines of the company. Income before extraordinary items and discontinued operations is also called “continuing income”. Core income is operating income which excludes special items. Special items refer to unusual or infrequent transactions and do not meet the criteria for being extraordinary. Additionally special items are shown as a separate line item before continuing income on the income statement. Core income equals to continuing income. Reported earnings refer to bottom-line earnings (Wild, Subramanyam, Halsey, 2004).

Table 1: Earnings Metrics Used in Studies on Earnings Quality

Earnings Metrics	Study
Operating Income after depreciation (Income from Continuing Operations)	Sloan (1996)
Income Before Extraordinary Items and Discontinued Operations	Barth, Cram, Nelson (2001)
Net Income Before Extraordinary Items	Shaw (2003)
Operating Income After Depreciation	Barragato, Markelevich (2003)
Net Income Before Extraordinary Items	Elgers, Pfeiffer, Porter (2003)
EPS (2003)	Carnes, Jones, Biggart, Barker (2003)
Net Income, EPS Income Before Extraordinary Items and Discontinued Operations, Core Earnings that are based on firms main operating performance, Gross Profit, and Analysts' Forecasts about next years income	Lang, Raedy, Yetman (2003) Kang (2004)
Pre-tax income other than securitization-related income	Niu, Richardson (2004)
Reported earnings	Christian (2004)

i) Measuring Earnings Quality by Disaggregations / Decompositions

After the importance of the information content of earnings became due, the researchers approached the quality measurement in two ways (consistent with their quality definitions), which are a) using different metrics from the income statement, and b) disaggregating earnings into cash and accrual components. This part of the paper is devoted to the discussion of the contributions of these studies.

a) Disaggregating Income Statement Components

The underlying motivation of measuring the earnings quality (in terms of persistence) by disaggregating income statement components is the potential ability of earnings components having more explanatory power than the reported earnings number has alone. In other words, this approach led researchers to examine whether different components of earnings have different time-series properties (different degrees of persistence) or not. Ramakrishnan and Thomas (1998) indicate "since the price response each period depends on the different components observed in that period's reported earnings, an ERC applied to

aggregate earnings is limited in its ability to explain the overall price response”.

This argument is consistent with that of FASB’s following statement:

“...the Board believes it is important to avoid focusing attention almost exclusively on "the bottom line," earnings per share, or other highly simplified condensations. Summary data, such as the amounts of net assets, comprehensive income, earnings, or earnings per share, may be useful as general indicators of the amount of investment or overall past performance and are often used in efforts to compare an entity with many other entities. But, in a complex business enterprise, summary amounts include many heterogeneous things and events. Components of a financial statement often reflect more homogeneous classes of items than the whole statement. The individual items, subtotals, or other parts of a financial statement may often be more useful than the aggregate to those who make investment, credit, and similar decisions (SFAC No:5, par. 22, FASB, 1984).”

Main representatives of this area of research and their disaggregations of earnings are shown in Table 2.

Table 2: Earnings Disaggregations

Earnings Metrics	Study
Gross profit, general administrative expense, depreciation expense, interest expense, income taxes, and other items	Lipe (1986)
revenues, operating expense, depreciation, interest expense, taxes and other revenue/expense	Wild (1992)
operating income, exceptional income, net financing expenses, tax expenses and depreciation	Ballas (1996)
Permanent, transitory and price-irrelevant ¹³	Ramakrishnan and Thomas (1998)
operating profit, financial profit, extraordinary earnings, corporation tax	Giner and Reverte (1999)
Income Before Extraordinary Items and Discontinued Operations, Core Earnings that are based on firms main operating performance, Gross Profit, Analysts’ Forecasts about next years income	Kang (2004)

¹³ Such disaggregation was developed by considering the types of earnings shocks, “where **permanent shocks** cause all future earnings to change by the amount of the shock, and have been associated with earnings following a random walk process. **Transitory shocks** have often been described as affecting only current period earnings, and have been associated with earnings following a mean-reverting process. **Price irrelevant shocks** have been called garbling or measurement error, and represent the difference between reported earnings and economic earnings.”(See details in Ramakrishnan and Thomas (1998) and Wild, Subramanyam, Halsey (2004), p. 313)

The findings of the studies in Table 2 can be summarized as follows:

Lipe (1986) finds “a significant cross-component variation in the return reactions associated with the unexpected changes in the components of earnings” which means that the market responds to additional information provided by components due to their different degrees of persistence. Thus, he supports that disaggregations of earnings into components provide statistically significant amount of information that would be lost if only earnings were reported. Wild (1992) finds that disaggregated earnings components provide relevant information to the investors for their valuation of companies. He also states that “the increasingly more disaggregate, or component, accounting data in primary financial statements have been asserted to decrease the quality and effectiveness of financial communications with shareholders.” Ballas (1996) conclude that all components other than tax expenses are valued by the market; and the components of earnings are not, consistently, capitalized at a different rate to each other. Ramakrishnan and Thomas (1998) finds a relation between unexpected price changes (since the last earnings announcement) and the three unexpected earnings components (or shocks) in reported earnings. Even though they use the traditional ERC framework, they multiply each component by a different response coefficient to give the overall price change. Giner and Reverte (1999) adopt some company specific variables such as size, risk and earnings persistence in their model, and allow parameters to vary between sub-samples. Their results also support the other studies in terms of usefulness of the earnings disaggregation even for the tax component. Moreover they conclude that disaggregation is useful for small companies, or with a high-risk profile or with transient earnings. They link the weaker significance of extraordinary earnings to the wider definition incorporated in the Spanish regulation. Finally Kang (2004) calculates EP (earnings-to-price ratio) with different earnings measures, and concludes that “investors place strong emphasis on a firm’s sales-related activities when assessing the fundamental earnings power of the firm and, as a result, they consider gross margin to be an important piece of information for their investment-decision making.”

In summary, researchers show empirically the usefulness of disaggregation of earnings into components. From those studies, some components are proved to be serving more to company valuation as they are capturing the results of recurring events. Some other items are shown to be less helpful as they are capturing the results of non recurring events and transactions. Thus, the format of the income statement plays an important role in component selection. The formats providing appropriate line items directly usable, or usable after uncomplicated adjustments, can be seen more helpful for users in terms of decision making.

b) Decomposing Accrual and Cash Components of Earnings

Reported earnings have both accruals and cash components¹⁴. The differences between accrual and cash components of earnings are due to revenue recognition and matching rules of accrual accounting. Revenue recognition and matching principle discriminate between the timing of cash flows and accruals and aim to provide more timely information by shifting cash flow effects of transactions and events until the cash flows are realized. Thus, accruals are assumed to convey less reliable but relevant information, on the other hand cash flows are assumed to convey reliable but less relevant information because of the rules of accrual accounting. An appreciable degree of tradeoff between reliable and relevant information is then becomes one of the main issues of a financial reporting system.

From the earnings quality perspective, the researchers use accruals and cash flows decomposition of earnings into two main groups of studies. These are, a) the studies investigating whether earnings are managed or not, by assuming that earnings management decreases the earnings quality, and b) the studies examining whether different information content of these components may differentiate between the responses of the investors in the market while they are valuing the companies.

To provide the use of accruals in accrual based earnings quality studies, the calculation of accrual and cash flow components of earnings become another critical point for researches. Sloan (1996) defines accrual component of earnings as the change in non-cash working capital less depreciation expense and this definition of Sloan (1996) is widely used in the related literature¹⁵. On the other hand, such definition of accounting accruals implies them to be a product of accounting records and management estimations that have no cash flow effects. The main characteristic of these accounting accruals is that they sum to zero over time because accruals end up reversing over time, perhaps even within one year, thus undoing whatever original effect they had on earnings (Dharan, 2003).

¹⁴ Cash flow from operations (CFO) refers to the cash flows from company's ongoing operations, free cash flows (FCF) refers to the cash flows free to be paid to shareholders and creditors, net cash flow is the net change in the cash position of the company between the beginning and ending of the period (difference in cash and cash equivalents of the beginning and ending balance sheets of the company). Accruals can be defined as the sum of accounting adjustments that make the net income different from the net cash flows. There are two types of adjustments, which are adjustments affecting income such as credit sales and depreciation expense, and adjustments not affecting income such as asset purchases, repayment of a loan (Wild, Subramanyam and Halsey, 2004)

¹⁵ See a broad explanation for accruals Richardson, Sloan, Soliman and Tuna (2004).

Sloan (1996) investigates whether the investors respond to decomposed accrual and cash components of earnings, and finds that accrual component of earnings show lower persistence than cash flow component. He also concludes that even under such findings, investors fixate on aggregate earnings and do not consider the different persistence degrees of components while valuing the companies until that information impacts future earnings. Collins and Hribar (2000) support Sloan (1996) in terms of market mispricing of the accruals. Beneish and Vargus (2002) extend Sloan's (1996) study by suggesting that market participants appear to misprice only the income-increasing accruals. Green (1999) decomposes "earnings surprise" into its cash flow and accrual components and finds that cash flow surprise is valued more than the accrual surprise in the market.

According to Dechow and Dichev (2002), since the accruals are used to shift cash flow effects of transactions and events until the cash flows are realized, accruals should depend on some level of estimations. The estimation errors appear when the cash flows are realized, thus the magnitude of the error (the difference between accruals and cash flows for the same transaction) can be assumed to be a measure for the quality of accruals. Their empirical measure of accrual quality is based on the level of operating accruals mapping into cash flow realizations, where a poor match means low accrual quality. The findings of Dechow and Dichev (2002) show that there is a positive relation between accrual quality and earnings persistence but a negative relation between accrual quality and the magnitude of total accruals, they state: "firms with low accrual quality have more accruals that are unrelated to cash flow realizations, and so have more noise and less persistence in their earnings ¹⁶." Francis, Lafond, Olsson and Schipper (2002) use Dechow and Dichev (2002) and Jones (1991) model and found that the firms with lower earnings quality have lower debt ratings and higher ratios of interest expense to interest bearing debt than firms with higher earnings quality.

• **Decomposing Accruals**

Earnings management reduces the earnings quality. Thus, some researchers approach earnings quality from an earnings management perspective. They argue that if there is no evidence of earnings management, then the earnings quality

¹⁶ McNichols (2002) discussed (Dechow and Dichev; 2002) and criticized their use of "magnitude of errors" as a measure for accrual quality which means that they assumed the investors are indifferent between estimation errors that overstate and understate future cash flow realizations by an equal amount. Additionally, he emphasized the importance of discretionary and non-discretionary accruals distinction which is not considered by (Dechow and Dichev, 2002) and added that their model is not applicable if management intervenes the reporting process, since estimation errors caused by management discretion are not likely to be independent of each other and of the cash flow realizations.

assumed to be high. From this perspective accruals are also used to detect whether earnings is manipulated by managers.

The motivation of this area of research is related with the definition of accruals. As stated above, accruals are defined as the difference between company's earnings and cash flows. So, positive large accruals indicate that earnings are much higher than cash flows. Regarding this assumption, some studies aim to investigate the relationship between the amount of accruals and the earnings manipulation, because higher accruals may be an indicator of management's use of the accruals to increase earnings as a measure of performance (such as underestimating warranty costs, improper revenue recognition), or involve in opportunistic management of accruals. Chan, Chan, Jegadeesh and Lakonishok (2004) state this issue as "there is some evidence that accounting accruals are above average for firms subjected to enforcement actions by SEC ¹⁷. However, there is no documented evidence that managers deliberately manipulate earnings through accruals for firms with high accruals."

Moreover, to detect earnings manipulation, not only the amount, also the nature of the accruals became an important starting point for many studies. The common approach of these studies is decomposing accruals into its components and then investigating the relationship between the individual accrual components and earnings management. Detecting earnings management is important in assessing the quality of earnings (Phillips, Pincus and Rego, 2002). Even though these studies do not aim to measure the earnings quality, it can easily be assumed that any study on detecting earnings management is serving to assess the quality of earnings at the same time.

• **Discretionary and Non-discretionary Components of Accruals**

In this line of research, the main assumption is that accruals are the function of a company's business transactions and any change in company's accruals among periods should be consistent with the change in business transactions. Therefore, if any change can not be explained by a change in company's business activities, then those accruals can be easily assumed as discretionary and signifying earnings management. Healy (1985) defines discretionary accruals as adjustments to cash flows selected by the manager in order to affect reported net income. Dechow, Sloan and Sweeney (1995) state: "analysis of earnings management often focuses on management's use of discretionary accruals."

Because the components of the accruals are the focus, and total accruals are a given data, major studies of this field are devoted to develop models to estima-

¹⁷ See Dechow and Dichev (1996).

te non-discretionary accruals. Once, non-discretionary accruals are estimated, discretionary accruals -as a proxy of earnings management- are easily calculated by subtracting non-discretionary portion from the amount of total accruals. For example, Healy (1985) and DeAngelo (1986) estimate non-discretionary accruals first and reach the discretionary accruals by subtracting those estimated non-discretionary accruals from total accruals. The main limitation of Healy (1985) and DeAngelo (1986) is their assumption of non-discretionary accruals not changing across periods. Jones (1991) relax this assumption by considering the effects of changes in a company's economic circumstances such as changes in revenues and changes in property plant and equipments in her model. The main problem with the Jones (1991) model is the inclusion of "change in revenue" variable to estimation of non-discretionary accruals. So, in case of revenue manipulation, Jones (1991) model becomes inappropriate because the non-discretionary accruals are estimated from manipulated data. Even with this shortcoming, the Jones (1991) model has been mainly used in several accrual based earnings management studies. For example Jones (1991) in import relief investigations, Teoh, Welch, Wong (1998) found that managers use accruals at the time of share offerings to report high earnings and Kaznik (1999) reports managers use accruals to meet previously announced earnings forecasts.

To avoid the shortcoming of Jones (1991) model, Dechow, Sloan and Sweeney (1995) suggest a new model (so called Modified Jones Model) which uses only cash sales instead of total revenue in the calculation of the change in revenue variable. Even in this case, a new shortcoming appears as only the credit sales are subject to earnings manipulation¹⁸. Dechow, Sloan and Sweeney (1995) argue that Modified Jones Model is the most helpful model to detect earnings management, but Bernard and Skinner (1996) argue that discretionary accruals estimated using Jones and Modified Jones Models reflect measurement error due in part to the systematic misclassification of non-discretionary accruals as discretionary accruals. Dechow, Sloan and Sweeney (1995) also use an Industry Model in which nondiscretionary accruals are measured using the median of total accruals in the same industry.

Guay, Kothari and Watts (1996) assess the effectiveness of alternative discretionary accrual models and find that discretionary-accrual models randomly decompose earnings into discretionary and nondiscretionary components. A better interpretation of their study is that discretionary accruals poorly measure the use discretionary accruals to manage earnings by managers.

¹⁸ See Dechow, Sloan and Sweeney (1995).

DeFond and Jiambalvo (1994) use Cross-Sectional Modified Jones Model in which the parameters are estimated by using cross-sectional data rather than time-series data and reported consistent results using both time-series and cross-sectional versions of the Jones model. They find that discretionary accruals (both total and working capital accruals) are significantly positive in the year prior to debt covenant violation. In their recent study Bartov, Gul, and Tsui (2002) evidence that the Cross-Sectional versions of Jones and Modified Jones Models perform better than the time-series versions. Subramanyam (1996) concludes that the market attaches value to discretionary accruals estimated with the cross-sectional Jones (1991) model.

• Balance Sheet Decomposition of Accruals

Sloan's (1996) conclusion of "accrual component of earnings show lower persistence than cash flow component" motivated researchers to decompose accruals into balance sheet items and to investigate which of them are more relevant to determine earnings quality. Moreover some items of accruals such as accounts receivable (trade loading, early revenue recognition) and inventory (inventory valuation methods) give management more discretion and concentrating on these items may give signals of earnings management (Dechow, Sloan and Sweeney, 1995; Wu, 2002).

Hribar (2000) and Thomas and Zhang (2002) investigate the relation between inventory changes (as component of Sloan's accrual measure) and stock returns. Hribar (2000) decompose inventory and receivables into discretionary and non-discretionary components and concludes that discretionary components are more associated with investors' mispricing in the market. Thomas and Zhang (2002) find that inventory change is most strongly related to next year's abnormal returns. They also conclude that abnormal returns are observed for extreme deciles of changes in all three inventory components (raw material, finished goods and work-in process) with the highest abnormal returns observed for changes in raw material inventory.

Chan, Chan, Jegadeesh and Lakonishok (2004) develop a model based on the components of accruals to predict future returns and they conclude that "the bulk of the predictive power of accruals stem from changes in inventory and changes in accounts receivable." According to them, changes in inventory and changes in accounts receivable have different degrees of predictive power. When they decompose accruals into discretionary and non-discretionary components, they find that the discretionary component is the main contributor to the predictability in returns¹⁹. They also conclude that in homogeneous sets of firms within

¹⁹ Their decomposition of discretionary and non-discretionary is based on sales growth, so it differs from Jones (1991). In such decomposition, an increase in sales gives rise to inventory and accounts receivable, increasing the non-discretionary accruals.

an industry, higher accruals are associated with lower returns and the change in inventories is by far the most important component of accruals.

In their recent study, Richardson, Sloan, Soliman, Tuna (2004) investigate the relation between accrual reliability and earnings persistence. They discuss the reliability of “accrual definition” which is restricted with working capital accruals and used by the previous research (Healy, 1985; Sloan, 1996, etc). They provide a comprehensive definition and categorization of accruals which includes; a) accruals relating to non-current operating assets, such as capital expenditures, b) accruals relating to non-current operating liabilities, such as post-retirement benefit obligations c) accruals relating to financial assets, such as long-term receivables, and d) accruals related to financial liabilities, such as long-term debt²⁰. The major finding of their study is that less reliable accruals introduce costs in the form of lower earnings persistence and the associated mispricing. From earnings quality perspective, they emphasize the need of understanding the information content of accounting items in terms of reliability-relevancy tradeoff.

ii) Measuring Earnings Quality by Degree of Conservatism

From informativeness of earnings point of view, as it is emphasized before, earnings numbers are the products of accounting entries and management estimates. And accounting entries are assumed to reflect the effects of underlying events and transactions of the company. Accounting entries and management estimates should be based on accounting principles, so there is no doubt that accounting principles related to recognition, measurement, valuation and disclosure tasks have direct effects on earnings and earnings quality. This argument points out mainly to the conservatism principle since it is seen as the most influential principle of valuation in accounting (Sterling 1970). Basu (1997) indicates that conservatism influences the accounting practice for at least 500 years.

There are various definitions of conservatism in the literature. Watts (2003a) quotes Bliss (1924) and gives the most famous traditional definition of conservatism as “anticipate no profit, but anticipate all losses”. The well known conservatism approach is FASB’s, which states: “Conservatism is a prudent reaction to uncertainty to try to ensure that uncertainties and risks inherent in business situations are adequately considered. Thus, if two estimates of amounts to be received or paid are about equally likely, conservatism dictates using the less optimistic estimate (SFAC No:2, par. 95, FASB, 1980).”

²⁰ In such categorization, authors decomposed accruals along broad balance sheet categories and considered the measurement issues underlying each accrual category to make qualitative assessments concerning the relative reliability of each category. These assessments provide the basis for predictions concerning the relative magnitudes of the persistence coefficients. For example accounts receivable and inventories are measured with relatively low reliability and payables are measured with a high degree of reliability.

In other words, conservatism dictates accountants to report the lowest value among the possible alternative values for assets and the highest alternative value for liabilities. And revenues should be recognized later rather than sooner and expenses sooner than later (Watts, Zimmerman, 1986).

Basu (1997) defines conservative accounting as “the accountant’s tendency to require higher degree of verification to recognize good news as gains than the verification of bad news as losses.” This definition can be interpreted as to recognize losses immediately as they become expected but recognize gains as they become realized or realizable. Basu (1997) names this differential response “the asymmetric timelines of earnings” and he uses it to measure conservatism.

As Shroff, Venkataraman and Zhang (2004) also state: “accounting practice prefers skepticism in recognizing gains when some uncertainty attaches to the successful completion of the transaction and requires a higher standard of verification before recognizing gains. On the other hand, less stringent requirements are imposed in recognizing expenses/losses from incomplete transactions, as mandated, for example, by standards on pensions, environmental liabilities, and asset impairment.”

Feltham and Ohlsson (1995) define conservatism in their firm valuation model as a market expectation that the reported value of net assets of a company will be less than the true economic value of the company’s net assets. This definition of Feltham and Ohlsson (1995) is a natural result of FASB’s above statement. By following Feltham and Ohlsson (1995), Zhang (2000) indicates that conservatism influences the establishment and implementation of accounting standards, so causes the price-to-book ratio (P/B) to exceed one ²¹.

When the natures of conservative accounting practices come due, the authors classify conservative accounting practices in two types. The first type is called ex ante conservatism (Richardson, Tinaikar, 2004), unconditional conservatism (Beaver, Ryan, 2004) or news-independent conservatism (Chandra, Wasley and Waymire, 2004). For example, expensing research and development and advertising expenditures instead of capitalizing are unconditional conservatism practices.

The second type is ex post conservatism (Richardson, Tinaikar, 2004), conditional conservatism (Beaver, Ryan, 2004) or news-dependent conservatism (Chandra, Wasley and Waymire, 2004) which refers to Basu’s (1997) asymmetric timeliness of earnings. Examples of this type of conservative accounting practice

²¹ See Watts (2003a) for other definitions of conservatism.

ces are the lower-of-cost-or-market rule for inventory valuation, asset write-offs related to inventory and goodwill, and recognition of loss versus gain contingencies. Some authors argue that there is a negative correlation between the two types of conservatism given above. Another interpretation of this argument is that unconditional conservatism increases price-to-book ratio but decreases the timeliness asymmetry, since the unconditional conservatism practices such as non-capitalization of assets eliminates the need of write-offs when the bad news come, as the assets are not capitalized before (Pae, Thornton, Welker, 2004; Beaver and Ryan, 2004).

