

VAKA İNCELEMELERİYLE FİNANSAL MANİPÜLASYONLAR

Editör: Doç. Dr. Haşim BAĞCI



Vaka İncelemeleriyle Finansal Manipülasyonlar

Editör

Doç. Dr. Haşim BAĞCI



Published by

Özgür Yayın-Dağıtım Co. Ltd.

Certificate Number: 45503

📍 15 Temmuz Mah. 148136. Sk. No: 9 Şehitkamil/Gaziantep

☎ +90.850 260 09 97

📞 +90.532 289 82 15

🌐 www.ozgurayinlari.com

✉ info@ozgurayinlari.com

Vaka İncelemeleriyle Finansal Manipülasyonlar

Financial Manipulations with Case Studies

Editor: Doç. Dr. Haşim BAĞCI

Language: Turkish

Publication Date: 2024

Cover design by Mehmet Çakır

Cover design and image licensed under CC BY-NC 4.0

Print and digital versions typeset by Çizgi Medya Co. Ltd.

ISBN (PDF): 978-975-447-921-8

DOI: <https://doi.org/10.58830/ozgur.pub483>



This work is licensed under the Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International (CC BY-NC 4.0). To view a copy of this license, visit <https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>
This license allows for copying any part of the work for personal use, not commercial use, providing author attribution is clearly stated.

Suggested citation:

Bağcı, H. (ed) (2024). *Vaka İncelemeleriyle Finansal Manipülasyonlar*.

Özgür Publications. DOI: <https://doi.org/10.58830/ozgur.pub483>. License: CC-BY-NC 4.0

The full text of this book has been peer-reviewed to ensure high academic standards. For full review policies, see <https://www.ozgurayinlari.com/>



Bu kitap; editör incelemesi, benzerlik raporlarının alınması ve çift-kör hakemlik sürecinden geçtikten sonra yayınlanmıştır.

HAKEM LİSTESİ

Prof. Dr. Famil ŞAMİLOĞLU	Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi
Prof. Dr. G. Cenk AKKAYA	Dokuz Eylül Üniversitesi
Prof. Dr. Hatice Işın DİZDARLAR ERDOĞAN	Niğde Ömer Halisdemir Üniversitesi
Prof. Dr. İlhan EGE	Mersin Üniversitesi
Prof. Dr. Mehmet Akif ÖNCÜ	Düzce Üniversitesi
Prof. Dr. Metin ÇOŞKUN	Anadolu Üniversitesi
Prof. Dr. N. Savaş DEMİRCİ	Kafkas Üniversitesi
Prof. Dr. Seyfettin ÜNAL	Kütahya Dumlupınar Üniversitesi
Doç. Dr. Alper TAZEGÜL	Kafkas Üniversitesi
Doç. Dr. Bilgehan TEKİN	Çankırı Karatekin Üniversitesi
Doç. Dr. Burhan GÜNAY	Ankara Yıldırım Beyazıt Üniversitesi
Doç. Dr. Cihan YILMAZ	Ardahan Üniversitesi
Doç. Dr. Hakan ÇELİKKOL	Kütahya Dumlupınar Üniversitesi
Doç. Dr. Hasan Hüseyin YILDIRIM	Bahkesir Üniversitesi
Doç. Dr. İlhan ÇAM	Gebze Teknik Üniversitesi
Doç. Dr. Merve TUNCAY	Sivas Cumhuriyet Üniversitesi
Doç. Dr. Özkan ŞAHİN	Düzce Üniversitesi
Doç. Dr. Şule YÜKSEL YİĞİTER	Erzincan Binali Yıldırım Üniversitesi
Doç. Dr. Tuba ÖZKAN	Atatürk Üniversitesi
Doç. Dr. Ulaş ÜNLÜ	Akdeniz Üniversitesi
Doç. Dr. Yusuf TEPELİ	Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi
Dr. Öğretim Üyesi Tuğba EYCEYURT BATIR	Sivas Cumhuriyet Üniversitesi

Önsöz

Manipülasyon denildiğinde; bireylerin duygu ve düşüncelerini farkına vordırmadan bilinçli bir şekilde etkilemek hatta değiştirmek akla gelmektedir. Manipülasyon kaynaklı kitabın ortaya çıkma amacı olan finansal manipülasyon ise; hem yatırımcıları hem toplumu hatalı ve hileli bilgiler yoluyla yönlendirmek ve menkul kıymet alım-satımı yapılmasını sağlayarak yapay bir biçimde fiyat oluşturmaktadır. Finansal manipülasyon kavramı ise beraberinde denetimi çağrıştırmaktadır. Bu şekilde manipülatif fiyat oluşumlarını engellemek adına denetimlerin daha düzenli ve sık aralıklarla yapılarak bu gibi olağan dışı fiyat hareketliliklerinin önüne geçilebilir. Finansal denetimler yapılırken süreçlerin adil yürütülmesi ve firmanın tüm finansal sisteminin değerlendirilmesi son derece önem arz etmektedir. Eğer denetimler yetersiz veya uygun bir biçimde yapılmadığında tarihte örnekleri olan finansal skandallar ortaya çıkmaktadır.

Bu kitabın ana konusu finansal skandallara örnek olarak verilen vakaları analiz etmektir. Kitapta incelenen konular; Herstatt Bank, Bernie Madoff Ponzi şeması, Metallgesellschaft, Long Term Capital Management, Lehman Brothers, Volkswagen Emisyon Skandalı, Charles Ponzi Saadet Zinciri, Barings Bank, Polly Peck, Wirecard, Enron ve WorldCom vakalarından oluşmaktadır.

“Vaka İncelemeleriyle Finansal Manipülasyonlar” başlıklı kitapta 12 bölüm yer almaktadır. Her bölümde finansal başarısızlıkla sonuçlanan şirketlerle ilgili ayrıntılı vaka analizleri yapılmıştır. Kitabın bölümlerinde incelenen vakalarla ilgili sorunlar belirlenip çözümler önerileri geliştirilmiş ve politika önerilerinde bulunulmaya çalışılmıştır. 10 farklı üniversiteden 15 bilim insanının bölüm yazarlığı yaptığı, 15 farklı üniversiteden 19 bilim insanının hakemlik yaptığı 12 bölümden oluşan kitapta finansal manipülasyon vakaları ele alınmıştır. Kör hakemlik sürecinin şeffaf bir şekilde işletildiği, kitaptaki her bölüme ait iki hakem raporunun yazıldığı, her bölüme ait benzerlik raporlarının alındığı ve bölüm yazarlarının kendi bölümlerine ait her türlü bilimsel/etik/hukuki sorumluluğu üstlendikleri bu çalışma vakaları derinlemesine incelemekte ve finansal başarısızlığın nedenleri hakkında bilgi vermektedir.

Çalışmanın tamamlanmasında katkı sunan bölüm yazarlarına ve değerli bilgi ve deneyimlerini paylaştıkları için hakemlere içten teşekkürlerimi sunarım. Ayrıca desteklerini esirgemeyen Özgür Yayınları’na ve Doç. Dr. Mehmet Fatih BUĞAN’a teşekkür ederim.

Editör

Doç. Dr. Haşim BAĞCI

Preface

Once manipulation is mentioned, what comes to mind is the conscious influence and even alteration of individuals' emotions and thoughts without their awareness. The purpose of this book, which originated from the concept of manipulation, specifically focuses on financial manipulation. Financial manipulation involves guiding both investors and society through erroneous and fraudulent information to create artificial prices by triggering securities trading activities. The concept of financial manipulation inherently calls for effective supervision. In this manner, to prevent the formation of manipulative prices, more regular and frequent audits should be conducted to curb such extraordinary price movements. It is crucial that financial audits are conducted fairly and that the entire financial system of the firm is thoroughly evaluated. If audits are insufficient or improperly executed, financial scandals, as witnessed in history, may emerge. The main theme of this book is to analyze cases cited as examples of financial scandals. The topics covered include the cases such as Herstatt Bank, Bernie Madoff's Ponzi Scheme, Metallgesellschaft, Long Term Capital Management, Lehman Brothers, the Volkswagen Emission Scandal, Charles Ponzi's Pyramid Scheme, Barings Bank, Polly Peck, Wirecard, Enron, and WorldCom.

The book, titled "Financial Manipulations through Case Study Analyses", comprises 12 chapters. Each chapter presents detailed case analyses concerning companies that ended in financial failures. Within the chapters, the problems related to the cases are identified, solutions are proposed, and policy recommendations are made. The book involves contributions from 15 scholars from 10 different universities as chapter authors and has been reviewed by 19 scholars from 15 different universities. The transparent double-blind review process was meticulously followed, with each chapter undergoing two separate reviews and receiving similarity reports. The chapter authors have assumed full scientific, ethical, and legal responsibility for their respective sections. This study delves deeply into the cases and provides insights into the reasons behind financial failures.

I would like to extend my sincere gratitude to the chapter authors and reviewers for sharing their valuable knowledge and experiences, which greatly contributed to the completion of this work. I would also like to thank Özgür Publications and Assoc. Prof. Dr. Mehmet Fatih BUĞAN for their unwavering support.

Editor

Assoc. Prof. Dr. Haşim BAĞCI

İçindekiler

Önsöz iii

Bölüm 1

Herstatt Bank Vakası 1
Çağatay Mirgen

Bölüm 2

Bernie Madoff Ponzi Şeması 19
Arzu Özmerdivanlı

Bölüm 3

Metallgesellschaft Vakası 45
Tolga Ergün
Hilal Ok Ergün

Bölüm 4

Hedge Fonlar ve Long Term Capital Management Örnek Olayı 61
Ahmet Bayraktar

Bölüm 5

Lehman Brothers Skandalı 93
İstemi Çömlekçi
Ali Özer
Nevin Özer

Bölüm 6

Volkswagen Dizel Araçlarda Emisyon Vakası ve Yeşil Aklama <i>Meltem Keskin</i>	119
---	-----

Bölüm 7

Charles Ponzi Saadet Zinciri Vakası <i>Ayşegül Şahin</i>	139
---	-----

Bölüm 8

Barings Bankası <i>Ayşegül Yıldırım Kutbay</i>	159
---	-----

Bölüm 9

Öncesi ve Sonrasıyla Polly Peck Vakası <i>Mediha Mine Çelikkol</i>	179
---	-----

Bölüm 10

Wirecard Vakası: Bir Finansal Teknoloji Devinin Hikayesi <i>Muhammed Yılmaz</i>	199
--	-----

Bölüm 11

Enron Vakası <i>Azize Kabramanı Koç</i>	221
--	-----

Bölüm 12

WorldCom Skandalı <i>Ceyda Yerdelen Kaygın</i>	239
---	-----

Herstatt Bank Vakası

Çağatay Mirgen¹

Özet

Herstatt Bank vakası, 1974 yılında Almanya’da gerçekleşen ve uluslararası finansal sistem üzerinde derin etkiler bırakan önemli bir bankacılık krizidir. Bankanın iflası, döviz işlemlerinde zaman farkından kaynaklanan takas riskini (Herstatt riski) ortaya çıkarmış ve bu olay, küresel bankacılık düzenlemelerinde önemli reformların yapılmasına yol açmıştır. Bu reformlar arasında Basel Komitesi’nin kurulması ve CLS Bank International gibi sistemlerin geliştirilmesi yer almaktadır. Herstatt Bank’ın iflası, uluslararası bankacılık sisteminin kırılmasını ve mevcut düzenleyici çerçevelerin yetersizliğini göstermiştir. Bu vaka, küresel finansal istikrarı artırmak için uluslararası iş birliğinin önemini vurgulayan bir dönüm noktası olmuştur.

1. Giriş

Herstatt Bank’ın (Bankhaus Herstatt) çöküşü, 1974 yılında Almanya’da yaşanan ve küresel finansal sistem üzerinde derin etkiler bırakan önemli bir vakadır. Bu vaka, döviz piyasalarında büyük kayıplara uğrayan bankanın iflas etmesiyle sonuçlanmış ve uluslararası bankacılık düzenlemelerinde önemli değişikliklere yol açmıştır. Herstatt Bank’ın iflası, döviz işlemlerinde ciddi aksaklıklara neden olmuştur. Bankanın iflas ettiği gün, birçok uluslararası banka, Herstatt Bank’a büyük miktarlarda döviz göndermiş, ancak karşılığında ödeme alamamıştır. Bu durum, takas riskinin (settlement risk) önemini ve döviz işlemlerindeki zaman farklarının yaratabileceği sorunları ortaya koymuştur. Takas riski, bir döviz işleminin iki ayağı arasında zaman farkı olması durumunda ortaya çıkan ve karşı tarafın iflas etmesi durumunda ödemelerin tamamlanamaması riskini ifade etmektedir (Fight, 2004: 166). Bu risk aynı zamanda Herstatt riski olarak da adlandırılmaktadır. Tüm bankalar bu riski yönetmeye ve bu şekilde potansiyel kayıpları azaltmaya çalışmaktadırlar (King, 2000: 34).

1 Dr. Öğr. Üyesi, Milli Savunma Üniversitesi, Kara Astsubay Meslek Yüksekokulu, İşletme Yönetimi Bölümü, cmirgen@msu.edu.tr, ORCID ID: 0000-0002-0970-0121.

Herstatt Bank vakasının en dikkat çekici yönlerinden biri, bankanın döviz piyasalarında büyük ve riskli işlemler yürütmesi ve dolar hareketleri beklenmedik şekilde değiştiğinde büyük kayıplar yaşamasından kaynaklanmaktadır. Alman denetleyici kuruluşu, Herstatt'ın bankacılık faaliyetlerini yürütme lisansını geri çekmiş ve banka için zorunlu tasfiye sürecini başlatmıştır. Bankanın döviz pozisyonlarına olan riski, sermayesinin üç katı kadar olup, açık döviz pozisyonları bankanın limitinin seksen katına kadar çıkarak 25 Milyon Alman Mark (Deutsche Mark-DEM)'ına ulaşmıştır. Herstatt Bank'ın iflası, döviz işlemlerindeki riskleri ve bankacılık sisteminin kırılganlığını gözler önüne sermiştir (Davis vd., 2023: 77). Herstatt Bank'ın çöküşü, yalnızca bankanın kendisi için değil, aynı zamanda uluslararası finansal sistem için de büyük bir kriz yaratmıştır. Herstatt Bank vakası, uluslararası finansal sistemde önemli dersler alınmasına ve bankacılık düzenlemelerinde köklü değişikliklere yol açmıştır. Bu kapsamda Basel Komitesi ve CLS Bank International'ın kurulması gibi reformlar ile küresel finansal istikrarı artırmak için atılan önemli adımlar atılmıştır. Basel Komitesi denetimde uluslararası iş birliğini teşvik etmek, bankalar için minimum sermaye yeterliliği standartlarını belirlemek ve finansal sistemin istikrarını ve güvenilirliğini güçlendirmek amacıyla kurulmuştur. CLS Bank International ise uluslararası döviz işlemlerinde ödeme riski yönetimi sağlayan bir kuruluş olarak önemli bir role sahiptir. CLS (Continuous Linked Settlement), 2002 yılında kurulmuş olup, döviz işlemlerinin ödemelerindeki riski azaltmayı amaçlamaktadır. Bu sistem, dünya genelinde birçok büyük bankanın katılımıyla çalışmaktadır ve her iki tarafın da aynı anda ödeme yapmasını sağlayarak takas riskini ortadan kaldırmaktadır. CLS Bank International, Bank for International Settlements (BIS) tarafından düzenli olarak denetlenmektedir. Ayrıca bu sistemin güvenilirliği ve etkinliği BIS raporlarında sıkça vurgulanmaktadır (BIS, 2013). CLS, aynı gün valörlü döviz işlemlerinde takas riskini ortadan kaldırarak piyasa katılımcılarının karşı taraf riskini yönetmelerine yardımcı olmaktadır. Bu, özellikle büyük hacimli işlemlerde kritik bir öneme sahiptir (Leinonen, 2003). Bu kapsamda Herstatt Bank vakasından dersler alınmış ve bankalar arasında takas riskinin önlenmesi için önemli adımlar atılmıştır. Bu çalışmada Herstatt Bank vakasına ilişkin gerçekleşen durumun, aşamalarıyla gözler önüne serilmesi amaçlanmaktadır.

2. Küresel Finansal Krizlerin Genel Bir Değerlendirmesi

Küresel finansal krizlerin uluslararası finans merkezleri üzerindeki ana etkisi, faaliyetlerinde yavaşlama meydana getirmesidir. Bu durum, özellikle yabancı meselelerde ve uluslararası sermaye akışlarında, uluslararası finans

merkezlerinin birincil işlevinde belirgin olmaktadır. 1890'daki Baring krizi sonrasında Britanya'dan yapılan sermaye ihracatı, 1889'da 123 milyon £'dan 1893'te 32 milyon £'a düşmüştür ve 1894'ten itibaren yavaş yavaş artmaya başlamıştır ancak 1900'den önce kriz öncesi seviyelere ulaşamamıştır. Fransız sermaye ihracatı da benzer şekilde, 1890 ve 1891 arasında 913 milyon Franktan 127 milyon Frank'a düşmüştür, ancak Britanya'dan daha erken toparlamıştır. Büyük Buhran sırasında daha da büyük bir düşüş yaşanmıştır. New York'ta sunulan yabancı krediler, uluslararası fonların ana sağlayıcısı olarak, 1924 ile 1929 arasında ortalama yaklaşık 1 milyar dolardan 1932 ve 1933'te 100 milyon doların altına düşmüştür. Londra'da, Britanya İmparatorluğu dışındaki yabancı krediler neredeyse tamamen durmuştur, ancak imparatorluk ihraçları, 1932 ile 1938 arasında 187 milyon £'a ulaşarak on yıl boyunca devam etmiştir (Cassis ve Wójcik, 2018: 6).

Eurodollar piyasasının etkileyici ve düzenli büyümesi, 1970'lerin ortalarındaki banka iflaslarının ardından ani bir durma noktasına gelmiştir. Özellikle 26 Haziran 1974'teki Herstatt Bank'ın iflası buna sebep olmuştur. Yabancı krediler, birkaç yıl sonra değişken faizli Eurokrediler şeklinde yeniden başlamıştır. Amerikan ve Avrupa bankaları, 1973 ve 1978 petrol şoklarının ardından gelen büyük miktardaki petrol gelirlerinin etkisiyle riskli bir şekilde büyümüştür. Ağustos 1982'de Latin Amerika borç krizi, Meksika'nın dış borçlarını ödeyemeyeceğini açıklamasıyla başlamıştır. Bu durum, bölgedeki birçok ülkenin ekonomik istikrarını sarsmış ve uluslararası finansal sistemde önemli değişikliklere yol açmıştır. Kriz, büyük ölçüde petrol fiyatlarının düşmesi ve borç alan ülkelerin ekonomik yönetimlerindeki zayıflıklar nedeniyle meydana gelmiştir (Cassis ve Wójcik, 2018: 6). Şubat 1990'da Drexel Burnham Lambert Group'un iflası, Londra'daki iştiraki Drexel Burnham Lambert Trading'in döviz ve altın piyasalarında aktif olduğu için sorunlar yaratmıştır. Temmuz 1991'de BCCF'nin tasfiyesi, İngiltere ve Japonya'daki döviz karşı taraflarına kayıplar meydana getirmiştir. Ağustos 1991'de Sovyetler Birliği'nin dağılması neticesinde Sovyetler Birliği'nde faaliyet gösteren veya orada bulunan bazı finansal kuruluşlar belirsizliklerden etkilenmiştir. Şubat 1995'te Baring Brothers'ın çöküşü, yine sorunlara neden olmuştur (Galati, 2002: 56). Japon bankalar, 1992'de varlık fiyatı balonunun patlaması ve 1997-1998 bankacılık krizinin ardından yabancı piyasalardan çekilmiştir (Cassis ve Wójcik, 2018: 6).

Son yirmi yılda, uluslararası bankacılık sektörü birçok skandalın konusu olmuştur. En büyük ve skandal yaratan bankacılık olaylarından biri ise, 1974'te, döviz ticaretindeki kayıplar nedeniyle, Almanya'daki Herstatt Bank'ın, diğer bankalara olan yükümlülüklerini yerine getiremediğinde iflas etmesidir. Yine başka bir örnekte, 1982'de Banco Ambrosiano, ciddi mali

dengesizlikler yaşamıştır ve bu durum Bank of Italy tarafından gerçekleştirilen teftişler sonucu gün yüzüne çıkmıştır. Yaklaşık 1,4 milyar dolarlık borcun hesabını veremeyen ve müşteri çekimlerindeki artış bankanın yetersiz işletme sermayesi ile birleşmesi neticesinde bankanın kapatılmasına neden olmuştur. Temmuz 1991’de Bank of Credit and Commerce International’ın (BCCI) çöküşü meydana gelmiştir; bu, alacaklılar için en az 9,25 milyar dolar kayba neden olmuştur. Temelde, banka yeterince denetlenmemiş ve yetkililer, zarar onarılamaz hale gelene kadar bankaya sahtekârlık uygulamalarını keşfedememiştir (Rodriguez, 1994: 213).

1974’te Herstatt Bank’ın çöküşü ve döviz piyasalarının büyümesi, yerleşim riskinin sistemik etkilerini vurgulamıştır. Son yirmi yılda, bankacılık sisteminin yerleşim riskini kontrol altına alma yeteneğini artırmak için adımlar atılmıştır. Bu adımlar, bir işlemin iki ayağı arasındaki gecikmeyi azaltmak ve karşı taraflar arasındaki yerleşim akışlarını azaltacak mekanizmalar geliştirmek üzerine odaklanmıştır. CLS Bank International’ın uygulaması ile önemli ilerleme kaydedilmiştir. CLS, özel sektör piyasa katılımcıları tarafından kurulan ve üyeleri için döviz işlemlerinin her iki ayağını kendi defterlerinde eşzamanlı olarak yerleştiren bir hizmettir (Galati, 2002: 64). Bu kapsamda Herstatt Bank vakasına ait detaylara ilerleyen bölümlerde yer verilmiştir.

3. Herstatt Bank’ın Yapısı ve İşleyişi

Herstatt Bank 1956 yılında Iwan Herstatt tarafından Köln’de kurulmuştur (DeRosa, 2013: 172). Beş milyon Alman Mark’ı sermaye ile kurulan Herstatt Bank, 1973 senesinde iki milyar Alman Mark’lık aktif büyüklüğe ulaşmıştır (Benli, 2023: 16). Banka, yüksek gelirli müşterilere hizmet verme konusunda uzmanlık kazanmıştır. Fakat çok tanınmış bir finansal kuruluş olmamakla beraber 35. büyük Alman bankası konumunda yer almıştır. Iwan Herstatt, yabancı para birimi bölümünün önemli özgülükle çalışmasını uygun görmüştür. Bu birim, tanınmış döviz piyasası uzmanı Daniel Dattel tarafından yönetilmekteydi. Ancak bankanın yönetimi ve denetiminde zayıflıklar bulunması, ortaya çıkabilecek aksaklıkların göz ardı edilmesine neden olmuştur (D’Alvia, 2023: 211). 1972’de, Bretton Woods sisteminin çöküşüyle, bankanın döviz bölümü döviz ticaretine başlama fırsatı bulmuştur. Banka içindeki ve düzenleyicilere yönelik çeşitli uyarılara rağmen, bankanın sürekli artan döviz işlemleri ve döviz piyasalarındaki pozisyonları hakkında hiçbir işlem yapılmamıştır (Muchlinski, 2021: 392). İflasa sürükleyen bu tür sorunları gelecekte önlemek için Basel Komitesi (başlangıçta Bankacılık Düzenlemeleri ve Denetleme Uygulamaları Komitesi adıyla) uluslararası para ve bankacılık piyasalarında yaşanan

ciddi çalkantıların (özellikle Batı Almanya'daki Bankhaus Herstatt'ın iflası) ardından 1974 yılı sonunda G-10 ülkelerinin merkez bankası başkanları tarafından kurulmuştur (BIS, 2024).

Herstatt krizinin, Bretton Woods Sistemi'nin çöküşü ile yakından bağlantılı olduğu düşünülse de bu başarısızlık Alman yetkililerinin yetersiz denetimine bağlanabilecektir. Uluslararası finansmanda, "Herstatt riski" terimi olarak da yer alan bankanın iflası, farklı zaman dilimlerinde iki para birimi arasındaki zaman gecikmesine bağlı riske atıfta bulunmaktadır (Davis vd., 2023: 77). Bu kriz, Haziran 1974'te Deutsche Bundesbank'ın Köln merkezli Herstatt Bank'ı Almanya saatiyle 16.30'da kapatmasıyla meydana gelmiştir. İngiliz bankası Hill Samuel'in (HS) aynı gün ödenmesi gereken 9 milyon ABD doları tutarında bir USD/DEM anlaşması bulunmaktaydı. Her zamanki uygulamaya uygun olarak Hill Samuel, Herstatt Bank'a DEM karşılığını Almanya saatiyle 11.00'de ödeyerek ve öğleden sonra New York hesabına USD karşılığını almayı beklemekteydi. Herstatt Bank, Almanya saatiyle 16.30'da (New York saatiyle 10.30'da) kapatıldı, böylece haber New York'a ulaştığında Herstatt Bank'ın tüm hesapları derhal donduruldu. Dolayısıyla, HS 9 milyon ABD dolarını alamamıştır. Aslında, HS bir süre sonra USD'yi geri almıştır, ancak bu durum nedeniyle önemli miktarda faiz ve yasal masraf ödemek zorunda kalmıştır. Bu örnek buzdağının sadece görünen kısmını ifade etmesine karşın Herstatt Bank'ın çöküşünün çeşitli muhataplarına toplam 620 milyon ABD dolarını aşan tazminat kaybına neden olduğu tahmin edilmektedir (Peachey, 2006: 60).

Tablo 1: Landeszentralbank'ın Döviz Bölümünün Herstatt Bank Faaliyetlerine İlişkin Soruşturması

Tarih		Para Birimlerine Göre Net Döviz Pozisyonları (Milyon DEM)				
		USD	GBP	FF	HLG	LİT
1972	Ekim	-7.3	+2.4	+2.0	+2.0	+1.1.
	Kasım	-15.6	+4.7	+2.8	+1.6	+1.2
	Aralık	-29.7	+1.3	+1.3	+1.5	+0.2
1973	Ocak	+4.8	+2.2	+2.1	+0.5	+0.3
	Şubat	+33.9	+2.1	+1.7	-12.3	+0.6
	Mart	+5.0	+1.3	+1.2	-0.1	+0.6
	Nisan	+11.4	+2.2	+0.7	-0.1	+0.6
	Mayıs	-17.4	+0.7	-0.8	-0.9	+0.4
	Haziran	+33.9	+2.3	-1.2	+1.5	+0.4
	Temmuz	+24.5	+16.4	+2.8	+0.3	+0.4
	Ağustos	+41.1	+2.8	-1.6	+3.2	+0.7
	Eylül	+92.2	+3.4	-1.2	+5.3	+0.6
	Ekim	+79.3	+2.1	+3.1	+55.8	+0.5
	Kasım	+173.1	+1.6	+0.9	+28.5	-0.8

Kaynak: Mourlon-Druol, 2015: 316

Tablo 1. 1973 yılı Aralık ayında Landeszentralbank tarafından Herstatt Bank'ın döviz işlemlerine yönelik yapılan bir incelemeyi göstermektedir. Tabloda, Herstatt Bank'ın Köln'deki döviz pozisyonları; Amerikan doları (USD), İngiliz sterlini (GBP), Fransız frangı (FF), Hollanda guldeni (HLG) ve İtalyan lirası (LİT) cinsinden, 1972 ve 1973 yıllarına ait aylık değerlerle sunulmuştur. Herstatt Bank'ın çöküşüne giden yıllarda, özellikle döviz piyasalarındaki önemli faaliyetlerini gözler önüne sermektedir. Örneğin, 1973 yılı boyunca bankanın Amerikan doları (USD) pozisyonları büyük dalgalanmalar yaşamış, Kasım 1973'te +173.1 milyon DEM'e ulaşarak zirve yapmıştır. Bu rakamlar, bankanın döviz piyasasında büyük, spekülasyon pozisyonlar aldığını ve bunun likidite krizine yol açan temel faktörlerden biri olduğunu göstermektedir. 1973 yılı Ağustos ile Kasım ayları arasındaki dönemde dolar pozisyonlarında görülen keskin artış, bankanın giderek daha agresif bir strateji izlediğine işaret etmektedir. Banka, döviz spekülasyonuna yoğun bir şekilde girerken, bu işlemleri riskten koruma stratejileriyle desteklememesi, nihayetinde likidite krizine neden olmuştur. Bu dengesizlikler, özellikle Amerikan doları pozisyonlarında yaşanan büyük artışlar, piyasa dalgalanmaları ve o dönemdeki uluslararası bankacılık düzenlemelerinin yetersizliği ile daha da şiddetlenmiştir. Herstatt Bank'ın

riskli işlemleri, yeterli denetim veya iç kontrol mekanizmaları olmadan yürütülmüş ve nihayetinde bankanın çöküşüne yol açmıştır. 26 Haziran 1974'te banka gün ortasında kapatıldığında, birçok uluslararası karşı taraf ödenmemiş döviz işlemleriyle karşı karşıya kalmıştır. Sonuç olarak, bu tablo, Herstatt Bankası'nın operasyonlarına dair önemli veriler sunmakta ve döviz pozisyonlarının taşıdığı riskleri gözler önüne sermektedir. Özellikle USD'deki büyük pozisyonlar, bankanın iflasında belirleyici bir rol oynamış ve bu olay, uluslararası bankacılık sistemindeki benzer riskleri azaltmaya yönelik düzenleyici reformların yapılmasına zemin hazırlamıştır.

4. Çöküşün Detayları

1974 yılında Herstatt Bank döviz işlemlerinde büyük kayıplar yaşayarak iflas etmiştir. Bu iflas ile bankanın uluslararası işlemleri, karşı taraf bankalarda büyük kayıplara neden olmuştur (D'Alvia, 2023: 211-213). Herstatt Bank diğer birçok banka gibi ABD dolarının değer kazanacağını ön görerek döviz işlemleri gerçekleştirmiştir. Bu süreçte ABD doları beklenildiğinin aksine değerindeki düşüş nedeniyle 31 Mayıs 1974'te 64 milyon DEM (bankanın sermayesinin %89'una eşdeğer) kayba neden olmuştur. Kayıplar haziran ortasında yaklaşık yarım milyar DEM'ye yükselmiştir. Alman bankacılık sektörü için denetleyici otorite olan Alman Bankacılık Sektörü Denetleme Otoritesi (Alman Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen), Nisan ayında Herstatt Bank'ı aşırı döviz işlemleri konusunda uyarılmıştı. Diğer bankalar (Deutsche Bank, Dresdner Bank ve Commerzbank) 26 Haziran 1974'te ödeme garantisi vermeyi reddettiğinde, banka iflasa sürüklenmiştir (Frömmel, 2023: 240).

Tablo 2: Karoli-Wirtschaftsprüfung'un Herstatt Bank'ın Yıllık Hesaplarına İlişkin Raporu

Açık Pozisyon	Tutar
31 Aralık 1973 İtibariyle	711 Milyon USD
8 Şubat 1974 İtibariyle	80 milyon USD

Kaynak: Mourlon-Druol, 2015: 323

Karoli-Wirtschaftsprüfung, Almanya merkezli bir denetim ve danışmanlık firmasıdır. Tablo 2. Herstatt Bank'ın döviz işlemleriyle ilgili 1973 ve 1974 yılı başlarındaki açık pozisyonlarını sunmaktadır. Bu veriler, bankanın döviz piyasalarındaki faaliyetlerinin büyüklüğünü ve risk seviyesini değerlendirmeye olanak tanımaktadır. Herstatt Bank, 1973 yılında 64 milyar DEM'lik bir döviz işlem hacmi gerçekleştirmiştir (Mourlon-Druol, 2015:323) Bu rakam, bankanın döviz piyasasında önemli bir aktör olduğunu göstermektedir. Yıl sonunda bankanın açık pozisyonu 711 milyon ABD

doları olarak kaydedilmiştir. Bu, Herstatt Bank'ın yılsonunda oldukça büyük bir döviz riski taşıdığını ve piyasadaki dalgalanmalara karşı hassasiyetinin yüksek olduğunu göstermektedir. 8 Şubat 1974 itibarıyla bankanın açık pozisyonu 80 milyon ABD dolarına düşmüştür. Bu, bankanın 1974 yılı başlarında riskini önemli ölçüde azalttığını ve pozisyonlarını büyük ölçüde kapattığını göstermektedir. Ancak, bu pozisyonun hala risk içerdiği göz ardı edilmemelidir. 1974 yılı başlarında pozisyonların azaltılması, bankanın risk yönetimi stratejileri doğrultusunda bir hamle olduğunu gösterse de 1974'te yaşanan gelişmeler bu risklerin yeterince etkin yönetilemediğini göstermektedir.

Herstatt Bank, iflas ettiği Haziran 1974'te günlük olarak 600 milyon doların üzerinde döviz ticareti gerçekleştiriyordu. Herstatt Bank, iflas etmeden önce döviz spekülasyonlarından 200 milyon doların üzerinde kayıp yaşamıştır. Herstatt Bank'ın 840 milyon dolar borcu ve 380 milyon dolar varlığı bulunmaktaydı. Herstatt Bank'ın iflası, Franklin National Bankası ile ilgili sorunların ortasında gerçekleşti. Bu endişe, bir bankacılık krizinin başlamış olabileceğini göstermekteydi. Bankalar, diğer bankaların ödeme yapamaması durumunda kendilerinin de ödeme alamayacaklarından endişe ederek CHIPS² üzerinden fonlarını göndermeyi reddetmiştir. Herstatt Bank'ın iflası, Amerika'da maruz kalınan açık döviz pozisyonlarının nasıl denkleştirileceği konusunda da endişeleri artırmıştır. Almanya'daki bankanın kapanması, bu bankadan Amerika'ya daha fazla ödeme yapılmasını durdurmuştur, ancak (zaman farkı nedeniyle) Amerikan bankaları, iflas gününün sonunda ödemelerini çoktan gerçekleştirmişlerdir (Markham, 2022).

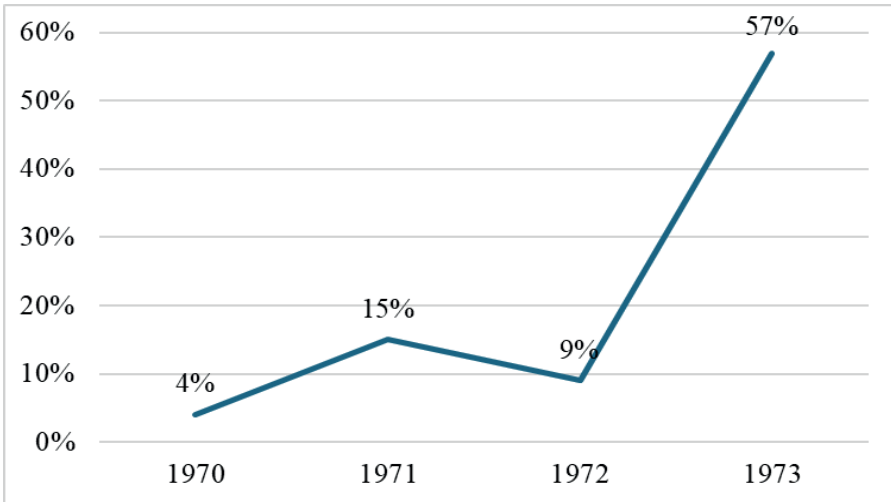
Manhattan Bank, Herstatt Bank'ın kapanmasını öğrendiğinde Herstatt Bank hesabını dondurmıştır. Herstatt Bank'ın borçluları, Chase'deki Herstatt Bank hesabında bulunan 150 milyon doların iflas işlemlerinde diğer alacaklılarla paylaşılması gerektiğini iddia etmişlerdir. Bu, bankaların CHIPS aracılığıyla ödeme yapmak için beklediği için CHIPS'in darboğaza girmesine neden olmuştur. Sonunda, First National City Bank, CHIPS aracılığıyla ödemeler yapmaya başlamıştır ve diğer bankaların ödemelerini yapmaya devam etmesini sağlamıştır. First National City Bank devreye girmeseydi, bankacılık sistemi tamamen çökmüş olabilirdi (Markham, 2022).

2 CHIPS, Clearing House Interbank Payments System (Clearing House Bankalararası Ödeme Sistemi) kelimelerinin baş harflerinden oluşan bir kısaltmadır. Bu sistem, dünya genelinde bankalar arasında uluslararası para transferlerini hızlı ve güvenli bir şekilde gerçekleştirmek için kullanılan bir ödeme sistemi olarak bilinmektedir. CHIPS, 1970 yılında kurulmuştur ve ABD merkezli olan bu sistem, genellikle büyük miktarlarda ödemelerin yapılmasında tercih edilmektedir.

Düzenleyiciler, 26 Haziran 1974 Çarşamba günü Herstatt Bank'ın iflas ettiğini ilan etmeye ve kapatmaya karar verdiler. Bunun için zamanla çok kötüydü ve çarşamba günü seçilmişti. Bu tür kriz durumlarında normalde olduğu gibi, piyasaların krizi yönetmek için iki günü olacağı cuma günü seçilmemişti. Ayrıca, bankanın kapatılması Frankfurt'taki çalışma gününün sonunda gerçekleşmiştir. Bu da New York'ta iş gününün sabahına denk gelmiştir ve belirli sayıda açık işlemi bırakmıştır. Bu durum, farklı zaman dilimlerinde işlem yapmanın riskini (takas riski) doğurmuştur. Seçilen tarihin uygun görülmesinin nedeni de vardı. O gün Alman milli futbol takımının Yugoslavya'ya karşı oynayacağı Dünya Kupası maçı günüydü. Bu nedenle maçın Herstatt Bank'ın kapatılmasıyla ilgili olumsuz etkileri sınırlayabileceğine inanılmıştır. Birçok Alman tüccarın büyük olasılıkla maçı izlemekte olacağı ve hesap sahiplerinin dikkatinin dağılmış olacağı için bankaya koşmayacağı düşünülmüştür. Ancak, yetkililerin etkileri büyük ölçüde hafife aldığı ortaya çıkmıştır (Buchetti ve Santoni, 2022: 155).

Herstatt Bank vakası, mevduat sigortası konusunu büyük bir siyasi mesele haline de getirmiştir. Aynı yıl, iki kamu bankasının döviz piyasalarında büyük kayıplar yaşadığının ortaya çıkmasıyla birlikte mevduat sigortası üzerindeki tartışmalar daha da yoğunlaşmıştır. Hessische Landesbank (HeLaBa) örneğinde, çöküşünü önlemek için yaklaşık 2 milyar DEM'ye ihtiyaç duyulmuştur. Bu miktarın yarısı, gerekli fonları sağlamak için parlamentosunda özel bir bütçe geçiren Hessian Land hükümeti tarafından ödenmiştir, diğer yarısı ise Hessian Sparkassen tarafından karşılanmıştır (Busch, 2012: 101).

Grafik 1: Toplam Olağan Gelirin Yüzdesi Olarak Döviz İşlemleri



Kaynak: Mourlon-Druol, 2015: 326

Grafik 1’de, 1970-1973 yılları arasında yabancı para birimi işlemlerinin toplam olağan gelir içindeki yüzdesel payı verilmiştir. Yıllara göre önemli dalgalanmalar görülmektedir. 1970 yılında yabancı para birimi işlemleri, toplam gelirlerin %4’ünü oluştururken, 1971 yılında bu oran %15’e yükselmiştir. 1972 yılında %9’a gerilemiş ve 1973 yılında ise belirgin bir artışla %57’ye çıkmıştır. Bu veriler, 1970-1973 yılları arasında yabancı para işlemlerinin kurumun gelirlerinde önemli bir dalgalanma yaşandığını göstermektedir. Özellikle 1973 yılında bu tür işlemler olağan gelirlerin yarısından fazlasını oluşturarak, o yılki finansal stratejilerin büyük ölçüde döviz işlemlerine dayandığını işaret etmektedir. Bu durum, 1970’lerin başında Herstatt Bank’ın döviz işlemlerine aşırı şekilde odaklanarak yüksek riskler aldığını göstermektedir.

Herstatt Bank, Almanya’daki nispeten küçük bir banka oyuncusu olmasına rağmen, uluslararası bankacılık sistemi üzerindeki etkileri, ilgili bankacılık operasyonlarındaki olumsuz şok nedeniyle önem arz etmiştir. Talihsiz zamanlama seçimi, döviz işlemlerinin tamamlanamaması nedeniyle büyük kayıplara yol açmıştır. Özellikle 26 Haziran’da Herstatt Bank’ın bankacılık muhatapları bankaya önemli miktarda DEM ödemiştir. Ancak, ABD finans piyasasındaki zaman farkı nedeniyle, Herstatt Bank’ın muhatapları henüz karşılığında dolar almamıştı. Bu nedenle, birçok ABD bankası iflas etti ve iflas başvurusu yapmış ve karşı bankacılık işlemlerinin tamamlanamaması nedeniyle büyük zararlar yaşanmıştır (Buchetti ve Santoni, 2022: 155).

5. Uluslararası Etkiler

Herstatt Bank’ın çöküşü, özellikle Amerikan bankalarını ciddi şekilde etkilemiştir. Bankanın kapanması, birçok Amerikan bankasının büyük kayıplar yaşamasına neden olmuştur. Örneğin, Seattle First National Bank’ın, Herstatt Bank’a vermiş olduğu 22,5 milyon dolar kredi geri ödenememiştir (D’Alvia, 2023: 212). Bu olay, döviz işlemlerinde takas riskinin önemini ortaya koydu ve bu tür riskler “Herstatt riski” olarak anılmaya başlandı (Apostolik ve Donohue, 2015: 65-66). Herstatt Bank’ın çöküşü, küresel ödeme sistemlerinde büyük aksaklıklara neden olmuştur. Banka, döviz işlemlerini tamamlayamadan iflas ettiğinde, birçok uluslararası banka ciddi likidite sorunları yaşamıştır (Galati, 2002: 55). Gelecekte Herstatt Bank benzeri krizleri önlemek için aynı gün takas sistemleri önerildi, ancak bu sistemlerin tam olarak uygulanması yıllar almıştır (Markham, 2022).

Başlangıç aşamalarında, kriz yönetimi öncelikliydi. Herstatt Bank’ın çöküşünün hemen ardından, BdB, Herstatt Bank mevduatlarına garantiler sağlanmasının koordinasyonuna yardımcı olmak için bir likidite konsorsiyumu

oluşturmuştur. Bu konsorsiyum, çeşitli kurumsal bankalar, bölgesel bankalar ve özel bankacılık evlerinden oluşmaktaydı ve bunlar, likidite sıkıntısı çeken bankalara kısa vadeli krediler sağlama olanağı sunmuşlardır. Bu konsorsiyum, Eylül 1974'te genişletilmiştir. Bundesbank ile iş birliği içinde ve bankacılık sektörünün diğer bölümleri ile bu önlemler daha kalıcı hale getirilmiştir ve bu durum, "Liquiditäts-Konsortialbank" olarak bilinen yeni bir organizasyonun kurulmasına yol açmıştır (Busch, 2012: 101).

Herstatt Bank'ın iflası, uluslararası bankacılık düzenlemelerinin geliştirilmesi gerektiğini ortaya koymuştur. 1975'te, Basel Bankacılık Denetleme Komitesi kurulmuştur. Bu komite, uluslararası bankaların denetiminde iş birliğini artırmak ve gelecekte benzer krizlerin önlenmesi için düzenlemeler geliştirmek amacıyla kurulmuştur (D'Alvia, 2023: 211-213). Bankacılık Denetim Basel Komitesi, büyük ülkelerinin merkez bankalarından oluşmakta ve bankaların ihtiyatlı düzenlemesi için birincil küresel standart belirleyici ve bankacılık denetimi konularında iş birliği forumu olarak kurulmuştur (Bell, 2019: 175). Basel Komitesi, uluslararası bankacılık denetimini iyileştirmek için kurulmuştur ve bu nedenle gelecekteki Basel Anlaşmaları'nın temelini oluşturmuştur (Benli, 2023: 17). Basel Komitesi, dünya çapında bankaların düzenleme, denetim ve uygulamalarını güçlendirme ve böylece finansal istikrarı artırma yetkisine sahiptir. Bu, ardından ulusal düzenleyiciler ve merkez bankaları tarafından zorunlu gereklilikler olarak kabul edilen standartların geliştirilmesi yoluyla gerçekleştirilir. Bu standartların ilki olan "Basel I" 1988'de yayınlanmıştır (Bell, 2019: 175). Basel I Anlaşması, bankaların risk ağırlıklı varlıklarına karşı %8'lik bir asgari sermaye oranı getirmiştir (Grier, 2007: 10). Bu anlaşma, uluslararası bankaların operasyonları ve risk yönetimi için düzenleyici kılavuzlar sağlamıştır (Apostolik ve Donohue, 2015: 65-66). Bankaların risk yönetiminde daha dikkatli olmalarını (Hester, 1994: 133-149) ve uluslararası bankaların sermaye yeterliliği ile finansal istikrarı artırmayı ve sistemik riskleri azaltmayı amaçlamıştır (Guégan ve Hassani, 2019: 3). Basel II ve Basel III Anlaşmaları, bankaların risk yönetimi ve sermaye yeterliliği konularında daha sıkı düzenlemeler getirmiştir (Hibbeln, 2010: 6). Bu kapsamda Basel Komitesi, uluslararası finansal istikrarı artırmak için önemli adımlar atmıştır ve bu doğrultuda birçok düzenleyici çerçeve geliştirmiştir (Borio vd., 2020: 121). Basel Komitesi'nin çalışmaları, uluslararası bankacılık düzenlemelerinin etkinliğini artırmayı amaçlamaktadır (Brunner, 2014: 99). Basel Komitesi'nin kurulmasının, Alman Herstatt Bank'ın sınır ötesi faaliyetlerinin (döviz pozisyonları) başarısızlığının yargı yetkisi sınırlarını aşan etkileri bağlamında gerçekleştirilmesi kayda değerdir (Beck, 2016: 42).

Herstatt Bank'ın çöküşü, küresel ödeme sistemlerinde reform ihtiyacını da gündeme getirmiştir. 1997'de Küresel Ödemeler Bankası (CLS Bank) kurulmuştur ve döviz işlemlerinin yerleşimi için yeni bir gerçek zamanlı yerleşim sistemi tanıtılmıştır (D'Alvia, 2023: 211-213). Bu sistem, döviz işlemlerinde takas riskini azaltmak için tasarlanmıştır. CLS Bankası'nın kurulması, döviz işlemlerinin güvenliğini artırmayı ve sistemik riski azaltmayı hedefledi (Fight, 2004: 166).