Watts (2003a) provides a broad explanation of the need for conservatism from four different but interrelated perspectives, which are: contracting (increasing the efficiency of contracting with debt-holders and managers), shareholder litigation (reducing expected litigation costs), taxation (reducing the present value of taxes), and regulation (reducing the political costs imposed on standard-setters and regulators.)

In the context of earnings quality, conservative earnings which refers to “earnings reflecting bad news more quickly than good news” (Basu, 1997) can be assumed to be of high quality. Ball and Shivakumar (2005) indicate that conservative financial reports provide more relevant information to investors, creditors, managers and all other parties contracting with the company. Such interpretation can be linked to Watts’ (2003a) contracting explanations of conservatism. There are various studies in the accounting literature devoted to asses whether conservatism exists. Watts (2003b) classify these studies by the measures used in their models as studies using a) net asset measures, b) earnings and accruals measures and c) earnings/stock return relation measures²². These studies all use Basu (1997) definition of conservatism.

In this part of the paper, instead of discussing the studies given in Watts (2003b), it is preferred to focus on the studies mainly concerning conservatism from earnings quality perspective. In this area of research, Ball and Shivakumar (2005), Beuselinck, Deloof, and Manigart (2005) and Beekes, Pope and Young (2004) as being the most recent and representative studies of this area will be reviewed here. The common quality construct used in these studies is the “usefulness of financial statements to users” which is operationalized by considering Basu’s (1997) timely loss recognition. In other words, they prefer to use ex post (unconditional, news-dependent) type definition of conservatism. They use this

²² See a detailed literature review in Watts (2003b)

construct because their common assumption is that timely loss recognition increases the earnings quality from corporate governance and debt contracting perspectives. Ball and Shivakumar (2005) explain the reason of this preference as: “While unconditional conservatism seems inefficient or at best neutral in contracting, conditional conservatism (timely loss recognition) can enhance contracting efficiency.”

Ball and Shivakumar (2005) examine timely loss recognition in a large sample of UK private and public firms and find that the market demands lower quality financial reporting for private companies than for public companies. According to them, as their financial reporting is mainly influenced by taxation, dividend and other policies, private companies then resolve information asymmetry by an “insider access” model instead of using public financial statements in contracting arrangements and in equity transactions. Beuselinck, Deloof and Manigart (2005) examine earnings quality, in terms of earnings management and earnings conservatism for a sample private equity (PE) backed firms in the years around PE financing. They find that before PE financing, the reported earnings are low quality as there is a tendency of higher earnings reporting (earnings reporting) to attract investors. But, after PE financing date, PE investors’ governance positively affects the earnings quality (reduces earnings management and provides timely loss recognition) of their portfolio companies once PE investors are on board. Beekes, Pope and Young (2004) examine the link between accounting quality and governance, with particular reference to the role of outside directors. They conclude that companies with a higher proportion of outside directors exhibit greater conservatism than the companies with a lower proportion of outside directors. They also provide evidence that even if the company uses a big-five auditor, outside directors have a role to play in increasing accounting quality.

III. Indicators of Earnings Quality

The approaches developed to measure earnings quality were given in the previous section. But those approaches do not measure earnings quality directly, they first analyze some criteria (such as accrual quality, existence of earnings management, etc.) and evaluate that criteria and link them to earnings quality. There are some other approaches in the literature which are developed to measure overall quality of earnings with a direct focus. The common approach of these studies is to use earnings quality indicators and assess the quality through those indicators.

The need of this type of studies appeared due to the need of more practical ways to assess earnings quality, because the others require more complex econometric models and high empirical analysis.

There are two types of earnings quality indicator using studies in the literature. In the first type, the indicators are developed in terms of indices or scores and

the earnings quality levels are assessed by the scores assigned to earnings. The other approach develops indicators by using some accounting treatments which potentially show the increasing or decreasing effects on the earnings quality. The experiences of the accounting world have major roles in the selection of those certain accounting treatments which are believed to be the indicators of high or low earnings quality.

i) Quality Scores

In the accounting literature there are two earnings quality scores suggested by Lev and Thiagarajan (1993) and Penman and Zhang (2002). Lev and Thiagarajan (1993) suggest an aggregate fundamental score computed by utilizing fundamental signals derived from company's financial statements. A signal refers to a specific configuration of several fundamental variables. Since the fundamentals are the main sources of information used by investors to assess the financial performance of a company, Lev and Thiagarajan (1993) aim to establish an earnings quality measure which comprises the most widely used non-earnings fundamental signals. In line with this argument, they analyze most famous analyst's reports to determine the fundamentals that make up their aggregate fundamental score²³. The non-earnings fundamental signals they use are; inventory, accounts receivable, capital expenditure, gross margin, research and development expenditure, sales and administrative expenses, provision for doubtful receivables, effective tax rate, order backlog, labor force, LIFO earnings and audit qualification, as defined in Table 3.

²³ See Lev and Thiagarajan (1993, p.191) for the reports used for this purpose.

Table 3: EQ Signals and Their Measurements

SIGNAL	MEASURED AS:
Inventory	Δ Inventory- Δ Sales
Accounts Receivable	Δ Accounts Receivable- Δ Sales
Capital Expenditure	Δ Industry Capital Expenditure- Δ Firm Capital Expenditures
R&D Expenditure	Δ Industry R&D Expenditure- Δ Firm R&D Expenditures
Gross Margin	Δ Sales- Δ Gross Margin
Sales and Administrative Expenses	Δ S&A Expenses- Δ Sales
Provision for Doubtful Receivables	Δ Gross Receivables- Δ Doubtful Receivables
Effective Tax	PTE (T_{t-1} - T_t) PTE _t : pretax earnings at t deflated by beginning price T: effective tax rate
Order Backlog	Δ Sales- Δ Order Backlog
Labor Force	$\frac{(\frac{\text{Sales}_{t-1} - \text{Sales}_t}{\text{No. of Employees}_{t-1} \text{ No. of Employees}_t})}{\frac{\text{Sales}_{t-1}}{\text{No. of Employees}_{t-1}}}$
LIFO Earnings	0 for LIFO; 1 for FIFO
Audit Qualification	1 for Qualified; 0 for Unqualified
(Taken from Lev and Thiagarajan, 1993, p.193)	

Each of the fundamental signals listed in the table above are computed for every firm and assigned a value of “1” for a positive signal and “0” for a negative signal. These numbers are summed for every firm and each year and standardized by the number of available fundamentals, to yield an aggregate fundamental score. A positive value for a signal implies bad news and a negative value implies good news. As a result, low fundamental scores indicate high quality of earnings while high fundamental scores imply low quality. Since the definition of quality of earnings used by Lev and Thiagarajan (1993) is persistence of reported earnings, this score is tested against earnings response coefficient which is estimated by regressing annual excess stock returns on price-deflated, pretax earnings change. They argue that there exists a clear association between the message conveyed by the fundamentals and the earnings response coefficient.

Al-Debie and Walker (1999) tested Lev and Thiagarajan's (1993) the aggregate fundamental score on U.K. firms. Their results were broadly supportive of the fundamental information analysis of Lev and Thiagarajan (1993) but found to be highly conditional according to industry specific circumstances.

The second earnings quality score is suggested by Penman and Zhang (2002). They approach the issue from a different perspective compared to Lev and Thiagarajan (1993) and define high quality earnings to be sustainable earnings. According to their approach earnings before extraordinary items that are readily identified on the income statement should be a good indicator of future earnings. They argue that if accounting principles are applied consistently by a company the earnings will be more sustainable. In line with this argument they also build a strong theoretical relation with conservatism principle and earnings quality. They view the analysis of earnings quality as uncovering information in the financial statements to assess future earnings and equity values. Thus they gather information from financial statements to develop the **earnings quality indicator (Q-score)** derived from the conservatism index (C-score). The C-score, measures the degree to which the firm applies conservative accounting. By "conservative accounting" they mean choosing accounting methods and estimates that keep the book values of net assets relatively low. An accounting practice is more conservative than another one if it yields lower accumulated earnings. The conservatism index measures the effect of conservative accounting on the balance sheet. It is a ratio of estimated reserves to net operating assets.

$$C_{it} = \frac{ER_{it}}{NOA_{it}}$$

Where; C_{it} is the conservatism index for firm i at time t .

Estimated reserves denote a total of inventory reserve, research and development reserve and advertising reserve. These three components are directly related to the application of conservatism principle within the company. The Q-score, measures the quality of earnings that results from the joint effect of two measures. The first measure is the change in the firm's C-score. The second measure compares a firm's C-score to the median C-score of the industry that the company operates in.

$$Q_{it}^A = \frac{ER_{it}}{NOA_{it}} - \frac{ER_{it-1}}{NOA_{it-1}}$$

$$Q_{it}^B = \frac{ER_{it}}{NOA_{it}} - \text{Industrymedian} \left(\frac{ER_{it}}{NOA_{it}} \right)$$

$$Q_{it} = (0.5 \times Q_{it}^A) + (0.5 \times Q_{it}^B)$$

Penman and Zhang (2002) state: “Q-score does not ordinally rank firms on their earnings quality.” Both “high” (positive) and “low” (negative) Q-scores can indicate that current earnings are of poor quality, and a Q-score of zero indicates good quality.” Their statistical analysis supports their hypothesis about the ability of quality score to predict future returns.

ii) Accounting Treatments as Quality Indicators

The second approach to measure overall quality of earnings is the analysis of some accounting treatments. These accounting treatments mostly show the characteristic of affecting the individual income and expense items of earnings. Some of the sources such as famous financial statement analysis texts and the publications of well known accounting firms, provide a treatment list indicating higher quality, while some others list lower quality indicators. Two selected lists are given as in Table 4. The main benefit of these lists can be seen as they call some more focus to certain treatments which have potential affect on income or expense components earnings and earnings quality.

Table 4: Accounting Treatments Influencing Earnings Quality

Actions Increasing Earnings Quality	Actions Decreasing Earnings Quality
Conservative revenue recognition methods	Research and development in progress write-offs arising from business acquisitions
Use of LIFO inventory accounting	Inappropriate restructuring charge accounting
Bad-debt reserves that are high relative to receivables and past credit losses	Unrecorded stock option compensation costs
Use of accelerated depreciation methods and short lives	Front-end income loading
Rapid write-off of acquisition goodwill and other intangibles	Deferral of costs
Minimal capitalization of interest and overhead	Previously unrecognized deferred tax assets are recognized
Minimal capitalization of computer software costs	Overly pessimistic asset impairment charges
Expensing of start-up costs of new operations	Optimistic measurement assumptions
Use of the completed contract method of accounting	Operating actions that pull future earnings into the present
Conservative assumptions used for employee benefit plans	One time transactions to generate gains
Adequate provisions for lawsuits and other loss contingencies	Adoption of less conservative accounting estimates, practices and principles
Minimal use of off-balance sheet financing techniques	Classifying expenditures as assets that previously were expensed as incurred
Absence of nonrecurring gains	Overly pessimistic asset impairment charges
Absence of non-cash earnings	Increasing reliance of earnings sources not central to the company's principal business activity and strategy
Clear and adequate disclosures	Under-reserving for future expenditures associated with current sales, such as bad debts, warranty obligations, returns and allowances
Taken from White, Sondhi, and Fried (1997)	Taken from Merrill Lynch (1998)

IV. Accounting System in Turkey

Before any discussion of the applicability of previously discussed approaches to measuring earnings quality to ISE companies, a brief overview of accounting environment in Turkey is provided below. Additionally some key points of historical developments of accounting system in Turkey are given in Appendix.

i) A Brief Overview of the Accounting System in Turkey

Accounting system is an important part of a country's financial system, and in a modern approach, can be seen as one of the major elements in the economy to meet information needs of the related parties. The complexity and the variety of the informational needs differ as the company becomes open to international markets. For this reason, both the understanding of the accounting system of an individual country and understanding the differences and similarities of accounting systems internationally has become a major research area in accounting.

There are numerous studies such as Arce and Mora (2002), McCrae and Nilsson (2001), DuMontier and Labelle (1998) that provide evidence of significant national differences between the association of stock market prices and accounting information due to differences in accounting systems. Investors face difficulty in accessing reliable, timely and comparable information. From earnings point of view, the reported earnings differ based on different national standards for the same company as well as the differences in the quality and the timing of information disclosed (Solnik and McLeavy, 2004; Stitle, 2004; Stowe, Robinson, Pinto and McLeavey, 2002). Companies seeking to raise capital in foreign markets incur high costs to comply with different national standards. Regulators are confronted with the problem of protecting domestic investors and at the same time attracting foreign companies to the domestic market. On the other hand, the internationalization of capital markets and the significant role of accounting information in these markets, led international and regional bodies such as International Accounting Standards Committee (IASC), International Organization of Securities Commissions (IOSCO) and European Union (EU) to enforce accounting standards harmonization in an effort to solve the above mentioned information problems and to remove barriers to cross listings and cross trading²⁴.

As an emerging market trying to attract foreign investors and beyond this, as a candidate of EU membership, there is a highly motivated accounting environment (regulatory bodies and accountants) in terms of converging to international applications in Turkey. But such convergence efforts are very new and the

²⁴ Detailed information on differences in national accounting standards and their relation to investment decision making can be found in Solnik and McLeavey (2004, 242-256).

need of cultural transformation (from accounting perspective) can be seen as it requires some more time.

In the international accounting literature, there is a need of understanding the differences in accounting applications among the countries. These differences also show the harmonization level of the countries' accounting system to international applications. Moreover in the business life, the investors and financial analysts also need to use financial data for their assessments.

It's very important to remember that the listed companies in Turkey (regulated by Capital Markets Board (CMB)), are going to prepare their financial statements according to IFRS rules by 2005. But all the financial data available until now is prepared under non IFRS climate. Since there's no one set of generally accepted accounting principles applicable for all companies in Turkey²⁵, to provide a better understanding of Turkish accounting applications, it's been seen helpful to show Turkish accounting applications of listed companies (regulated by CMB) and the differences between international accounting applications as in Table 5.

ii) Turkish Accounting System, International Accounting Classifications and Earnings Quality

After the brief overview of the accounting environment of Turkey above, this part of the paper is devoted to evaluate the accounting system of Turkey in terms of international accounting classifications. Additionally, some research studies are based on the relationships between those classification factors and the earnings quality.

International classification of accounting literature defines the environmental factors affecting accounting of a particular country as: legal system, sources of finance, tax system, political and economic ties of the countries, influences of accounting profession, level of economic development, inflation patterns, education, and national culture. The common approach of classification studies is to evaluate the countries by those factors and grouping them by their similarities and differences²⁶. The discussion of the factors influencing Turkish accounting system and related earnings quality aspects are given below²⁷:

²⁵ See Appendix.

²⁶ See Nobes and Parker (2000) and Choi, Frost, and Meek (1999)

²⁷ Consult the Appendix for abbreviations. To get a better understanding of this part, it is highly recommended to read Appendix on the regulations that exist in Turkey regarding accounting.

Table 5: Differences Between Turkish Accounting Applications and IASs ²⁸

1. In two key areas the absence of Turkish rules leads to important differences from IAS :	
<ul style="list-style-type: none"> • Parent enterprises are not required to consolidate, proportionally consolidate or equity account any investments; however there are rules established as regards consolidation procedures and accounting principles applicable to consolidated financial statements published on a voluntary basis. 	(IAS 22;IAS 27; IAS 28; IAS 31)
<ul style="list-style-type: none"> • There are no requirements relating to financial reporting in hyperinflationary economies such as under IAS, although Turkey has been such an economy for a number of years. 	(IAS 29)
2. Turkish practice differs from that required under IAS because of the absence of specific Turkish rules in the following areas:	
• Impairment of assets.	IAS 36
• The derecognition of financial assets.	IAS 39.35
• The treatment of lease incentives.	SIC 15.5
• Discounting of provisions.	IAS 37.45
• Provision for employee benefits other than lump-sum termination indemnities.	IAS 19
• Accounting for an issuer's financial instruments and own (treasury) shares.	IAS 32.18/23; SIC 16
• Hedge accounting for derivatives.	IAS 39.142
3. There are no specific rules requiring disclosures of:	
• A primary statement of changes in equity.	IAS 1.7
• The FIFO or current cost of inventory when LIFO is used.	IAS 2.36
• The fair values of financial assets and liabilities except for marketable securities.	IAS 32.77

²⁸ The IASs in Table 5 are those before 2003 revisions of IASB.

• Transactions with related parties other than shareholders, subsidiaries and other equity participations.	IAS 24
• Discontinuing operations.	IAS 35
• Segment reporting.	IAS 14
There are inconsistencies between Turkish and IAS rules that could lead to differences for many enterprises in certain areas.	
• Available-for-sale and derivative financial assets are not recognized at fair value.	IAS 39.69
• Trading and derivative liabilities are not recognized at fair value.	IAS 39.93
• Foreign exchange losses can be capitalized as part of the costs of assets under some circumstances. • Finance leases are not capitalized. • Pension obligations are not discounted. • Deferred tax liabilities are accounted for partially on the basis of timing differences; deferred tax assets are not allowed.	IAS 21.15 IAS 17.12 IAS 19.78 IAS 12 IAS 8.6/12 IAS 7.10
• Extraordinary items are defined more widely.	IAS 33.20
• A different classification of items in a cash flow statement is used.	
• In the calculation of earnings per share, the denominator is not adjusted for bonus shares.	
In certain enterprises, some other issues could lead to differences from IAS:	
• Pre-operating, set-up and research costs can be capitalized.	IAS 38.42/56
• Non-consolidation purchased goodwill must be amortized over a period of five years.	IAS 22.42
• Lease payments are generally recognized in line with the legal arrangements, which may not be on a straight-line basis.	IAS 17.25

• Inventories can be held at above net realizable value in some circumstances; and inventories can be valued at the lower of cost and replacement cost.	IAS 2.6
• Construction contracts are accounted for on a completed contract basis.	IAS 11.22
(Taken from “GAAP 2001, A Survey of National Accounting Rules Benchmarked against International Account Standards”, 2001, www.ifad.net)	
Note: Table includes 2001 information. The financial statements in Turkey are prepared according to above rules until 2003.	

Legal System: The Commercial Code of Turkey is primarily based on French, German and Italian Commercial Codes. This leads Turkey to be treated as a “code law” country (as opposed to common law). The main characteristic of code law countries is that the accounting rules and regulations are incorporated into the country’s legal system. Similarly, all accounting rules and standards that Turkish companies are subject to have been developed by the legal authorities (CMB, BRSA, MOF, TPL, etc). From earnings quality perspective, Ball, Kothari and Robin (2000) find that the loss recognition is less timely in code law countries (earnings conservatism). Additionally, with their sound study integrating law and finance, La Porta, Lopez De-Silanes, Shleifer and Vishny (1998) indicate that French code law countries have the weakest quality of accounting in terms of usefulness of accounting data.

Sources of Finance: The code law countries, and so Turkey, are also known as bank based (as opposed to market based) from the source of finance point. In bank based systems, the major source of finance are banks, and the capital markets in these countries are not well developed. As a typical emerging market, in Turkey the market capitalization is relatively low and even though it is regulated by laws, there is no active corporate bond market, the major financing sources in the economy are banks. Ali and Hwang (2000) find that value relevance of accounting data (including earnings) is lower in bank-based countries. Both Ball, Kothari and Robin (2000) and Ali and Hwang (2000) argue that information asymmetry in code law (bank based) countries is solved by banks’ and major stakeholders’ direct access to financial information about the company. This argument can be discussed for Turkey case as follows:

Even the Turkish economy mostly depends on small and medium sized enterprises (SMEs), the major problems of SMEs is always linked to the difficulties of their financing. One of the reasons of the difficulty is always seen as the lack

of quality financial reports. In fact this may be seen a general problem of SMEs in the world, but the SMEs in Turkey are in a more difficult position since the financial crises in Turkey (especially 2001 crisis) led even banks to prefer to disregard the small enterprises in terms of extending financing ²⁹. The SMEs prepare the financial statements according to tax regulations and these statements do not reflect the financial realities. So the debt contracting in Turkey is mostly based on asset based lending in which the banks look to the assets of the SMEs /owners as the main source of repayment.

The lower demand for quality financial statements issue looks similar for ISE and larger companies in Turkey. Most of the business groups in Turkey have formed or acquired a bank in later stages of their development and almost every private bank is under the control of wealthy families (Demirağ and Serter 2003). Thus, these banks solve information asymmetry with their direct access to company information as they belong to the same groups. The effects of disconcerting to the financial reality of the companies, lower demand of financial statements and relationship based debt contracts appeared as disastrous cases in terms of repayments in famous 2001 economic crises. Baking crises in Turkey led to the new legal regulations on bank ownership, higher standards of equity and asset requirements and etc. to form a healthier banking structure.

Even though the above classifications differentiate countries as “code law vs common law” and “bank based vs market based”, (recall to the previous section of the paper) Ball and Shivakumar (2005) emphasizes that the “demand” is more important than the law or provider of finance constructs in terms of the motivation for quality financial reports. As it s indicated before, they reach this conclusion depending on their study examining the companies in the UK which is known as the best representative country of common law and market based group.

Taxation: As the Turkish economy mostly depends on SMEs (non-listed companies) and the dominant accounting regulations in the economy are TPL based, the international accounting term of being “tax oriented” can be easily used for Turkey. In tax oriented countries, the main role of the financial statements is assumed to be of serving to tax calculations not to the fair presentation of the company’s economic facts. Ali and Hwang (2000) find that value relevance of accounting data is lower in tax oriented countries.

²⁹ According to the most recent estimates, the SME sector in Turkey, including services, accounted in 2000 for: 99.8% of the total number of enterprises, 76.7% of total employment, 38% of capital investment, 26.5% of value added, roughly 10% of exports and 5% of bank credit. (OECD, 2004)

The Influence of Accounting Profession: Consistent with the legal system classification, the dominant role of legal authorities on the establishment of accounting rules can also be interpreted as the lack of professional bodies' effect on those rules. There is a similar situation in Turkey where TURMOB, the professional body, has no authority to regulate accounting principles. Ali and Hwang (2000) also find that the value relevance of accounting data is lower for countries where professional bodies are not involved in the standard setting process.

Political and Economic Ties: Turkey has no colonial ties to other countries, but the French and German effects on Turkish accounting system can be linked to the close relationships with those countries in the past. Moreover, Turkey is a candidate to EU, and there's no doubt that the accounting development in Turkey will reflect closer patterns to the EU directives in the near future.

Inflation: Although the past two years' inflation rates are showing a decreasing trend, Turkish economy suffered from hyperinflation for many years. The need of elimination of inflation effects from the financial statements may require some additional regulations and practices in inflationary economies. For example, since 1986, the depreciable assets of the companies have been revalued with the rates close to inflation issued by MOF and such practice can be seen as a departure from the use of historical costs. Additionally lower asset useful lives, accelerated depreciation, and the use of LIFO method can be seen as methods to handle the effects of inflation on accounting data. Most of these methods were also recognized by CMB regulations until the recent accounting regulations closer to IFRS.

Level of Economic Development: The level of economic development of the country, by referring the development of capital markets, affects some accounting applications such as accounting for derivatives, pension funds, valuation of goodwill. These kind of specific accounting treatments are not familiar to the accountants of Turkey since the companies do not have adequate amount of experience about these transactions.

Education Level: This construct is about the education level of the country in accounting area. Since the accounting requirements of the developed countries are more complex and sophisticated, such requirements also diversify the level of accounting education across countries. Recent regulatory developments of MOF, CMB and BRSA lead accountants to improve their accounting knowledge to be able to serve in the market. Moreover, the accounting curricula in the higher education is showing a changing pattern in terms of inclusion of hot accounting topics such as inflation accounting (both tax and CMB regulations) and IFRS.

In addition to the above classifications, the correlations between some constructs should also be considered to place a country in the appropriate groups.

For example most of the continental European countries are the member of code law group, they have relatively less developed capital markets and the major source of finance are banks and the tax rules are dominant in those economies. On the other hand, Anglo-Saxon countries are also known as common law countries and they have developed capital markets, the main source of finance is the capital markets and tax and accounting rules are separated in those economies. In summary, Turkey is a code law country, belongs to continental European family in terms of accounting practices, the major source of finance are banks in the economy, has a less developed capital market, tax law is dominant in the country and instead of professional body, the legal authorities are making the rules of accounting.

Culture: The other factor is culture which affects accounting applications of a country. There are numerous studies focusing on the influences of culture on accounting environment³⁰. The major studies in this area of research are Hofstede (1984) and Gray (1988).

Hofstede's (1984) develops cultural dimensions for countries and ranks the countries according to their scores for each dimension. By following Hofstede's dimensions, Gray (1988) defines accounting values³¹ and develops hypotheses by combining Hofstede's cultural dimensions to his accounting values. Since Hofstede (1984) ranks Turkey with relatively large power distance (societies accept a hierarchical order which everybody has a place which needs no further justification), high uncertainty avoidance (societies maintain rigid codes of belief and behavior and are intolerant towards deviant persons and ideas), lower degree of masculinity (a preference for relationships, modesty, caring for the weak and the quality of life) and lower degree of individualism (a tight social framework in which people distinguish between in-group and out-groups; they expect their in-groups such as relatives, clan, and organizations to look after them), Turkey can also be evaluated from Gray's perspective. This evaluation is shown on Table 6.

³⁰ See Durukan and Özkan (2004) for a comprehensive literature review of culture related accounting studies.

³¹ **Professionalism versus Statutory Control:** "A preference for the exercise of individual professional judgment and maintenance of professional self-regulation as opposed to compliance prescriptive legal requirements and statutory control." **Uniformity versus Flexibility** "A preference for the enforcement of uniform accounting practices between companies and for the consistent use of such practices over time as opposed to flexibility in accordance with the perceived circumstances of individual companies." **Conservatism versus Optimism** "A preference for a cautious approach to measurement so as to cope with the uncertainty of future events as opposed to a more optimistic, laissez-fair, risk-taking approach" **Secrecy versus Transparency** "A preference for confidentiality and restriction of disclosure of information about the business only to those who are closely involved with its management and financing as opposed to a more transparent, open and publicly accountable approach."(Gray, 1988)

Table 6: The Cultural Analysis of The Turkish Accounting System based on Hofstede (1984) and Gray(1988)

Hofstede's (1984) Rankings	Gray (1988)	Interpretation
Low Individualism High Uncertainty Large Power Distance	High Statutory Control (or Low Professionalism)	Even though the profession of accountancy is recognized and TURMOB Avoidance is established in 1989, TURMOB has no authority to regulate accounting principles.
High Uncertainty Avoidance Large Power Distance Lower Individualism	High Uniformity	The introduction of a Uniform Chart of Accounts by MOF in 1994 and its use in the vast majority of the companies in the country is a good example of uniformity.
High Uncertainty Avoidance Low Individualism Low Masculinity	High Conservatism	Conservative accounting applications such as lower of cost or market rule, expensing research development costs and shorter economic lives of depreciable assets can be seen as good examples for high conservative tax accounting applications. In fact conservative accounting is one of the main characteristic of code law countries.
Large Power Distance High Uncertainty Low Masculinity Low Individualism	High Secrecy	The relatively low degree of voluntary financial information disclosure in Turkey is a good example for this construct.

V. Discussion of the Applicability of the Earnings Quality Approaches to Turkey

In the previous sections of the paper, the approaches to earnings quality and the Turkish accounting system are summarized respectively. Instead of determining the best approach for ISE companies, this section of the paper is mainly devoted to the discussion the applicability of those approaches to ISE companies.

When the approaches to the earnings quality are analyzed, it is determined that they differ in terms of the following interrelated criteria a) definition of earnings quality b) definition of earnings c) definition of accrual d) definition of cash flow e) the method of earnings, accrual or the cash flow calculations, and f) the data stream used in the models. There is a strong correlation between these criteria, for example the definition of earnings in a study also affects and determines the definition of accruals in that study.

In light of the above criteria, the applicability of the approaches to ISE companies in Turkey can be analyzed as follows:

i) Inflation Effect on Financial Data

Even though the high inflation is not a hot topic in the rest part of the world, Turkey is known as a hyperinflationary economy for years and there is no doubt that high inflation environment distorts the financial data of the companies.

From the earnings quality point of view, there's no doubt that any use of the financial statements issued until 2003 will lead to the usage of data which contains inflation effect. As indicted before accounting for inflation is a recent development in Turkey and adjusted financial statements are available only since 2003. The effect of inflation should not be ignored in the earnings quality analysis since the inflation rates have shown a high trend in the past 25 years.

One can argue that, the inflation affects all the companies in the economy so the financial data becomes comparable across companies. The main shortcoming of this argument is that the assumption of "inflation affects all the companies equally." It's clear that all industries are not affected equally from inflation, so do the companies. From "earnings" point of view, unadjusted financial statements can not produce correct income numbers and the use of those numbers in the analysis may not give correct results.

For example, persistence and predictability of earnings can not be analyzed reliably with the use of unadjusted historical time series in ERC line of studies which are used to measure earnings quality.

On the other hand, in most of the cases, if the inflation accounting is not applied, the assets' value reported on the financial statements are reflected with their historical values which are mostly far (lower) from those assets' current valu-

e. Understatement of earnings results in understatement of expenses and overstatement of earnings. Overstatement of earnings can be seen as the non-conservative application and leads to lower quality of earnings.

By taking into consideration of inflation's differential effects on the monetary and non-monetary items of the financial statements, since 80s, in Turkish accounting system the depreciable assets have been subject to revaluation by the use of revaluation rates of MOF. Since the applicability of this method was limited with the tangible depreciable assets, the statements containing revalued tangible fixed assets can not be treated as inflation adjusted financial statements. The revaluation of buildings was also a special case since the depreciation expense of buildings were permitted to be calculated from the historical cost of the building, even the buildings' cost are subject to revaluation. Moreover, in tax regulations the application of depreciation and revaluation were not treated as mandatory accounting rules which means that the application of these basic accounting practices left to the manager's initiative. From listed companies' point of view, CMB suggests the consistent application of these accounting principles from period to period, but this time the lack of deferred tax asset and deferred liability accounts, the reported earnings differs from taxable income but still does not reflect correct numbers because of the tax liability calculation under discretionary depreciation and revaluation.

In summary any analysis ignoring inflation and using unadjusted earnings numbers can not provide reliable arguments on earnings quality. Instead of inflation accounting, only fixed asset revaluation does not serve to derive inflation adjusted data.

ii) Lack of or the Inappropriateness of Financial Statements

The financial data to be used in the accounting research is mostly obtained from the financial statements of the companies. If the study is conducted in a developed country, then the researchers have alternative sources such as Compustat and other databases. These databases and the data items increase the understandability of the content of the items. In Turkey, neither national financial databases nor the clear definition of the items are available, so the primary source for accounting researches in Turkey is limited with the financial statements disclosed by companies.

a) Income Statement

Table 1 shows some alternative earnings definitions used in the earnings quality literature. As indicated before the major tendency in related research studies is to use of earnings from continuing operations of the companies. The other expression of this type earnings number is operating income after depreciation as

Sloan (1996) preferred to use. Operating income after deprecation excludes non-recurring items such as extraordinary items, discontinued operations, special items and non-operating income. Even though these single items are familiar to US accounting world, in Turkey these items are not known enough because of the income statement formats in use.

The principles of financial statements and their formats in Turkey are determined by MOF regulation of 1994 dated Communiqué. The expenses in Turkish type income statement are classified by function not by nature. A similar format was in use for ISE companies under CMB regulations.

In an income statement in which expenses are classified by nature, the depreciation expense of the period is shown as a separate line item. By contrast, if expenses are classified by function, depreciation expense is included in the function(s) to which it relates.

Consistently, in a Turkish type income statement, depreciation expense of the period is included in the cost of products sold (if the product is not sold then on the balance sheet in inventory), general administrative expense, marketing sales and distribution expenses, research and development expenses and the depreciation assigned to unused capacity is reported under an extraordinary loss account. So in Turkish type income statement there's no single item of depreciation expense (a similar situation exists for amortization expenses.) Instead of reporting the depreciation expense on the face of the income statement, regulations require it to be disclosed as a footnote item of the income statement. Since this data is not available before 1998, some researchers may prefer to use the balance sheet approach to have a longer data stream. The balance sheet approach is the calculation of the depreciation expense as the difference between the current and previous periods' accumulated depreciation. This approach may give incorrect amounts in case the company has some depreciation amount assigned to unused capacity and reported under extraordinary loss line of the income statement.

On the Turkish type income statement, there are no lines devoted to "special items" and "discontinued operations" and moreover, they are not defined in the accounting system. In most of the cases, these items are reported under extraordinary items in the Turkish accounting system.

The new approach in IFRS climate is not to disclose any extraordinary loss or gain item either on the face or in the notes of income statement after 2003 revisions. The extraordinary items were explained in IAS 8 before recent revisions. In 2003, IASB removed the concept of "extraordinary items" from all international accounting standards. For example, with an addition to IAS 1, IASB states: "An entity shall not present any items of income and expense as extraordi-

nary items, either on the face of the income statement or in the notes IASB, IAS-1, par. 85)³² .” The reason of such elimination is explained by IASB (Improvements to International Accounting Standards, 2003, p. 55) as “The Board decided that items treated as extraordinary result from the normal business risks faced by an entity and do not warrant presentation in a separate component of the income statement. The nature or function of a transaction or other event, rather than its frequency, should determine its presentation within the income statement.”

The financial statements prepared according to unrevised IAS then can be seen better in terms of serving to evaluation of the earnings persistence and predictability as they reflect separate extraordinary items³³.

In summary, Turkish type income statements until 2005 have separate extraordinary gain and loss items but these items defined more widely than former IASs, after 2005 since ISE companies’ financial statements will be prepared according to IFRS, Turkish type financial statements will not have extraordinary items on the financial statements any more.

b) Statement of Cash Flows

In the previous section, some studies are quoted as their use of accrual quality construct to measure the earnings quality. The main step in those studies is the decomposition of earnings into its accrual and cash components. The more important decision is the way of decomposition in these studies.

Instead of focusing on the need of cash-accrual decomposition, it’s preferred to discuss the potential problems of decomposition from ISE companies’ point of view. To provide a better understanding, this discussion is organized on Sloan’s (1996) accrual / cash flow decomposition, which is mostly used in the related literature.

Sloan (1996) defines earnings as the sum of cash flow from operations (CFO) and accruals, and he also defines accrual component of earnings as the change in non-cash working capital less depreciation expense. As it is clear, the researchers need CFO and accruals in order to use them in the models. This time the calculation of accruals comes due.

³² The same statement is used in 2005 version of Turkish Accounting Standard (TAS) No:1 par. 85.

³³ IASB’s elimination of extraordinary items was criticized by some respondents to the Exposure Draft. IASB explains this situation as: “some respondents to the Exposure Draft argued that extraordinary items should be presented in a separate component of the income statement because they are clearly distinct from all of the other items of income and expense, and because such presentation highlights to users of financial statements the items of income and expense to which the least attention should be given when predicting an entity’s future performance” (IASB, 2003, p. 55)

In the accounting literature there are two approaches to the calculation of accruals. The first one is called the “balance approach” which indicates that current accruals are increases or decreases in the balances of non-cash current asset and current liability accounts. Accruals then are calculated according to balance sheet approach with the following formula:

$$\text{Accruals} = (\text{Change in non-cash current assets}) - (\text{Change in current liabilities}) - (\text{Current portion of long-term debt}) - (\text{Taxes payable}) - (\text{Depreciation expense})$$

The other approach is called the “cash flow approach” which derives data from cash flow statements and do not use any data from the balance sheet. Accruals in this approach are calculated with the following formula:

$$\text{Accruals} = \text{Earnings before extraordinary items from} - \text{Cash flows from operations}$$

Even though most of the studies have utilized the balance sheet approach to determine the accruals, Hribar and Collins (2002) indicate that CFO from the balance sheet gives erroneous results related to the effects of mergers, acquisitions, divestitures on working-capital balances that do not affect the statement of cash flows.

The main reason of using mostly the balance sheet approach in the US based literature is the lack of statement of cash flows in the U.S. until 1988. The use of balance sheet approach enables researchers to examine a longer sample period.

In Turkey, the statement of cash flows is not a required financial statement to be disclosed. The only period that statement of cash flows is available for companies is 1992-1997. So the studies that aim to calculate accruals in order to evaluate earnings quality can only use the less precise balance sheet approach in Turkey.

VI. SUMMARY AND CONCLUSIONS

The success of companies is determined by their value, namely firm value. One of the most critical criteria used in firm valuation models is profitability, namely earnings. Thus, the quality of earnings is important for sound decisions to be made by all who are interested in a firm’s performance.

There are various definitions of quality of earnings in the literature. These definitions mainly based on the attributes that earnings should possess to be of high quality. These attributes are persistence, sustainability, predictability, forecasting ability, smoothness, usefulness, closeness to cash.

Based on each definition, researchers have developed different approaches to measuring earnings quality. These approaches mainly comprise many econometric and complex methods. However, these approaches do not measure earnings quality directly, they first analyze some criteria (such as accrual quality,

existence of earnings management, etc.) and evaluate that criteria and link them to earnings quality. There are some other approaches in the literature which are developed to measure overall quality of earnings with a direct focus. The common approach of these studies is to use earnings quality indicators and assess the quality through those indicators.

There are two types of earnings quality indicator using studies in the literature. In the first type, the indicators are developed in terms of indices or scores and the earnings quality levels are assessed by the scores assigned to earnings. The other approach develops indicators by using some accounting treatments which potentially show the increasing or decreasing effects on the earnings quality. The experiences of the accounting world have major roles in the selection of those certain accounting treatments which are believed to be the indicators of high or low earnings quality.

The accounting system of Turkey and the recent developments in the system poses certain potential problems in analyzing the quality of earnings of Turkish companies. These may be stated under two main headings as the inflation effect on financial data and lack of or inappropriate formats of financial statements for earnings quality analysis.

In light of the above points, it should be noted that if any earnings quality analysis is carried for Turkish companies, specific characteristics of the Turkish accounting system and the changes in this system over the years should be taken into account. This also implies that any study using the earnings figure as its data should be aware of the effect of the issue of earnings quality on the findings. Moreover, investors, analysts and creditors should also be aware of these issues in order to make sound decisions.

APPENDIX

A Brief History of Turkish Accounting System ³⁴

The first step of the analysis of Turkish accounting environment can be started by the Commercial Code of the country. Commercial Law in Turkey is based on French Commercial Code (1850) at the beginning and based on German and Italian Commercial Codes in the later decades, 1926 and 1956. Since the Commercial Law only prescribes the minimum book-keeping requirements, Tax Procedural Law (TPL) provides more detailed rules for practical accounting applications for all companies except financial institutions such as banks, insurance

³⁴ See also Mugaň (1995), Cooke and Çürük, (1996) and The World Bank (2003) for a brief history of Turkish accounting system in English.

companies and companies listed in Istanbul Stock Exchange (ISE) since they have their own regulations.

Under the TPL, the Ministry of Finance (MOF) issued Accounting System Application General Communiqué Order No.1 in 1992 (became effective in 1994) and introduced a Uniform Chart of Accounts (CoA). This Communiqué prescribes the basic accounting concepts (social responsibility, business entity, going concern, periodicity, monetary unit, cost, objectivity, consistency, full disclosure, prudence, materiality, and substance over form), detailed principles for the preparation of financial statements, a chart of accounts and formats for financial statements (balance sheet, income statement, funds flow statement, profit distribution table, cost of sales statement, statement of changes in shareholders' equity)³⁵. Even the aim of this Communiqué is defined as: "...to provide a true and fair accounting of operations and results of enterprises and companies owned by legal and real entities that keep accounting records on a balance sheet basis; to secure a fair reflection of the information presented to the interested parties through financial statements; by maintaining the consistency and comparability of that information and to facilitate the audit of these firms", the main purpose is to provide information to tax authorities. The audit requirement is limited with the tax audit for larger companies. In other words, there is no obligation to disclose the financial statements to the public and the financial statements are not subject to independent financial statements audit. Since the 1992 Communiqué, the major regulation of tax authorities can be seen as the 2003 Law No: 5024 (and 5228) which is also known "inflation adjustment" law. The Law 5024 is far from general "inflation accounting knowledge" and the results of adjusted statements are not clear since the first adjusted statements are still not prepared.

Under the Capital Markets Law (CML), the Capital Markets Board (CMB) regulates all corporations whose shares are traded on the ISE, brokerage companies operating in the market, mutual funds, and investment funds. In January 1989 the CMB issued a Communiqué governing financial reporting by the capital market companies. This Communiqué strongly emphasizes that the financial statements should contain useful information to the users for their economic decisions. Financial statements prepared according to CMB regulations must be published and audited. The auditors should be approved by CMB³⁶. Until 2001 financial reporting requirements of capital market companies are mostly based

³⁵ This regulation is available in English at www.turmob.org.tr

³⁶ There are 84 independent audit companies approved by CMB. (April, 3,2005)

on 1989 Communiqué. In 2001 CMB issued two important communiqués to provide a higher degree of harmonization with international applications. These are known as Communiqué for inflation accounting and communiqué for consolidation of financial statements and both of them are effective for financial statements for the financial years ending after 1 January 2003. Finally, in November 2003 the CMB issued another Communiqué which is on IFRS identical standards. This Communiqué is effective in the first interim (quarterly) financial statements starting from 1 January 2005 and the CMB encourages early adaptation of IFRS. According to the amendments added to CML in 1999, Turkish Accounting Standards Board (TASB), the official representative of International Accounting Standards Board (IASB) in Turkey, established as an autonomous body in 2002 to prepare and issue Turkish Accounting Standards (direct translations of IFRS). The TASB has already issued the Conceptual Framework, TAS-1 Presentation of Financial Statements, TAS-2 Inventories and TAS 7 Cash Flow Statements by translating related IFRS into Turkish³⁷. In the near future, it's intended that CMB and other regulatory bodies, especially CMB will delegate their powers to set accounting standards to TASB.

Banks are subject to the regulations of Banking Law. After the bank crises in Turkey, Banking Regulation and Supervision Agency (BRSA) was established in 2000 as a body with administrative and financial autonomy to regulate banks under Banking Law. For listed banks, CMB delegates its power to set accounting regulation to BRSA. BRSA issued comprehensive accounting regulation on accounting standards that have been applicable to banks in 2002. These standards are in line with international applications but there isn't full compliance to IFRS like CMB's recent standards. Similarly, banks' financial statements must also be audited by the external auditors approved by BRSA and financial statements must be issued to the public.