Herstatt Bank'ın iflası, uluslararası bankacılık sisteminin ne kadar kırılgan olduğunu ve düzenleyici çerçevelerin bu tür krizlere karşı ne kadar hazırlıksız olduğunu göstermiştir. Herstatt Bank vakası, uluslararası bankacılık düzenlemelerinin ve denetim mekanizmalarının geliştirilmesi gerektiğini ortaya koymuştur (Alexander, 2019: 21). Basel Komitesi'nin kurulması ve CLS Bank gibi reformlar, küresel finansal istikrarı artırmak için önemli adımlar olmuştur (D'Alvia, 2023: 211-213; Apostolik ve Donohue, 2015: 65-66; Gortsos, 2023, 162-163). Bu gelişmeler, uluslararası bankacılık sisteminin daha sağlam ve dirençli hale gelmesini sağlamıştır (Johnson, 1998: 4). Almanya'da, 1976'da Bankacılık Yasası'nda yapılan değişikliklerle, mevduat garanti sistemleri kamu düzenlemesi altına alınmıştır (Kaufman, 1992: 581).

Herstatt Bank'ın iflası, diğer önemli banka iflaslarıyla birlikte uluslararası denetim ve düzenlemelerin önemini vurgulamıştır. 1995'teki Barings Bankası iflası ve 1998'deki Long-Term Capital Management krizleri, uluslararası finansal sistemdeki risklerin boyutunu göstermiştir (Roncalli, 2020). Bu iflaslar, uluslararası bankacılık düzenlemelerinin ve denetim mekanizmalarının geliştirilmesine katkıda bulunmuştur (Moosa, 2007: 174).

6. Sonuç ve Değerlendirme

Haziran 1974'te, Almanya 1931 krizinden bu yana en kötü banka çöküşünü yaşamıştır. Bu durum, uluslararası piyasalarda köklü değişiklikler yaşanmasına yol açmıştır. Döviz kuru oynaklığındaki artış, kısa sürede kârlı yeni iş fırsatları yaratırken, aynı zamanda büyük kayıplara da neden olmuştur. Son yirmi yılda, uluslararası bankacılık sektöründe birçok skandal meydana gelmiştir (Rodriguez, 1994: 213). New York'taki Franklin National Bank'ın iflasıyla birlikte, Köln merkezli Herstatt Bank'ın çöküşü, 1970'lerin en büyük banka çöküşlerinden biri olarak kabul edilmiştir. Bu durum, 1,2 milyar DEM'nin üzerinde finansal kayıpla sonuçlanmıştır (Busch, 2012: 100). World Bank verilerine göre 1974 yılında Almanya'nın GSYİH'i 589 milyar DEM olarak ifade edilmektedir. Buna göre Herstatt Bank'ın neden

olduğu kayıp her ne kadar GSYİH'in binde ikisi gibi bir tutara denk gelse de bankacılık sektörü ve finansal piyasalara etkisi, doğrudan parasal kaybın ötesindeydi. Herstatt Bank özellikle uluslararası döviz işlemlerindeki takas risklerine dikkat çekmiştir ve 2002 yılında devreye giren CLS Bank gibi çözüm önerilerinin temelini oluşturmuştur.

Bundesbank'ın tüm bankacılık sektörünü içeren bir kurtarma planını koordine etme çabaları başarısız olduktan sonra, 26 Haziran 1974'te Herstatt Bank'ın kapatılmasına karar verilmiştir. Bu olaylar, iyi kredi notuna sahip ve iyi yönetilen bankaların bile tek bir bankanın çöküşü nedeniyle ciddi zorluklar yaşayabileceğini göstermiştir. Ayrıca mevcut mevduat sigorta sisteminin böyle bir krizle başa çıkmada yetersiz olduğunu gözler önüne sermiştir (Busch, 2012: 100). Bankacılık sektöründe yaşanan bu tür krizler, bankaların kredi verme kapasitesini önemli ölçüde azaltarak para arzında daralmaya yol açabilmektedir. Bankalar, kredi yaratma süreçleri yoluyla para arzını genişletirken, sistemdeki güven kaybı ve mevduat çekilmeleri para tabanını da olumsuz etkileyebilecektir. Bu durum, özellikle merkez bankasının likidite sağlama mekanizmalarının yetersiz kaldığı anlarda, parasal genişlemenin durmasına ve ekonomik faaliyetlerin yavaşlamasına neden olabilecektir.

Dalgalı döviz kurlarının gelmesiyle, mevcut döviz takas düzenlemelerinin verimsiz olduğu ve büyük finansal riskleri ortaya çıkardığı kabul edilmiştir. Herstatt Bank'ın çöküşü, büyük bir döviz takas başarısızlığına yol açtığında, değişiklik ihtiyacı acı verici bir şekilde belirgin hale gelmiştir. Herstatt Bank vakası, döviz takaslarının gelişimini önemli ölçüde etkilemiştir (DeRosa, 2013: 172). Uluslararası bankacılık sisteminin kırılganlığını ve düzenleyici çerçevelerin yetersizliğini göstermiştir. Bu olay, uluslararası bankacılık düzenlemelerinin ve denetim mekanizmalarının geliştirilmesi gerektiğini ortaya koymuştur. Basel Komitesi'nin kurulması ve CLS Bank gibi reformlar, küresel finansal istikrarı artırmak için atılan önemli adımlar olmuştur. Herstatt Bank vakası, bu tür krizlerin önlenmesi için uluslararası iş birliğinin önemini vurgulamıştır (D'Alvia, 2023: 211-213; Apostolik ve Donohue, 2015: 65-66).

Herstatt Bank'ın hala hatırlanmasının nedeni, döviz anlaşmalarında borçlu olduğu milyonlarca doları ödeyememiş olmasıdır. Anahtar unsur zamanlamaydı, Herstatt için iflas ilan edilmeden önce, o gün döviz işlemlerinden kaynaklanan Deutsche Markları tahsil etmişti. Ancak Herstatt New York'a dolar teslim edememiştir. Avrupa ve Amerika Birleşik Devletleri arasındaki bu zaman farkı (New York'ta öğleden sonra Avrupa'da sabah) burada kritik nokta olmuştur. Bir döviz anlaşmasında her iki tarafının da

ödeme yapması gerekmektedir. Biri, dövizini teslim eder ve ardından ilk tarafın sattığı dövizini teslim almaktadır. Ancak tek yönlü bir teslimat, Herstatt riskinin bir örneği olmaktadır. Sonuç olarak, Herstatt Bank'ın başarısızlığı, döviz takaslarının evriminde önemli bir dönüm noktası olmuştur (DeRosa, 2013: 172). Herstatt Bank'ın kapanması, zaman dilimlerindeki farklılıklar nedeniyle Amerikan bankalarının kayıplar yaşamasına neden olmuştur. Herstatt Bank'ın kapanmasını, İsviçre Union Bank (\$100 milyon), Londra Lloyds Bank (\$76 milyon), Westdeutsche Landesbank (\$108 milyon), Banque de Bruxelles ve Franklin National Bank (\$46 milyon) gibi bankaların döviz işlemlerinden büyük kayıplar yaşamışlardır (Proxmire, 1975: 18).

Herstatt Bank'ın iflası, takas riskin ne kadar büyük olabileceğini göstermiştir. Bu olay, bankaların birbirleriyle olan ilişkilerinin ve karşılıklı bağımlılıklarının ne kadar karmaşık olduğunu ortaya koymuştur. (Wihlborg, 2018: 203). Herstatt riski, döviz işlemlerinde takas riskinin önemini vurgulamıştır ve bu tür risklerin yönetilmesi için uluslararası iş birliğinin artırılması gerektiğini göstermesi açısından önemli bir örnek vaka olmuştur (Crockett, 1996: 540). Herstatt Bank'ın iflası, bankacılık sisteminin nasıl çalıştığına dair önemli dersler sunmuştur ve uluslararası düzenleyicilerin iş birliği yapmasının önemini ortaya koymuştur (Mourlon-Druol, 2015: 311).

Herstatt Bank vakası, uluslararası finansal sistemin kırılma eğilimini ve düzenleyici çerçevelerin yetersizliğini gözler önüne seren önemli bir olaydır. Herstatt Bank, özellikle döviz piyasalarında gerçekleştirdiği büyük ve riskli işlemler nedeniyle ciddi kayıplar yaşamış, bu da bankanın iflasına yol açmıştır. Ayrıca uluslararası piyasalarda döviz işlemlerinde büyük aksaklıklara neden olmuştur. Bu durum, uluslararası döviz işlemlerinde ortaya çıkan takas riskini ve bu riskin bankacılık sistemi üzerindeki olumsuz etkilerini gözler önüne sermiştir. Herstatt Bank'ın iflası, uluslararası finansal sistemde önemli değişikliklere yol açmıştır. Bu vakadan çıkarılan dersler, Basel Komitesi ve CLS Bank International gibi kurumların kurulmasına zemin hazırlamıştır. Basel Komitesi, bankacılık düzenlemeleri ve denetiminde uluslararası iş birliğini teşvik etmek amacıyla kurulmuş olup, oluşabilecek risklerin önüne geçilmesi adına bankalar için minimum sermaye yeterliliği gibi yeni standartlar belirlemiştir. Herstatt Bank Vakası, bankacılık sisteminin karşı karşıya olduğu risklerin ve bu risklerin yönetiminde uluslararası iş birliğinin önemini vurgulamıştır. Bu vaka, finansal sistemin istikrarını ve güvenilirliğini artırmak için alınması gereken önlemler konusunda önemli dersler sunmuştur. Bu bağlamda, Herstatt Bank'ın iflası, uluslararası bankacılık düzenlemelerinin ve denetim mekanizmalarının geliştirilmesi gerektiğini ortaya koyan tarihi bir dönüm noktası olarak değerlendirilebilecektir.

Kaynakça

- Alexander, K. (2019). *Principles of banking regulation*. Cambridge University Press. ISBN:9781108427265.
- Apostolik, R., & Donohue, C. (2015). *Foundations of Financial Risk: an overview of financial risk and risk-based financial regulation*. John Wiley & Sons. ISBN:9781119106395.
- Bank for International Settlements (BIS). (2013). Triennial Central Bank Survey: Foreign exchange turnover in April 2013. <https://www.bis.org/publ/rpfx13fx.pdf>.
- Bank for International Settlements (BIS). (2024). History of the Basel Committee. <https://www.bis.org/bcbs/history.htm>.
- Beck, T. (2016). Regulatory cooperation on cross-border banking—progress and challenges after the crisis. *National Institute Economic Review*, 235, R40-R49. <https://doi.org/10.1177/002795011623500114>.
- Bell, F. (2019). *Culture, Conduct and Ethics in Banking: Principles and Practice*. Kogan Page. ISBN:9780749482916.
- Benli, V., F. (2023). *Global Bankacılık İşlemlerinde Klasik ve Yapılandırılmış Em-tia Finansman Modelleri*. Livre de Lyon. ISBN:9782382365465.
- Borio, C., Claessens, S., Clement, P., McCauley, R. N., & Shin, H. S. (Eds.). (2020). *Promoting global monetary and financial stability: The bank for international settlements after Bretton Woods, 1973–2020*. Cambridge University Press. ISBN:9781108495981.
- Brummer, C. (2014). *Minilateralism: how trade alliances, soft law and financial engineering are redefining economic statecraft*. Cambridge University Press. ISBN:9781107053144.
- Buchetti, B., & Santoni, A. (2022). *Corporate Governance in the Banking Sector: Theory, Supervision, ESG and Real Banking Failures*. Springer Nature. ISBN:9783030975753.
- Busch, A. (2012). *Banking regulation and globalization*. OUP Oxford. ISBN:9780191029868.
- Cassis, Y. A. & Wójcik, D. (Ed.) (2018). *Global Overview from a Historical Perspective*. International Financial Centres after the Global Financial Crisis and Brexit, 1. ISBN:9780198817314.
- Crockett, A. (1996). The theory and practice of financial stability. *De Economist*, 144(4), 531-568. <https://doi.org/10.1007/BF01371939>.
- D'Alvia, D. (2023). *The Speculator of Financial Markets: How Financial Innovation and Supervision Made the Modern World*. Springer Nature. ISBN:9783031479014.
- Davis, R., Madaus, S., Marcucci, M., Mevorach, I., Mokal, R., Romaine, B., Mokal, R. J., Tirado, I., Sarra, J. (2023). *Financial Institutions in*

- Distress: Recovery, Resolution, and Recognition*. Oxford University Press. ISBN:9780192882516.
- DeRosa, D. F. (2013). *Foreign Exchange Operations: Master Trading Agreements, Settlement, and Collateral*. John Wiley & Sons. ISBN:9780470932919.
- Fight, A. (2004). *Understanding international bank risk*. John Wiley & Sons. ISBN:9780470092774.
- Frömmel, M. (2023). *Finance 2: Asset Allocation and Market Efficiency (Vol. 2)*. BoD–Books on Demand. ISBN:9783750437739.
- Galati, G. (2002). Settlement risk in foreign exchange markets and CLS Bank. *BIS Quarterly Review*, 4, 55-65. <https://www.bis.org/publ/qtrpdf/rqt0212f.pdf>.
- Gortsos, C. V. (2023). *The European Banking Regulation Handbook, Volume I: Theory of Banking Regulation, International Standards, Evolution and Institutional Aspects of European Banking Law*. Springer International Publishing. ISBN:978-3-031-32858-9.
- Grier, W. A. (2007). *Credit Analysis of Financial Institutions*. Euromoney Books. ISBN:9781843742746.
- Guégan, D., & Hassani, B. K. (2019). *Risk measurement From Quantitative Measures to Management Decisions*. Springer International Publishing. ISBN:9783030026806.
- Hester, D. D. (1994). On the theory of financial intermediation. *De Economist*, 142(2), 133-149. <https://doi.org/10.1007/BF01388162>.
- Hibbeln, M. (2010). *Risk management in credit portfolios: concentration risk and Basel II*. Physica-Verlag HD. ISBN:9783790826074.
- Johnson, O. E. G. (1998). *Payment Systems, Monetary Policy and the Role of the Central Bank*. International Monetary Fund. ISBN:9781557756268
- Kaufman, G. G. (Ed.). (1992). *Banking structures in major countries*. Springer. ISBN:9780792391364
- King, M. J. (2000). *Bank & Brokerage Back Office Procedures & Settlements*. Glenlake Publishing. ISBN:9781579581060.
- Leinonen, H. (2003). Liquidity, Risks and Speed in Payment and Settlement Systems – A Simulation Approach. *Bank of Finland Studies*. <https://hdl.handle.net/10419/212964>.
- Markham, J. W. (2022). *From the Age of Derivatives Into the New Millennium: A Financial History of the United States 1970–2001*. Taylor & Francis. ISBN: 9781003247111.
- Moosa, I. A. (2007). *Operational risk: a survey*. *Financial markets, institutions & instruments*, 16(4), 167-200. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0416.2007.00123.x>.

- Mourlon-Druol, E. (2015). Trust is good, control is better: The 1974 Herstatt bank crisis and its implications for international regulatory reform. *Business History*, 57(2), 311-334. <https://doi.org/10.1080/00076791.2014.950956>.
- Muchlinski, P. (2021). *Multinational Enterprises and the Law*. OUP Oxford. ISBN: 9780192557452.
- Peachey, A. N. (2006). *Great Financial Disasters of Our Time*. BWV, Berliner Wiss.-Verlag. ISBN:9783830511625.
- Proxmire, W. (1975). *Compendium of Major Issues in Bank Regulation*. U.S. Government Printing Office.
- Rodriguez, S. (1994). Are Banks Within the European Community Adequately Supervised, *Boston College International and Comparative Law Review*. 17(1), 213-222. <http://lawdigitalcommons.bc.edu/iclr/vol17/iss1/13>.
- Roncalli, T. (2020). *Handbook of financial risk management*. Chapman and Hall/CRC. ISBN:9781351385220.
- Wihlborg, C. (2018). Systemic risk and the organization of the financial system: overview. *Journal of Financial Economic Policy*, 10(2), 202-212. <https://doi.org/10.1108/JFEP-02-2018-0021>.
- World Bank (2024). GDP (current LCU) – Germany. <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CN?end=1974&locations=DE&start=1960>

Bernie Madoff Ponzi Şeması

Arzu Özmerdivanlı¹

Özet

Adını Charles Ponzi'den alan Ponzi şeması, yeni yatırımcılardan elde edilen fonlarla mevcut yatırımcılara ortalamasının üzerinde getiriler ödenmesini sağlayan bir finansal hiledir. Tarihsel süreç içerisinde gerçekleşen Ponzi şemaları, 1800'lü yıllardan günümüze kadar dünyada yaygın bir şekilde uygulanmış ve yatırımcılar büyük zararlara uğramışlardır. Dünyada gerçekleşen Ponzi şemaları içerisinde, 2008 küresel krizinden sonra meydana gelen ve Bernie Madoff tarafından gerçekleştirilen Ponzi şemasının Amerikan tarihindeki en büyük Ponzi şeması olduğu belirtilmektedir. Madoff Ponzi şeması, Madoff'un yarattığı itibar ve ABD Sermaye Piyasası Kurulu'nun (USA Security Exchange Commission- SEC) yetersiz denetim çalışmaları nedeniyle uzun bir süre devam etmiş ve popülerlik kazanmıştır. Gelen şikayetlerin artmasıyla birlikte SEC tarafından yapılan soruşturmalarda deneyimsiz personelin gelişigüzel inceleme yapması Madoff Ponzi şemasının ortaya çıkmasını geciktirmiştir. Bu çalışmada Bernie Madoff Ponzi şeması analiz edilmektedir. Çalışma kapsamında Madoff Ponzi şemasının gelişimi, yatırım stratejisi ve kırmızı bayrakları incelenmiştir. Bununla birlikte çalışmada, yatırımcılara gelecekte ortaya çıkacak Ponzi şemalarına kurban gitme potansiyelini azaltmak için öneriler sunulmuş ve SEC içinde gerçekleşen reform ve değişiklikler açıklanmıştır.

1. Giriş

İnsanın varlığıyla birlikte ortaya çıkan ve insanın yaratıcılığıyla paralel bir şekilde var olmaya devam edecek olan hileler, tarihsel süreç içerisinde çok farklı tür ve şekillerde gerçekleşmektedir. Bu hileler, kazanç sağlamak için yapılan her türlü eylemi içermek ve bütün finansal piyasaları etkileyebilmektedir. Finansal piyasalarda gerçekleşen hileler dolandırıcılıklardan karmaşık Ponzi şemalarına kadar çeşitli şekillerde meydana gelebilmektedir. Ponzi şemaları,

1 Dr. Öğr. Üyesi, Karamanoğlu Mehmetbey Üniversitesi, Uygulamalı Bilimler Fakültesi, Bankacılık ve Sigortacılık Bölümü, arzuoz@kmu.edu.tr, ORCID ID: 0000-0002-2120-3312

dolandırıcının sürekli olarak başkalarından yeni yatırımlar almasını ve böylece paranın önceki yatırımcılara getiri olarak yeniden dağıtılmasını gerektiren bir şekilde yapılandırılmıştır (Quisenberry, 2017). Söz konusu şemalar, yatırımcılara posta kuponları üzerinden yaklaşık %50 oranında getiri vaadinde bulunan ve yatırımcıları çekmek için saadet zinciri şeklinde bir yatırım programı işleten Charles Ponzi'nin adını almıştır (Kovacich, 2008).

Charles Ponzi'den sonra dünyada çok sayıda Ponzi planı ortaya çıkmış ve yatırımcılar büyük kayıplar yaşamıştır. 2008 küresel krizinden sonra ortaya çıkan ve Bernie Madoff tarafından oluşturulan 65 milyar dolarlık Ponzi şemasının Amerikan tarihinde meydana gelen en kapsamlı Ponzi şeması olduğu ifade edilmektedir. Madoff, birden fazla yatırımcıdan para toplama ve fonları meşru yatırım getirileriymiş gibi önceki yatırımcılara yeniden dağıtma eylemi olan Ponzi planı adı verilen şemayı işleterek son derece bilgili yatırımcıları, hayır kurumlarını ve büyük yatırım fonlarını başarıyla kandırmıştır (SEC, 2024).

Bu çalışmada, 2008 küresel krizinden sonra ortaya çıkan Bernie Madoff Ponzi şemasının incelenmesi amaçlanmıştır. Madoff şemasının incelenmesiyle birlikte yatırımcıların ve düzenleyici ve denetleyici kurumların Ponzi süreci ile ilgili farkındalığının artacağı ve ortaya çıkması muhtemel mağduriyetlerin azalacağı öngörülmektedir. Bu çalışmada öncelikle hile, hile türleri, Ponzi şeması gibi kavramlar tanıtılmış, ardından konu ile ilgili literatür üzerinde durulmuş, daha sonra Madoff Ponzi şemasının gelişimi, stratejisi ve kırmızı bayrakları (risk göstergeleri) ele alınmış ve sonuç ve öneriler ile çalışma tamamlanmıştır.

2. Kavramsal Çerçeve ve Literatür

İnsanlık tarihi kadar eski olan hileler yatırımcıların manipüle edilmesiyle ortaya çıkmaktadır. Bu bölümde, finansal anlamda manipülasyon yaratan ve bir suç teşkil eden Ponzi şemalarının anlaşılabilirliğini artırabilmek için öncelikle hile ile ilgili bazı kavramlara yer verilmiştir. Sonrasında Ponzi şemalarını konu alan ulusal ve uluslararası çalışmaların bulunduğu literatür incelenmiştir.

2.1. Kavramsal Çerçeve

Ponzi şemaları, bireylerin hızlı bir şekilde zenginleşmek amacıyla finansal piyasalarda gerçekleştirdikleri bir hile türüdür. Bu nedenle öncelikle hile kavramının, hile türlerinin ve Ponzi şemalarının açıklanması gerekmektedir.

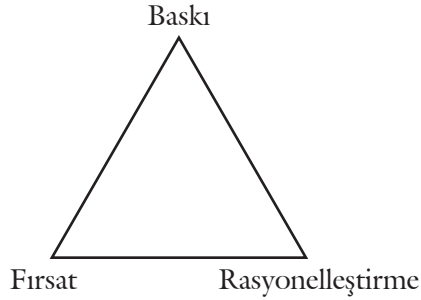
2.1.1. Hile Kavramı

Hile, kazanç elde etmek için aldatmacayı temel yöntem olarak kullanan herhangi bir suç olarak tanımlanabilir. Hile; kurnazlık, aldatmaca veya herhangi bir haksız yolla birinin malını, mülkünü veya parasını elinden almak için yapılan kasıtlı bir eylemi içermektedir (Wells, 2014). Uluslararası Suistimal İnceleme Uzmanları Birliği (The Association of Certified Fraud Examiners – ACFE) hileyi şu şekilde tanımlamaktadır: “İstihdam eden kuruluşun kaynaklarının veya varlıklarının kasıtlı olarak kötüye kullanılması veya yanlış uygulanması yoluyla birinin mesleğinin kişisel zenginleşme için kullanılmasıdır” (Silverstone ve Sheetz, 2007). Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tebliğinde ise hile; “işletme yönetimindekiler ile yönetimden sorumlu kişilerin, işletme çalışanlarının veya üçüncü şahısların kasıtlı olarak adil veya yasal olmayan bir menfaat sağlamak amacıyla aldatma içeren davranışlarda bulunmaları” olarak tanımlanmaktadır (Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Standartları Hakkında Tebliğ, 2013).

Bir eylemin hile olabilmesi için kasıtlı davranış, yanlış beyan, maddi durumu etkilemesi ve mağdurun zarar görmesi gibi bazı unsurları içermesi gerekmektedir. Bu çerçevede hile eyleminde, kişinin maddi bir durumu içeren bir olayda kasıtlı olarak yanlış beyanda bulunması ve başka bir kişinin zarar görmesi söz konusudur (Coenen, 2008).

Hile yapan kişiler, genellikle demografik veya psikolojik özellikler açısından diğer insanlardan kolaylıkla ayırt edilememektedir. Çoğu dolandırıcılığın faili, diğer dürüst insanların profiline benzer profillere sahiptir. Hile suçunu işleyenler; çalışanların işe alınmasında, müşterilerin aranmasında ve satıcıların seçilmesinde kuruluşların aradığı özelliklere sahip insanlar gibi görüldüğü için, bunların özelliklerini belirlemek oldukça önemlidir (Albrecht, vd., 2012).

Geleneksel hile araştırmalarından Donald Cressey’in 1950’lerde yaptığı araştırma, hilenin neden yapıldığına dair en önemli görüşü sunmaktadır. Bu araştırmanın sonucunda, yaygın olarak bilinen ve kısaca hile üçgeni olarak ifade edilen kavram özetlenmektedir. Cressey, zimmetine para geçirme suçundan mahkum olan faillele görüşmeye karar vermiş ve cezaevinde bulunan yaklaşık 200 faille röportaj yapmıştır. Gösterdiği çabaların en önemli sonuçlarından biri, hile yapan kişilerin üç ortak yönünün olduğudur. Bunlar; baskı/teşvik, fırsat ve rasyonelleştirme olarak ifade edilebilir. Bu üç unsur, hile üçgeninin köşelerini oluşturmaktadır (Singleton vd., 2006).

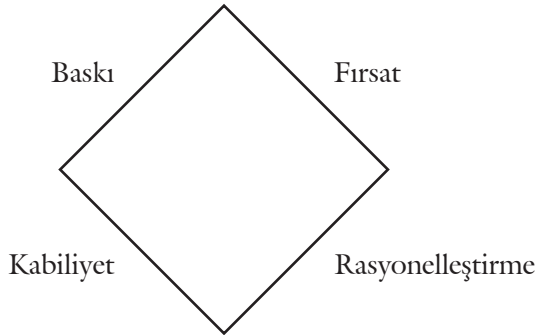


Şekil 1: Hile Üçgeni

Kaynak: Singleton vd., 2006

Son yıllarda, bazı araştırmacılar hile üçgenine dördüncü bir unsur olarak “kabiliyet” unsurunu eklemişlerdir. Bireyin kişisel özelliklerinin ve kabiliyetlerinin hilenin sürdürülmesinde önemli bir rol oynadığı ifade edilmektedir. Buna bağlı olarak son dönemlerde yapılan çalışmalarda hile üçgeni “Hile Elması” olarak adlandırılabilir (Albrecht vd., 2012).

Hile elması ilk olarak Wolfe ve Hermanson tarafından ortaya atılmıştır. Şekil 2’de gösterilen hile elmasında, hile üçgeninin üç unsuruna kabiliyet olarak adlandırılan bir unsur eklenmiştir. Wolfe ve Hermanson; algılanan baskının veya teşvikin, hile yapma ve rasyonelleştirme için bir fırsat ile bir arada bulunmalarına rağmen, dördüncü unsurun yani kabiliyetin mevcut olmadığı sürece hilenin ortaya çıkma ihtimalinin bulunmadığını savunmaktadır. Başka bir deyişle, potansiyel failin hile yapma becerisine ve yeteneğine sahip olması gerekmektedir (Wolfe ve Hermanson, 2004).



Şekil 2: Hile Elması

Kaynak: Wolfe & Hermanson, 2004

2.1.2. Hile Türleri

Hile türlerini sınıflandırmanın birçok yolu olsa da en yaygın yol hileleri kuruluşlara karşı işlenenler ve kuruluşlar adına işlenenler şeklinde sınıflandırmaktır. Örneğin çalışan hilesi, kuruluşa karşı işlenen hile olup kurban kuruluşun kendisidir. Öte yandan, finansal tablo hilesi, raporlanan finansal sonuçların gerçekte olduğundan daha iyi görünmesini sağlamak, vergi ödememek veya kar dağıtmamak gibi nedenlerle yapılabilmektedir. Albrecht vd. (2012) kuruluşların mağdur olduğu hileleri; çalışanın zimmetine para geçirme, satıcı hilesi, müşteri hilesi, yönetim hilesi, yatırım hilesi ve diğer tüketici hileleri ve diğer hile türleri olmak üzere 6 sınıfta incelemektedir. Bununla birlikte hile mağdurlarının bulunduğu sektöre ve yapılan faaliyetin biçimine göre hileleri sınıflandırmak da mümkündür (Levi, 2008).

Tablo 1: Hile Türleri

Mağdurun Bulunduğu Sektör	Mağdurun Bulunduğu Alt Sektör	Hile Örnekleri	
Özel	Finansal Hizmetler	Çek Hilesi Sahte Fikri Mülkiyet Ve Ürünleri Sahte Para Veri Uzlaşması Hilesi Zimmete Para Geçirme	İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Sigorta Hilesi Borç Hilesi Ödeme Kartı Hilesi Satın Alma Hilesi
	Finansal Olmayan Hizmetler	Çek Hilesi Sahte Fikri Mülkiyet Ve Ürünleri Sahte Para Veri Uzlaşması Hilesi Zimmete Para Geçirme	Kumar Hilesi Borç Hilesi Ödeme Kartı Hilesi Satın Alma Hilesi
	Bireyler	Yardım Hilesi Tüketici Hilesi Sahte Fikri Mülkiyet Ve Ürünler	Sahte Para Yatırım Hilesi Emeklilik Tipi Hile
Kamu	Ulusal Gruplar	Yararlanma Hilesi (Benefit Fraud) Zimmete Para Geçirme	Satın Alma Hilesi Vergi Hilesi
	Yerel Gruplar	Zimmete Para Geçirme Konsey Vergileriyle İlgili Hile Satın Alma Hilesi	
	Uluslararası Gruplar	Satın Alma Hilesi EU Fon Hilesi	

Kaynak: Levi, 2008

Singleton ve Singleton (2010) hile türlerini; tüketici ve yatırımcı hileleri, cezai hile, sivil hile, kurumlara karşı yapılan hileler, iç ve dış hileler, yönetim hilesi ve yönetim dışı hileler şeklinde incelemektedir. ACFE hile ağacı olarak ifade ettiği bir model geliştirmiş ve bu modelde kurumsal hileleri incelemiştir. Hile ağacında yer alan hile türleri varlıkların kötüye kullanılması, yolsuzluk ve finansal tablo hileleri olmak üzere üç ana sınıfa ayrılmakta olup genellikle kurumsal hileleri kapsamaktadır (Dorris, 2018).

Farklı araştırmacılar ve kurumlar tarafından yapılan çeşitli hile sınıflandırmaları mümkün olsa da genel kabul görmüş standart bir sınıflandırma söz konusu değildir. Bu çalışmada genellikle yatırım hileleri kapsamında incelenen Ponzi şemaları incelenmektedir.

2.1.3. Ponzi Şemaları

Yatırım hileleri, gelişim düzeylerine bakmaksızın bütün finansal piyasaları kontrol altına alabilmektedir. Bu hileler, aldatmacaya dayanarak yatırımcılardan finansal kazanç sağlamayı amaçlayan her türlü eylemi kapsamaktadır. Bu tür sahtekarlıklar, yatırımcının parasının hiçbirinin geri alınmadığı basit hırsızlık gibi çok basit şemalardan, Ponzi ve piramit şemaları gibi daha karmaşık şemalara kadar birçok farklı şekilde ortaya çıkabilmektedir. Şemalar anonim şirketlerden hedge fonlara veya basit varlık havuzlarına kadar denetime tabi olan veya olmayan çok farklı yasal biçimlerde kurulabilmektedir (Carvajal vd., 2009).

Bir Ponzi hilesi, temel olarak dolandırıcının geleneksel yatırımlarla elde edilemeyen yüksek finansal getiri veya temettü vaat ettiği bir yatırım hilesidir. Dolandırıcı, kurbanların fonlarına yatırım yapmak yerine, müteakip yatırımcılar tarafından yatırılan tutarları kullanarak ilk yatırımcılara temettü ödemektedir. Plan genellikle, dolandırıcı tüm gelirlerle kaçtığı anda veya temettü ödemelerinin devam etmesine izin verecek sayıda yeni yatırımcının bulunmadığı durumlarda dağılmaktadır (Kovachich, 2008).

SEC'e göre, bir Ponzi hilesi, mevcut yatırımcılara ödenen kazançların, yeni yatırımcılardan elde edilen fonlardan sağlandığı bir yatırım aldatmacasıdır. Ponzi hilesi düzenleyicileri, yatırımcıları yüksek geri dönüşlü, düşük riskli fırsatlara yönlendirmeye ikna etmek için sık sık katı satış teknikleri kullanmaktadırlar. Başarılı bir Ponzi hilesi için, artan sayıda yatırımcıya ve artan bir yatırım miktarına gereksinim duyulmakta olduğundan hem yatırımcı sayısı hem de yatırımın büyüklüğü çok önemlidir (Frunza, 2016).

Ponzi planları; muhtemel yatırımcılara minimum risk-yüksek getiri açısından garantili olarak tanıtılan, genel piyasa koşullarına bakılmaksızın her dönemde düzenli, sabit, pozitif ve aşırı getiriler sağlayan, düzenleyici

kurumlara kayıtlı olmayan yatırımları içeren, getiriye garanti eden gizli ve karmaşık stratejiler kullanan, yatırımcı sayısının sürekli akışının sağlandığı ve yeni yatırımcıların sermaye taahhütlerini elinde tutabildikleri ve önceki yatırımcıların fonlarını geri çekmelerini engelleyebildiği sürece başarılı olabilen hilelerdir (SEC Whistleblower Info, 2024; SEC, 2024; Frunza, 2016).

Ponzi planı adını, tarihteki en büyük dolandırıcılardan biri olan Charles Ponzi'den almıştır (Petsko, 2009). Charles Ponzi İtalya'da doğmuş ve 15 yaşındayken 1893 yılında Newyork'a gelerek burada bulaşıkçılık, garson, mağaza görevlisi, tercüman gibi çeşitli işlerde çalışmıştır. 1919 yılında Boston'da yaşamaya başlayan Charles Ponzi kısa süre içinde çok para kazanmanın yollarını aramaya başlamıştır. Uluslararası Posta Birliği adlı kuruluş tarafından çıkarılan posta yanıt kuponlarını ucuz ekonomilerden düşük fiyata alıp ABD'de yüksek fiyata satarak kar sağlamayı planlamıştır (Walsh, 2003). Ancak bu çok uzun sürmemiş ve posta kuponları teknik olarak satılabilse de posta kuruluşları arasındaki bürokrasi Ponzi'yi engellemiştir (Feierstein, 2012). 1919 yılının sonuna doğru, Charles Ponzi uluslararası posta kuponları satın almayı ve sonsuz bürokrasiyle uğraşmayı bırakmış, ismini günümüz hırsızlığının simgesi haline getirecek bir plana odaklanmıştır. Aralık 1919'da 150 dolar sermaye ile Menkul Kıymetler Şirketi'ni kurmuş (Walsh, 2003) ve bu şirket aracılığıyla 90 gün vadeli %50 faizli, yıllık bazda %400 faiz geliri sağlayan ticari senetler çıkararak satmaya başlamıştır (Marietta, 1996). Ticari alanda inanılması güç gerçek dışı faiz oranları için söz veren ve satış temsilcilerine getirdikleri her yeni müşteri için büyük komisyonlar ödeyen Ponzi, beş ay içerisinde 1920 yılının mayıs ayına kadar 400.000\$'ı aşan yüksek bir meblağda para toplamıştır (Feierstein, 2012). 24 Temmuz 1920 tarihine kadar, mükemmel bir şekilde işleyen plan, Ponzi'nin Menkul Kıymetler Şirketi'ne günlük 250.000\$'lık şaşırtıcı bir getiri sağlamıştır (Petsko, 2009). Charles Ponzi, olağanüstü getiri oranının, posta kuponlarındaki arbitraj fırsatlarına dayandığını iddia etse de uygulama açısından vaat edilen getirileri finanse etmek için ne dünyada yeterli posta kuponu ne de bu kuponların satıldığı ikincil piyasa bulunmaktaydı (Marietta, 1996). Bu durum gazeteciler ve yetkililer tarafından fark edilip araştırıldığında vaat edilen getirinin sağlanabilmesi için 160.000.000 posta kuponunun dolaşımında olması gerektiği, ancak dünya üzerinde dolaşımında olan kupon sayısının sadece 27.000 adet olduğu ortaya çıkmış ve Charles Ponzi'nin planı sona ermiştir (Petsko, 2009).

Ponzi planları, suçluların, yeni yatırımcıların yatırım sermayesini kullanarak vaat ettikleri getirilerini, var olan yatırımcılara ödeyerek nispeten uzun bir süre boyunca güvende olmaları bakımından benzersizdir. Bu döngüsel dolaşım,

her zaman gelen yeni para miktarının var olan yatırımcıların taleplerinden ağır basmasını gerektirmektedir. Ayrıca, var olan yatırımcıların talepleri, sonunda yeni yatırım sermayesi tarafından karşılanabilecek taleplerden daha büyük olacaktır. Ponzi planları kendi yapılarının bir sonucu olarak çökmeye mahkumdur (Trahan, Marquart & Mullings, 2005).

2.2. Literatür İncelemesi

Konu ile ilgili literatür incelendiğinde “Ponzi finansman”, “Ponzi oyunu” ve “Ponzi şeması” gibi kavramlarla ilgili çalışmaların yer aldığı görülmektedir. Ponzi finansman Minsky (1986) tarafından ortaya atılan bir kavram olup varlıklardan elde edilen nakit akımları ile borçların ve borçlara ait faizlerin ödenemediği bir durumu ifade etmektedir (Varlık, 2011). Ponzi oyunu ise bir hükümetin kamu borcunun geri ödemesini sürekli olarak yeni borç çıkararak ertelediği durumu ifade etmektedir (O’Connell & Zeldes, 1988). Tanımlanan her iki kavramda da ödemeler alınan yeni borçlarla yapılmakta ve bu durum Ponzi şemalarında yatırımcıların getiri ödemelerinin yeni gelen yatırımcının sermayesi ile ödenmesi durumu ile benzerlik göstermektedir. Bununla birlikte Ponzi şeması genellikle kısa yoldan zenginleşmek için kullanılan bir hile türü olup yasal anlamda bir suç olarak görüldüğünden bu açıdan diğer iki kavramdan farklılık göstermektedir. Çalışmada Ponzi şemaları incelendiğinden literatür kapsamında Ponzi şemaları ile ilgili olarak yapılan çalışmalara yer verilmiştir.

Carvajal vd. (2009) tarafından yapılan çalışmada Karayipler’de gerçekleşen geleneksel Ponzi planları ve piramit planlarının büyümesini, çöküşlerini ve düzenleyicileri politikaları incelenmiştir.

Artzrouni (2009) çalışmasında teslim edebileceğinden fazlasını vaat eden bir Ponzi şemasının dinamiklerini tanımlamak için birinci dereceden doğrusal diferansiyel denklem kullanarak bir model oluşturmuştur. Model, vaat edilen, gerçekçi olmayan bir faiz oranına; gerçek, gerçekleşen nominal faiz oranına; yeni mevduatların biriktirildiği orana ve çekilme oranına dayanmaktadır. Fonun ödeme gücüne sahip olması veya çökmesi için bu parametrelere ilişkin koşullar verilmektedir. Model, Charles Ponzi’nin 1920’deki aynı adlı şemasında bulunan verilere uydurulmuş ve Ponzi planını matematiksel olarak incelemiştir.

Gregoriou ve Lhabitant (2009) tarafından yapılan çalışmada Bernie Madoff Ponzi şeması incelenmiş ve bu şemanın kırmızı bayrakları üzerinde durulmuştur.

Coşkun'un (2010) çalışmasında Madoff vakası çerçevesinde Ponzi finansman kavramı üzerinde durulmuş ve Türkiye'de gerçekleşen ulusal saadet zinciri vakalarından bahsedilmiştir.

Tennant'ın (2011) çalışmasında bireylerin Ponzi şemalarına maruz kalma derecesini belirleyen faktörler incelenmiştir. Yatırımcının kolayca aldatılabilirliği ve risk toleransı hakkındaki teorik literatürden yararlanılarak ekonomik model geliştirilmiş ve bu model, Jamaika Ponzi şemalarına yatırım yapan 402 yatırımcının katıldığı bir anket sonucunda elde edilen veriler kullanılarak test edilmiştir. Elde edilen bulgular çerçevesinde Ponzi şemalarına yüksek oranda maruz kalma olasılığı en yüksek olan kişilerin profili oluşturulmuş ve bu tür şemaların popülerliğini açıklayan en kritik faktörlerin bir tasviri yapılmıştır.

Lewis (2012) çalışmasında Bernie Madoff, Kenneth Wayne McLeod ve Allan McFarlane tarafından gerçekleştirilen üç Ponzi şemasından faydalanılarak yatırımcıların bu tür hilelere neden inandıklarını, yatırımcıların bu tür hilelere kanmasında etkili olan psikolojik ve diğer faktörlerin neler olduğunu ve yatırımcıları korumak için finans sektörünün neler yapması gerektiğini incelemiştir.

Wilkins, Acuff ve Hermanson, (2012) tarafından yapılan çalışmada Ponzi şemalarına yatırım yapan bireylerin karar alma süreçleri incelenmiştir. Çalışma kapsamında yatırımcıların karar alma süreçlerini, dolandırıcılığa ilişkin algılarını ve dolandırıcılığın mekaniğini daha iyi anlamak için bir Ponzi şemasındaki 17 yatırımcıyla görüşmeler yapılmıştır. Çalışmalar sonucunda mağdur olan yatırımcıların genellikle yaşlı ve eğitimli olduğu, Ponzi şemasının birbirini iyi tanıyan kişiler arasında kulaktan kulağa yayılan makul bir hikayeye, birkaç ay boyunca gösterilmiş getirilere, düşük baskıya sahip olduğu ve dolandırıcının hayır işleri yapan "iyi adam" görünümüne sahip olduğu yönünde bulgular elde edilmiştir.

Deason, Rajgopal ve Waymire (2015) çalışmalarında SEC tarafından 1988 ile 2012 yılları arasında kovuşturulan 376 Ponzi şeması örneğine dayalı geniş ölçekli kanıtlar sunarak Ponzi şemaları hakkında önemli bilgiler sunmaktadır. Elde edilen bulgular, SEC tarafından kovuşturulan şemaların çoğunun, Bernie Madoff ve Allen Stanford tarafından işlenen oldukça görünür dolandırıcılıklardan çok daha düşük meblağlar içerdiğini, Ponzi şemalarının ortalama süresinin yaklaşık dört yıl olduğunu ve bu şemaların yatırımcı başına ortalama 431.700 ABD Doları olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte çalışmada Ponzi şemalarının, yatırımcılar arasında yakınlık bağı olduğunda, yaşlılar hedef alındığında ve failin üçüncü taraflara kurbanları şemaya dahil etmeleri için finansal teşvikler sağlayıp

sağlamadığında daha fazla gerçekleşme eğiliminde olduğu yönünde kanıtlar sunulmaktadır.

Cortés, Santamaría ve Vargas (2016) tarafından yapılan çalışmada Kasım 2008'de Kolombiyalı yetkililerin Ponzi şemaları ağını dağıtmasıyla ortaya çıkan sonuçlar ele alınmaktadır. Ponzi şemalarının çökmesiyle ülke çapında yüz binlerce yatırımcı onlarca milyon dolar kaybettiği, Ponzi şemalarının çöküşünün, etkilenen bölgelerde suçu farklı şekilde artırdığı ve soygun gibi ekonomik olarak motive edilmiş suçlar hariç, şiddet suçunun olumsuz şoktan etkilenmediği yönünde bulgular elde edilmiştir.

Albrecht vd. (2017) tarafından yapılan çalışmada taraflararası (peer-to-peer lending) kredi hilelilerinden biri olan Ezubao Ponzi planı incelenmiştir. Ezubao Ponzi planı cesur reklam planı, sahte başarı ve hükümet desteği görünümüyle gerçekleştirilmiş ve 900.000'den fazla yatırımcıyı aldatmayı başarmıştır. Çalışma kapsamında Çin tarihindeki en büyük taraflararası kredi hilesi olan Ezubao planının nasıl gerçekleştirildiğine, yatırımcıların dolandırıcılıkta nasıl hileli bir şekilde manipüle edildiğine dair ayrıntılar yer almaktadır. Çalışma hem Ponzi şemaları hem de taraflararası kredi sektöründeki hileli uygulamaları teorik olarak ele almaktadır.

Carey ve Webb (2017) çalışmalarında, dolandırıcıların uzun yıllar boyunca devam eden finansal dolandırıcılık için gerekli olan güveni nasıl inşa ettiklerini ve koruduklarını ayrıntılı olarak açıklamaktadırlar. Çalışmada mevcut literatürdeki birden fazla disiplinden gelen güven birikimi anlayışını birleştirilerek Ponzi şemalarında güven oluşturma ve sürdürme konusunda kapsamlı bir model oluşturulmuştur. Çalışma sonuçları hem güvenenin hem de güvenilenin temel özelliklerinin uzun vadeli finansal düzenlemelere katkıda bulunduğunu göstermektedir.

Quisenberry (2017) tarafından yapılan çalışmada Bernie Madoff Ponzi şeması incelenmiş ve tüm olayın eleştirel bir analizi sunulmuştur. Ayrıca çalışmada yatırımcılara gelecekteki Ponzi şemalarına ve/veya kurumsal ortamlardaki diğer dolandırıcılık davranışlarına kurban gitme potansiyelini azaltmak için öneriler sunulmaktadır. Bununla birlikte çalışma, araştırmacıların Ponzi şemalarını ve diğer dolandırıcılık faaliyetlerini hızla keşfedip ortadan kaldırmaya ve aynı zamanda kayıpları azaltmaya hazır olmaları için öneriler içermekte ve şemanın bir sonucu olarak SEC içinde gerçekleşen reform ve değişiklikleri ortaya koymaktadır.

Zhu, Fu, Zhang ve Chen (2017) çalışmalarında, Ponzi şemasının yayılımına ilişkin model geliştirmeyi amaçlamışlardır. Çalışma kapsamında hem homojen hem de homojen olmayan ağlarda Ponzi planının yayılma

dinamiklerini araştırmak için bir model geliştirilmiştir. Yapay ve gerçek Facebook sosyal ağları üzerinde yapılan simülasyon çalışması, yatırımcı ağlarının yapısının dinamiklerin özelliklerini gerçekten etkilediğini göstermektedir.

Uppiah (2017) tarafından yapılan çalışmada Mauritius'ta gerçekteşen Ponzi şeması analiz edilmektedir. Çalışma kapsamında Ponzi şemasının tanımı, işleyiş biçimi ele alınmış, Ponzi şeması ile ilgili çeşitli yasa ve davaların analizi yapılmış ve Mauritius'un Ponzi şemalarıyla özel olarak mücadele edecek bir yasa tasarlaması gerektiği sonucuna varılmıştır.

Hidajat (2018) tarafından yapılan çalışmada finansal okuryazarlığın yatırım kararları üzerinde etkisi Ponzi ve piramit şemaları aracılığıyla ampirik olarak incelenmiştir. Çalışmanın örneklemi paralarını Ponzi şeması ve piramit şeması aracılığıyla yatıran kişilerden oluşan 43 katılımcıdan oluşmaktadır. Çalışma sonuçları, sosyal ekonomik özelliklerin finansal okuryazarlığı olumlu yönde etkilediğini, finansal okuryazarlığın, Ponzi ve piramit şemaları aracılığıyla yatırım kararını etkilediğini ve bireysel açđözölülük faktörünün finansal okuryazar kişileri her iki yatırım şeması aracılığıyla yatırıma yapmaya etkileyen bir faktör olduğunu göstermektedir.