In the system there are also some sector specific accounting and auditing regulations for insurance, leasing, third pillar private pension and factoring companies (under the regulation of Treasury), securities firms, mutual funds, asset management companies (under the regulation of the CMB) and existing second and third pillar pension funds (under the regulation of Ministry of Defense and /or the General Directorate of Foundations).

All of the above regulations on accounting and auditing are in addition to MOF's accounting regulations for tax purposes. In other words, listed compani-

³⁷ These standards are published in Official Gazette on January 15, 16 and 18, 2005 and issued.. (<http://www.tmsk.org.tr>)

es regulated by CMB should follow MOF's rules for tax purposes and follow CMB's rules for financial reporting purposes. Moreover, for most of the non-listed companies, the common opinion is that the financial reporting exists for tax purposes only. Thus, the book income and taxable income mean the same thing in most cases for those non-listed companies.

Accounting and auditing profession in Turkey has received its legal recognition in 1989 in accordance with the Accountancy Law No:3568. The Law establishes accounting and auditing as a profession and defines three categories of accounting and auditing professionals; a) Independent Accountant, (IA) b) Certified Public Accountant, (CPA) and c) Sworn-in Certified Public Accountant.(SCPA). IAs and CPAs are organized into 70 provincial Chambers and SCPAs are organized into 8 provincial Chambers and there are about 29.722 IAs, 30.954 CPAs and 3.474 SCPAs in Turkey ³⁸. The Union of Certified Public Accountants and Sworn-in Certified Public Accountants of Turkey (TURMOB) is founded by the Law No. 3568 enacted in 1989 as an official association of the profession through the participation of all the provincial Chambers of IAs, CPAs and SCPAs. The Union has the power to give professional licenses. The qualifications that are required to be a member of the profession are specified by the Law and only those who have been awarded a license by TURMOB are entitled to render professional services. Even though the TURMOB is established as an official association of the profession, neither CMB nor BRSA does not place any reliance on the oversight activities of TURMOB and use their own monitoring and enforcement units in reviewing the compliance of financial statements with their regulations. Moreover, because of the size of the capital markets, the majority of the accountants do not perform financial statement audit, instead they are related to book keeping and taxation compliance.

REFERENCES

Al-Debie, M. , M. Walker, "Fundamental Information Analysis: An Extension and UK Evidence", *British Accounting Review*, Vol.31, 1999, pp. 261-280.

Ali, A., Hwang, L.S., "Country-Specific Factors Related to Financial Reporting and the Value Relevance of Accounting Data", *Journal of Accounting Research*, Vol: 38, No:1, Spring 2000, pp.1-25.

Arce, M., Mora, A., "Empirical Evidence of the Effect of European Accounting Differences on the Stock Market Valuation of Earnings and Book Value", *The European Accounting Review*, Vol.11, No:3, 2002, pp. 573-579.

³⁸ As of 20.09.2004, www.turmob.org.tr

Ayres, F., "Perceptions of Earnings Quality: What Managers Need to Know", *Management Accounting*, Vol:78, No:9, 1994, pp. 27-30.

Ball, R., L. Shivakumar, "Earnings Quality in UK Private Firms: Comparative Loss Recognition Timeliness", *Journal of Accounting and Economics*, Vol: 39, 2005, pp. 83–128.

Ball, R., P. Brown, "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers", *Journal of Accounting Research*, Vol.6 (Autumn), 1968, pp. 159-177.

Ball, R., S.P. Kothari, A. Robin, "The Effect of International Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 29, 2000, pp. 1-51.

Ballas, A. A., "Valuation Implications of the Components of Earnings: Cross-sectional Evidence From Greece", 1997, <http://ssrn.com/abstract=55180>

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu, "Muhasebe Uygulama Yönetmeliği", (Banking Regulation and Supervision Agency, "Regulation on Accounting Principles"), Official Gazette No: 24793, 22.06.2002.

Barragato, A.C., A. Markelevich, "Earnings Quality Following Corporate Acquisitions", Paper presented at American Accounting Association 2004 Mid-Atlantic Region Annual Meeting, December 2003.

Barth, M.E., D.P. Cram , K.K. Nelson, "Accruals and the Prediction of Future Cash Flows", *The Accounting Review*, Vol.76, No:1, January 2001, pp. 27-58.

Bartov, E., F. A. Gul, and J. S. L. Tsui, "Discretionary-accruals Models and Audit Qualifications", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 30, 2002, pp. 421-452.

Basu, S., "The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.24, 1997, pp. 3-37.

Beaver W.H., S.G. Ryan, "Conditional and Unconditional conservatism: concept and modeling", Working paper, 2004

Beekes, W., P. Pope, S. Young, "The Link Between Earnings Timeliness, Earnings Conservatism and Board Composition: Evidence from The UK", *Corporate Governance*, Vol.12, No: 1, January 2004, pp. 47-59.

Beneish, M., M.E. Vargus, "Insider Trading, Earnings Quality, and Accrual Mispricing", *The Accounting Review*, Vol.77, No: 4, October 2002, pp. 755-791.

Bernard, V., D. Skinner, "What Motivates Managers' Choice of Discretionary Accruals?", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.22 No:1-3, 1996, pp. 313-325.

- Beuselinck, C., M. Deloof, S. Manigart**, “Private Equity and Earnings Quality”, 2005, <http://ssrn.com/abstract=483522>
- Bliss, J.H.** “Management Through Accounts”, The Ronald Press Co., New York 1924.
- Carnes, A.T. , J.P. Jones, T.B. Biggart, K.J. Barker**, “Just-in-time Inventory Systems Innovation and the Predictability of Earnings”, *International Journal of Forecasting*, Vol.19, 2003, pp. 743-749.
- Chan, K. , L.K.C. Chan, N. Jegadeesh, J. Lakonishok**, “Earnings Quality and Stock Returns”, 2004, Working paper, University of Illinois at Urbana- Champaign, IL. (Forthcoming: *The Journal of Business*, Electronic Edition, Published by the University of Chicago, Vol. 79, No: 4, July 2006.)
- Chandra, U., C. Wasley, G. Waymire**, “Income Conservatism in the U.S. Technology Sector”, University of Rochester, Financial Research and Policy Working Paper No: FR 04-01, 2004.
- Choi, F.D.S., C.A. Frost, G.K. , Meek**, “International Accounting”, Prentice Hall, Third Edition, USA, 1999.
- Christian, C. ,** “The Value-relevance of Earnings and Operating Cash Flows During Mergers”, *Managerial Finance*, Vol.30, No:11, 2004, pp. 16-29.
- Collins, D. W. and Kothari, S. P. ,** “An Analysis of Intertemporal and Cross-sectional Determinants of Earnings Response Coefficients”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.11, 1989, pp. 143-181.
- Collins, D.W., P. Hribar**, “Earnings-based and Accrual-based Market Anomalies: One Effect or Two?”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.29, 2000, pp. 101-123.
- Cooke, T.E., T. Çürük**, “Accounting in Turkey with Reference to the Particular Problems of Lease Transactions”, *The European Accounting Review*, Vol.5, No:2, 1996, pp. 339-359.
- Cormier, D., M. Magnan, B. Morard**, “The Contractual and Value Relevance of Reported Earnings in a Dividend-focused Environment”, *The European Accounting Review*, Vol. 9 No:3, 2000, pp. 387-417.
- Cornell, B., W.R. Landsman**, “Accounting Valuation: Is Earnings Quality an Issue?”, *Financial Analysts Journal*, Vol.59, No:6, Nov/Dec 2003, pp. 20-28.
- DeAngelo, L.**, “Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Stockholders”, *The Accounting Review*, Vol: 41, 1986, pp. 400-420.

Dechow, M.D., I. D. Dichev, “The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors”, *The Accounting Review*, Vol.77, Supplement 2002, pp. 755-791.

Dechow, M.D., R.G. Sloan, A.P. Sweeney, “Detecting Earnings Management”, *The Accounting Review*, Vol.70, No:2, April 1995, pp. 193-225.

DeFond, M. L., J. Jiambalvo, “Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.17, 1994, pp. 145-176.

Demirağ, I., M. Serter, “Ownership Patterns and Control in Turkish Listed Companies”, *Corporate Governance*, Vol.11, No:1, January 2003, pp. 40-51.

Dharan, B. G., “Accruals Management with Financing and Investing Transactions”, Rice University, Working paper, 2003.

Dumontier, P., R. Labelle, “Accounting Earnings and Firm Valuation: the French Case”, *The European Accounting Review*, Vol.7, No:2, 1998, pp. 163-183.

Durukan, M. B., ÖZKAN, S., “Capital Market Development Leading to Accounting Harmonization: Culture as a Challenge”, 2004, Paper Presented at the First Annual International Accounting Conference in Istanbul, Turkey.

Easton, P. D. , M.D. Zmijewski, “Cross-sectional Variation in the Stock Market Response to Accounting Earnings Announcements”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 11, 1989, pp. 117-141.

Elgers, P.T., R.J. Pfeiffer Jr., S.L. Porter, “Anticipatory Income Smoothing: a Re-examination”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.35, 2003, pp. 405-422.

Epps, R.W., J.W. Oh, “Market Perception of Foreign Financial Reports: Differential Earnings Response Coefficients Between U.S. and Foreign GAAP”, *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, Vol.6, No:1, 1997, pp. 49-74.

FASB, *Statements of Financial Accounting Concepts*, No:1 Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises, 1978.

FASB, *Statements of Financial Accounting Concepts*, No:2 Qualitative Characteristics of Accounting Information, 1980.

FASB, *Statements of Financial Accounting Concepts*, No:5 Recognition and Measurement in Financial Statements of Business Enterprises, 1984.

FASB, *Statements of Financial Accounting Standards*, No: 132 Employers’ Disclosures about Pensions and Other Postretirement Benefits, 1998.

Feltham, G., Ohlson, J., “Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities”, *Contemporary Accounting Research*, Vol.11, 1995, pp. 689-731.

Francis, J. , R. LaFond, P. Olsson, K. Schipper, “Costs of Capital and Equity Attributes”, 2003, Working paper, Duke University.

Francis, J., K. Schipper, L. Vincent, “The Relative Incremental Explanatory Power of Earnings and Alternative (to earnings) Performance Measures for Returns”, *Contemporary Accounting Research*, Vol.20, Spring 2003, pp. 121-164.

Giner, B., C. Reverte, “The Value Relevance of Earnings Disaggregation Provided in the Spanish Profit and Loss Account”, *European Accounting Review*, Vol.8, No: 4, 1999, pp. 609-629.

Graham, J. R., C. R. Harvey, S. Rajgopal, “The Economic Implications of Corporate Financial Reporting”, Duke University, Working paper, 2004.

Gray, S., “Towards a Theory of Cultural Influence on the Development of Accounting Systems Internationally”, *Abacus*, Vol: 24, No: 1, 1988, pp. 1–15.

Green, J.P., “The Impact of the Quality of Earnings on the Valuation Relevance of Cash Flow Disclosures”, *British Accounting Review*, Vol.31, 1999, pp. 387-413.

Guay, W. R., S. P. Kothari, R. L. Watts, “A Market Based Evaluation of Discretionary Accrual Models”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 34 (Supplement), 1996, pp. 83-105.

Healy, P., “The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.7, 1985, pp. 85-107.

Hodge, F.D., “Investors Perceptions of Earnings Quality, Auditor Independence, and the Usefulness of Audited Financial Information”, *Accounting Horizons*, Supplement 2003, pp. 37-48.

Hofstede, G., “Cultural Dimensions in Management and Planning”, *Asia Pacific Journal of Management*, January 1984, pp. 83-84.

Hribar, P., “The Market Pricing of Components of Accruals”, Cornell University, Working paper, 2000.

IASB, Improvements to International Accounting Standards, December 2003.

IASB, Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements.

Jones, J.J., “Earnings Management During Import Relief Investigations”, *Journal of Accounting Research*, Vol.29, No: 2, 1991, pp. 193-228.

Kang, T., “Quality of Earnings Inferred from the Profitability of EP Trading Rules”, *Managerial Finance*, Vol.30, No: 11, 2004, pp. 30-44.

Kaznik, R., “On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management”, *Journal of Accounting Research*, Vol.37, No:1, 1999, pp. 57-82.

Kormendi, R., R. Lipe, “Earnings Innovations, Earnings Persistence, and Stock Returns”, *Journal of Business*, Vol.6, No:3, 1987, pp. 323-345.

La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, “Law and Finance”, *The Journal of Political Economy*, Vol.106, No:6, 1998, pp. 1113-1155.

Lang, M., J. S. Raedy, M. H. Yetman, “How Representative are Firms that are Cross-listed in the United States? An Analysis of Accounting Quality”, *Journal of Accounting Research*, Vol.41, No: 2, May 2003, pp. 363-386.

Lev, B., “On the Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research”, *Journal of Accounting Research*, Vol.27, Supplement 1989, pp. 153-192.

Lev, B., S.R., Thiagarajan, “Fundamental Information Analysis”, *Journal of Accounting Research*, Vol.31, No: 2, Autumn 1993, pp. 190-215.

Levitt, A., “The Numbers Game”, New York, 1998, <http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch220.txt>

Lipe, R.C., “The Information Contained in the Components of Earnings”, *Journal of Accounting Research*, Vol.24, Supplement 1986, pp. 37-64.

Lipe, R.C., “The Relation Between Stock Returns and Accounting Earnings Given Alternative Information”, *The Accounting Review*, Vol.65, No: 1, January 1990, pp. 49-71.

Liu, J., D. Nissim, J. Thomas, “Equity Valuation Using Multiples”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, No: 1, March 2002, pp. 135-172.

Maliye ve Gümrük Bakanlığı, “Muhasebe Sistemi Uygulama Genel Tebliği”, (Ministry of Finance and Customs, “Accounting System Application General Communiqué”), published in Official Gazette, 26.12.1992.

McCrae, M., H. Nilsson, “The Explanatory and Predictive Power of Different Specifications of the Ohlson (1995) Valuation Models”, *The European Accounting Review*, Vol.10, No:2, 2001, pp. 315-341.

McNichols, M.F., “Discussion of the Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors”, *The Accounting Review*, Vol.77, Supplement 2002, pp. 61-69.

Merrill Lynch, Accounting Bulletin #69, September 1998.

Mugan C. Ş., “Accounting in Turkey”, The European Accounting Review, Vol.4, No: 2, 1995, pp. 351-371.

Narayanamoorthy, G., “Conservatism and Cross-Sectional Variation in the Post- Earnings-Announcement Drift”, Yale University, Working paper, 2003.

Niu, F.F., G.D. Richardson, “Earnings Quality, Off-balance Sheet Risk, and the Financial-Components Approach to Accounting for Transfers of Financial Assets”, 2004.

Nobes, C. , R. Parker, “Comparative International Accounting”, Prentice Hall, Sixth edition, Great Britain 2000.

OECD, “Small And Medium-Sized Enterprises In Turkey, Issues and Policies”, 2004, www.oecd.org

O'glove, T. L. “Quality of Earnings: The Investor's Guide to How Much Money a Company is Really Making”, The Free Press, 1987.

Pae, J., D.B. Thornton , M. Welker, “The Link Between Earnings Conservatism and Balance Sheet Conservatism”, Queen’s University, Working Paper 2004.

Patell, J.M., “Discussion of On the Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lessons Directions from Two Decades of Empirical Research”, Journal of Accounting Research, Vol.27, Supplement 1989, pp. 193-200.

Penman, S.H., X.J. Zhang, “Accounting Conservatism, the Quality of Earnings, and Stock Returns”, The Accounting Review, Vol.77, No: 2, April 2002, pp. 237-264.

Phillips, J., M. Pincus, S. O. Rego, “Earnings Management: New Evidence Based on Deferred Tax Expense”, University of Iowa, Working paper, 2002.

Ramakrishnan, R., J. Thomas, “Valuation of Permanent, Transitory and Price Irrelevant Components of Reported Earnings”, Journal of Accounting, Auditing, and Finance, Vol.13, 1998, pp. 301-36.

Richardson S.A., R.G. Sloan, M.T. Soliman, I. Tuna, “Accrual Reliability, Earnings Persistence and Stock Prices”, December 2004, Working paper, University of Michigan.

Richardson, G., S. Tinaikar, “Accounting Based Valuation Models. What Have We Learned?”, University of Toronto, Working paper, 2003.

Schipper, K., L. Vincent, “Earnings Quality”, Accounting Horizons, Supplement 2003, pp. 97-110.

Securities and Exchange Commission (SEC), Review of the Periodic Reports of the Fortune 500 Companies, 2002, <http://www.sec.gov/divisions/corpfm/fortune500rep.htm>.

Sermaye Piyasası Kurulu, “Sermaye Piyasasında Konsolide Mali Tablolara ve İştiraklerin Muhasebeleştirilmesine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Tebliğ”, (Capital Markets Board, “Communiqué for Consolidation”), Official Gazette No:24582, 13.11.2001.

Sermaye Piyasası Kurulu, “Sermaye Piyasasında Muhasebe Standartları Hakkında Tebliğ”, (Capital Markets Board, “Communiqué for IFRS”), Official Gazette No:25290, 15.11.2003.

Sermaye Piyasası Kurulu, “Standart Genel Hesap Planı ve Planın Kullanım Esasları Hakkında Tebliğ”, (Capital Markets Board, “Communiqué for Uniform Chart of Accounts”), Official Gazette No:20064, 19.01.1989.

Sermaye Piyasası Kurulu, “Yüksek Enflasyon Dönemlerinde Mali Tabloların Düzeltilmesine İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Tebliğ” (Capital Markets Board, “Communiqué for Inflation Accounting”), Official Gazette No:24597, 28.11.2001.

Shaw, K.W., “Corporate Disclosure Quality, Earnings Smoothing, and Earnings Timeliness”, Journal of Business Research, Vol.56, 2003, pp. 1043-1050.

Shroff, P. K., R. Venkataraman, S. Zhang, “The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings: An Event-Based Approach”, University of Minnesota, Working paper, 2004.

Sloan, R. G., “Do Stock Prices Fully Reflect Information in Cash Flows and Accruals About Future Earnings?”, The Accounting Review, Vol.71, Issue 3, July 1996, pp. 289-315.

Solnik, B., D. McLeavey, “International Investments”, Addison Wesley, USA, 2004.

Stittle, J., “The Reformation of European Corporate Reporting. Towards a Model of Convergence or Confusion?”, European Business Review, Vol.16, No:2, 2004, pp. 139-151.

Stowe, J. D., R.T. Robinson, J.E. Pinto, D.W. McLeavey, “Analysis of Equity Investments: Valuation”, AIMR, USA, 2002.

Subramanyam, K.R., “The Pricing of Discretionary Accruals”, Journal of Accounting and Economics, Vol.22, 1996, pp.249-281.

Teoh, S. H., T. J. Wong, G. R. Rao, “Are Accruals During Initial Public Offerings Opportunistic?”, Review of Accounting Studies, Vol. 3, 1998, pp.175-208.

Teoh, S.H. , T.J. Wong, “Perceived Auditor Quality and the Earnings Response Coefficient”, *The Accounting Review*, Vol.68, No:2, April 1993, pp. 346-366.

The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, *Fraudulent Financial Reporting: 1981-1986 - An Analysis of U.S. Public Companies*, 1987, www.coso.org/NCFRR.pdf.

The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, *Fraudulent Financial Reporting: 1987-1997 - An Analysis of U.S. Public Companies*, 1999, www.coso.org.

The World Bank, “Turkey: Non-Bank Financial Institutions and Capital Markets Report”, Report No: 25467-TU, February 2003, www.worldbank.org.

Thomas, J. K. and H. Zhang, “Inventory Changes and Future Returns”, *Review of Accounting Studies*, Vol.7, 2002, pp. 163-187.

Watts, R.L., “Conservatism in Accounting Part 1: Explanations and Implications”, *Accounting Horizons*, Vol.17, No: 3, September 2003a, pp. 207-221.

Watts, R.L., “Conservatism in Accounting Part 2: Evidence and Research Opportunities”, *Accounting Horizons*, Vol.17, No: 4, December 2003b, pp. 287-301.

Watts, R.L., J.L. Zimmerman, “Positive Accounting Theory”, Prentice-Hall, NJ 1986.

White, G. I., A.C. Sondhi, D. Fried, “The Analysis and Use of Financial Statements”, John Wiley & Sons Inc., Second edition, USA, 1997.

Wild, J.J. , K.R. Subramanyam, R.F. Halsey, “Financial Statement Analysis”, McGraw-Hill, Eighth edition, Singapore 2004.

Wild, J.J., “Stock Price Informativeness of Accounting Numbers: Evidence on Earnings, Book Values, and Their Components”, *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol.11, Issue: 2, 1992, pp. 119-154.

Wu, M., “Earnings Restatements: A Capital Market Perspective”, New York University, Working paper, 2002.

Zhang, X.J., “Conservative Accounting and Equity Valuation”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.29, 2000, pp. 125-149.

TÜRKİYE'DE FİNANSAL RAPORLAMA VE HARMANİZASYON GEREKSİNİMİ

Cansen Başaran Symes
Başaran Nas SMMM A.Ş.

Salona bakıyorum, iki sene sonra yüzde 90 yine aynı yüzler, biz her yerde beraberiz, yine bizler bu konuları birlikte tartışıyoruz. İnşallah bundan sonraki sempozyumda daha farklı kitlelere de bu sunumları ulaştırabiliriz. Çünkü ben hemen hemen soru soracak arkadaşları bile -eğer vakit kalırsa- şu anda tahmin edebiliyorum. Artık bu bizim seminerlerin çok kitleselleşmiş, gelenekselleşmiş bir grubu salonda. Dolayısıyla hepimize, bütün dostlara tekrar hoş geldiniz diyorum.