Hofstetter vd. (2018) çalışmalarında Kolombiya'da Ponzi şemalarının finans sektörü üzerindeki etkilerini analiz etmişlerdir. Çalışmada sonucunda, Kasım 2008'de Kolombiya hükümeti tarafından kapatılan iki Ponzi şemasının Kolombiya'nın yıllık GSYİH'sinin %1,2'sine karşılık gelen fonlara sahip olduğunu, Ponzi şemalarına yatırım yapan kişilerin finans sektöründen daha fazla kredi aldığını, şemalar faaliyetleyen kredi notlarının yüksek olduğunu, şemaların faaliyeti sona erdiğinde kredi stoklarının azalmaya başladığını ve derecelerinin düştüğünü, belediyelerin finans sektöründeki mevduatlarının düştüğünü gösteren kanıtlar elde edilmiştir.

Jack ve Ibekwe (2018) tarafından yapılan çalışmada Nijerya'da durgunluk ve Ponzi şemaları arasındaki bağlantı incelenmiştir. Rivers, Bayelsa ve Anambra eyaletlerinden kartopu örnekleme yardımıyla 135 Ponzi şeması katılımcısı seçilmiştir. Çalışma sonucunda elde edilen bulgular MMM, Ultimate cycles, Givers Forum, Get Help World Wide gibi şirketlerin Nijerya'daki başlıca Ponzi şemaları olduğunu ve Ponzi şemalarının ekonomik durgunlukla başa çıkma stratejisi olduğunu ortaya koymuştur.

Vasek ve Moore (2019) çalışmalarında Bitcoin tabanlı Ponzi şemalarına olan arz ve talebi analiz etmiştir. Çalışmada söz konusu Ponzi şemalarının bazılarının başarılı, bazılarını ise daha az başarılı kılan şeyin ne olduğu araştırılmaktadır. Bu çerçevede Bitcointalk.org'da yer alan 11424 konu

taranarak 1780 farklı dolandırıcılık tespit edilmiş ve bunların hayatta kalma süresinin bir hafta veya daha az olduğu tespit edilmiştir. Hayatta kalma analizi kullanılarak dolandırıcılığın devamlılığını etkileyen faktörleri tespit edilmeye çalışılmıştır. Çalışma sonucunda elde edilen bulgular, dolandırıcının kurbanlarıyla çok fazla etkileşime girmesinin, Ponzi şemalarının ömrünü uzattığını, kurbanların günlük olarak daha fazla gönderi paylaşmasının, dolandırıcılığı ömrünü kısalttığını göstermektedir.

Raval ve Raval (2019) tarafından yapılan çalışmada, Ponzi şemalarının nitelikleri analiz edilmiş ve bunların benzersiz bir finansal dolandırıcılık sınıfı olup olmadığı belirlenmeye çalışılmıştır. Çalışma kapsamında Ponzilerin niteliklerini sınıflandırmak ve ayırt etmek için eğilim tabanlı dolandırıcılık modeli uygulanmıştır. Çalışma sonucunda Ponzilerin dolandırıcılık risk faktörlerinin, diğer finansal dolandırıcılıklarda yer alanlardan farklı olduğuna dair kanıtlar elde edilmiştir. Bununla birlikte çalışmada ortaya çıkan Ponzilere özgü risk faktörlerinin bilgisinin, Ponzileri önlemek veya tespit etmek için özelleştirilmiş risk azaltma önlemlerinin dikkate alınmasına izin vereceği ve uygulama eylemlerinin de daha etkili hale gelebileceği vurgulanmıştır.

Bartoletti vd. (2020) çalışmalarında Ethereum kripto para piyasasında Ponzi şemalarını kapsamlı bir şekilde incelemişlerdir. Söz konusu şemalarda ortaya çıkan davranış şekilleri ve bu şemaların etkileri çeşitli bakış açılarından analiz edilmiştir.

Hidajat vd. (2021) tarafından yapılan çalışmada insanların Ponzi ve piramit şemalarına katılmalarını etkileyen psikolojik faktörler incelenmiştir. Çalışmada psikolojik bir yaklaşım uygulanmış ve bir Ponzi veya piramit şeması olan bir yatırım programına yatırım yapmış olan Endonezya'daki 11 şehirdeki 98 yatırımcı üzerinde bir uygulama gerçekleştirilmiştir. Çalışma sonucunda elde edilen kanıtlar, iyimserliğin, doğrulama önyargısının, temsiliyet önyargısının, çerçeveleme önyargısının ve aşırı güvenin Ponzi ve piramit şemalarıyla ilgili yatırım kararlarını olumlu yönde etkilediğini ortaya koymaktadır.

Ryzhkova ve Kashapova (2022) çalışmalarında, gerçek dışı getirilerle ilgili dolandırıcılık ve aldatmacaya rağmen insanlık tarihi boyunca Ponzi şemalarının neden istikrarla devam ettiğini araştırmışlardır. Çalışmada literatür taraması ve uzman görüşüne dayanarak, Ponzi şeması yaşam döngüsünün temel ve ek özellikleri sınıflandırılmış ve ardından telefon anketi ve vaka çalışmasının sonuçları tartışılmıştır. Çalışma sonuçları, Ponzi şeması katılımcılarının dolandırıcılığın masum kurbanları olarak kabul edilemeyeceğine, dolandırıcılık şemalarına katılım kararlarını oldukça makul bir şekilde aldıklarına dair bulgular sunmaktadır.

Ullah, Ahmad ve Ali (2022) tarafından yapılan çalışmada Pakistan'da Şariat'a uygun iş ve din adamlarının aracılığı ile gerçekleştirilen bir Ponzi şeması olan Modaraba dolandırıcılığına yatırım yapmaya teşvik eden temel faktörler incelenmiştir. Çalışma kapsamında dolandırıcılığın yatırımcılarıyla görüşmeler yapılmış ve daha sonra tematik analiz yapılmıştır. Çalışma sonucunda elde edilen bulgular, yatırımın karlı bir getiri oranına sahip olması (parasal teşvik) ve din adamı olan acentelerin kişiliği (dinsel teşvik) faktörlerinin yatırımcıları ikna eden iki önemli neden olduğunu göstermektedir.

Abdul Ghani vd. (2023) çalışmalarında, Malezyalı yatırımcıların Ponzi şemalarındaki karar alma süreçlerinde aşırı güven önyargısının yaygınlığını incelemiştir. Başka bir ifade ile çalışmada yatırımcının yargısını bozan ve gelecekteki bir olayın yanlış hesaplanmasına yol açan bir davranış, davranışsal finans teorisi ve nitel yöntem kullanılarak araştırılmıştır. Ulaşılması zor yatırımcı türü olan Ponzi şeması yatırımcıları incelenerek ATLAS.ti yöntemi ile tematik analiz uygulanmasına bir örnek olabilecek nitel akıl yürütme kullanılmıştır. Çalışma sonucunda Ponzi şeması yatırımcılarının Ponzi yatırım şemalarına yatırım yaparken aşırı güven önyargısı sergilediğini gösteren bulgulara rastlanmıştır.

Nguyen vd. (2024) tarafından yapılan çalışmada kripto para Ponzi şemaları aracılığıyla Vietnam halkının dolandırıcılığa olan duyarlılığını etkileyen faktörler araştırılmıştır. Çalışmada, safdillik, planlı davranış, geleneksel finans ve davranışsal finans teorileri kullanılarak geliştirilen bir anket üzerinden veriler toplanmıştır. Kısmi En Küçük Kareler Yapısal Eşitlik Modellemesi (PLS-SEM) yönteminin kullanıldığı çalışma sonucunda, güvenin, risk iştahının ve Ponzi bilgisinin dolandırıcılığa olan duyarlılık açısından önemli olduğuna dair kanıtlar elde edilmiştir. Bununla birlikte çalışma sonuçları dolandırıcılığa olan duyarlılık açısından en yüksek olumlu etkiye sahip olan faktörün güven olduğunu göstermektedir.

3. Vaka Analizi

1920'lere kadar uzanan ve Charles Ponzi tarafından planlanan belgelenmiş ilk Ponzi şemasından sonra tarih, çok sayıda kişinin Charles Ponzi'nin yolunu izlediğini göstermektedir. Bernie Madoff, şemasını neredeyse yirmi yıldır yönetip büyülediği için tartışmasız en başarılı Ponzi şeması operatörü olarak görülmektedir (Drew & Drew, 2010). Bu bölümde Bernie Madoff Ponzi Şeması analiz edilmektedir.

3.1. Bernie Madoff Ponzi Şeması

29 Nisan 1938'de doğan Bernie L. Madoff, 1956'da Far Rockaway Lisesi'nden mezun olmuştur (Gregoriou & Lhabitant, 2009). Bernie Hofstra Üniversitesi Hukuk Fakültesi'nde okurken 1959'da borsacı olarak çalışarak zengin olmak istediğine karar vermiştir (Descartes, 2006). 1960'ların başında, yaz aylarında cankurtaran olarak çalışarak ve çim sulama sistemleri kurarak kazandığı 5.000 dolarlık bir başlangıç sermayesiyle Bernie Madoff Yatırım Menkul Kıymetler Limited Şirketi'ni (Bernie L. Madoff Investment Securities LLC. – BMIS) kurmuştur (Gregoriou & Lhabitant, 2009). Bernie yatırım faaliyetlerini sürdürürken ve müşteri kazanmaya devam ederken, SEC'in 15'ten az müşterisi olan yatırım danışmanlarını lisans almaktan muaf tutan kuralını ihlal ederek lisans almamıştır. Bernie, SEC ve eyalet menkul kıymetler düzenleyicilerinin incelemesinden kaçan yasadışı lisanssız yatırım danışmanlarının saflarına katılmıştır. Bernie kurduğu şirketi büyütmek için borç para almak yerine yasadışı yatırım danışmanlığı işinden kazandığı paranın olduğu bir banka hesabını kullanmıştır. Faiz ödemelerinden kaçınmak için bu paranın bir kısmını müşterisinin izni olmadan kullanmıştır. Bernie gerektiğinde parayı Bank of New York aracılık banka hesabı ile Chase yatırım danışmanlığı banka hesabı arasında taşımıştır. Yatırım danışmanlığı kapsamında taahhüt edilen %20 getiri gerçekleşmediğinde, aradaki farkı aracılık banka hesabından para çekerek telafi etmiştir. Aracılık şirketini büyütmek için gelire ihtiyacı olduğunda ise yatırım danışmanlığı banka hesabını kullanmıştır (Descartes, 2006).

Bernie'nin başarısının anahtarı, işlem operasyonlarının verimli ve hızlı bir şekilde yapılması olmuştur. Bernie, bilgisayarların finans sektöründe oynayabileceği rolü fark eden ilk brokerlardan biri olmuştur (Descartes, 2006). Başlangıçta aracılık işlemi yapan BMIS, tekliflerini yaymak için teknolojiyi çok hızlı bir şekilde benimsemiş, elektronik ticarete odaklanmaya başlamış ve giderek artan sayıda müşteriye sahip olmuştur (Gregoriou & Lhabitant, 2009).

SEC, NYSE (Newyork Stock Exchange) ve AMEX'in (American Exchange) yatırım topluluğunda sahip olduğu sanal ticaret tekeline kırmak için Bernie ve diğer kuruluşları teşvik etmiş ve küçük halka açık şirketlerin tezgah üstü hisse senetlerinin ticareti için bir "üçüncü pazar" ortaya çıkmıştır (Descartes, 2006). 1970'lerde Madoff, NYSE Kuralı 390'ın kendisine NYSE üyelerinin yapamadığı bir şeyi, NYSE'de listelenen hisse senetlerini borsa dışından işlem yapma olanağı sağladığını keşfetmiştir. Böylece Madoff, o zamanlar neredeyse iflas etmiş olan Cincinnati Borsası'nın (CSE) bir üyesi olarak kote olmuş ve CSE bilgisayarlarını yükseltmek için 250.000 dolardan

fazla harcayarak bu borsayı tamamen elektronik bilgisayarlı ilk borsaya dönüştürmüştür. Daha hızlı, daha ucuz ve daha uzun saatler işlem yapma teknolojisiyle donatılan BMIS, kaliteli işlem yapılmasını sağlarken diğer araçlara perakende piyasa emirlerini yerine getirmeleri için hisse başına 0,01 dolar ücret ödemiştir. NYSE uzmanlarının emir akışı için ücret aldığı göz önüne alındığında, bu yasal geri tepme diğer brokerleri hızla işlem hacminin önemli bir kısmını BMIS'e yönlendirmeye ikna etmiş ve "üçüncü pazar" olarak ifade edilen piyasayı yaratmıştır. 1971'de, NYSE veya AMEX'te listelenmeyen halka açık şirketler için Ulusal Menkul Kıymet Satıcıları Otomatik Teklifler Birliği (National Association of Securities Dealers Automated Quotations – NASDAQ) kurulmuş ve Bernie, NASDAQ'a katılan ilk beş brokerden biri olmuştur (Gregoriou & Lhabitant, 2009).

Dünyanın en iyilerinden biri olan Bernie'nin yeni bilgisayar sistemi, sadece 10 saniyede 3.000 hisseye kadar hisse senedi emirleri için en iyi fiyatı uygulamış ve oldukça yüksek performans göstermiştir. Bununla birlikte Bernie, Dow Jones Endüstri Endeksi'nin kaotik bir ticaret gününde, 508 puan (yüzde 22,6) düştüğü 19 Ekim 1987 "Kara Pazartesi" günü iş yapmaya devam ettiği için SEC tarafından onurlandırılmıştır. SEC Bernie'yi onurlandırırken onun yasadışı yatırım fonu hesabında bulunan nakit üzerinden işlem yaptığını fark etmemiştir (Descartes, 2006). 1989'da BMIS, NYSE'deki işlem hacminin %5'inden fazlasını yöneten bir piyasa yapıcısı konumunda olsa da aracılık işi giderek daha rekabetçi hale gelmiş ve marjlar daralmıştır (Gregoriou ve Lhabitant, 2009). Bu nedenle 1990'lı yıllarda Bernie büyüyen finansal imparatorluğuna ikinci bir meşru iş daha eklemiş, şirketin parasını kullanarak hisse senetleri, tahviller ve diğer finansal araçların ticaretini yapan tescilli bir ticaret şirketi kurmuştur (Descartes, 2006).

Rampart hedge fon yöneticisi olan Harry Markopolos, Bernie'nin tüm pazarlama materyallerini incelemiş ve dört saat içinde Bernie'nin fonunun bir sahtekarlık olduğunu matematiksel olarak kanıtlamıştır. Markopolos, bulgularını açıklayan sekiz sayfalık bir şikayeti SEC'e sunmuş, bununla birlikte 2000 yılında rekor sayıda 13.599 şikayet alan SEC, Bernie'nin şikayetiyle ilgili bir soruşturma başlatmamıştır. 2003 ve 2004'te SEC, Bernie'nin bir Ponzi şeması işlettiğine dair iki şikayet daha almış ve sonunda soruşturmaya karar vermiştir. SEC soruşturmacıları Bernie'nin milyar dolarlık fonunun muazzam büyüklüğü karşısında şaşırılmış ve Bernie'yi birkaç çelişkili ifadede yakalamış olsalar da ciddi bir yaptırım olmamıştır. 2 Kasım 2005 tarihinde 105 milyon dolarlık müşteri talebine karşılık banka hesabında 13 milyon dolar olan Bernie, fonuyla ilgili ilk kez likidite sorunu yaşamıştır. 2007'de başlayan büyük durgunluk, Bernie için sonun başlangıcı olmuştur. Daha sonra konut ipotek piyasası çökmüş, kredi bulunabilirliği

azalmış ve borsada önemli düşüşler yaşanmıştır. Ağustos 2008’de JPMorgan Chase, Bernie’nin yatırım fonunun şeffaflıktan yoksun olduğunu belirterek hesaplarından 250 milyon dolar çekmiştir. Eylül 2008 ortasında, Lehman Brothers’ın iflası krediyi daha da zorlaştırmış, borsa düşüşünü sürdürmüş ve daha fazla müşteri yatırımlarını çekmiştir. Bernie’nin Ponzi şeması Kasım 2008’de çökmüştür. 10 Mart 2009’da hükümet Bernie’yi menkul kıymetler dolandırıcılığı, kara para aklama, yalan beyanda bulunma, yalan yere yemin etme, yatırım danışmanı dolandırıcılığı, posta dolandırıcılığı ve telgraf dolandırıcılığı ile suçlamıştır. İki gün sonra Bernie tüm suçlamaları kabul etmiş ve 29 Temmuz 2009’da maksimum ceza olan 150 yıl hapis cezasını almıştır (Descartes, 2006). Madoff’un, tutuklandığı 11 Aralık 2008 yılına kadar piyasadan yaklaşık 50-65 Milyar\$ topladığı ve tutuklandığında bu paradan geriye sadece 500 Bin \$ kaldığı ifade edilmektedir (Yılmaz, 2015).

3.2. Bernie Madoff Ponzi Şeması’nın Yatırım Stratejisi

Bernie müşterilerinin parasını karmaşık üç parçalı “bölünmüş vuruş dönüşümü” yatırım stratejisi kullanarak yatırdığını iddia etmiştir. Müşterilerine ilk olarak, performansı genel piyasa performansına paralel olan Standard & Poor’s 100 Endeksi’nde yer alan 35 ile 50 şirketten oluşan bir havuzdan adi hisse senedi satın aldığını belirtmiştir. İkincisi, ani piyasa düşüşleri sırasında kayıpları sınırlamak için bir korunma aracı olarak opsiyon sözleşmeleri satın aldığını ve sattığını ifade etmiştir. Üçüncüsü, piyasa düşüşteyken piyasadan ayrıldığını ve ABD Hazine Bonoları satın alıp ardından ABD Hazine Bonolarını piyasa yükseldiğinde satarak sisteme tekrar girdiğini belirtmiştir (Descartes, 2006). Bu strateji hisse senedi sepetindeki daha fazla düşüşün uzun vadeli put opsiyonlarındaki kazançlar tarafından telafi edildiği bir taban değer yaratmaktadır. Opsiyon tüccarları bu stratejiyi “yaka” veya “boğa spread’i” veya “tatil ticareti” olarak da adlandırmaktadırlar. Bunun nedeni pozisyon oluşturulduktan sonra, opsiyonların son kullanma tarihi yaklaşına başka bir işlem yapmaya gerek kalmamaktadır (Gregoriou & Lhabitant, 2009).

Bernie’nin iş stratejisi, yatırım fonunu, besleyici hedge fonlarına pazarlamak şeklinde ifade edilebilir. Bir besleyici hedge fonu, müşterilerinin yatırımlarını başka bir yatırım fonuna aktararak kar elde eden bir hedge fonudur. Besleyici hedge fon yöneticileri, müşterilerinin paralarını Bernie’ye yatırmayı, sürekli olarak yüksek yıllık getirileri nedeniyle çok çekici bulmuşlardır. Ayrıca Bernie, besleyici hedge fon yöneticilerine ücret almak yerine komisyon ödemiş ve hedge fon yöneticileri, işlemlerinin her iki ucunda da para kazanmışlardır. Bernie’nin besleyici hedge fonları stratejik olarak New York City, Boston, Palm Beach, Hollywood, Avusturya ve

Greenwich'te faaliyet göstermişlerdir. Bernie'nin en büyük besleyici hedge fon tedarikçileri arasında Fairfield Greenwich Group, Ascot Partner, Bank Medici of Austria ve Cohmad Securities yer almıştır (Descartes, 2006).

Madoff, kurduğu şirketin çok özel bir hisse senedi ve opsiyon portföyünü aktif olarak alıp satarak yılda %10 ila %12 yıllık getiri sağlayacak muhafazakar bir strateji uygulayabildiğini iddia etmiştir. Yatırımcıların zengin olması Madoff'un stratejisine erişim için yeterli olmamış ve bu imrenilen stratejiye erişim yalnızca davetle sağlanmıştır. 2008 yılı itibariyle BMIS toplam 17 milyar dolar değerinde yirmi üç hesabı yönetmiştir. Söz konusu hesaplarda, çok sayıda aracı tarafından dünya çapındaki yatırımcılara pazarlanan veya yapılandırılmış ürünler ve kaldıraçlı yatırımlar için temel varlık olarak kullanılan besleme fonları yer almıştır. Bu çok özel yapı, Madoff'un nihai yatırımcılarının BMIS'in doğrudan müşterileri olmadığı anlamına gelmektedir. Müşterilerin onaylanmış besleyicilerden biri aracılığıyla yatırım yapmaları, bu besleyici fonlarda bir aracılık hesabı açmaları ve portföylerinin tüm işlem yetkisini BMIS'e devretmeleri gerekmektedir. Ücretler, kaldıraç ve diğer faktörler nedeniyle sonuçlar bir besleyiciden diğerine değişebilse de hepsi genel olarak sürekli olarak düzgün pozitif getiriler sağlamıştır. Madoff, on yedi yıllık geçmiş performansı boyunca, hiçbir kötü yıl ve neredeyse hiçbir negatif getiri olmadan, toplamda %557'lik etkileyici bir getiri elde etmiştir. Bu geçmiş performansın istikrarı, pozitif çarpıklığıyla birleştiğinde, Madoff ile yatırım yapmak için en ikna edici argümanlardan biri olmuştur. Getirilerin aşırı olmamakla birlikte oldukça yüksek ve tutarlı olması, stratejinin sonucunun neredeyse tahmin edilebilir gibi görünmesini sağlamıştır (Gregoriou & Lhabitant, 2009)

3.3. Bernie Madoff Ponzi Şeması'nın Kırmızı Bayrakları

Sahtekarlık davranışının meydana gelme olasılığının arttığını gösteren kırmızı bayraklar doğru bir şekilde belirlendiğinde ve uygun eylemde bulunulduğunda sahtekarlık tespitinin en üst düzeye çıkarıldığı öne sürülmüştür. Kırmızı bayraklar anormallikleri (normal davranış kalıplarından sapmalar) tespit etmek için kullanılmaktadır. SEC tarafından yapılan son şikayetlere, dava süreçlerine, duruşma belgelerine ve SEC'in Madoff şemasını ortaya çıkarmadaki başarısızlığına ilişkin bir soruşturmaya dayanan bulgulara dayanarak, bir dizi dolandırıcılık göstergesinin veya kırmızı bayrağının çok daha erken tespit edilebileceği öne sürülmektedir (Drew & Drew, 2010).

Tipik bir hedge fonunda, yatırım yöneticisi, broker, fon yöneticisi ve saklama kuruluşu gibi hizmet sağlayıcıları birbirlerinden bağımsız çalışmakta ve bu durum dolandırıcılık riskini azaltmaktadır (Gregoriou & Lhabitant,

2009). Ancak Madoff yukarıda belirtilen görevleri kendi organizasyonunda ve üçüncü taraf denetimi olmadan gerçekleştirmiştir. Bu, açık bir çıkar çatışması gibi görünmekte ve görev ayırımının olmaması bir kırmızı bayrak olarak ifade edilmektedir (Arvedlund, 2009)

Madoff'un şemasında görünürde risk olmaması, yaklaşık yirmi yıllık yatırım boyunca elde edilen hisse senedi benzeri getiriler arasında uyumsuzluk olması, anormal derecede yüksek getirilerin çok az oynaklığa sahip olması ve benzer yatırım stratejileri kullanan fon getirileriyle karşılaştırılabilirlikten yoksun olması potansiyel kırmızı bayraklar olarak vurgulanmaktadır (Drew & Drew, 2010).