Tabii ki, dünyada mesleğimizdeki değişen konular, Türkiye için şu anda biraz da ayrıntılı olan bir sürü konuya götürdü. Nitekim bir önceki oturumda son derece kapsamlı bir şekilde denetim komiteleri, risk yönetimi, bunları dinledik.

Ben diyorum ki, biz bu sabah aslında mesleğin çok temel sorunlarıyla başladık, ben tekrar sizi kapanışa doğru, bizim biraz Türkiye'nin realitelerine ve hepimizin bildiği aslında, çok daha işin özüne ve basitine götürmek istiyorum izninizle.

Standartların olmadığı bir dünyada, karikatür aslında kendini çok da açıklama istemiyor, "benim tenis topuyla oynamaya ne dersin" diyen bir tenisçi, demek ki dünyada ister muhasebe mesleği, ister spor, ne olursa olsun mutlaka temel standartlara ihtiyacımız var.

Bu anlamda tek tip finansal raporlama standardının ihtiyacını aslında burada çok da tekrarlamaya gerek yok. Bunu biz kanıksadık, onun için de Türkiye'de son derece olumlu gelişmeler var. Ama biliyoruz ki, dünyanın her yerinde aynı şekilde uygulanan yüksek kalitedeki standartlar, sermayenin dağılımındaki verimliliği artırıyor. Hepimiz biliyoruz, sermaye küresel bir meta. Dolayısıyla, Türkiye'nin çok başlıktan mutlaka uzaklaşması lazım ki, bu konuda zaten oldukça gelişmeler var son yıllarda.

Yatırımcılar yatırımlarıyla ilgili daha sağlıklı karar alabiliyorlar, şirketler birleşme ve devir işlemleriyle ilgili stratejik karar alma mekanizmalarını geliştirebiliyorlar ve daha da önemlisi aslında, yüksek kalitedeki global standartları geliştirirken, ülkeler ulusal standart belirleme sürecinde öne çıkan fikirlerden de yararlanabiliyorlar. Dolayısıyla, hepimizin bu tür standartlara ihtiyacı var.

Standartlardan fazla bahsetmeyeceğim, çünkü Türkiye'deki gelişmeleri herkes son derece iyi biliyor bu salonda. Ben buradan finansal raporlamanın özüne döneceğim. Çünkü, aslında finansal raporlama zaman zaman hepimizin sadece bir output diye baktığı oldukça karmaşık ve mutlaka ve mutlaka iyi işemesi gereken

bir süreç. Bunu bir süreç diye düşündüğümüz zaman, aslında olayın komplikasyonu zaten kendiliğinden ortaya çıkıyor ve bu sabahleyin çok güzel sözlerle ifade edildi. Bu süreçteki en ufak bir aksaklık, şirket üst düzey yönetimlerini, yönetim kurulu üyelerini, tüm tedarik zincirine -ki birazdan ondan bahsedeceğim- yansıyor, bireylerin, şirketlerin, ülkelerin ve global ekonominin zarar görmesine neden oluyor. Dolayısıyla, finansal raporlama burada son derece, sürecin işlenmesi en temel konumuz bizim.

Finansal raporlamanın aslında geleceğine baktığımız zaman, tabii ki dünyada veri kalitesi şu anda en ciddi konu, burada da sürekli yeni kavramlar, uygulamalar. Biliyorsunuz dünyadaki en iyi dediğimiz standartlar her gün yeni değişimlere açık, ama bütün bunların ötesinde teknolojilerin geliştirilmesi ve uygulanmasına çok bağlı. Yani teknolojiyi kullanmadan istediğiniz kadar iyi sizin raporlama ve muhasebe standartlarınız olsun, doğru bilgiyi üretmenize imkan yok. Dünya buna doğru gidiyor.

Şimdi burada biraz değişimden bahsetmek istiyorum, aslında sabah da bahsedildi ama; teknolojiler geliyor, internet, bilgi çağı diyoruz ve bunlar aslında kurumsal raporlamanın sonuçlarını kamuoyuyla son derece değişik platformlarda paylaşıyorlar ve bunlar sürekli değişime tabi. Bilgi açısından en zengin olduğumuz bir dönemde, sürekli ani değişimlere açık ve sınırları olmayan bir dünyada yaşıyoruz.

Aslında salondaki yaş ortalamasına bakıyorum, burada herkes en azından 10 seneden fazla iş hayatında. Son senelerde hepimizin yaşadığı değişimleri düşünün ve bu değişimlere ayak uydurmaya çalışan bir finansal raporlama; bence onun için sadece bugünü değil, iş hayatındaki geleceği düşünmek durumundayız.

Biliyorsunuz son 10 yıldır dünya diyor ki inanılmaz derecede değişiyoruz. Ama yapılan araştırmalar, aslında değişim hızının önümüzdeki 25 yıl içinde bugün 4 katı daha olacağını düşünüyor. Dolayısıyla, biz çok daha hızlı bir şekilde problemlerimizi sabitleyip, ilerideki daha da hızlı değişecek olan dünyaya ayak uydurmak zorundayız. Ben buna son derece önem veriyorum arkadaşlar. Çünkü bizim son derece temel problemlerimiz var, ama biz o temel problemlerin yanında da tabii ki dünyadaki ajandayı takip etmeye çalışıyoruz. Ama lütfen o temelleri bir an önce çözelim, çünkü önümüzdeki 25 yıl bizi daha da zorlayacak.

Burada sizinle geçen yıl aslında Davos'ta Dünya Ekonomi Forumu'nda katıldığım bir çalışmadan çıkan sonuç bildirgesini başlamak istiyorum.

2004 yılındaydı, "kurumları yeni baştan düşünelim." Bu çok önemli. Çünkü bizim mesleğimizin direkt ilgilendiği kısım kurumlar. Önümüzdeki 10 yıl içinde şirketler yeniden yapılacaklar, ki bu müthiş bir süreçle devam ediyor, bunu hepimiz görüyoruz. Rekabet ortamında kalıcı olabilmek için yetenekli eleman arayışına girecekler. Bakın bu bizim meslek için son derece önemli. Dünyada

çok işsiz var diyoruz, ama dünyada iş hayatı şu anda yetenekli elemanı bulmakta müthiş güçlük çekiyor. Bu, Türkiye'nin çok ciddi bir sıkıntısıdır. Dolayısıyla, yetenekli elemanları bu mesleğe çekmek bizim için önümüzdeki dönemlerde, eğer bu mesleğin kalitesini artırıp doğru finansal raporlama yapacaksak, son derece önemli bir güçlük.

Aynı zamanda şirketlerin yeni davranış standartları olacak ki, bunlardan bahsediyoruz, daha açık şeffaflık; bunlar son derece önemli, mesleği ve raporlamayı ciddi etkileyecek. Ayrıca teknolojinin gelişmesiyle şirketlerin sosyal sorumlulukları çok daha artacak, bunu hepimiz biliyoruz.

Burada çok kısa bir şekilde, bunlar hepsi bildiğiniz şeyler, ama ben finansal raporlamayı bir kademe daha ileri götürüp kurumsal raporlama tedarik zinciri diye bunu konumlandıracağım. Çünkü finansal raporlama, finansal bilgiler... Biz tabii ki bugün onu tartışalım, çünkü asıl konumuz o; ama dünya finansal raporlamayı aştı, şu anda kurumsal raporlamayı tartışıyor, yani finansal olmayan bilgilerin de kamuya paylaşılması. Dolayısıyla, bizim orada çok da zamanımız yok, o da yakında bizim ajandamıza daha şiddetli bir şekilde gelecek.

Ben bu çok baz olan şeyleri izninizle hızlıca geçeceğim. Çünkü buralarda biz zaman zaman çok ciddi kavram kargaşasına düşüyoruz.

Yönetim nedir? Yönetim, hissedarlar lehine değer yaratacak kararların alınması için hissedarların parasını kullanmaktan kendisini sorumlu tutmalıdır. Son derece önemli, yönetimin ara rolü bu. Yönetim kurulu ve özellikle bağımsız üyeler, mali sorumluluğun hem yönetim, hem de yönetim kurulunun kendisi tarafından fark edildiğini ve sürdürüldüğünü sağlamak için vardır. Son derece önemli. Bağımsız denetim firmaları, yönetimin ürettiği ve raporladığı -Türkiye'de maalesef o aşamaya gelemedik, çünkü bağımsız denetçiler raporları hazırlıyor- bilgiler üzerinde görüş beyan etmek zorundadırlar. Ve burada sorumluluklarının da sadece çalıştıkları firmalar değil, tüm kamuya olduğunu, kamu güvenini oluşturmak olduğunu asla ve asla unutmamalıdır.

Analistler yatırımcılara karar vermek için kullanabilecekleri yüksek kalitede araştırmalar yapmak amacıyla, raporlanan bilgilerin kullanılmasından sorumlular; ama, ekonomik kâr ihtilafı, birtakım çıkarlar için bu bilgileri saptıramazlar. Bunlar çok önemli. Çünkü bir finansal raporlama dediğiniz zaman şirketin, yönetimin imzaladığı ve bağımsız denetimin değil, ondan sonra kamuya paylaşılan bir tedarik zincirinden bahsediyoruz. Burada herkese rol düşüyor. Dolayısıyla bir grubun bu işi iyi yapmasıyla bu sıkıntıların üzerinden gelmemiz imkansız. Düzenleyici kurumlar son derece önemli. Bu bilgilerin kullanılabilir ve güvenilir hale getirilmesi için ilkeleri ve kuralları ortaya koymaktan sorumlular, ama bu da yeterli değil. Düzenleyiciler aynı zamanda bütün bu grupların görevlerini doğru olarak yaptıklarından emin olmakla sorumlu olup, dikkatli bir yönetim

tarzı ve bilgi donatımıyla, bunun altını önemle çiziyorum; problemleri aktif bir şekilde ortaya çıkarıp önlem almakla sorumlular. Dolayısıyla, problem ortaya çıktıktan sonra “o hata yaptı, o görevini yapmadı” değil, önceden bilgi donanımı ve aktif olarak bu problemleri -iş hayatının önüne gelen- bulmak zorundadırlar. Son derece önemli, altını çiziyorum.

Bilgi sağlayıcılar bu bilgileri doğru paylaşmak, Türkiye’de son derece raporlardan alınmış, medyada, internette parça bilgilerle kamuyu yanıltan çok fazla bilgi. Dolayısıyla burası da çok önemli, bilgi sağlayıcılar; medya, internet, kim dersiniz deyin o bilgiyi tam ve eksiksiz kullanmak zorundadırlar. Yatırımcılar risk, geri dönüş, yatırım hakkında kişisel kararlarını vermek için kullandıkları bilgiyi elde etme, anlama ve analiz etmekten sorumludurlar. Dolayısıyla bu tamamıyla yatırımcıların sorumluluğu. Diğer hissedarlara bilgi için bilgiyi sağlayan kişilerden daha büyük sorumluluk talep etmek durumundalar. Sağlam bilgileri kullanarak aldıkları kararlardan eninde sonunda kendileri sorumlu olacaklardır; ne düzenleyici kurumu, ne denetçi, ne yönetici. Bu yüzden bilginin bütününe mevcut olmadığı veya mevcut bilgiyi anlamada eksiklik yaşadıkları durumlarda yatırım yapmayacaklar. Türkiye’de batan bankalara mevduat yatıran hiçbir yatırımcıya ben acımadım, kusura bakmayın. Çünkü birçok şey bilinendi. Dolayısıyla, burada yatırımcının kendi sorumluluğu var, yatırımcı kendi sorumluluğunda, bilincinde olacak ve burada kimi nerede ve kendini nerede suçlayacağını kesinlikle bilecek.

Bütün bunlardan sonra, tabii ki şeffaflık, hesap verebilirlik toplum güveni inşa etmek için son derece önemli; ama maalesef yeterli değil. Her ikisi de dürüst insanların varlığına bağlı. Ben Türkiye’deki en temel problemimizin bu olduğunu düşünüyorum açıkçası. Kurallar, düzenlemeler, kanunlar, fikirler, yapılar, yöntemler, en iyi uygulamalar, teknolojinin en iyi şekilde kullanılması dahi; şeffaflık ve hesap verebilirliği garanti altına alamaz. Bunu mutlaka ve mutlaka bilmek durumundayız.

Dürüst insanların elverişli olan veya hatta gerekli bir biçimde hoş görülebilir olanı değil, doğru şeyi yapmasıyla ancak piyasalardaki güveni sağlayabiliriz. Elverişli olan çok kolay ve çok ticari, ama doğru olanı yapmak çok daha uzun vadeli bir duruşu gerektiriyor. Bu çok önemli.

Sonuçta önemli olan, insanların sadece sözleri değil, aslında eylemleridir. Ben şunu söyleyeceğim: Senelerdir bu sempozyumlara katılıyorum, senelerdir biz bu söylemleri söylüyoruz; ama ben aslında eylemde çok iyi bir noktada olduğumuza şahsen düşünmüyorum.

Dolayısıyla, hep toplumsal güven diyoruz, raporlanan bilgi için temel olarak kişisel dürüstlük olmadan toplumsal güven de var olamaz. Aslında olayın özü bu kadar basit arkadaşlar.

Burada Nasdaq Stok Market'in eski çevirmeninin bir sözünden alıntı var, bence son derece günün de gerçeğini yansıtıyor, bundan birkaç sene önceki bir sözü olmakla beraber; günümüz sermaye piyasaları her ne kadar en gelişmiş bilgi teknolojileriyle donanmış olsa da, basit gerçekleştiremeyecek ve hep basit kalacaklardır. Sermaye piyasalarının etkinliği kamu güvenine, bu güven ise zamanla sağlanan tam, gerçeği yansıtan ve güvenilir bilgiye bağlıdır. Bu, tek kelimeyle de şeffaflık ile sağlanabilir.

Şimdi daha fazla şeffaflık dediğiniz zaman, burada hemen bir parantez açacağım, çünkü Türkiye'nin çok ciddi bir sorunudur bu; şeffaflık riski beraberinde getiriyor mu? Getiriyor tabii ki. Ama onun için doğru bilgi üreteceksiniz ve şeffaf olacaksınız, yanlış bilgiyle şeffaflık olmuyor. Evet, rekabette dezavantaj olabilir, şeffaflığı doğru kullanmadığımız zaman.

Günümüz yöneticilerinin bütün bunlardan sonra işleri daha mı güçleştirdi? Kesinlikle, geçmişe göre çok daha zor herkesin işi. Ben burada bütün yöneticileri, şeffaflığa sahip çıkmaya davet ediyorum. Bu ister şirketler olsun, ister bizim yönettiğimiz denetim şirketleri, muhasebe büroları, vergi büroları ne olursa olsun; mutlaka ve mutlaka daha yükseği hedefleyin diyorum. Kuruluşunuzun genlerine dürüstlük ve şeffaflık bilincini aşılayın diyorum. Bir sonraki güçlüğünü mutlaka önceden tahmin edin diyorum ve sadece büyük oyuncularla değil, şirketin performansına etki eden tüm paydaşlarla iletişim kurun. Kimseyi, o daha küçük ortaktır, o çalışandır diye hiç kimseyi lütfen küçümsemeyin.

Ben diyorum ki, bir dahaki sempozyumda niye hayallerimiz gerçek olmasın; bir haya kuralım, yıl 2007, 8. Sempozyumdayız, artık biz muhasebe standartlarını aşmışız, harmonizasyon diye bir konumuz yok, kurumsal yönetim yerinde;

Biz artık çok daha sofistike konulara girdik, Türk Ticaret Kanunu delinmeden geçti, biz artık şeyi tartışıyoruz UFRS'nin orta ve küçük ölçekli işletmelerdeki uygulama sorunlarını, Türkiye perspektifinde özel sektörlere göre olan kurumsal raporlama ilkelerini,

Sivil toplum örgütlerinin finansal raporlama standartlarının örnek bir çalışma sunuyor, bir tane arkadaşımız üniversiteden; SPK'nın yayınladığı finansal raporlama değil kurumsal raporlama ilkeleri, yani finansal olmayan bilgileri de içeren standartları tartışıyoruz.

Benim hayalim bu. Çok teşekkür ediyorum.

İSTANBUL MENKUL KIYMETLER BORSASI ŞİRKETLERİNİN ŞEFFAFLIK VE KAMUYU BİLGİLENDİRME BAKIMINDAN DERECELENDİRİLMESİ*

Mine AKSU
Arman KÖSEDAĞ
Yönetim Bilimleri Fakültesi
Sabancı Üniversitesi

*Araştırmada kullanılan niteliklerin çoğu ve puanlama metodolojisi için Standard and Poor's (S&P) derecelendirme şirketine; asistanların eğitimi için S&P Londra ofisinden Amra Balic'e ve Sabancı Üniversitesi Kurumsal Yönetim Forumu Direktörü Melsa Ararat'a; finansal raporların ve web sitelerinin analizinde dikkatli ve sabırlı çalışmalarından dolayı sevgili asistanlarımız Aydos Özel, Erkin Solak, Esra Aksu ve Meriç Bıçakçı'ya, Türkçe'ye tercümede uzman yardımcıları için de Zeynep Yeşiltuna ve Esra Aksu'ya çok teşekkür ederiz..

Özet

Atlantik'in her iki yakasında yaşanan finansal raporlama ve denetim skandalları, birçok ülkede kanun ve standartların en iyi kurumsal yönetim (KY) uygulamalarını kapsayacak şekilde değişmesine sebep olmuştur. Gelişmiş ülkelerde birçok firma da, akademik çalışmalarda yüksek KY standartları ile yüksek firma performansının bağlantılı olduğunun bulunması nedeniyle, hem yatırımcılara kalitelerini göstermek hem de KY uygulamalarını geliştirmek için gönüllü olarak KY uygulamalarını derecelendiren kurumların hizmetlerinden yararlanmaya başlamışlardır.

Literatürde KY kalitesinin önde gelen göstergelerinden biri firmaların şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme (Ş&B) uygulamaları olmuştur. Ş&B, finansal tabloların, mülkiyet yapısının ve genel kurul&yönetim yapı ve işleyişinin kamuya açıklanmasında 'eksiksiz ifşaat' ve 'şeffaflık' ve 'aydınlatıcılık' prensiplerine uyum olarak tarif edilebilir. Biz de bu çalışmada Standard & Poor's (S&P) ile işbirliği yaparak, İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında (İMKB) işlem gören en büyük ve en likit 52 firmayı, yıllık finansal raporlarında ve web sitelerinde kamuya açıklanan bilgilere bakarak değerlendirdik. Bu kaynaklarda, üç ana kategoriden oluşan (mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri, finansal şeffaflık ve bilgi ifşası, genel kurul/yönetim yapısı ve işleyişi) ve en iyi Ş&B ilkelerine uygun 106 niteliğin bulunup bulunmadığını ölçtük. Bu 106 nitelik, S&P'nin bazı başka ülkelerdeki Ş&B çalışmalarında kullandığı 98 soruya Türkiye'nin düzenleyici ortamına ve Türk Sermaye Piyasası Kurumu'nun yeni KY önerilerine göre uyarlanmış bazı soruların eklenmesi ile geliştirilmiştir. Çalışmamız ayrıca bu 52 fir-

manın Ş&B notları ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi de değerlendirerek diğer bazı ülkelerde görülen bu ilişkinin İMKB şirketleri için de geçerli olup olmadığını test ederek, firmalara KY/ Ş&B prensiplerine uyum için motivasyon sağlamayı da amaçlamaktadır.

Bu çalışma İMKB firmalarının kamuyu bilgilendirme ve şeffaflık uygulamalarının ilk objektif derecelendirilmesidir. Ayrıca, kullanılan metodoloji ve soruların Standard & Poor's (S&P) tarafından başka ülkelerde kullanılanlarla uyumlu olması, bu önceki çalışmaların sonuçları ile karşılaştırmayı mümkün kılmaktadır. Bu evrensel derecelendirmelerin bir amacı da, tüm firma paydaşlarının firmalar ve piyasalar arasındaki raporlama kalitesi ve dolayısıyla yatırım riskleri farklılıklarını tespit etmelerine yardımcı olmaktır. Son olarak, Ş&B derecelendirmeleri yerel ve uluslararası düzenleyici kurumlar için önemli bir kontrol (monitoring) aracı teşkil etmektedir.

I. Giriş

Atlantik'in her iki yakasında yakın geçmişte yaşanan kurumsal yönetim (KY) ve finansal raporlama skandalları, şirketlerin uluslararası piyasalarda uzun vadede varlıklarını sürdürebilmeleri ve sermayenin etkin ve adil dağılımında sağlam KY ve şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme (Ş&B) uygulamalarının önemini gözler önüne sermiştir. Bunun sonucunda Birleşik Devletler'deki Sarbanes-Oxley Kanunu ile başlayarak, önceden benzeri görülmemiş sıklıkta ve sertlikte hukuki hükümet müdahaleleri gerçekleşmiştir. Şu anda pek çok ülke mevcut kanunlarını, düzenlemelerini ve yürütme kapasitelerini, en iyi KY uygulamaları çerçevesinde, yeniden yapılandırma süreci içindedirler. Gelişmiş ülkelerdeki firmalar, durmadan artan raporlama standartları ve yükümlülüklerine ek olarak, Birleşik Devletler'deki hisse opsiyonlarına ait maliyetlerin gider olarak gösterilmesi gibi ek bilgileri gönüllü olarak zamanında, eksiksiz ve açık bir şekilde ifşa etmeye başlamışlardır. Ayrıca, projelerini finanse etmek için dış sermaye piyasalarına ihtiyacı olan bazı firmalar, kalitelerini tarafsız olarak belirletmek ve rekabetçi sermaye piyasalarında sermaye çekebilmek için gönüllü olarak ve büyük ücretler karşılığında KY uygulamalarını bağımsız derecelendirme kurumlarına değerlendirtmektedirler.

Bu gelişmelere paralel olarak, bir çok ülkede artan sayılarda yapılan teorik ve ampirik çalışmalar, bir ülkedeki hukuki kuralların menşeinin (örf ve adet hukukuna karşı medeni hukukun farklı gelenekleri) ve bunların uygulanma dercesinin, yatırımcının ne kadar korunduğunun iyi bir göstergesi olduğunu ortaya koymuştur. Yatırımcının korunması da mali piyasaların etkinliğini ve yabancı sermayeye erişimi pozitif yönde etkilemektedir (örneğin, bakınız La Porta ve çalışma arkadaşları, 1997; Schleifer ve Wolfenzon, 2002).⁴⁰ Firma bazındaki ampi-

⁴⁰ Sadka (2004) finansal tabloların ve finansal analist raporlarının kamu ile paylaşılmasının (piyasa şeffaflığı) 30 ülkede verimlilik ve ekonomik büyüme için güçlendirici bir faktör olduğuna dair hem teorik hem de pratik delil sunmaktadır.

rik çalışmalarda da daha iyi KY uygulamalarına sahip firmaların sermaye maliyetlerinin (Sengupta, 1998 ve Mazumdar ve çalışma arkadaşları, 2002), kredi oranları arasındaki vade farkının (Yu, 2005) ve risklerin daha düşük olduğu; değerlerin ve karlılıklarının daha yüksek (Brown ve Caylor, 2004) olduğu; dolayısıyla da sermayeye daha kolay erişebildikleri ve ekonomik krizlerde daha kolay ayakta kalabildikleri tespit edilmiştir.

Bu ilişkiler, ekonomileri gelişmiş ülkelerinkinden daha hızlı büyümekte olduğundan ve dış finansmana duydukları şiddetli gereksinim nedeniyle Türkiye gibi gelişmekte olan piyasalar için özellikle önemlidir. Bu çalışma, Türkiye'deki en büyük ve en likit firmaların Ş&B kalitelerini derecelendirmek ve firma bazında elde edilen bu ölçümlerle muhasebe karlılığı ve finansal performans arasındaki ilişkiyi açığa çıkartmak üzere yapılan ilk girişimdir. Farklı hukuki esasları, farklı politik, düzenleyici ve kültürel gelenekleri ve çeşitli türlerde temsil maliyeti problemleri olan yükselen piyasalarda yapılan bu gibi çalışmalar, ülkemizde büyük bir hızla hayata geçirilmekte olan düzenleyici reformlar için de bir katkı sağlayacaktır. Ayrıca, bu çalışmalar şimdiye kadar gelişmiş ekonomilerden oluşan örneklemelerden elde edilen yukarıda bahsettiğimiz sonuçlar için farklı bir örneklem kullanan bir robustness testi teşkil etmektedir.

Biz bu çalışmada KY'i, anonim şirketlerde sık sık karşılaşılan temsil maliyeti problemleri ve de bunun sonucunda paydaşlar arasında ortaya çıkan bilgi asimetrisi ve çıkar çatışmalarını azaltmak için hem düzenleyici kurumlar hem de şirketlerin gönüllü olarak geliştirdikleri paydaşların haklarının birbirine karşı korunmasını sağlayan bir dizi prensip, ilke ve kurallar mekanizması olarak tanımlıyoruz. Şirketler, KY mekanizmalarını etkili bir biçimde yerine oturttuklarında, bu gibi temsil maliyeti sorunlarının azalmasını bekliyoruz. Bu şekilde iyi yönetilen firmaların, çoğunluk hissedarlarının şahsi menfaatler peşinde koşmaları, artan nakit akımının yönetim tarafından tüketilmesi, fazla düşük veya aşırı yatırım problemleri gibi temsiliyet maliyetleri daha az olacağı için pay sahiplerinin getirilerinin ve şirketin finansal performansının daha yüksek olmasını bekliyoruz.

Şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme (Ş&B), KY çerçevesinde yer alan içeriklerden sadece biri olmasına rağmen, şirket hakkındaki finansal bilgilerin ve diğer KY uygulamalarının nasıl ve ne açıklıkta kamuya sunulduğunun ölçüsü olduğu için iyi KY uygulamalarının en önde gelen göstergelerinden biri olarak kabul edilmektedir. Firmanın ekonomik faaliyetlerinin sonuçlarının ve organizasyon birimlerinde kullanılan KY mekanizmalarının yapı ve işleyişi hakkındaki bilgilerin, anlaşılabilir, karar vermeye yönelik, şeffaf, güvenilir, zamanında ve eksiksiz olarak ifşa edilmesi, paydaşlara firmanın mali durumu, karlılığı ve takip ettiği KY standartlarının kalitesi hakkında doğru bir bakış açısı sağlar. Bu bağlamda, iyi bir Ş&B mekanizması, şirkette hem nakit akımı hem de oy hakkını fazlası ile elinde bulundurabilen çoğunluk hakkı olan hissedarlar ve yöneticiler-

rin (içerden öğrenenler) sırf kendi çıkarlarını gözeterek özel menfaatler elde etmelerini önlemeyerek azınlık hissedarların ve alacaklıların haklarını korumak için uygulanır. Böylece firmadaki temsiliyet çatışmalarının azalması ve dolayısıyla daha düşük bir sermaye maliyeti ve firma değerinin yükselmesi beklenmektedir. Ayrıca, iyi Ş&B uygulamalarının şirket hakkındaki bilgileri artırarak yatırımcı farkındalığını ve firmaya olan güveni arttıracaktır. Bu sayede firmaya ve dolayısı ile sermayedarlara geri dönen getirinin belirsizliği de azalacak ve bu da yine sermaye maliyetini azaltarak firmanın değerini yükseltecektir (bakınız, Berglof ve Pajuste, 2005). İyi Ş&B uygulamalarının bir başka avantajı da KY uygulamalarına uymamanın sebep olacağı politik maliyetleri azaltması ve dolayısıyla kanuni davalara maruz kalma riskini azaltmasıdır⁴¹. Her gülün bir diken olduğu gibi, iyi Ş&B uygulamalarını takip etmenin de olumsuz yönleri vardır. Ek bilgilerin üretilmesi, kaydedilmesi, muhafazası, özetlenmesi ve kamuya iletilmesi için harcanan çaba, zaman ve para şirketler için ciddi bir maliyet oluşturabilir. Buna ek olarak, aşırı şeffaflık firmanın rekabetçi avantajını sınırlandırabilir ve içerden öğrenenlerinin özel menfaatler elde etmesine karşı konan sınırlamalar, çoğunluk hissedarların net bugünkü değeri (NPV) pozitif olan projeleri üstlenmeleri ve yöneticileri gözlemlemeleri için mevcut teşvikleri azaltabilir (bakınız, Sadka, 2004). Bu yüzden, firmanın ancak bilgilendirmenin avantajlarının maliyetinden daha fazla olduğu durumlarda ihtiyari bilgilendirme ve şeffaflığı arttırmasını bekleriz.

Tanınmış ve global bir derecelendirme ve finansal hizmetler şirketi olan Standard & Poor's (S&P), diğer kredi ve KY derecelendirme hizmetlerinin yanında, 2001 yılından bu yana ABD, Latin Amerika, Avrupa, Japonya, Rusya ve gelişmekte olan bazı Asya piyasalarındaki bir dizi büyük ve likit firmanın Ş&B uygulamalarını derecelendirmek için büyük ölçekli bir araştırma yürütmektedir. Biz de Sabancı Üniversitesi Kurumsal Yönetim Forumu olarak, S&P ile işbirliği yaparak hem onların araştırma metodolojisini kullandık hem de, önceki araştırmalarda kullandıkları 98 niteliği, Türkiye'deki hukuki, kurumsal, kültürel ve ekonomik ortama ve Türk Sermaye Piyasası Kurumunun (SPK) ilan ettiği KY prensiplerinde yer alan Ş&B tavsiyelerine uyacak şekilde değiştirdik. Daha sonra (i) Mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkilerinin ifşası (Mülkap), (ii) Finansal tablolarında mali şeffaflık ve bilgilendirme (FinBilg) ve (iii) Genel kurul/yönetim yapısı ve işleyişinin ifşasından (GenKur&Yön) oluşan 3 alt kategoride gruplanmış olan 106 vasıflık nihai bir set elde ettik. Sonra İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında (İMKB) yer alan en büyük ve likit 52 firmanın yıllık raporları (hem İn-

⁴¹ Field ve çalışma arkadaşları (2004) ifşa ve dava riski arasındaki ilişkiyi analiz birden fazla denklemleri çözerek kamuyu bilgilendirmenin belli bazı davaları önlediğini tespit etmişlerdir.

gilizce hem hem Türkçe) ile İngilizce ve Türkçe web siteleri incelenerek bu 106 vasfın araştırılan bilgi kaynaklarında bulunup bulunmadığı 'evet', 'hayır' yada 'N/A – dahil edilemez' olası cevapları ile sınıandı Ardından da örnekleminizdeki bütün firmalar yukarıda belirtilen üç kategori içerisinde ve de toplam Ş&B kalitesi açısından derecelendirilip sıralandı. Buna göre, şirketlere verdiğimiz Ş&B notları, mevcut KY uygulamalarının şirket yıllık faaliyet rapor ve web sitelerinde yansıtılan görüntüsünün objektif bir değerlendirmesini sunmaktadır. İkinci amacımız ise İMKB şirketlerinin Ş&B puanları ile muhasebe ve borsa performansları -- karlılık oranı ölçümleri olan aktif karlılığı (ROA) ve öz sermaye karlılığını (ROE) ve de ISE-100 endeks getirisinden arındırılmış ekstra getiriyi -- arasındaki ilişkiyi incelemektir.

İMKB firmalarının Ş&B puanlarının aslında oldukça düşük olduğunu tespit ettik. En düşük puanlar genel kurul/yönetim yapısı ve işleyişi kategorisinde alınmıştır. En yüksek puanların ise finansal şeffaflık ve bilgilendirme kategorisinde elde edilmesi, bu kategoride yer alan bilgilerin ağırlıklı olarak Uluslararası Finansal Raporlama Standartları ve Genel Kabul Görmüş Türk Muhasebe İlkeleri (GAAP)nin ifşa edilmesi zorunlu bilgiler olduğu için, pek şaşırtıcı değildir. Beklendiği gibi, en yüksek toplam Ş&B puanlarına sahip ve en yüksek FinBilg puanlarına sahip %25lik gurup, en düşük puanlı %25'lik gurupla mukayese edildiğinde, sermaye yapısında borç oranı ve muhasebe karlılığı ölçümleri belirgin derecede farklı çıkmıştır. 2002'de herhangi bir Ş&B puan kategorisinde iki uç çeyrekte yer alan firmaların ekstra getirileri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olmamasına rağmen, 2003'te toplam Ş&B ile GenKur&Yön puanları bakımından iki uç çeyreğin ekstra getirileri arasında anlamlı bir fark tespit etmekteyiz. Yani bu senenin Ş&B notlarının yine bu senenin yahut gelecek senenin finansal performansını etkilemesi beklenmektedir.

Bu çalışmanın KY konularında araştırma yapan akademisyenler, finans ve muhasebe profesyonelleri ve diğer piyasa katılımcılarına katkıları olacağını düşünmekteyiz. Derecelendirmeler, İMKB'de yer alan firmalarının kurumsal bilgilendirme uygulamalarının ilk defa objektif bir değerlendirmesini sunmaktadır. Dolayısıyla, bu çalışma aynı zamanda İMKB'de Ş&B ile finansal performans arasındaki ilişkiyi inceleyen ilk çalışmadır. Ayrıca, daha önceki Ş&B çalışmalarında kullanılan aynı niteliklerin ve S&P metodolojisinin kullanılması, İMKB Ş&B puanlarının diğer ülkelerde daha önceden elde edilen puanlarla karşılaştırılmasını mümkün kılmaktadır. Dolayısıyla, böyle evrensel bir derecelendirmenin, firmalar, piyasalar ve sektörler arası raporlama kalitesinde ve dolayısıyla yatırım risklerindeki farklılıkları daha iyi değerlendirmede ve buna istinaden daha iyi karar vermede yatırımcılara ve diğer paydaşlara yardımcı olmaları beklenmektedir. Son olarak, Ş&B derecelendirmeleri yerel ve uluslararası düzenleyici kurumlar için anlamlı ve objektif bir gözetim ve düzenleme aracıdır. Şüphesiz

ki, sonuçlar hem firma bazında hem de ülke seviyesinde ilginç neticeler sağlayacaktır.

II. Önceki Araştırmalar ve Motivasyon

Bu bölümde, KY'yi ve daha belirgin olarak Ş&B'yi firma performansına bağlayan şirket bazındaki araştırmalar gözden geçirip, Türkiye'deki Ş&B kalitesi olumsuz yönde etkileyen ve bu çalışmayı motive eden bazı hukuki, politik, kültürel ve ekonomik sorunları inceleyeceğiz.

II. 1. Önceki Araştırmalar

Bu çalışma finansal raporlamada kamuyu gönüllü olarak şeffaf ve eksiksiz bilgilendirme prensibinin nedenleri ve sonuçları ve KY kalitesi ile firma performansı arasındaki ilişkiyi ele alan çok geniş bir muhasebe ve finans literatürü ile yakından ilgilidir. Brown ve Caylor (2004) Compustat ve Crisp verilerini kullanarak sekiz yönetim kategorisini içine alan 52 faktörlük bir karma ölçüm olan Yönetim Puanını (CG Score) performansın beş göstergesi ile ilişkilendirmiş ve daha iyi yönetilen firmaların daha karlı, daha değerli, daha sabit, daha az riskli oldukları ve hissedarlarına daha çok getiri sağladıkları tespit etmiştir. Diğer bazı araştırmalar da, bu bulguların gelişmiş ülkeler ile sınırlı olmadıklarını göstermiştir. Örneğin Bai ve çalışma arkadaşları (2004) Çin'de iyi KY göstergeleri ile şirketlerin piyasa değerleri arasında pozitif bir ilişki gözlemlemişlerdir. Pek çok bakımdan çalışmamıza benzer olmalarına rağmen, bu çalışmalar, KY uygulamalarının ve finansal bilgilerin kamuya ne kadar doğru, zamanında ve şeffaf olarak açıklandığından ziyade, KY uygulamalarının kalitesi ile ilgilidirler. Kamuyu bilgilendirme konusunu irdeleyen Ashbaugh ve çalışma arkadaşları (2004) da açıklanan finansal bilgilerin kalitesinin ve yönetim kuulu bağımsızlığının öz sermaye maliyetini düşürdüğünü tespit etmişlerdir.

Ampirik bulgular hem ihtiyari bilgilendirme teorisi, hem de Duffie ve Lando (2001)'nin tamamlanmamış (incomplete) muhasebe bilgileri modeli ile tutarlıdır. Muhasebe araştırmacıları, ihtiyari bilgilendirme konusundaki teorik çalışmalardan esinlenerek (Verrecchia, 1983; Darrough ve Stoughton, 1990; Feltham ve Xie, 1994) kurumsal bilgilendirme kalitesinin sermaye maliyeti ve diğer şirkete özel değişkenler üzerindeki pozitif etkisine odaklanmıştır. İhtiyari bilgilendirme teorisi, kamuyu bilgilendirmenin maliyetli olması dolayısı ile firmaların bazı özel bilgileri gizli tutacaklarını ön görmektedir. Yakın geçmişte Shin (2003) sadece iyi haberlerin açıklandığı bir ekonomik denge tutumunun bile mümkün olduğunu göstermiştir. Buna göre, açıklanan firma değeri suni olarak yükseltilmiş olacaktır fakat bu sistematik hata ifşa kalitesi ile ters orantılı olacaktır. Böylece yatırımcılar ifşa kalitesi düşük olan şirketleri nakit akımlarına daha yüksek bir iskonto oranı talep ederek bu şirketleri cezalandıracaklardır.

Özet olarak, herhangi bir şeffaflık eksikliği olduğu takdirde, bu aynı zamanda şirket hakkında gizlenen kötü haberler olduğunun bir göstergesi olacaktır ve yatırımcıların aklında soru işaretlerine sebep olacaktır. Bu nedenle de, bilgilendirme kalitesinin sermaye maliyeti ve dolayısıyla firma değeri üzerinde olumlu bir etkiye sahip olması beklenmektedir.

II.2. Türkiye'nin Zayıf KY ve Ş&B Düzenlemeleri ve Kültürü

Türkiye'de Ticari Hukuk ile ilgili ilk yasama Osmanlı İmparatorluğu'nda 1850 yılında yapılmıştır ve temeli 1807 tarihli Fransız Ticaret Kanununa dayalıdır. 1926 yılında yapılan hukuki reformlar altında bu yasama, İsviçre Medeni Kanunu ve Yükümlülükler Kanunu, İtalyan Ceza Kanunu ve Alman Ceza Usul Kanununa dayalı bir sistem ile değiştirilmiştir. Ne bunlar, ne de 1957 yılından beri yürürlükte olan mevcut Türk Ticaret Kanunu, muhasebe ve denetleme prensiplerine dayalı değildir ve dolayısıyla, mali raporlama konusunu düzenlemezler. Bunlar, Türk iş kültüründeki zayıf kurumsal yönetim ve Ş&B uygulamalarına yol açması beklenen medeni hukuk geleneğinin gücünün, kuralların yetersiz uygulanmasının ve bir bilgilendirme felsefesi eksikliğinin altını çizerler. Görünen o ki, Türk firmaların dış finansman bulmakta yaşadıkları tarihsel zorluktaki önemli bir faktör de budur. La Porta ve çalışma arkadaşları (1997) hazırlamış oldukları Tablo 2 ve 8'de, Türkiye'yi, dış sermaye veya borç piyasalarına en düşük erişimi olan ve en zayıf kanun uygulama düzeniyle, yatırımcı haklarını en az derecede gözeten Fransız menşeli sivil hukuk sistemi içine koymaktadır. Bu tablolar aynı zamanda Türkiye'de Gayri Safi Yurtiçi Hasıla büyümesinin tüm hukuki geleneklerin kullanıldığı ülkelerden daha güçlü olmasına rağmen, dış finansmana erişimin ve yatırımcı haklarının, Fransız menşeli ülkelerin ortalamasından bile düşük olduğunu göstermektedir. Dolayısıyla, bu tablolar Türk ekonomisindeki hızlı büyüme oranı ve dış sermaye ihtiyacının altını çizerken, yine aynı tablolar yasaların uygulanması ve yatırımcı haklarının korunması zayıf olduğunda, dış finansman bulmanın zorluğuna işaret etmektedir. Bu ikilemin ancak iyi KY ve Ş&B uygulamalarına uyarak çözülebileceği, bu çalışmaya motive eden önemli faktörlerden biridir.

Yakın geçmişte yapılan çalışmalar göstermiştir ki, Türkiye'deki zayıf KY ve Ş&B geleneği çok yakın geçmişe kadar devam etmiştir. Ararat ve Uğur (2003) Türkiye'nin sivil hukuk geleneği ile bunun etkisiz ve tutarsız düzenleyici çerçevesini ve bunu takiben ortaya çıkan hukuk ve yürütme düzeni yetersizliğini; aileler tarafından yönetilen konsantre ve piramitsel mülkiyet yapısını; tutarsız ve şeffaf olmayan muhasebe ve vergi düzenlemeleri ile enflasyon ve konsolidasyon muhasebelerinin yokluğundan kaynaklanan yanlış yatırımcı bilgilendirmesini tanımlamaktadır. Bu altyapının bir sonucu olarak kurumsal yönetim sorunları, zayıf azınlık hissedar ve alacaklı hakları, tutarsız ve şeffaf olmayan bilgilendirme politikalarıyla ihtiyari kamuya açıklamaların eksikliği ve şirket sahipleri ile

yönetiminin ayrılmaz hale gelmeleri çevresinde yoğunlaşmaktadır. Bu, rüşvette, hisse değeri kaybına, varlıkların talan edilmesine, içerden öğrenenlerin hisse alım satımına ve piyasa manipülasyonuna yol açan bir ortam yaratır.

Mc Kinsey, yaptığı global bir araştırmada kurumsal yatırımcılardan, bir ülkede yatırım yaparken aranan KY önceliklerini tanımlamalarını istemiştir. Araştırma 31 ülkede faaliyet göstermekte olan kurumsal yatırımcılardan alınan 201 cevabı kapsamaktadır. Türkiye'deki yatırımlar için yatırımcı öncelikleri, incelemeler yapılan diğer ülkelerden elde edilen ortalama değerlerden oluşan şablonla benzerlik göstermektedir: muhasebe bilgilendirmesi, hissedar eşitliği ve mülkiyet hakları tüm ülkelerde geçerli olan en önemli kriterlerdir. Tablo 2, global kurumsal yatırımcıların Türkiye'deki yatırım kararları için en önemli kabul ettikleri ilk yedi KY kriterine verdikleri ağırlıkları göstermektedir. Sonuçlar, zamanında ve anlaşılır biçimde muhasebe açıklığı ve bilgilendirmesinin ve hissedar haklarının korunmasının yatırım kararı verirken kurumsal yatırımcıların en önemli KY öncelikleri olduğunu göstermektedir.