BMIS'in büyük varlık tabanına rağmen küçük bir muhasebe firması tarafından denetlenmesi, besleyici fonların yönetim veya performans ücretinin olmaması, Madoff'un operasyonlarında taban artı performans ücretlerinin bulunmaması, nihai yatırımcıların Madoff ile yatırım yaptıklarını bilmemesi, Madoff veya BMIS isimlerinin gizlenmesi, Madoff'un müşterilerine elektronik erişim sağlamak yerine gün sonunda posta yoluyla kâğıt biletler sunması ve bu sayede yatırım sonuçlarını doğrulayan işlem biletleri üretme olanaklarını sağlaması, SEC'e ellerindeki varlıkların üç aylık açıklamasını yapmak için sunulan I3F formlarının Madoff tarafından eksik düzenlenmesi, Madoff'un az sayıda personel çalıştırması, yıllarca lisanssız yatırım danışmanı olarak çalışan Madoff'un SEC'in yaptığı yeni düzenlemeye uymayarak kaydolmaması ve yatırımcıların Madoff'un ofislerine yerinde inceleme için sınırlı erişime sahip olması Madoff Ponzi şemasının diğer kırmızı bayrakları olarak belirtilmektedir (Drew & Drew, 2010; Gregoriou & Lhabitant, 2009).

4. Sonuç ve Öneriler

Charles Ponzi'den sonra dolandırıcılık faaliyetleri hem olay sayısı hem de kuruluşlar ve mağdurlar için katlanılan mali kayıplar açısından artmaya devam etmiştir. Ponzi şeklinde yapılan Bernie Madoff şeması, dolandırıcılık eyleminin muazzam boyutu nedeniyle tarihe geçmiştir (Quisenberry, 2017). SEC, 16 yıl boyunca Madoff hakkında bir dizi soruşturma yürütmüştür. Her soruşturmada, soruşturma ekibinde SEC'e yeni katılan, eğitimsiz veya ekipte uygun muhasebe profesyonelleri bulunmayan denetçiler bulunuyordu. Soruşturmacılar tarafından sorular sorulduğunda SEC'deki yardımcı direktörler takip etmeyi reddetmiştir. SEC departmanı ve bölge ofisleri arasında iletişim eksikliği nedeniyle soruşturmalar gerektiği gibi incelenememiş ve bu durum Madoff Ponzi planının devam etmesinde büyük rol oynamıştır. Hem kurum içinde hem de kurum dışında yapılan SEC

soruşturmalarının sonuçları eğitim eksikliğine, insan gücü eksikliğine ve başarısız iletişime işaret etmektedir (Williams, 2017).

SEC'nin çok sayıda inceleme yapması veya kuruluşu daha derinlemesine araştırmak için ipuçlarını görmezden gelmesi ve kuruluşun bir Ponzi şeması olduğu sonucuna asla varamaması, soruşturma uygulamalarının ve eylemlerinin eksik olduğunu kanıtlamaktadır. Madoff şemasından bu yana SEC, operasyonlarını, soruşturma süreçlerini ve kırmızı bayraklara ve ipuçlarına dayalı meşru soruşturmalar açma yeteneklerini iyileştirmek için birçok adım atmıştır. SEC'in Madoff Ponzi şemasının ardından soruşturmalarını iyileştirmek için attığı belirli adımlardan bazıları şunlardır (Quisenberry, 2017):

- Uygulama bölümünü canlandırmak
- Şikayet ve ipuçlarının ele alınmasını yeniden düzenlemek
- Kurum içi kişiler tarafından daha fazla işbirliğini teşvik etmek
- Yatırımcıların varlıkları için güvenlik önlemlerini geliştirmek
- Risk değerlendirme yeteneklerini geliştirmek
- Denetçiler için dolandırıcılık tespit prosedürlerini iyileştirmek
- Dahili kontrolleri geliştirmek
- Bir ihbarcı programı düzenlemek
- Aracı kurum ve yatırım danışmanı sınavlarını entegre etmek
- 'Arka ofis' personeli için lisanslama, eğitim ve denetim rejimini geliştirmek.

Ponzi planları ekonomik, sosyal, siyasal ve toplumsal olarak olumsuz sonuçlar doğurabilmektedir. Bu nedenle politika yapıcıların, düzenleme denetleme yetkisine sahip kurumların gerekli önlemleri alması oldukça önemlidir. Bununla birlikte bazı durumlarda dolandırıcıların yaratıcılıkları karşısında alınan önlemler fayda sağlamayabilmekte ve yasal düzenlemeler ve iç denetim, dolandırıcılığı tamamen önleyemeyebilmektedir. Bu durumda yatırımcıların, yatırım yapmadan önce sağduyulu olması ve dolandırıcılık olasılığı konusunda uyarı niteliğinde olan kırmızı bayrakları takip etmeleri fayda sağlayacaktır (Albrecht vd., 2017).

Yatırımcıların, bir Ponzi şemasının kurbanı olma olasılıklarını önemli ölçüde azaltabilecek ve başka bir Madoff olayının meydana gelme olasılığını önleyebilecek stratejiler aşağıdaki gibi ifade edilebilir (Quisenberry, 2017):

- Potansiyel müşteriler prospektüsleri dikkatlice okumalı, hedge fon yöneticisi tarafından kullanılan sözde fonları ve yatırım araçlarını takip etmeli ve garantili, gerçekçi olmayan veya hızlı getiri vaat eden kuruluşlara yatırım yapmaktan kaçınmalıdır.
- Müşteriler herhangi bir kırmızı bayrağı not etmeli ve bunları derhal soruşturma için düzenleyicilere veya yetkililere bildirmelidir.
- Araştırmacılar tüm kırmızı bayrakları dikkatlice takip etmelidir.
- Denetçiler, araştırmacılar ve sınav görevlileri kapsamlı bir şekilde eğitilmeli ve üst düzey denetime sahip olmalıdır.
- Araştırmacılar incelemeleri yürütürken birden fazla soruşturma modeli, metodolojisi ve stratejisi kullanılmalıdır.
- Araştırmacılar, hatayı azaltmak, çapraz kontrol sağlamak ve incelemeleri iyileştirmek için güçlü yönler ve uzmanlık alanlarına sahip ekiplerden yararlanmalıdır.
- SEC soruşturmasını çapraz kontrol etmek için gerekli birimlerden üçüncü taraf bir doğrulama ekibi kullanılmalıdır.
- Karmaşık davalar, adli muhasebe ve ABD yasaları konusunda uzmanlığa sahip uzmanlaşmış birimler, büyük soruşturma davaları ve artan miktarda kırmızı bayrak ve dolandırıcılık olasılığı olan davalar için görevlendirilmelidir.

Bernie Madoff Ponzi şeması incelendiğinde, şemanın oldukça uzun bir süre devam ettiği görülmektedir. Bu durum çeşitli yönlerden değerlendirilebilir. Öncelikle Madoff'un yatırım konusunda başarılı bir geçmişe sahip olması, SEC ve NASDAQ gibi kurumlarda görev yapması, saygınlık görüntüsü yaratması, çevresindeki yatırımcılara sadakat ve dürüstlük duygusu sergileyerek karizmatik görünmesi, yatırımlar açısından elde edilmesi zor biri gibi davranması, makul getiriler sunarak meşru bir yatırım stratejisi kullandığını iddia etmesi gibi nedenlerle yatırımcıları çekmesi Madoff'un Ponzi şemasını sürdürmesinde rol oynayan önemli faktörler sayılabilir. Bununla birlikte gelen şikayetleri SEC'in görmezden gelmesi, zamanında inceleme yapmaması, yürüttüğü soruşturmalarda derinlemesine inceleme yapmaması, soruşturmada uzman kişilerden yeterince faydalanılamaması ve Madoff'un yatırımının bir Ponzi şeması olduğunu fark edememesi şemanın varlığını sürdürmesinde öne çıkan diğer faktörler olabilir. Diğer Ponzi şemalarında olduğu gibi Madoff'un şemasında da yatırımcıların dolandırıcılık olayını ele veren risk faktörlerini fark etmedikleri, fark etseler bile kısa yoldan daha fazla kazanmak için riski

göze aldıkları ve düzenleyici kuruluşların denetim yönünden yeterli özeni göstermedikleri görülmektedir.

Madoff Ponzi şemasından öğrenilecek en önemli dersler; bireylerin yatırım yaparken dolandırıcılık işareti sayılabilecek göstergelere dikkat etmeleri gerektiği ve kurum içi ve kurum dışı denetim yapılırken denetçilerin başkalarının görüşlerine güvenmeden sistematik bir yaklaşımla çok yönlü denetim yapması gerektiğidir. Bu durumda Ponzi şemalarının ve hileli davranışların tekrarlanmaması adına bireylerin ve kurumların yatırım yaparken daha dikkatli olmaları, yatırımcıların risk-getiri açısından finansal okur yazarlık düzeylerini artırmaları, düzenleyici kurumların çeşitli dolandırıcılık faaliyetlerine ilişkin kırmızı bayrakları dikkatli incelemeleri, sistematik bir yaklaşımla inceleme yapmaları ve denetim yaptıkları kurumun faaliyetlerini detaylı bir şekilde analiz etmeleri önerilebilir.

Kaynakça

- Abdul Ghani, M. T., Abdul Halim, B., Abdul Rahman, S. A., Abdullah, N. A., Afthanorhan, A. & Yaakub, N. (2023). Overconfidence Bias Among Investors: A Qualitative Evidence from Ponzi Scheme Case Study. *Corporate and Business Strategy Review*, 4(2), 59-75. Doi: 10.22495/cbsrv4i2art6
- Albrecht, M. S., Albrecht, C. O., Albrecht, C. C. & Zimbelman, M. F. (2012). *Fraud Examination*. USA: South-Western.
- Albrecht, C., Morales, V., Baldwin, J. K., & Scott, S. D. (2017). Ezubao: A Chinese Ponzi Scheme with A Twist. *Journal of Financial Crime*, 24(2), 256-259. Doi: 10.1108/JFC-04-2016-0026
- Artzrouni, M. (2009). The mathematics of Ponzi schemes. *Mathematical Social Sciences*, 58(2), 190-201. Doi: 10.1016/j.mathsocsci.2009.05.003
- Arvedlund, E. (2009). *To Good to Be True: The Rise and Fall of Bernie Madoff*. USA: Penguin Group.
- Bartoletti, M., Carta, S., Cimoli, T., & Saia, R. (2020). Dissecting Ponzi Schemes on Ethereum: Identification, Analysis, and Impact. *Future Generation Computer Systems*, 102, 259-277. <https://doi.org/10.1016/j.future.2019.08.014>
- Blois, K. & Ryan, A. (2013). Affinity Fraud and Trust Within Financial Markets. *Journal of Financial Crime*, 20(2), 186-202. Doi: 10.1108/13590791311322364
- Carey, C., & Webb, J. K. (2017). Ponzi Schemes and The Roles of Trust Creation and Maintenance. *Journal of Financial Crime*, 24(4), 589-600. Doi: 10.1108/JFC-06-2016-0042
- Carvajal, A., Monroe, H., Pattillo, C. & Wynter, B. (2009). *Ponzi schemes in the Caribbean* (IMF Working Paper No. WP/09/95). Erişim Adresi: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Ponzi-Schemes-in-the-Caribbean-22865> Erişim Tarihi: 05.06.2024
- Coenen, T. (2008). *Essential of Corporate Fraud*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Cortés, D., Santamaría, J., & Vargas, J. E. (2016). Economic Shocks and Crime: Evidence from The Crash of Ponzi Schemes. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 131, 263-275. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2016.07.024>
- Coskun, Y. (2010). Ponzi Finance from Mr. Ponzi To Mr. Madoff (Bay Ponzi'den Bay Madoff'a Ponzi Finansman). *Sermaye Piyasası Dergisi*, 1(1), 10-13.
- Deason, S., Rajgopal, S., & Waymire, G. B. (2015). Who Gets Swindled In Ponzi Schemes?. Erişim Adresi: <https://ssrn.com/abstract=2586490> Erişim Tarihi: 20.07.2024

- Descartes, R. (2006). Bernie Madoff's Ponzi Scheme: Reliable Returns from a Trustworthy Financial Adviser. Erişim Tarihi: https://www.academia.edu/4700920/Bernie_Madoffs_Ponzi_Scheme_Reliable_Returns_from_a_Trustworthy_Financial_Adviser_What_to_Do Erişim Tarihi: 15.07.2024
- Dorris, B. (2018). *Report to The Nations, 2018 Global Study on Occupational Fraud and Abuse*. New York: Association of Certified Fraud Examiners.
- Drew, J. M. & Drew, M. E. (2010). The Identification of Ponzi Schemes: Can A Picture Tell A Thousand Frauds?. *Griffith Law Review*, 19(1), 51-70. Doi: 10.1080/10854668.2010.10854668
- Feierstein, M. (2012). *Planet Ponzi: How Politicians and Banker Stole Your Future, What Happens Next How You Can Survive*. Bantam Press.
- Frunza, M. C. (2016). *Introduction to The Theories and Varieties of Modern Crime in Financial Markets*. Elsevier Inc.
- Gregoriou, G. N., & Lhabitant, F. (2009). Madoff: A Riot of Red Flags. Erişim adresi: <https://ssrn.com/abstract=1335639> Erişim Tarihi: 08.07.2024
- Hidajat, T. (2018). Retracted: Financial Literacy, Ponzi and Pyramid Scheme in Indonesia. *JDM (Jurnal Dinamika Manajemen)*, 9(2), 198-205. Doi: 10.15294/jdm.v9i2.16261
- Hidajat, T., Primiana, I., Rahman, S., & Febrian, E. (2021). Why Are People Trapped in Ponzi And Pyramid Schemes?. *Journal of Financial Crime*, 28(1), 187-203. <https://doi.org/10.1108/JFC-05-2020-0093>
- Hofstetter, M., Mejía, D., Rosas, J. N., & Urrutia, M. (2018). Ponzi Schemes and The Financial Sector: DMG and DRFE in Colombia. *Journal of Banking & Finance*, 96, 18-33. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.08.011>
- Jack, J. T. C. B., & Ibekwe, C. C. (2018). Ponzi Schemes: An Analysis on Coping with Economic Recession in Nigeria. *The Nigerian Journal of Sociology and Anthropology*, 16(1), 72-90.
- Kovacich, G. L. (2008). *Fighting Fraud: How to Establish and Manage an Anti-Fraud Program*. USA: Elsevier Academic Press.
- Levi, M. (2017). *Organized Fraud and Organizing Frauds: Unpacking Research on Networks and Organization*. Transnational financial crime (s. 309-340) içinde. Routledge.
- Lewis, M. K. (2012). New Dogs, Old Tricks. Why Do Ponzi Schemes Succeed?. In *Accounting Forum*, 36(4), 294-309. Doi:10.1016/j.accfor.2011.11.002
- Marietta, M. (1996). The Historical Continuum of Financial Illusion. *The American Economist*, 40(1), 79-91.
- Minsky, P.H. (1986). *Stabilizing Unstable Economy*. New York: McGraw Hill.
- Nguyen, N. T., Nguyen, A. T., To, H. T. N., & Le, T. T. H. (2024). Why Are Vietnamese People Susceptible to Cryptocurrency Ponzi Schemes?

- Findings from Using The PLS-SEM Approach. *Journal of Financial Crime*, 31(1), 158-173. <https://doi.org/10.1108/JFC-12-2022-0299>
- O'Connell, S. A., & Zeldes, S. P. (1988). Rational Ponzi Games. *International Economic Review*, 431-450.
- Petsko, G. A. (2009). Life Is a Ponzi Scheme. *Genome Biology*, 10(101), 1-4. Doi: 10.1186/gb-2009-10-1-101
- Quisenberry, W. L. (2017). Ponzi Of All Ponzis: Critical Analysis of The Bernie Madoff Scheme. *International Journal of Econometrics and Financial Management*, 5(1), 1-6. Doi:10.12691/ijefm-5-1-1
- Raval, V., & Raval, V. (2019). Differentiating Risk Factors of Ponzi From Non-Ponzi Frauds. *Journal of Financial Crime*, 26(4), 993-1005. <https://doi.org/10.1108/JFC-07-2018-0075>
- Ryzhkova, M., & Kashapova, E. (2022). Stability of The Ponzi Scheme Phenomenon. *Terra Economicus*, 20(3), 22-38.
- Singleton, T., Singleton, A., Bologna, J. & Lindquist, R. (2006). *Fraud Auditing and Forensic Accounting*. USA: John Wiley & Sons, Inc.
- Singleton, T. W. & Singleton, A. J. (2010). *Fraud Auditing and Forensic Accounting*. USA: John Wiley & Sons Inc.
- Silverstone, H. & Sheetz, M. (2007). *Forensic Accounting and Fraud Investigation for Non-Experts* (Second Edition). USA: John Wiley & Sons, Inc.
- Sermaye Piyasasında Bağımsız Denetim Standartları Hakkında Tebliğ (2013, 28 Haziran). Resmi Gazete (Sayı: 28691). Erişim adresi: <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/06/20130628-17.htm>. Erişim Tarihi: 10.06.2024
- SEC Whistleblower Info, (2024). Types of SEC whistleblower cases: Ponzi schemes and pyramid schemes. Erişim adresi: <https://secwhistleblowerinformation.com/types-sec-whistleblower-cases/Ponzi-scheme/> Erişim Tarihi: 20.06.2024
- SEC (2024). Ponzi Schemes. Erişim adresi: <https://www.sec.gov/fast-answers/answersPonzihtm.html> Erişim Tarihi: 30.06.2024
- Tennant, D. (2011). Why Do People Risk Exposure to Ponzi Schemes? Econometric Evidence from Jamaica. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 21(3), 328-346. Doi:10.1016/j.intfin.2010.11.003
- Trahan, A., Marquart, J. W., & Mullings, J. (2005). Fraud and The American Dream: Toward an Understanding of Fraud Victimization. *Deviant Behavior*, 26(6), 601-620. <https://doi.org/10.1080/01639620500218294>
- Ullah, I., Ahmad, W., & Ali, A. (2022). Determinants of Investment Decision in A Ponzi Scheme: Investors' Perspective on The Modaraba Scam. *Journal of Financial Crime*, 29(4), 1172-1190. <https://doi.org/10.1108/JFC-02-2020-0027>

- Uppiah, V. (2017). A Critical Examination of The Regulation of Ponzi Scheme in Mauritius. *International Journal of Law and Management*, 60(6), 1393-1400. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-08-2017-0201>
- Varlık, S. (2011). Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezinde Keynes'in İzlerini Aramak. *Akdeniz İİBF Dergisi*, 11(22), 1-27.
- Vasek, M. & Moore, T. (2019). Analyzing the Bitcoin Ponzi scheme ecosystem. *Financial Cryptography and Data Security: FC 2018 International Workshops, BITCOIN, VOTING, and WTSC* (s. 101-112) içinde. Berlin: Springer.
- Walsh, J. (2003). *You Can't Cheat an Honest Man*. Silver Lake Publishing.
- Wells, J. T. (2014). *Principles of Fraud Examination*. USA: John Wiley & Sons, Inc.
- Wilkins, A. M., Acuff, W. W., & Hermanson, D. R. (2012). Understanding A Ponzi Scheme: Victims' Perspectives. *Journal of Forensic & Investigative Accounting*, 4(1), 1-19.
- Williams, D. C. (2017). A Timeline and Fraud Triangle Analysis of The SEC's Madoff Ponzi Scheme Investigation. *International Journal of Business & Public Administration*, 14(1).
- Wolfe, D. T., & Hermanson, D. R. (2004). The Fraud Diamond: Considering the Four Elements of Fraud. *CPA Journal* 74.12, 38-42.
- Yılmaz, A. (2015). Fikir Satma Temeline Dayanan Dolandırıcılıklar (Ponzi Dolandırıcılığı). *Jandarma Dergisi*, 143, 42-46.
- Zhu, A., Fu, P., Zhang, Q., & Chen, Z. (2017). Ponzi Scheme Diffusion in Complex Networks. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 479, 128-136.

Metallgesellschaft Vakası

Tolga Ergün¹

Hilal Ok Ergün²

Özet

Finans piyasalarında yaşanan derinleşme ve küreselleşme, finansal piyasaların hacminin büyümesini ve finansal ürünlerin hızlı bir entegrasyon süreci içerisine girmesini sağlamıştır. Bu durum reel ekonomide spekülasyon ve manipülasyon konusunun çok daha ciddi ve belirgin bir şekilde anlam kazanmasına neden olmuştur. Piyasalarda yaşanan fiyat hareketleri, arz talep dengeleri ve çeşitli risk faktörleri şirketler üzerinde spekülatif ve manipülatif vakalar ortaya çıkarmaktadır. Bu nedenle finansal manipülasyon vakalarının arka planında etkili olan unsurların ortaya çıkarılması etkin bir piyasanın geçerliliği açısından önem arz etmektedir. Bu bağlamda, çalışmanın temel amacı finansal manipülasyon kapsamında Metallgesellschaft vakasını detaylı bir şekilde incelemek ve vaka kapsamında manipülasyona neden olan faktörleri ortaya koymaktır. 1881’de ABD’li girişimci Wilhelm Merton tarafından Metallgesellschaft Refining and Marketing (MGRM) şirketi kurulmuş ve bu şirket 1928 yılında Metallurgische Gesellschaft şirketi ile birleşmiştir. Şirketin finansal vaka analizi neticesinde, 1993 yılında Alman Metallgesellschaft şirketinin ciddi bir şekilde likidite krizine sürüklendiği görülmektedir. Şirket tarafından gerek faiz oranlarının ihmal edilmesi, gerekse de hedge stratejisindeki aksaklıklar koruma programının uygulanmasını gerekli kılmıştır. Ancak finansal açıdan uygulamaya konulan koruma programının yanlış sürdürülmesi, şirketin krize girmesinin ve piyasada oluşan spekülasyonun temel nedeni olarak görülmektedir. Bu süreçte şirketi kurtarmak için bazı bankaların bir araya gelerek oluşturdukları konsorsiyum tarafından şirkete önemli düzeyde likidite verilmiş ve böylelikle şirket faaliyetlerinin devamı sağlanmıştır.

- 1 Doç. Dr., Trabzon Üniversitesi Vakıfkebir Meslek Yüksekokulu, Finans Bankacılık ve Sigortacılık Bölümü, tolgaergun@trabzon.edu.tr, ORCID ID: 0000-0001-9650-4542
- 2 Dr. Öğr. Üyesi, Trabzon Üniversitesi Beşikdüzü Meslek Yüksekokulu, Büro Hizmetleri ve Sekreterlik Bölümü, hilalok@trabzon.edu.tr, ORCID ID: 0000-0002-1454-3677

1. Giriş

Finansal piyasalar, tüm ülkelerde ekonomik büyümenin başat motorları arasında yer almaktadır. Bu nedenle finansal piyasaların hacmi ve faaliyet türleri bir ülkenin kalkınmasında önemli bir faktördür. Küresel ekonomi tarihi, insanlığın varoluşu ile eş zamanlı olmakla birlikte özellikle son üç yüz yıldır çok kritik dalgalanmalara şahitlik etmiştir. Özellikle geliştirilen teknolojiyle birlikte bilgiye erişimin daha hızlı ve kolay hale gelmesi, finansal piyasalarda çeşitli kurumsal manipülasyon ve/veya spekülasyon vakalarının yaşanmasına sebep olmaktadır. İyi bir kurumsal yönetimin çerçevesini, şirketin finansal durumu, performansı, mülkiyeti ve yönetimi gibi faktörler oluşturmaktadır. Bu bağlamda yatırımcılar başta olmak üzere tüm tarafların rasyonel kararlar alabilmeleri için şirket hakkında zamanında ve doğru bilgi alabilmeleri gerekmektedir. Dolayısıyla bir şirketin paydaşları, şirketle ilgili bilgilere erişemiyorsa rasyonel kararlar almaları beklenemez. Yatırımcılara finansal bilgi yaymanın en önemli yollarından biri periyodik olarak mali tabloların yayımlanmasıdır. Bu tablolar, karşılaştırılabilir olmalıdır. Şirketlerin açıklık ve şeffaflık ilkesinden vazgeçtiğinin en önemli göstergesi finansal durumunu ve performansını adil bir şekilde yayımlamamasıdır.