Tablo 1

30 ülkede kurumsal yatırımcılar tarafından seçilen en önemli yedi KY faktörü

KY Faktörleri	Türkiye	Araştırılan 30 ülke
Muhasebe bilgilendirme	73%	52%
Hissedar eşitliği	64%	47%
Piyasa denetimi ve iç yapısı	55%	43%
Ele geçirilen piyasalar	45%	23%
Mülk hakları	45%	46%
Kredi bilgileri	36%	29%
Genel kurul bağımsızlığı	27%	44%

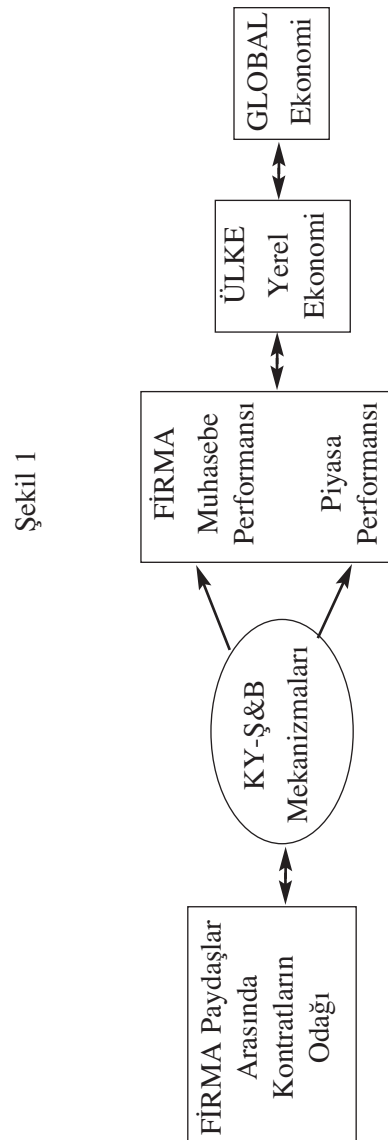
Kaynak: Mc Kinsey, Investment Opinion Survey, May/June 2002

Bir yanda şu anda ülkemizde hızla geliştirilip uygulamaya geçirilen finansal raporlama ve bilgilendirme reformları, diğer yanda ise son zamanlarda Türk politikasında görünen olumlu gelişmeler, ekonomik reformlar, yeni düzenlemeler ve etkin yürütme sonucu olarak yukarıda bahsedilen bu kara tablonun yakın gelecekte değişmesini beklemekteyiz. Bu gelişmelerden bazıları: hızlandırılmış özelleştirme, emeklilikle ilgili reformların hayata geçirilmesi ve özel emeklilik fonlarının oluşturulması, bankaların Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu tarafından denetlenmesi, SPK'nın düzenleyici çerçeveyi geliştirme taahhüdü, daha iyi yönetilen şirketler için teşvikler sağlanması, SPK'nın bilgilendirme, azınlık hakları, yönetim kurulu yapısı ve yönetimin gözetimi alanlarında geliş-

tirdiği en son Kurumsal Yönetim Kanunudur. Şüphesiz, Türkiye'nin AB de tam üyeliğe doğru ilerleyişi, bir hukuk devleti olma yolunda ve iş faaliyetlerinde profesyonellik ile etik davranışların yerleşmesinde ve daha iyi kurumsal yönetim uygulamalarının tesis edilmesinde en etkin faktör olacaktır.

III. Modelimiz ve Hipotezimiz

Firma bazında mevcut bulunan KY ve Ş&B mekanizmaları, paydaşlar arasındaki menfaat çatışmaları, firma performansı ile yerel ve global ekonomi arasındaki ilişkileri anlatan Jensen and Meckling'in (1976) temsiliyet teorisine dayanan temel modelimiz Şekil 1'de tasvir edilmektedir:



Buna bağlı olarak, yönetim ve pay sahipliğinin ister istemez ayrıldığı anonim şirketlerde görülen temsiliyet çatışmaları ile bu şirketlerde uygulanan KY/Ş&B mekanizmaları arasında ve bu mekanizmalarla şirket performansı arasında ar- dışık bir ilişki olduğunu öne sürüyoruz. Yani bir şirkette ve ekonomide KY/Ş&B mekanizmaları ne kadar kuvvetli ise yahut şirket paydaşları arasında- ki çıkar çatışmaları ne kadar az ise, o şirketin finansal performansının da o ka- dar kuvvetli olmasını bekliyoruz. Bu ilişkiler doğrultusunda da yerel ve global ekonominin iyi yönde etkileneceğini tahmin ediyoruz. Bu makalede modelin merkezini, yani IMKB şirketlerinin Ş&B kalitelerini ve bunun şirket perfor- mansı ile ilişkisini inceliyor olacağız.

III. 1. Ş&B puanlarıyla performans arasındaki bağlantı:

Albuquerque ve Wang (2005) yatırımcı haklarının korunamaması ile şekillenen temsiliyet çatışmalarının altında yatan gerçeği araştıran genel bir dinamik ras- sal denge modeli oluşturarak yatırımcı haklarının yeterince korunmadığı ülke- lerin daha az veya aşırı yatırım, daha düşük şirket değerleri, daha yüksek bekle- nen getiriler ve getiri volatilitesi ve daha yüksek faiz oranlarına sahip oldukları- nı görmüşlerdir. Ashbaugh ve çalışma arkadaşları (2004) mülkiyet ve kontrolün birbirinden ayrılmasının doğurduğu temsil risklerini müzakere etmekte ve daha iyi yönetilen firmaların hissedarları için daha düşük temsil riski arz ettikleri ve dolayısıyla bunun daha düşük sermaye maliyeti ile sonuçlandığını neticesine varmaktadırlar. Kamuya açıklamaların güvenilirliği, zamanlılığı, karar vermede yardımcı olması ve anlaşılabilirliği ne kadar yetersiz olursa, sermaye tedarikçi- lerinin getirileri de o kadar belirsiz olur ve şirket hakkında bir takım kötü haber- ler olduğuna dair işaretler de o kadar güçlenir. Bu da sermaye maliyetini arttırır, şirket hisselerine olan rağbeti azaltır ve dolayısıyla aşağıdaki hipotezimizde de olduğu gibi firma değerlerinde düşüş beklenir:

H1: Yüksek Ş&B puanlarına sahip olan firmaların daha yüksek muhasebe per- formanslarının ve getirilerinin daha yüksek olması beklenir.

IV. Örneklem, Veri Gereksinimleri ve Analiz Metotları

Bu çalışma İMKB firmalarının Ş&B uygulamalarını derecelendiren ilk çalışma- dır. Bu nedenle 2003 yılı faaliyet raporları ve web sitelerinde bulunan zorun- lu ve ihtiyari bilgileri objektif olarak değerlendirerek hesap edilen Ş&B puanla- rı ile firmanın muhasebe ve piyasa performansı arasındaki ilişkinin de ilk kesit- sel analizidir. Örneklem şirketlerimiz arasında İMKB'nin en büyük (piyasa de- ğerine göre) ve en likit (alım-satım hacmine göre) 52 firması yer almaktadır. Bu firmalardan 45'i, şu sırada S&P tarafından takip edilmekte ve IFC/S&P Yüksek- len Piyasalar Veritabanında yer almaktadır.

Şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme, şirketlerin faaliyet raporlarında ve web si-

telerinde yer alması beklenen 106 niteliğin bulunup bulunmadığını araştırarak değerlendirilmektedir. Bu 106 nitelik, S&P'nin dünya çapında önde gelen firmaların yıllık rapor ve hesaplarının, düzenleyici beyanlarının ve web sitelerinin incelenmesinden elde edilen 98 nitelikten yola çıkılarak geliştirilmiştir. Değişik piyasa ve bölgelerin özelliklerine hitap etmek için, Rusya ve Türkiye'de kullanılan nitelikler bir miktar değiştirilmiştir. Türkiye çalışmasında, yeni SPK düzenlemeleri, aile mülkiyeti, holding kuruluşları ile bunlara bağlı şirketler arasındaki ilişkiler, v.s. gibi bazı piyasaya özel hususların dahil edilmesi için Ek 1'de yer alan 106 soruluk nitelikler listesi hazırlanmış ve Ek 1 de sunulmuştur. Bu nitelikler S&P'nin diğer çalışmalarında da kullandığı üç alt kategori halinde gruplandırılmaktadır:

1. Mülkiyet yapısı ve yatırımcı ilişkileri (MülkYap)
2. Finansal şeffaflık ve kamuyu bilgilendirme (FinBil)
3. Yönetim kurulu ile yönetimin yapısı ve işleyişi (YönKur&Yön)

Objektifliğin sağlanması için dahil edilen her nitelik, 'evet' (dahil) ya da 'hayır' (dahil değil) cevaplarını temsil eden çift değişkenli bir esasta puanlandırılmaktadır. Her 'evet' cevabı bir puana eşittir ve her şirketin toplam puanı aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

$$\text{\$}\&\text{B} = \sum_j \sum_k S_{jk} / \text{TOTS} \quad (1)$$

j = nitelik kategorisi alt simgesi,

k = soru maddesi alt simgesi,

TOTS = her kategorideki maksimum 'evet' cevaplarının toplamı ⁴²,

S_{jk} = her bir kategori için, evet cevaplarının toplamı.

Şirketler bizim çalışmamızda 100 puan üzerinden notlandırılmaktadır ama S&P diğer ülkelerde yaptığı çalışmalarda bir üst sayıya yuvarlayarak 10 puan üzerinden de $\text{\$}\&\text{B}$ derecelendirmesi yapmıştır. Şirketlerin toplam $\text{\$}\&\text{B}$ puanı, 2003 yılı için hazırlanan faaliyet raporları ve şirket web sitelerinde bulunan kamuyu aydınlatıcı soru maddelerinin evet cevaplarının her kategorideki maksimum olası evet sayısına oranı olarak yansıtılmaktadır. Üç alt kategorinin kendine has derecelendirmesi de her bir alt kategori için maksimum olası evet sayısını referans olarak benzer şekilde hesaplanmaktadır.

⁴² Her soru için muhtemel toplam skoru hesaplarken, şirketlere uymayan bilgi kalemleri için üçüncü bir şık olan 'dahil edilemez' şikkını eliyoruz (örneğin, holding dahilinde olmayan bir şirketin grup politikası olmaması)

Performansın muhasebe ve piyasa bazındaki ölçümleri olarak, ISE-100 endeks getirisinden arındırılmış ekstra aylık getirileri ($R_{it} - R_{mt}$) ile aktif ($ROA = \text{faaliyet karı} / \text{toplam varlıklar}$) ve öz sermaye ($ROE = \text{net kar} / \text{sermaye}$) karlılığının ortalama değerlerini kullanıyoruz. Ş&B puanları ve ekstra getiriler arasındaki ilişkiyi değerlendirirken kullandığımız diğer kontrol değişkenleri ise, firma büyüklüğü ($MVE = \text{hisse senedi sayısı} \times \text{sene sonu kapanış fiyatı}$) ve piyasa değerinin defter değerine oranıdır ($MVE / BVE = \text{sermaye piyasa değeri} / \text{sermaye defter değeri}$).

Piyasa oyuncuları tarafından algılanan muhasebe ve finansal şeffaflığın firma performansı üzerindeki etkisini tahmin etmek için birçok analiz metodu kullanıyoruz. İlk olarak örneklem şirketlerimizi Ş&B puanı açısından en yüksekte en düşüğe doğru dizerek 4 aralıkla ayırdık. Sonra grup ortalamalarına t-testi uygulayarak en uçlardaki iki grubun performans ölçümlerinin ortalamaları arasındaki farkın istatistiksel bakımdan önemli olup olmadığını ölçüyoruz. Ardından Türkiye de (Aksu and Önder, 2003) dahil olmak üzere, birçok gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda (Fama ve French, 1993, 1998) getirileri etkilediği gözlemlenen piyasa değerinin defter değerine oranı ve piyasa değeri büyüklüğü gibi diğer risk faktörleri için kontrol ederken, kesitsel bir regresyon modeli kurarak bağımlı değişkenimiz olan getirileri, bağımsız değişkenimiz olan Ş&B puanlarına karşı regresyon analizine tabi tutuyoruz.

V. Sonuçlar

V.1 Yığılım Ölçüleri ve Ş&B Puanları

Tablo 2’te yer alan A Paneli, örneklem firmalarımızın Ş&B puanlarının ve risk ve getiri özelliklerinin yığılım ölçülerini sunuyor. 1993 yılındaki ortalama toplam Ş&B puanı ve 3 Ş&B kategorisine ait ortalama puanlar, İMKB şirketlerinin şeffaflık ve bilgilendirme notlarının pek de etkileyici olmadığını altını çiziyor. Eğer S&P’nin diğer ülke çalışmalarında yaptığı gibi 10 üzerinden ve tam sayıya yuvarlayarak bir notlandırma yapılırsa Ş&B puanı 5 olmaktadır ve bu da hem gelişmekte olan Asya piyasalarında hem de kıta Avrupasında’ki bir çok ülkede elde edilen puana eşittir. Tabi bu karşılaştırmada bu diğer çalışmaların 2001-2002 yıllarında yapılmış olduğunu ve o tarihten sonra bu ülkelerde de Türkiye’de de olduğu gibi Ş&B kalitesinin artmış olması ihtimalinin yüksek olduğunu göz önünde bulundurmak lazımdır. En düşük puanlar (3/10) yönetim kurulu ve yönetimin yapı ve işleyişi konusunda elde edilmiştir. Finansal şeffaflık ve bilgilendirme kategorisinde bulunan niteliklerin çoğu Türk GAAP’ına göre zorunlu olduğundan, en yüksek puanlar (7/10) ve en düşük standart sapma bu kategoride elde edilmiştir. Bu da büyük Türk şirketlerinin zorunlu raporlama kurallarına uyduğunun fakat paydaşlara yeteri kadar isteğe bağlı bilgi sunmadıklarının bir göstergesidir. Mülkiyet yapısı puanları ise ortalama 4/10 olarak hesap-

lanmıştır. Araştırma sonuçları ve en yüksek dereceyi alan 5 firma (Akbank, Anadolu Efes, Doğan Yayın, Koç Holding, Türkcell ve), S&P ve Sabancı Üniversitesi tarafından bu konferansla eş zamanlı olarak kamuya açıklanmıştır.

Tablo 2: IMKB firmalarının Ş&B puanları

Panel A: Ş&B Puanları ve bunların korelasyonları

Değişkenler	N	Min.	Max.	Ortalama	Std. Sapma
Ş&B -Toplam	52	16,19	71,43	41,11	11,06
Ş&B -MülkYap	52	3,13	88,00	38,57	18,26
Ş&B -FinBil	52	19,44	86,11	64,21	14,25
Ş&B -YönKur&Yönet	52	2,70	54,05	20,42	12,18

Panel B: Korelasyon Analizi:

	MülkYap	FinBilg	GenKur& Yön	Toplam TDS
MülkYap	1			
FinBil	0.245908	1		
YönKur&Yönet	0.597626	0.206162	1	
Toplam Ş&B	0.823519	0.653465	0.778085	1

Panel C: Türkiye ve diğer ülkelerdeki Ş&B puanlarının karşılaştırılması^a

	Toplam Ş&B Puanı	Mülk Yap	Fin Bilg	GenKur&Şirket # Yön
Avrupa	58	46	73	51 351
İngiltere	70	54	81	70 124
Non-U.K.	51	41	69	41 227
ABD (faaliyet raporu)	42	25	66	31 500
ABD (kombine)	70	52	77	78 500
Japonya	61	70	76	37 150
Asya – Pasifik	48	41	60	42 99
Latin Amerika	31	28	58	18 89
Gelişen Asya	40	39	54	27 253
Türkiye	41	39	64	20 52

^a **Kaynak:** Türkiye haricinde Ş&B puanları S&P'nin Transparency and Disclosure Study (2002)'den alınmıştır.

B Panel’indeyse, üç alt kategorinin kendi aralarındaki korelasyonu ve de toplam Ş&B puanlarıyla olan korelasyonunu bildiriyoruz. Üç alt kategori puanları arasında, toplam Ş&B puanlarıyla en yüksek korelasyona sahip olan MülkYap puanlarıydı. Ş&B’nin alt kategorileri arasındaki korelasyonlarını göz önünde bulundurarak, MülkYap ve GenKur&Yön puanları arasındaki korelasyonun en yüksek (%60) olduğunu ve FinBilg ve MülkYap ile FinBilg ve GenKur&Yön arasındaki korelasyonların düşük (%20 civarında) olduğunu gözlemledik. FinBil’in çoğunlukla bir çok düzenleyici kurum tarafından denetlenen zorunlu GA-AP ifşası olduğundan ve buna karşın diğer iki alt kategoriye dahil çoğu niteliğin yönetimin istekli olarak ifşa etmeyeceğini beklediğimiz ihtiyari bilgilendirmeler olduğundan bu durum pek de şaşırtıcı değil.

C Panel’inde 3 alt kategoriye ait bu puanları S&P’nin 2001-2002 Şeffaflık ve Bilgilendirme çalışmasında yer alan diğer ülkelerin puanlarıyla karşılaştırıyoruz. Bu karşılaştırmaya göre İngiltere ve ABD global olarak en yüksek derecelendirmeye sahipler. Avrupa Kıtası ve gelişmiş Asya’nın puanları bu iki ülkeye oranla daha düşük; gelişen Asya ve Latin Amerika ise en düşük bilgilendirme puanlarına sahip, özellikle de Yönetim Kurulu ve Yönetim süreçlerinin ifşasında. Türk firmaları ise gelişen Asya’ya benzer fakat daha yüksek Finansal Bilgilendirme puanlarına ama daha düşük Yönetim Kurulu & Yönetim puanlarına sahipler.

Tablo 3 de ise 3 Ş&B kategorisinde en az ve en çok ifşa edilen faaliyet raporu ve web bilgileri sıralanmıştır. Şirket sayısı kolonu kaç şirketin bahsi geçen bilgileri ifşa ettiklerini göstermektedir. Bu tablo da en düşük (fazla) bilgilendirmenin Yönetim Kurulu ve Yöneticilerin yapı ve süreçleri (Finansal Bilgilendirme) de olduğunu göz önüne sermektedir.

Table 3
S&B kategorilerinde şirketler tarafından en az ve en fazla kamuya açıklanan bilgiler

S&B Kategorisi	En fazla ifşa edilen	Şirket Sayısı	En az ifşa edilen	Şirket Sayısı
Mülkiyet Yapısı	<ul style="list-style-type: none"> • ihraç edilmiş ve hali hazırda hissedarların elinde bulunan adi hisselerin sayısı nedir? • her bir adi hissenin nominal değeri nedir? • en büyük hissedar kimdir? • %10'dan fazla hisseye sahip olan hissedarların sayısı ve kimliği açıklanmış mı? • halka açık hisselerin oranı nedir? 	> 37	<ul style="list-style-type: none"> • Genel Kurul'da öneri sunma prosedürü nedir? • Resmî veya resmî olmayan oy kullanma anlaşmaları veya oy gruplarının varlığı var mı?(aile sahipliğiyle ilgili) • Üst yöneticilerin pay sahipliği belirtilmiş mi? • Kurumsal veya çapraz iştirakler durumunda nihai lehdarlar belirtilmiş mi? 	< 3
Finansal Bilgilendirme	<ul style="list-style-type: none"> • hesaplar ulusal uluslararası muhasebe standartlarına (IAS/US GAAP) göre tutuyor mu? • denetleyici firmaya ne kadar denetim ücreti ödendiği belirtilmiş mi? • fiziksel miktar olarak satışlar açıklanmış mı? (kullanıcı sayısı,vb...) • işletilen varlıkların özellikleri nelerdir? • verimlilik rasyoları (ROA, ROE, vb...) verilmiş mi? 	> 50	<ul style="list-style-type: none"> • sektör analizi (faaliyet alanlarına ayrılmış olarak) var mı? • konsolide finansal tablolar (ya da sadece ana şirkete/holdinge ait olanlar) var mı? • varlık değerlendirme yöntemleri nelerdir? 	< 8
Yönetim Kurulu & Yöneticiler	<ul style="list-style-type: none"> • üst düzey yöneticilerin geçmişlerine ilişkin bir bilgi var mı? • yönetim kurulu üyeleri hakkında detaylar (ad/unvan dışında) verilmiş mi? • yönetim kurulu başkanı hakkında ayrıntılar (ismi/ünvanı dışında) verilmiş mi? 	> 39	<ul style="list-style-type: none"> • üst düzey yöneticilerin listesi var mı? • yöneticilerin iştiraklerindeki hisse sayısı? • yönetim kurulu üyelerinin ana (holding) şirketin bir mensubu olup olmadığı belirtilmiş mi? (birleşik iştirakler/holdingler durumunda) • üst düzey yönetimin herhangi bir üyesinin herhangi bir ana hissedara ilişkisinin olup olmadığı belirtilmiş mi? • yönetim kurulu üyelerine yönelik performans dayalı ücretlendirmenin detayları var mı? • yöneticilerin ücretlendirilmesindeki karar alma süreci? • yöneticilerin ücretlerinin detayları var mı? • ücret/tazmin komitesindeki isimler kimlerdir? • aday gösterme komitesindeki isimler kimlerdir? • denetim komitesinin yanında başka iç denetim fonksiyonları var mı? 	≤ 1

Tablo 4, Bölüm 4’de adı geçen şirkete özel risk faktörleri ve performans değişkenlerine ait aritmetik ortalama, ortanca, minimum ve maksimum değerlerini içermektedir. İSE firmalarının, 2002’deki ekonomik bunalımın devam etmesi yüzünden, getirileri negatif veya çok düşük olmuştur. Aktif karlılıkları ve öz sermaye karlılığı, sırasıyla, %5 ve %10 arasında değişirken sermaye yapısında ortalama borç oranı da %50 civarlarında olmuştur.