Tarih boyunca çeşitli risklerden dolayı çok sayıda finansal manipülasyon vakasının yaşandığı görülmektedir. Enron, Tyco ve WorldCom gibi finansal manipülasyon vakaları son yirmi yılda artarak devam etmiştir. Manipülasyon vakaları genellikle isim olarak bilinmekle birlikte derinlemesine ele alınması, hem piyasadaki yatırımcıların bilgilendirilmesi hem de vaka araştırmasının literatüre kazandırılması açısından oldukça önem arz etmektedir. Bu bağlamda çalışmada finansal manipülasyon vakalarından biri olan ve 1993 yılında patlak veren Metallgesellschaft vakasının incelenmesi amaçlanmıştır.

Yukarıdaki bilgiler çerçevesinde bu çalışma dört bölüm olarak tasarlanmıştır. Giriş bölümünden sonra ikinci bölüm olan kavramsal çerçeve ve literatür bölümünde finansal manipülasyon, Ponzi finansmanı, hile, finansal istikrarsızlık, Minsk, finansal başarısızlık, iflas ve spekülasyon kavramları ile manipülasyon literatürü ele alınmıştır. Üçüncü bölümde, Metallgesellschaft vakası derinlemesine incelemiştir. Son bölümde ise incelenen vaka analizine ilişkin sonuçlar ele alınmış ve önerilerde bulunularak çalışma tamamlanmıştır.

2. Kavramsal Çerçeve ve Literatür

Literatürde; kriz, spekülasyon ve manipülasyon kavramlarının bir arada ele alınması, kavramsal açıdan birbirleriyle özdeş bir algı yaratmaları esasen başlı başına tanımsal olarak sorun teşkil etmektedir. En genel tanımlarıyla kriz,

belirli bir yol ayrımlarıdır, spekülasyonlar doğal getiri imkânı vermektedir ve zannedilenin tersine kısa vadeden ibaret değildirdir. Uzun bir periyotta gerçekleşen spekülasyon örnekleri söz konusudur. Manipülasyonlar ise kanunsuz bir şekilde serbest piyasa prensiplerine ve etik kurallara uygun olmayan tutum ve davranış şekilleridir. Serbest piyasa ekonomisinin en önemli faktörü güven ilkesidir. Manipülasyonlar piyasadaki güven unsurunu etkilemenin yanı sıra piyasada kayda değer bir güvensizlik oluşturarak, gelecekle ilgili manipülasyon algısını kuvvetlendirir ve piyasa oyuncularının manipülasyona karşı pozisyona geçmelerine ve hatta manipülasyon sürecine girmelerine neden olabilmektedir (Akanak, 2013).

Yukarıdaki bilgiler çerçevesinde herhangi bir menkul değer, emtianın ya da bir finansal varlığın kazanç amacıyla temin edilmesi spekülasyonun temel zeminini oluşturmaktadır. Manipülasyon ise; kısaca piyasanın asılsız ve hukuksuz şekilde yönlendirilmesidir. Bu bakımdan manipülasyon vakalarının çoğunlukla psikolojik etkisi olmakla birlikte rasyonel kararlar almayı da engellemektedir. Tam olarak manipülasyon şeklinde açıklanamayan fakat piyasayı olumsuz yönde etkileyen vakalar da söz konusudur. Bunların içerisindeki en temel örnek Insider Trading (içerden bilgi almak suretiyle işlem yapma) uygulamasıdır (Akanak, 2013).

Manipülasyonun finansal açıdan farklı tanımları literatürde yer almaktadır. Buna göre finansal bilgi manipülasyonu yanlış raporlama veya kasıtlı hileli finansal raporlamadır. Hileli finansal raporlama ise muhasebe standartlarının ihlali, mevcut tutarların atlanması veya hayali tutarların dâhil edilmesidir (Hidayat ve diğerleri, 2020). Beneish (1999) finansal manipülasyonu, bir şirketin finansal tablolarının yönetimin veya muhasebe çalışanının hisse senedi fiyatlarını olumlu yönde etkilemek ve net kârı artırmak amacıyla finansal verileri yanlış beyan etmesi olarak tanımlamaktadır. Spathis'e (2002) göre finansal manipülasyon, bir şirkete ait finansal tabloların varlık, hasılat ve kârının olması gerekenin üstünde artırılması veya borç, gider veya zararın olması gerekenin altında beyan edilmesidir. Bai ve diğerleri (2008) ise finansal manipülasyonu maddi olarak yanıltıcı mali tabloların hazırlanarak kasıtlı veya dikkatsiz davranış olarak tanımlamıştır. Literatürdeki tanımlardan hareketle finansal manipülasyon genel olarak şirketlerin muhasebe işlemlerinde ve kayıtlarında mali tablolarında toplama ve çıkarma yoluyla finansal bilgi kullanıcılarını yanıltmak amacıyla kasıtlı olarak yapılan değişiklik anlamına gelmektedir. Bu nedenle finansal manipülasyonlar başta hisse senedi yatırımcıları olmak üzere finansal bilgi kullanıcılarının finansal karar verme süreçleri üzerinde etkili olabilmektedir.

Finansal manipülasyon literatüründe Ponzi ve piramit yatırımları örnekleri sıkça geçmektedir. Ponzi ve piramit şemaları sıklıkla birbirinin yerine kullanılabilir (Cunha ve diğerleri, 2013). Ponzi ve piramit yatırım planları diğer yatırım türlerine kıyasla hızlı bir şekilde zengin olma planıdır. Her iki yatırım planının benzer özellikleri mevcuttur. Örneğin, yatırımcılara verilen kazancın yeni katılan diğer kişilerin yatırdıkları paradan elde edilmesidir (Wilkins ve diğerleri, 2012). Ponzi şemasında bir yatırımcı sadece şemaya para yatırmakta ve daha sonra hiçbir şey yapmasına gerek kalmadan kâr paylaşımını beklemektedir. Öte yandan piramit şemasında ise Ponzi sisteminden farklı olarak bir yatırımcı kâr elde etmek istiyorsa başka yatırımcıları aktif olarak sisteme dâhil etmesi gerekmektedir (Basu, 2014). Finansal Hizmetler Otoritesi tarafından Ponzi ve piramit yatırım planları yasa dışı yatırım planları listesinde yer almaktadır. Bu yatırım planlarının Çin, Malezya, Rusya, ABD, Arnavutluk, Romanya ve Sırbistan gibi birçok ülkede örneğine rastlanmaktadır (Hidajat ve diğerleri, 2020).

Günümüzde geliştirilen teknolojiyle birlikte internet üzerinde yapılan hileli yatırım planları da yaygın hale gelmiştir. Bu tür yatırım planları yüksek getirili yatırım programları aracılığıyla ortaya çıkmaktadır. Bu programlar web sayfaları yoluyla belirli bir dönemde fonları yüksek getirilerle çoğaltmakta ve yatırımcılarına çeşitli teklifler sunmaktadır. Burada vaat edilen getiri çok yüksektir ve sabit getirili yatırım araçlarından elde edilen kazançtan daha fazladır (Hidajat ve diğerleri, 2020).

Finansal manipülasyon ile ilişkili kavramlar arasında finansal istikrarsızlık hipotezi de bulunmaktadır. Hyman Minsky tarafından ortaya atılan finansal istikrarsızlık hipotezi finansal piyasalardaki sağlamlık ve kırılganlık arasındaki süreci ele almaktadır. Finansal istikrarsızlık hipotezi özellikle Keynes'in yatırım ve portföy kararları ile likidite tercihi arasındaki fikirleri üzerinden türetilmiştir. Bu hipotez, spekülasyon yatırımlardaki artışın aşırı borçlanmaya ve finansal kırılganlığa neden olacağı ve bunun da yüksek enflasyona ve varlık değerlerinin çöküşüne elverişli bir ortamın oluşabileceğini iddia etmektedir (Knell, 2015).

Yukarıda yer alan kavramsal çerçeve kapsamında manipülasyon konusunda yapılan çalışmalara aşağıda değinilmiştir.

Spathis (2002) finansal tablolardaki manipülasyonu tespit etmek amacıyla yayımlanmış verileri incelemiştir. Çalışma sonucunda yazar, finansal tablolarda hile ile ilişkilendirilen faktörleri tespit etmiştir. Yazar, 38 manipüle edilmiş şirket ile 38 manipüle edilmemiş şirket olmak üzere toplam 76 şirketi analiz etmiştir. Ayrıca yazar, finansal tablolardaki manipülasyonu tespit etmede etkili olan ve %84 doğruluk oranı veren bir model geliştirmiştir.

Rosner (2003) kazanç yönetimi, kazanç manipülasyonu ve hileli finansal raporlama ilişkisini incelemiştir. Yazar, kazanç yönetimi ve hileli finansal raporlamanın kazanç manipülasyonunun alt aşamaları olduğunu belirtmiştir. Ayrıca yazar, hem kazanç yönetiminin hem de hileli finansal raporlamanın kazanç elde etmek için kasıtlı olarak kullanılan yöntemler olduğunu vurgulamıştır.

Bedard ve Johnstone (2004) yaptıkları çalışmada, kazanç manipülasyonu riski ve kurumsal yönetim riski değerlendirmelerini incelemiştir. Buna göre yazarlar, denetçilerin kazanç manipülasyonu riski olan müşteriler için daha fazla çaba ve faturalama oranları planladıklarını tespit etmişlerdir. Ayrıca yazarlar, kazanç manipülasyonu riski ile faturalama oranları arasında pozitif yönlü bir ilişki saptamışlardır.

Pandey ve diğerleri (2005) yaptıkları çalışmada Worldcom vakasını incelemiştir. 2002 yılında Fortune 500'de dördüncü sırada yer alan Telekom şirketi "WorldCom" muhasebe skandalı ile iflase sürüklenmiştir. Yazarlar bu vakayı Chowdhury'nin dört aşamalı teorisini kullanarak incelemiştir.

Siam ve Abdullatif (2011) Ürdün'de faaliyet gösteren bankaların, gerçeğe uygun değer muhasebesinin kullanımı konusunda nitel bir araştırma yapmışlardır. Yazarlar, bankacılık sektöründeki çalışanların finansal tablolarındaki kalemleri ölçmek için gerçeğe uygun değer muhasebesini kullanma eğiliminde olduklarını tespit etmişlerdir. Ancak, Ürdünlü bankacılar bazı tahmini kalemlerin belirsizliği nedeniyle gerçeğe uygun değer muhasebesinin manipülasyona açık olduğunu ifade etmişlerdir.

Dyrenge ve diğerleri (2012) 1994-2009 arasındaki dönemde ABD'de faaliyet gösteren 2133 çokuluslu firmayı kazanç manipülasyonu bağlamında incelemiştir. Buna göre yazarlar, yabancı istihdamı olan şirketlerin yan kuruluş olan şirketlere göre daha fazla dış kazanç manipülasyonuna maruz kaldığını tespit etmişlerdir.

Chekili (2012) Tunus'lu 20 anonim şirketin 2000-2009 arasındaki döneme ait verilerini incelemiştir. Çalışma sonucunda yazarlar, yönetim kurulundaki dış direktörlerin ve bir CEO varlığının kazanç manipülasyonu üzerinde güçlü bir etkiye sahip olduğunu saptamıştır.

Farooqi ve diğerleri (2014) kurumsal çeşitlendirme, gerçek kazanç yönetimi ve şirket değeri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışma sonucunda yazarlar, endüstriyel çeşitlendirmenin gerçek faaliyet manipülasyonunu artırdığını tespit etmişlerdir. Ayrıca yazarlar, gerçek kazanç yönetiminin şirket değerlemesiyle ters orantılı olduğunu saptamışlardır.

Sulaiman ve diğerleri (2015) Malezya'daki yasa dışı yatırım planlarıyla ilgili olarak düzenleyici otoriteler tarafından alınan yaptırım eylemlerini tespit etmeyi ve yatırımcıların korunması için benimsenen çeşitli stratejileri belirlemeyi amaçlamıştır. Çalışma sonucunda yazarlar, uzun vadeli sözleşmelerde yasa dışı ticaretle ilgili çeşitli suçlarda cezai, hukuki ve idari işlemlerdeki yaptırımlarda hapis cezasının nadir olduğunu vurgulamışlardır.

Lehmann (2015) İngiltere'de 1998-2011 arasındaki dönemde gerçekleşen halka açık satın alıcıları içeren hisse senedi takası anlaşmalarından önce tahakkuk manipülasyonu üzerindeki kurumsal yönetimin rolünü incelemiştir. Çalışma sonucunda yazar, güçlü kurumsal yönetimin tahakkuk manipülasyonunu kısıtladığı yönündeki yaygın görüşün aksine iyi yönetilen satın alıcıların zayıf yönetime sahip olanlara göre gelir artırıcı tahakkuk manipülasyonunda daha agresif bir rol oynadığını saptamıştır.

Elnahas ve diğerleri (2018) Doral finans şirketinin finansal başarısızlık durumunu incelemiştir. ABD'de bankacılık sektöründe faaliyet gösteren şirket 2015 yılında iflas etmiştir. Yazarlar, iflas sebebi olarak, işe alımların kuralsızca yapılması, aşırı yatırım ve içeriden bilgi ticareti olduğunu tespit etmişlerdir.

Haswell ve Evans (2018) çalışmasında ABD'nin yedinci en büyük sermayeli şirketi olan Enron'un adil değer muhasebesi ve mali krizler ile ilişkisini incelemiştir. Yazarlar, Enron'un çöküşü ile 2000'li yılların ortalarında adil değer muhasebesi için yapılan düzenlemeler arasında bir ilişki tespit etmişlerdir.

Anning ve Adusei (2020) Gana'daki halka açık firmaların finansal tablo manipülasyonunu analiz etmişlerdir. Buna göre yazarlar, 19 adet şirketin 2008-2017 arasındaki verilerini kullanarak finansal tablo manipülasyon olasılığını incelemiştir. Yazarlar, Beneish modelini kullanmışlardır. Çalışma sonucunda yazarlar, firmaların genel olarak finansal manipülasyon yapma olasılıklarını yüksek düzeyde bulmuşlardır.

Hidajat ve diğerleri (2020) insanların Ponzi ve piramit şemalarına dâhil olma nedenlerini etkileyen psikolojik faktörleri incelemiştir. Yazarlar, Endonezya'da 11 şehirde ve 98 yatırımcı örnekleme üzerinde incelemede bulunmuşlardır. Yazarlar çalışma sonucunda iyimserlik, doğrulama önyargısı ve aşırı güvenin yatırım kararlarını olumlu yönde etkilediğini tespit etmişlerdir.

MG vakasıyla ilgili olarak literatürde çok sayıda tartışma yapılmıştır. Örneğin Wahrenburg (1996) çalışmasında durumu şu şekilde özetlemiştir: "Culp ve Miller (1995), Metallgesellschaft'ın stratejisinin temelde sağlam

olduğunu ve MGRM'nin petrol fiyatı riskini etkili bir şekilde azalttığını savunurken, Edwards ve Canter (1995), Mello ve Parsons (1995) gibi yazarlar, MGRM'nin petrol fiyatı riskini azaltmak yerine aslında aşırı büyük korunma pozisyonu kullanarak riski artırdığını savunuyorlar.” Daha önce yapılmış bir çalışmada, Ronn ve Xuan (1998), kısa vadeli işlemleri kullanan tek faktörlü bir korunmanın, Mello ve Parsons'ın (1995) varsayımıyla tutarlı olarak, korunmayan bir politikadan daha kötü bir performans gösterdiğini doğrulayabilmışlerdir.

Daha yakın bir zamanda ise Shetty ve Manley (2019), Metallgesellschaft'ın enerji türevleri pazarlama ve korunma programının çeşitli yönlerini ve korunma stratejisini incelemişlerdir. Yazarlar, özellikle programın risk yapısını, nakit akış sorunlarını ve MG yönetiminin programı sonlandırmasına neden olan gelişmeleri ele almışlardır. Ayrıca, MG'nin korunma programını aniden sonlandırma eyleminin etkisi ve programın spekülasyon durumunu da incelemişlerdir. Çalışma sonucunda yazarlar, şirketin nakit akışlarının önemli olduğuna ve korunma programının uygulanmaması durumunda daha kötü bir senaryonun oluşabileceğini belirtmişlerdir. Bu çalışmaların dışında literatürde Metallgesellschaft vakasını inceleyen başka çalışmalar da yapılmıştır (Hilliard, 1999; Charupat ve Deaves, 2003).

Ulusal literatür incelendiğinde genellikle finansal bilgi manipülasyonu üzerinde çalışmaların yapıldığı ve daha çok ampirik açıdan değerlendirildiği görülmektedir. Örneğin, Fındık ve Öztürk (2016) Borsa İstanbul'daki imalat sanayiinde işlem gören şirketler üzerinde finansal manipülasyonu Beneish modeli yardımıyla ölçmüşlerdir. Çalışma sonucunda yazarlar, finansal bilgi manipülasyonunun tahakkuk esasına dayalı uygulamalardan kaynaklandığı yönünde güçlü kanıtlar tespit etmişlerdir.

Öztürk ve Yılmaz (2019) yaptıkları çalışmada finansal sıkıntı ile muhasebe manipülasyonu arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Yazarlar, Borsa İstanbul'daki gelişen işletmeler piyasasında işlem gören 17 şirketi analiz etmişlerdir. Çalışma sonucunda yazarlar, Altman Z skoru ile Beneish M skoru arasında bir ilişki tespit etmişlerdir. Diğer bir ifade ile yazarlar, finansal sıkıntı ile muhasebe manipülasyonu arasında güçlü bir ilişkinin olduğunu belirlemişlerdir.

Benligiray ve Onay (2020) yaptıkları çalışmada, 2013-2019 yılları arasındaki dönemde Türkiye'de uygulanan finansal bilgi manipülasyonu uygulamalarını incelemişlerdir. Çalışma sonucunda yazarlar, şirketlerin finansal varlık değer düşüklüğü ve şüpheli alacak karşılıklarını kaydetmemek gibi tahakkuk muhasebesi uygulamalarını gözlemlemişlerdir.

Toplu ve diğerleri (2021) finansal manipülasyonu ortaya çıkarmak amacıyla Beneish modelinden faydalanmışlardır. Yazarlar, Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin finansal manipülasyonu uygulama olasılıklarını hesaplamışlardır. Çalışma sonucunda yazarlar, Beneish modeline göre borsada işlem gören 104 şirketin %94'ünün çeşitli seviyelerde finansal bilgi manipülasyonu yapma ihtimali olduğunu ortaya koymuşlardır.

3. Metallgesellschaft Vaka Analizi

Çalışmanın bu kısmında manipülasyon konusu olan şirket analiz edilmiştir. İlk olarak şirketle ilgili tanıtıcı bilgi verilmiştir. Ardından vaka değerlendirmesi yapılmıştır.

3.1. Metallgesellschaft (MG) Şirketinin Tanıtımı

Literatürde kısaca MG veya AG vakası olarak da yer alan Alman holding Metallgesellschaft şirketi, 1881 yılında ABD'li girişimci Wilhelm Merton tarafından kurulmuştur. Şirket ilk zamanlarda metal ticareti ile faaliyetlerini sürdürmüştür. 1928 yılında Metallbank und Metallurgische Gesellschaft şirketi ile birleşmiştir. Böylece MG şirketi Almanya'nın en büyük sanayi kuruluşlarından biri haline gelmiştir. Bu şirketin hisselerinin %65'inden fazlasının Deutsche Bank AG, Daimler-Benz, Dresdner Bank AG, Allianz ve Kuveyt Yatırım Otoritesi başta olmak üzere 15 büyük yan kuruluşa ait olduğu bilinmektedir.

MG şirketi, mühendislik ve ticaret hizmetlerinin yanı sıra temel olarak kimyasallar ve metaller üretip satmıştır. Ayrıca şirket, ısıtma malzemeleri, dökümler, paslanmaz çelik, uçak aksesuarları, plastikler ve otomotiv bileşenleri de dâhil olmak üzere çok çeşitli ürünler de üretmiştir. 1991 yılında Louis Dreyfus Enerji şirketinde çalışan Arthur Benson'un MG'ye geçmesiyle şirket, türev piyasalarda faaliyet göstermeye başlamıştır. MG şirketi türev piyasalarda uzun vadeli sözleşmeler sunarken, spot piyasalarındaki pozisyonlar ve emtia fiyatlarındaki artışlar nedeniyle büyük bir nakit akışı krizine girmiştir.

Aralık 1993'te şirketin bağlı olduğu enerji grubunun yaklaşık 1.5 milyar dolarlık zarar yaptığı kamuoyuna açıklanmıştır. Kasım 1994'te MG şirketi iflasa sürüklenmiş ve Ocak 1995'te denetçiler MG'yi suçlayan bir rapor yayımlamıştır. Şirket Şubat 1995'te 2.2 milyar dolarlık başka bir kayıp hakkında rapor yayımlamıştır. MG şirketi bu gelişmelerle birlikte 1994-1996 yılları arasında dünya genelindeki 300'den fazla yan kuruluşunu satmıştır. 1999 yılında MG, GEA grup adında bir şirket satın almış ve 2004 yılından bu yana bu isim altında faaliyetlerini sürdürmektedir (Saha, 2011).

3.2. Metallgesellschaft Vakasının Değerlendirilmesi

MG'nin temel sorunları 1993 yılının sonlarında enerji spot fiyatlarının artmasıyla ortaya çıkmıştır. Geleneksel bir metal şirketi olan MG, risk yönetimi alanında da faaliyete başlamıştır. MG şirketi, müşterilerine 5 ile 10 yıl arasında değişen sabit fiyatlı tahvil sözleşmeleri yapmıştır. Bu sözleşmeler enerji sektörü içinde benzin ve ısıtma yağı tedarigi ve teslim etme gibi ürünleri kapsamaktadır. 1989'da "Heinz Schimmelbusch" MG'de CEO olarak göreve başlamıştır. İlerleyen süreçte MG şirketi 63.000'den fazla çalışan sayısıyla Almanya'nın en büyük holdinglerinden biri haline gelmiştir. Şirket kısa sürede 13 milyar Euro gelir elde etmiştir. 1993'te yan kuruluşlardan biri olan Metallgesellschaft Rafineri ve Pazarlama (MGRM) şirketi MG şirketinin öz sermayesinde büyük kayıplar yaşanmasına neden olmuş ve MG şirketi iflasın eşiğine gelmiştir (Hilliard, 1999).