Tablo 4
Getiri, karlılık ve borç sermaye oranı değişkenleri için yığılım ölçüleri

ExRet'04	52	-19,70	64,52	0,81	10,05
ExRet'03	52	-6,18	17,90	-0,17	3,84
ExRet'02	52	-4,75	12,67	2,02	3,20
ExRet-AllYrs.	52	-5,69	14,43	0,90	3,02
ROA	50	-0,10	0,24	0,05	0,07
ROE	50	-3,45	0,50	0,09	0,53
BVE (milyon TL)	50	18216697	5605438000	1054324779	1324154101
DTA	50	0,02	0,89	0,51	0,24
MVE (milyon TL)	157,351,677 49		18,875,025,000	1,985,949,851	3,213,389,517

MVE = (yıl sonu kapanış fiyatı) * (tedavülde olan hisse sayısı), 2003 yılı sonunda, milyon TL olarak ölçüldü;

MVE/BVE oranı = sermaye piyasa değeri / sermaye defter değeri;

DTA (borç sermaye oranı) = toplam pasifler / toplam aktifler;

ROA = faiz ve vergi öncesi kazanç / toplam aktifler olarak tarif edilen firma performans değeri;

ROE = yine bir firma performans değeri olan, net kar / öz sermaye;

ExRet (piyasa ayarlanmış ekstra getiri) = gerçek aylık getiri – aylık piyasa (İMKB-100) getirisi

LnMVE (piyasa değerinin ln’i) ve Ş&B puanları 31 Aralık 2003’te (*t senesi*) ölçülürken bilanço değerleri içeren MVE/BVE, DTA, ROA ve ROE oranları 31 Aralık 2002’de ölçüldü (*t-1 senesi*).

V. 2. Hisse getirileri, muhasebe karlılığı ve Ş&B puanları arasındaki ilişkinin göstergeleri

Şirketleri sıraladıktan ve onları 4 çeyreğe ayırdıktan sonra, en uç bölümler arasındaki yani en yüksek ve en düşük Ş&B puanlarına sahip firmalar arasındaki ortalama performans farklılıklarını ölçen tek yönlü varyans testler uygululadık. En düşük ve en yüksek puanlı çeyrekler karşılaştırıldığında, toplam Ş&B puanlarının ve FinBilg puanlarının en yüksek olduğu çeyrekte karlılığın ve borç sermaye oranının istatistiksel anlamda daha yüksek olduklarını gözlemledik.

2002’de herhangi bir Ş&B puan kategorisinde iki uç çeyrekte yer alan firmaların ekstra getirileri arasında istatistiksel olarak anlamlı bir fark olmamasına rağmen, 2003’te toplam Ş&B ile GenKur&Yön puanları bakımından iki uç çeyreğin ekstra getirileri arasında anlamlı bir fark tespit etmekteyiz. 2002’ye kıyasla 2003’te Ş&B puanları ve performans arasındaki bağıntının güçlendiğini görüyoruz. Bu sonuçlar Tablo 5’e ait A ve B Paneller’inde yer almaktadır.

Tablo 5

Ş&B Puanlarına Dayalı Performans Ölçümleri Arasındaki Farklar
A Paneli: Ş&B Puanlarına Dayalı, İki En Uç Çeyrekteki Muhasebe
Karlılığı, Borç Sermaye Oranı ve Getirilerinin Karşılaştırılması
(p-Değerler)

	Ş&B Kategorileri			
	Toplam	MülkYap	FinBilg	GenKur & Yön
ROA	-0,005 (0,875)	-0,066 (0,789)	-0,045 (0,123)	0,022 (0,477)
ROE	-0,089 (0,107)	-0,056 (0,303)	-0,114 (0,053)	-0,059 (0,362)
DTA	-0,174 (0,039)	-0,142 (0,153)	-0,132 (0,093)	-0,118 (0,229)

B Paneli: Ş&B Puanlarına Dayalı, İki En Uç Çeyrekteki Piyasaya
Ayarlanmış Ekstra Getirilerin Ortalamalarının Karşılaştırılması

	Ş&B Kategorileri			
	Toplam	MülkYap	FinBilg	GenKur & Yön
ExRet-Tüm Seneler	-1,879 (0,280)	-1,158 (0,365)	-0,163 (0,911)	-1,265 (0,054)
ExRet '03	-2,199 (0,080)	-0,201 (0,877)	-2,528 (0,034)	-2,329 (0,055)
ExRet '02	-0,619 (0,679)	-0,562 (0,551)	0,432 (0,717)	0,04517 (0,976)

Değişkenlerin tarifleri daha önceki tablolarda sunulmaktadır.

Ardından, her bir Ş&B kategorisinden elde ettiğimiz puanları bağımlı değişkenimiz şirketin muhasebe performansı ölçümlerini de bağımsız değişkenimiz olarak regresyon analizine tabi tuttuk. i , firma alt simgesi, j , Ş&B kategori alt simgesi ve k , muhasebe karlılığına ait farklı ölçümlerimizin alt simgesidir.

$$PERF_{ik} = a_{ij} + b_j TDS_{ij} + e_i \quad (2)$$

Maalesef, içinde kontrol değişkenleri olarak piyasa büyüklüğü ve piyasa değerinin defter değerine oranı da olan çok değişkenli regresyon modellerimizde, Ş&B puanlarının hiçbir performans ölçümümüzdeki değişkenliği açıkladığı yönünde istatistiksel anlamda kayda değer bir sonuç elde etmedik. Sonuç olarak, sadece Ş&B puanları iki en uç çeyrekte olan şirketler arasında finansal performans açısından istatistiksel anlamda farklar gözlemliyebildik.

VI. Özet ve Son Söz

Bu çalışma en büyük ve en likit İMKB firmalarından oluşan 52 örneklem firmasının, 1993 yılı faaliyet raporları ve web sitelerinde, üç kategori içinde gruplandırılmış 106 Ş&B niteliğinin dahil olup olmadığını inceleyerek, Ş&B puanlarının objektif bir değerlendirmesini sunmaktadır. Araştırma sürecinde S&P ile iş birliği yapıldı ve Türkiye'deki ifşa derecesinin pek parlak olmadığını öğrendik. Çalışma sonuçlarına göre 52 İMKB firmasının notları oldukça düşük çıkmıştır. En düşük puanlı Ş&B kategorisi 20 puanla Genel Kurul & Yönetim yapısı ve işleyişi olmuştur. Bununla birlikte Türkiye'nin ortalama Ş&B notu 10 üstünden 5 olarak hesaplanmıştır ve bu not da ortalama Ş&B notu 6 olan Avrupa Kıtası ile karşılaştırılabilir bir nottur.

Bu çalışma aynı zamanda örneklem firmaların finansal performansları arasındaki ilişkiyi de incelemiştir. İki en uç Ş&B puan çeyrek guruplarında sonuçların hipotezimize uyduğunu görüyoruz. Toplam Ş&B puanı bakımından ve özellikle Genel Kurul & Yönetim bilgilendirmesi kategorisinde en yüksek puanları elde eden şirketlerin getiri ve muhasebe karlılığı değerleri daha yüksektir. Buna rağmen, çok yönlü regresyon analizlerinde istatistiksel olarak önemli sonuçlar elde etmedik. İMKB firmaları ancak zorunda olunca kamuya açıklama yaptıkları ve ihtiyari bilgilendirme bakımından zayıf oldukları için, Ş&B puanlarındaki varyansın yeteri kadar büyük olmadığı sonucuna vardık. 2005'ten itibaren, şirketlerin SPK'nın yayınladığı ihtiyari KY prensiplerine uyum sağlamaya başlamasıyla, Ş&B puanlarının açıklayıcı güçlerinin artmasını bekliyoruz. 2005 yılı faaliyet raporları yayınlandığında, bu çalışmayı tekrarlamayı ve daha kapsamlı ve daha kaliteli zorunlu ve ihtiyari bilgilendirmenin sonucu olarak Ş&B puanlarının ve onların açıklayıcı gücünün artıp artmayacağını incelemeyi planlıyoruz.

Referanslar

Aksu, M. and Onder, T., 2003. Size and book-to-market effects as proxies for fundamentals and as determinants of returns in the ISE. Working paper, Sabanci University. <http://ssrn.com/abstract=250919>

Ararat, M. and M. Ugur, 2003. Corporate governance in Turkey: An overview and some policy recommendations, *Corporate Governance*, Vol.3 No.1, pp:58-75.

Ashbaugh, H.S., D.W. Collins and R. Lafond, 2004. Corporate governance and the cost of equity capital, Working paper, University of Wisconsin, http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=639681.

Bai, C., Q. Liu, J. Z. Lu, F. Song, and J. J. Zhang, 2004. Corporate Governance and market valuation in China, *Journal of Comparative Economics*, 32, p. 599-825.

Berglof, E. And A. Pajuste, 2005. What do firms disclose and why? Enforcing corporate governance and transparency in Central and Eastern Europe, Working paper, Stockholm School of Economics.

Brown, L. D. and M. L. Caylor, 2004. Corporate governance and firm performance. Working paper, Georgia State University.

Darrough, M.N. and N.M. Stoughton, 1990. Financial disclosure policy in an entry game, *Journal of Accounting and Economics* 12, 219–243.

Duffie, D. and D. Lando, 2001. Term structure of credit spreads with incomplete accounting information, *Econometrica* 69, pp. 633–664.

Fama E. F. and K. R. French, 1993. Common risk factors in the returns on stocks and bonds, *Journal of Financial Economics* 33, 3-56.

_____, 1998. Value versus growth: The international evidence, *The Journal of Finance* 53, 1975-1999.

Feltham, G.A. and J. Xie, 1994. Performance measure congruity and diversity in multitask principal-agent relations, *Accounting Review* 69, 429–453.

Field, L.B.S., Lowry, M. and Shu, S., 2004. Does disclosure deter or trigger litigation?, *Journal of Accounting and Economics*, forthcoming.

Jensen, M. C. and Meckling W. H., (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.

La Porta, R., F. Lopez-de Silanes, A. Shleifer, 1997. Legal determinants of external finance, *Journal of Finance* 52, 1131-1150.

Mazumdar, S.C., Sarin, A., Sengupta, P., 2002. To tell or not to tell: the value of corporate disclosure. Working paper, Santa Clara University.

Mc Kinsey, 2002. Investment Opinion Survey, May/June 2002

Ohlson, J., 1995. Earnings, book values and dividends in security valuation, *Contemporary Accounting Research* 11, 661-687.

Penman, S. H., 1997. Combining earnings and book value in equity valuation. Working paper, University of California, Berkeley, CA.

Sadka, G., 2004. Financial reporting, growth, and productivity: Theory and international evidence, Working paper, University of Chicago,
http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=652301

Shin, H., 2003. Disclosures and Asset Returns, *Econometrica* 71, 105-133.

Shleifer, A, and Wolfenzon, D., 2000. Investor Protection and Equity Markets, working paper Harvard Institute of Economic Research Paper No. 1906,
<http://ssrn.com/abstract=245448>

Sengupta, P., 1998. Corporate disclosure quality and the cost of debt, *Accounting Review* 73, 459-474.

Standard and Poor's, 2002. *Transparency and Disclosure Study*.

Verrecchia, R.E., 1983. Discretionary disclosure, *Journal of Accounting and Economics* 5, 179-194.

Yu, Fang, 2005. Accounting transparency and the term structure of credit spreads, *Journal of Financial Economics*, 75, 1, 55-84.

EK 1

Standard & Poor's-CGFT Şeffaflık & Kamuya Açıklama Çalışması (2005)	
Şirket yıllık raporlarında yer alıp almadığı kontrol edilen nitelikler	
Mülkiyet Yapısı ve Yatırımcı İlişkileri	
1	ihraç edilmiş ve hali hazırda hissedarların elinde bulunan adi hisselerin sayısı nedir?
2	ihraç edilmiş ve halka açık diğer tip hisselerin sayısı (imtiyazlı yada oy hakkı olmayan gibi) nedir?
3	her bir adi hissenin nominal değeri nedir?
4	her bir diğer tip hissenin nominal değeri (imtiyazlı yada oy hakkı olmayan gibi) nedir?
5	onaylanmış fakat henüz ihraç edilmemiş adi hisse sayısı nedir?
6	onaylanmış fakat ihraç edilmemiş diğer hisselerin sayısı nedir?
7	en büyük hissedar kimdir?
8	en büyük 3 hissedar kimdir?
9	en büyük 5 hissedar kimdir?
10	en büyük 10 hissedar kimdir?
11	%3'ten fazla hisseye sahip olan hissedarların sayısı ve kimliği açıklanmış mı?
12	%5'ten fazla hisseye sahip olan hissedarların sayısı ve kimliği açıklanmış mı?
13	%10'dan fazla hisseye sahip olan hissedarların sayısı ve kimliği açıklanmış mı?
14	en az %50 hisseye sahip olan hissedarların kimliği açıklanmış mı?
15	halka açık hisselerin oranı nedir?
16	eğer değişik hisse sınıfları var ise, nitelikleri açıklanmış mı?
17	türüne göre hissedarlar (bireysel, kurumsal gibi) belirtilmiş mi?
18	çapraz-İştirak (cross-ownership) oranı nedir?
19	Kurumsal Yönetim Tüzüğü veya En İyi Uygulama prensiplerine uyup uyulmadığına dair açıklama var mı?
20	Kurumsal Yönetim Tüzüğü/En İyi Uygulama prensipleri faaliyet raporunda sunulmuş mu?

21	Ana Sözleşme ile ilgili bilgiler (mesela değişiklikler gibi) var mı?
22	Ana Sözleşme detayları belirtilmiş mi? (Anonim sözleşme tüzüğü,vb...)
23	hissedarların oy kullanma hakları belirtilmiş mi?
24	Yönetim Kuruluna aday gösterme/atamaları kimler ve nasıl yapabilir?
25	hissedarlar genel kurulu nasıl toplarlar?
26	Yönetim Kurulunu sorgulama yöntemi nedir?
27	Genel Kurul'da öneri sunma prosedürü nedir?
28	son genel kurulun bir özeti var mı?
29	hissedarlar için önemli günlerin takvimi var mı?
30	resmi veya resmi olmayan oy kullanma anlaşmaları, oy gruplarının varlığı açıklanmış mı?(aile şirketlerinde)
31	üst yöneticilerin pay sahipliği belirtilmiş mi?
32	kurumsal veya çapraz iştirakler durumunda nihai lehdarlar belirtilmiş mi?

Finansal Şeffaflık & Açıklamalar

1	şirketin muhasebe politikaları bel'rtilmis mi?
2	hesaplarda kullandığı muhasebe metodlari/ilkeleri belirtilmis mi?
3	hesaplarını yerel muhasebe standartlarına göre tutuyor mu?
4	hesaplarına uluslararası muhasebe standartlarına (IAS/US GAAP) göre tutuyor mu?
5	bilanço uluslararası muhasebe standartlarına (IAS/US GAAP) göre mi hazırlanıyor?
6	gelir tablosu uluslararası muhasebe standartlarına (IAS/US GAAP) göre mi hazırlanıyor?
7	nakit akım tablosu uluslararası muhasebe standartlarına (IAS/US GAAP) göre mi hazırlanıyor?
8	hesaplarını enflasyona göre ayarlıyor mu?
9	herhangi bir karlilik orani tahmini belirtiliyor mu?
10	detaylı karlilik tahmini var mı?
11	3 aylık finansal bilgiler verilmiş mi?
12	sektör analizi (faaliyet alanlarına ayrılmış olarak) var mı?
13	bağımsız denetleyici fimanın adı belirtilmis mi?
14	bağımsız denetçi raporunun bir kopyası mevcut mu?
15	denetleyici firmaya ne kadar denetim ücreti ödendiği belirtilmiş mi?
16	denetleyici firmaya denetim dışında ödenen herhangi bir ücret belirtilmiş mi?
17	holding şirketlerinde konsolide finansal tablolar var mi (yoksa sadece ana şirkete/holdinge ait olanlar mi?)
18	varlık değerlendirme yöntemleri belirtilmis mi?
19	duran varlıkların değer kaybı yöntemleri hakkında bilgi var mı?
20	azınlık payına sahip olduğu iştiraklerin bir listesi bulunuyor mu?
21	yerel muhasebe standartlarının IAS/US GAAP standartlarına mutabakatı var mi?
22	iştiraklerin mülkiyet yapısı açıklanmış mı?
23	içinde bulunduğu iş kolunun/faaliyet alanının detayları var mı?
24	üretilen/sağlanan ürün veya hizmetlerin detayları var mı?
25	uretilen mal/hizmet miktarı fiziksel olarak açıklanmış mı? (kullanıcı sayısı, ton, adet vs...).
26	kullanılan varlıkların özellikleri acıklanmis mir?

27	verimlilik karlılık rasyoları (ROA, ROE, vb...) verilmiş mi?
28	endüstri rasyoları verilmiş mi?
29	kurumsal stratejiyle ilgili bir açıklama yapılmış mı?
30	gelecek senelere dair yatırım planlarından bahis var mı?
31	gelecek senelerdeki yatırım planlarıyla ilgili detaylı bilgi var mı?
32	herhangi bir üretim tahmini var mı?
33	bulunduğu endüstrideki trendlerden bahsediliyor mu?
34	faaliyet alanlarının herhangi birinde ya da bütünündeki pazar payı belirtilmiş mi?
35	ilişkili şirketlerle ve şahıslarla yapılan işlemlerin bir listesi/kaydı var mı?
36	grup şirketleriyle yapılan işlemlerin listesi/kaydı var mı?
37	web sitesinde faaliyet raporu var mı?

Yönetim Kurulu ve Yönetimin Yapısı ve Süreçleri

1	yönetim kurulu üyelerinin listesi (adları) var mı?
2	yönetim kurulu üyeleri hakkında detaylar (ad/unvan dışında) verilmiş mi?
3	yönetim kurulu üyelerinin şu anki görev ve pozisyonlarına ilişkin detaylar var mı?
4	yönetim kurulu üyelerinin önceki görev ve pozisyonlarına ilişkin detaylar var mı?
5	üyelerden her birinin kurula ne zaman katıldığı belirtilmiş mi?
6	üyeler şirket yöneticileri ve dışarıdan gelenler olarak belirtilmiş mi?
7	yönetim kurulu başkanının adı verilmiş mi?
8	yönetim kurulu başkanı hakkında ayrıntılar(ismi/ünvanı dışında) verilmiş mi?
9	yönetim kurulunun şirketteki rolü ile ilgili detaylar var mı?
10	yönetim kurulu yetkisinde olan konuların listesi verilmiş mi?
11	yönetim kurulu komitelerinin listesi var mı?
12	bir denetleme komitesi var mı?
13	denetleme komitesindeki isimler belirtilmiş mi?
14	bir ücretlendirme/tazmin komitesi var mı?
15	ücret/tazmin komitesindeki isimler kimlerdir?
16	bir yönetim kuruluna aday gösterme komitesi var mı?
17	aday gösterme komitesindeki isimler kimlerdir?
18	denetim komitesinin yanında başka iç denetim fonksiyonları var mı?
19	strateji/yatırım/finans komitesi var mı?

20	yönetim kurulu üyelerinin sahip olduğu hisselerin sayısı kaçtır?
21	son yönetim kurulu toplantısı ile ilgili bilgi var mı?
22	yönetim kurulu üyelerine eğitim sağlanıp sağlanmadığı belirtilmiş mi?
23	yönetim kurulu üyelerinin ücretlendirilmesindeki karar alma süreci belirtiliyor mu?
24	yönetim kurulu üyelerinin ücretlerinin detayları (maaş düzeyleri,vb...) var mı?
25	yönetim kurulu üyelerinin maaşlarının şekli (örn. nakit, hisse senedi...gibi) nedir?
26	yönetim kurulu üyelerine yönelik performansa dayalı ücretlendirmenin detayları var mı?
27	yöneticilerin ücretlendirilmesindeki karar alma süreci belirtiliyor mu?
28	yöneticilerin ücretlerinin detayları (maaş düzeyleri,vb...) var mı?
29	yöneticilerin maaşlarının şekli (örn. nakit, hisse senedi...gibi) nedir?
30	yöneticilerin yönelik performansa dayalı ücretlendirmenin detayları var mı?
31	üst düzey yöneticilerin bir listesi (yönetim kurulundakiler dışında) var mı?
32	üst düzey yöneticilerin geçmişlerine ilişkin bir bilgi var mı?
33	CEO'nun kontratına ait detaylar aktarılmış mı?
34	yöneticilerin şirketin iştiraklerinde sahip oldukları hisse sayısı belirtilmiş mi?
35	yönetim kurulu üyelerinin ana (holding) şirketin bir mensubu olup olmadığı belirtilmiş mi? (iştirakler/bağlı ortaklık durumlarında)
36	ana ve bağlı şirketler arasında herhangi bir grup politikası olup olmadığı belirtilmiş mi?(KY hakkında)
37	üst düzey yönetim üyelerinin herhangi bir ana hissedarla ilişkisinin olup olmadığı belirtilmiş mi? (aile, başka şirkete iştirak)