Deutsche Bank ve Dresdner Bankası öncülüğündeki bir bankacılık konsorsiyumu, MG şirketini iflastan kurtarmayı kabul ederek şirkete finansman sağlamıştır. 1989-1993 yılları arasında MG şirketinin 2.8 milyar Euro nakit açığı ortaya çıkmıştır. MG şirketini kurtarma sürecinde yönetim ve yönetim kurulu üyelerinin neredeyse tamamı değişmiştir. Ancak yeni CEO Neukirchen, petrol riskinden korunma programını planlı olarak vadesinden önce sonlandırmış ve bu durum şirketin büyük kayıplar vermesine neden olmuştur. Neukirchen, 1994-1996 yılları arasında MG şirketini tamamen yeniden yapılandırmış ve yaklaşık 300 yan kuruluşun satışına izin vermiştir. 2005 yılında şirketin yer aldığı grubun ismi değişerek GEA adını almıştır. MG şirketinin yan kuruluşu olan MGRM, müşterilerine benzin ve kalorifer yakıtı gibi rafine edilmiş petrol ürünlerini sunmuştur. Ancak, İran-İrak savaşı ve Körfez savaşı döneminde petrol fiyatlarındaki yüksek volatilité ABD'deki bağımsız perakende işletmelerinin iflas etmesine neden olmuştur. Dolayısıyla petrol ürünlerinde kısa vadeli pozisyonlar için sorun olmasa da uzun vadeli pozisyonlar için müşteriler kendisini koruyamayacak duruma gelmiştir. MGRM şirketi, müşterilerine 5-10 yıl arası uzun vadeli forward sözleşmeleri yaparak pazara girmiştir. Bu sözleşmelerdeki kazanç marjının %5 ile %10 arasında olduğu bilinmektedir. MGRM şirketinde risklerden korumak ve risk yönetimini sağlamak için Arthur Benson göreve getirilmiştir. Bu riskler operasyonel riskler, baz ya da temel risk, likidite riski ve muhasebe riskidir (Edwards ve Canter, 1995).

Operasyonel risk, karar alma sürecine dahil olan kişileri ilgilendirmektedir. Bu kişiler, yönetici ve petrol programından sorumlu olan kişi Arthur Benson, MG şirketinin yönetim kurulu üyesi ve Deutsche bank yönetim kurulu başkanı CEO Schimmelbusch'dir.

Temel risk, müşterilere satılan rafine edilmiş petrolün fiyat değişikliğiyle ilgilidir. Burada ürün olarak WTI petrol, ısıtma yağı ve benzin kullanılmıştır. Bu ürünler için yapılan vadeli sözleşmeler arasındaki maliyet farkı temel risk faktörünü oluşturmaktadır.

Likidite riski açısından değerlendirildiğinde, MGRM şirketi yaklaşık 150.000 sözleşme yapmıştır. Vade sonunda MGRM'nin bu sözleşmelerin karşılığındaki değeri veremeyeceğinin spekülörler tarafından anlaşılmasıyla harekete geçmiştir. Spekülörler bu eksikliği kısa sürede fark ederek piyasasının işlevsiz hale gelmesine neden olmuşlardır.

Muhasebe riski, muhasebe kurallarının ülkeden ülkeye değişmesi riskidir. MG'nin beyanlarında MGRM şirketi Alman muhasebe kuralları yerine ABD yan kuruluşu olan US-GAAP'a göre muhasebe kaydı yaptığı ortaya çıkmıştır. Bu durum, MGRM'nin ana şirketi olan MG'nin iflasına neden olmuş ve MGRM'de daha fazla kayıp yaşamamak için şirketin faaliyetlerini sonlandırmıştır.

Edwards ve Canter (1995) Alman holding MG'nin manipülasyon durumunu şöyle özetlemektedir: “1993 yılının sonu ve 1994 başlarında, Almanya'nın on dördüncü büyük sanayi işletmesi olan Metallgesellschaft AG'nin Amerika Birleşik Devletleri yan kuruluşu MG şirketi, enerji sektöründe vadeli işlemler ve takas pozisyonlarında şaşırtıcı bir şekilde kayıplar bildirdi. MG'nin iflasını sadece 150 Alman ve uluslararası bankanın gerçekleştirdiği 1.9 milyar dolarlık büyük bir kurtarma operasyonu engelledi.”

MG'nin vadeli işlem ve takas piyasalarındaki kayıpları, MG'nin gerçekten riskten korunma mı yoksa manipülasyon mu yaptığına dair sorular gündeme getirmiştir. MG'nin zararına ilişkin haberler kamuoyuna sızmaya başladığında petrol fiyatlarının artacağı yönünde spekülasyon yapıldığı iddia edilmiştir. Başlangıçta basında yer aldığı gibi şirket eğer riskten korunma programını uyguluyorsa petrol fiyatlarındaki değişime kayıtsız kalabilirdi. MGRM, vadeli pozisyonlarının dolaylı olarak korunmasıyla ilgilendiğinden petrol fiyatlarındaki harekete kayıtsız kalamamıştır. Bu nedenle şirketin maruz kaldığı büyük kayıplar sadece petrol fiyatlarındaki artıştan değil aynı zamanda MGRM'nin vadeli işlem ve swap pozisyonları vadeli ve sabit faizli petrol ürünlerine karşı korunmadan da kaynaklanmaktadır. Riskten korunma yolları şu şekildedir: “Petrol fiyatları düşerse, hedge para kaybeder ve sabit faizli pozisyonun değeri artar. Petrol fiyatları yükselirse, riskten korunma kazançları sabit oranlı pozisyon kayıplarını dengeleyebilir.” Bu bağlamda, riskten korunmak ve piyasa riskini artırmak yerine transfer etmesi beklenmektedir. Çünkü eğer bu durum bir riskten korunmaksa MG nasıl 1 milyar doların üzerinde para kaybetti? Sorusunu ortaya çıkarmaktadır.

MGRM'nin hedge piyasa riskini yeterince transfer ettiği görülmektedir. Petrol fiyatları düştüğünde riskten korunma pozisyonlarında kayıp yaşansa da vadeli sözleşmelerin değeri artmıştır. MGRM bu şekilde bir pozisyona girerek kendisini fonlama riskine maruz bırakmıştır. Şirket, yaklaşık 160 milyon varil petrol tutarında orta vadeli sabit faizli ileri pozisyonlara girerek spekülasyon zemini oluşturulmuştur. Çünkü bu pozisyonun büyüklüğü muazzam miktarda risk yaratmıştır. MG sözcüsüne göre bu pozisyon Kuveyt'in 85 günlük toplam üretimine karşılık gelmektedir. Eğer petrol fiyatları düşerse MGRM hedge pozisyonlarında para kaybetmesi beklenmektedir. Vadeli sözleşme pozisyonlarındaki kazançlar riskten korunma kayıplarını telafi edecek olsa da petrol satılana kadar vadeli sözleşmelerin değerindeki kazanç için nakit alınmayacağından dolayı kısa vadede negatif bir nakit akışı oluşturabilecektir. Netice itibarı ile riskten korunma stratejileri nedeniyle herhangi bir ekonomik kayıp yaşanmamış olsa da pozisyonların büyüklüğü bir fonlama krizine dönüşmüştür.

Diğer önemli bir sorun da şirketin uyguladığı muhasebe standartlarıdır. MG şirketinin uygulamış olduğu Alman muhasebe standartları sorunları daha da artırmıştır. Almanya'da Düşük Maliyet veya Piyasa (LCM) muhasebesi uygulanmaktadır. MGRM, ABD'de riskten korunma şartlarını karşılamış ve riskten korunma muhasebesini uygulamıştır. Ancak LCM'yi kullanan MG şirketi sabit faizli ileri pozisyonlardaki kazançları elde edene kadar mevcut kayıplarını kaydetmesi gerekmektedir. Alman muhasebe standartları pozisyonların netleştirilmesine izin vermediğinden MG'nin gelir tablosu olumsuz yönde etkilemiştir. Bu nedenle şirketin kredi notu incelemeye alınmıştır. Bu durum finans dünyasında spekülasyona sebebiyet vermiştir. Yaşanan gelişmeler MGRM'nin pazar payını da büyük ölçüde değiştirmiştir. Swap pozisyonları korunmak için ilave sermayeye ihtiyaç duyulmuştur. Eğer hedge muhasebesi Almanya'da uygulanabilir olsaydı MGRM'nin pozisyonları piyasayı alarma geçirmeyebilirdi.

4. Sonuç

1993-94 MG vakası petrol piyasasında gerçekleşmiş bir manipülasyon olayı olarak literatürde yer almaktadır. MG'nin yan kuruluşu olan MGRM, riskten korunma ve spekülasyon üzerine petrol ürünlerinin pazarlanması alanında hızlı büyümeyi amaçlayan yenilikçi bir program hazırlamıştır. MGRM şirketi vadeli işlem araçları ile ilgili bir dizi spekülasyon da içeren bir strateji uygulamıştır. Bu durum şirketin aleyhine sonuçlanmış ve büyük miktardaki nakit akışı kesintilerine neden olmuştur. Piyasa dinamikleri açısından değerlendirildiğinde MGRM'nin hem borsada işlem gören hem de borsa dışı petrol piyasalarındaki nakit akışı sorunu piyasaları olumsuz yönde

etkilemiştir. MG'nin mali yılı 30 Eylül 1993'te sona ermiştir. Şirketin bu durumu açıklama zorunluluğu ortaya çıkmıştır. Aralık 1993'ün başlarında basında bu konu ile ilgili haber çıkmış ve bunun üzerine MG, hisselerinin alım satımını 6 Ocak 1994'te Frankfurt'ta durdurmuştur.

MG şirketi Ocak ayı başında hissedarlarına zararın neredeyse 1 milyar dolar olduğunu ifade eden bir duyuruda bulunmuştur. 17 kişilik denetim kurulu yan kuruluş olan MGRM'nin vadeli satış programını durdurma kararı almıştır. Bu karar, MGRM'nin uyguladığı programın riskten veya spekülasyonlara karşı korunmasında önem arz etmektedir. Bazı araştırmacılara göre MGRM'nin üst düzey yöneticileri, finansörleri ve danışmanları (özellikle Deutsche bank) operasyonel faaliyetlerin yürütülmesinde önemli bilgi eksikliklerinin olduğunu beyan etmektedir. Başka bir görüşte, MGRM'nin sözleşmelerindeki zamansal uyumsuzluk sözleşmeleri riskten korunma amaçlı olmaktan çıkıp spekülasyona dönüştürmüştür. Bu süreçte MG'nin denetim kurulu eğer tasfiye kararı vermemiş olsaydı, geleneksel nokta çok daha farklı olabilirdi. Her ne kadar Alman muhasebe standartları ve piyasanın MG'nin sorunlarını artırsa da MGRM'deki asıl sorunun çok daha büyük olduğu anlaşılmaktadır. MGRM'nin kalorifer yakıtı ve kurşunsuz benzin ocaklarındaki ortalama işlem hacmi genel olarak günde ortalama 15.000 ile 30.000 sözleşme arasındadır. MGRM'nin bu sözleşmelerde 55.000 sözleşme pozisyonuna çıktığı ifade edilmektedir. Bu durumun borsa tarafından da bilindiği anlaşılmaktadır. Çünkü piyasa bu kadar büyük ve aykırı bir pozisyonla etkili bir hedge işlemi gerçekleştirmesi çok güçtür. Bu durum MGRM için çok büyük bir finansman riski oluşturmuştur. Arthur Benson bu gelişmeden sorumlu tutulmuştur. Burada sorumlu elbette ki sadece Benson değildir, yönetim kurulu ve denetleme kurulunun da sorumlulukları vardır. Yönetim kurulu ile denetleme kurulu MGRM'nin ileri vadeli ve hedge işlemlerinin muazzam birikimi konusunda bilgisizliğini öne sürmüştür.

Sonuç olarak, MG şirketinin finansal manipülasyon vakasıyla ilgili olarak literatürde yer alan çalışmalardan hareketle ulaşılan tespitler değerlendirilmiş ve finansal manipülasyon riskinin azaltılmasında rol oynayabilecek unsurlar aşağıda sıralanmıştır;

- Heinz Schimmelbusch ve Arthur Benson'un görevden alınması,
- Temel risk ve potansiyel riskteki koruma ve öngörünün azaltılması,
- Nakit akışının düzenli olarak takip edilmesi, net çalışma sermayesinin izlenmesi ve mevcut kredi imkânlarının doğru yönetimi,
- Muhasebe standardı ve kurallarının yeniden gözden geçirilmesi.

MG'nin mali zorlukları, sadece türev ürünlerinin kullanımına bağlanmamalıdır. Şirketin önceki yıllardan biriktirdiği büyük miktardaki borçlar zorlu süreçteki önemli faktörlerin başında gelmektedir. Ayrıca, MG şirketi kısa vadeli işlemlerin maliyetini karşılamak için şirkete en büyük finansman desteğini sağlayan Deutsche Bank tarafından kredi desteği kaldırılmıştır. Banka buna gerekçe olarak şirket yönetiminin güven ihlaline neden olduğunu göstermiştir. Öte yandan MG üst yönetiminin, şirketin yan kuruluşlarının faaliyetlerini yeteri kadar takip etmediği ve denetim konusunda önemli zafiyetlerin olduğu da anlaşılmaktadır. Esas itibarıyla şirketin mali sıkıntı içine girmesinde ve şirketin manipülasyona sürüklenmesinde şirket yönetiminin etkili olduğu çıkarımında bulunulabilir.

Kaynakça

- Akanak, E. (2013). *XXI. Yüzyıl Spekülasyon & Manipülasyon Uygulamaları*. Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi.
- Anning, A.A. & Adusei, M. (2020). An Analysis of Financial Statement Manipulation among Listed Manufacturing and Trading Firms in Ghana. *Journal of African Business*, 23(1), 165-179.
- Bai, B., Yen, J. & Yang, X. (2008). False Financial Statements: Characteristics of China's Listed Companies and Cart Detecting Approach. *International Journal of Information Technology & Decision Making*, 7(2), 339-359.
- Basu, K. (2014). Ponzis: The Science and Mystique of A Class of Financial Frauds. *World Bank Policy Research Working Paper*, 6967.
- Bedard, J.C. & Johnstone, K.M. (2004). Earnings Manipulation Risk, Corporate Governance Risk, and Auditors' Planning and Pricing Decisions. *The Accounting Review*, 79(2), 277-304.
- Beneish, M. D. (1999). The Detection of Earnings Manipulation. *Financial Analysts Journal*, 55(5), 24-36.
- Benligiray, S. & Onay, A. (2020). Finansal Bilgi Manipülasyonu Bağlamında Bağımsız Denetçi Raporlarının ve SPK Bültenlerinin İncelenmesi. *Anadolu Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi*, 2(2), 13-42.
- Charupat, N. & Deaves, R. (2003). Backwardation in Energy Futures Markets: Metallgesellschaft Revisited. *Energy Studies Review*, 12(1), 1-26.
- Cunha, M., Valente, H. & Vasconcelos, P.B. (2013), Ponzi Schemes: Computer Simulation, Paper presented at the Interdisciplinary Insights on Fraud and Corruption.
- Chekili, S. (2012). Impact of Some Governance Mechanisms on Earnings Management: An Empirical Validation Within the Tunisian Market. *Journal of Business Studies Quarterly*, 3(3), 95-104.
- Culp, C. & Miller, M. H. (1995). Hedging in the Theory of Corporate Finance: A Reply to Our Critics. *Journal of Applied Corporate Finance*, 8(1), 21-28.
- Dyreg, S.D., Hanlon, M. & Maydew, E.L. (2012). Where Do Firms Manage Earnings? *Review of Accounting Studies*, 17, 649-687.
- Edwards, F. R. & Canter, M.S. (1995). The Collapse of Metallgesellschaft: Unhedgeable Risks, Poor Hedging Strategy, or Just Bad Luck? *Journal of Futures Markets*, 15(3), 211-264.
- Elnahas, A.M., Jain, P.K. & Mcinish, T.H. (2018). Exploring The Manipulation Toolkit: The Failure of Doral Financial Corporation. *Applied Economics*, 50(2), 157-151.

- Farooqi, J., Harris, O. & Ngo, T. (2014). Corporate Diversification, Real Activities Manipulation, and Firm Value. *Journal of Multinational Financial Management*, 27, 130-151.
- Fındık, H. & Öztürk, E. (2016). Finansal Bilgi Manipülasyonunun Beneish Modeli Yardımıyla Ölçülmesi: BIST İmalat Sanayi Üzerine Bir Araştırma. *İşletme Araştırmalar Dergisi*, 8(1), 483-499.
- Haswell, S. & Evans, E. (2018). Enron, Fair Value Accounting, and Financial Crises: A Concise History. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 31(1), 25-50.
- Hidajat, T., Primiana, I., Rahman, S. & Febrian, E.(2020). Why Are People Trapped in Ponzi and Pyramid Schemes? *Journal of Financial Crime*, 28(1), 187-203.
- Hilliard, J. (1999). Analytics Underlying the Metallgesellschaft Hedge: Short Term Futures in a Multi-Period Environment. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 12(3), 195-219.
- Lehmann, N. (2015). The Role of Corporate Governance in Shaping Accruals Manipulation Prior to Acquisitions. *Accounting and Business Research*, 46(4), 327-364.
- Knell, M. (2015). Schumpeter, Minsky and The Financial Instability Hypothesis. *Journal of Evolutionary Economics*, 25, 293-310.
- Mello, A.S. & Parsons, J.E. (1995). Maturity Structure of A Hedge Matters: Lessons from The Metallgesellschaft Debacle. *Journal of Applied Corporate Finance*, 8(1), 106-121.
- Öztürk, S. & Yılmaz, C. (2019). Finansal Sıkıntının Muhasebe Manipülasyonu ile İlişkisi: BIST Gelişen İşletmeler Piyasasında Bir Uygulama. *Karadeniz Uluslararası Bilimsel Dergi*, 41, 241-254.
- Pandey, S.C. & Verma, P. (2005). Organizational Decline and Turnaround: Insights from the Worldcom Case. *The Journal of Business Perspective*, 9(2), 51-65.
- Ronn, E. I. & Chang, X. (1998). Hedging Long-Dated Oil Futures Contracts: An Empirical Investigation. *Energy & Power Risk Management*, 3, 26-29.
- Rosner, R. L. (2003). Earnings Manipulation in Failing Firms. *Contemporary Accounting Research*, 20(2), 361-408.
- Saha, D. (2011). The Collapse of Metallgesellschaft (MG): Hedging or Speculation. Erişim Yeri: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2394915
- Shetty, A. & Manley, J. (2019). Metallgesellschaft's Hedging Debacle: What Went Wrong and Lessons Learned. *International Journal of Business Continuity and Risk Management*, 9(2), 97-116.

- Siam, W. & Abdullatif, M. (2011). Usefulness and Implementation Obstacles: Views from Bankers in Jordan. *Accounting in Asia: Research in Accounting in Emerging Economies*, 11, 83-107.
- Spathis, C.T. (2002). Detecting False Financial Statements Using Published Data: Some Evidence from Greece. *Managerial Auditing Journal*, 17(4), 179-191.
- Sulaiman, M., Moideen, A.I. & Moreira, S.D. (2015). Of Ponzi Schemes and Investment Scams: A Case Study of Enforcement Actions in Malaysia. *Journal of Financial Crime*, 23(1), 231-243.
- Toplu, N., Calayoğlu, İ. & Azaltun, M. (2021). Finansal Bilgi Manipölasyonu Ortaya Çıkarmaya Yönelik Bir Araştırma (Beneish Model). *Muhasebe ve Finans İncelemeleri Dergisi*, 4(1), 16-25.
- Wahrenburg, M. (1996). Hedging Oil Price Risk: Lessons from Metallgesellschaft. Berlin: Univ. Fachbereich Wirtschaftswissenschaften
- Wilkins, A.M., Acuff, W.W. & Hermanson, D.R. (2012). Understanding A Ponzi Scheme: Victims' Perspectives. *Journal of Forensic and Investigative Accounting*, 4(1), 1-19.

Hedge Fonlar ve Long Term Capital Management Örnek Olayı

Ahmet Bayraktar¹

Özet

Hedge fonu kavramı, genel olarak, kurumsal ve bireysel yatırımcıların yatırım yaptığı alternatif yatırım türlerinden biri olarak nitelendirilmektedir. Özellikle, 1980'li yıllardan itibaren internet kullanımının yaygınlaşması finansal piyasalara katılımı artırmış ve yeni finansal araçların geliştirilmesi yeni yatırım fırsatları yaratmıştır. Bu gelişmelerin etkisiyle, son yıllarda, bu tür fonların hem fon sayısı hem de fonlara yatırılan miktar önemli ölçüde artmıştır. Söz konusu fonlar, çeşitli yatırım stratejileri ile yatırımcılarına zarar riskine karşı koruma, düşük risk üstlenerek yüksek getiri sağlama ve çeşitlendirme gibi faydalar sağlayabilmektedir. Ayrıca, fiyat belirleme mekanizmaları, arbitraj faaliyetleri ve likidite artırımı sayesinde finansal piyasaları daha verimli ve istikrarlı hale getirebilmektedir. Bununla birlikte, bu fonlar yüksek kaldıraç kullanmaları nedeniyle oldukça riskli de olabilmektedir. Piyasa göstergelerindeki olumsuz hareketler fon varlıklarının değerini düşürebilmektedir. Ayrıca, özellikle, büyük hedge fonların finansal başarısızlığı, finansal piyasaların geneli üzerinde istikrarsızlık potansiyeli taşıyabilmektedir. Sektörün yüksek kaldıraçlı bir hedge fonu olan Long Term Capital Management (LTCM) 1998'de, 1997 Asya ve 1998 Rusya mali krizlerinin birleşik baskılarının yanı sıra üstlendiği aşırı riskler nedeniyle başarısızlığa uğramıştır. LTCM örneği, yüksek kaldıraçlı fonların risklerinin iyi yönetilmesi gerektiğini göstermektedir. Bu bağlamda, çalışmada, öncelikli olarak hedge fon kavramı, stratejileri, fayda ve maliyetleri tanımlanmaktadır. Daha sonra uygulamada yaşanan LTCM finansal başarısızlık örneği incelenmektedir. Sonuç kısmında ise, LTCM örnek olayı çerçevesinde, genel bir değerlendirme yapılmaktadır.

1 Dr. Öğretim Üyesi, Aksaray Üniversitesi SBMYO Muhasebe ve Vergi Bölümü, ahmetbayraktar61@yahoo.com, ORCID: 0000-0002-2616-0825

1. Giriş

Hedge fonları, sınırlı düzenlemelere sahip, büyük ticaret esnekliğine sahip aktif yatırım araçları olarak nitelendirilebilir. Son derece karmaşık yatırım stratejileri izleyebilmekte ve finansal piyasaların değişkenliklerinden etkilenmeyen getiriler sağlayabilmektedirler. Bu tür fonlar tarafından yönetilen varlıklar, kurumsal yatırımcıların portföy tahsislerinin giderek artmasıyla birlikte son yıllarda önemli ölçüde artmıştır (Fung vd., 2008: 1777). Söz konusu fonların küresel finansal piyasaların sektörün büyümesinden faydalandığı söylenebilir. Hedge fonları, esnek yatırım yaklaşımları ve yenilikçi finansal araçları yaygın biçimde kullanmaları sayesinde, finansal piyasalarda fiyat belirlenmesine katkıda bulunabilmektedir. Daha etkin bir fiyat belirleme mekanizması ile finansal piyasaların sermaye tahsisinde daha etkin olmasını sağlayabilmektedir.

Ayrıca, likit olmayan varlıkların likit ve dolayısıyla ticarete konu edilebilir hale getirilme sürecinin desteklenmesinde olumlu bir rol oynayabilmektedir (Hildebrand, 2007: 70). Bununla birlikte, söz konusu fonların tek bir piyasada çeşitli aktörler tarafından yapılan benzer işlemler potansiyeli, özellikle de bunun bir şoka, temel bir ekonomik değişikliğe veya teminat gereklilikleri nedeniyle pozisyonları tasfiye etme ihtiyacına tepki olarak ortaya çıkması halinde, piyasalarda istikrarsızlık riski ortaya çıkarabilmektedir (Nouy, 2007: 97). Ayrıca, hedge fonu kavramı piyasada düşük riskli ticaret stratejilerini ifade etse de, bu fonlarda kaldıraçın yaygın kullanımı yüksek düzeyde riske işaret etmektedir (Brown ve Goetzmann, 2001: 1). Bu çerçevede, LTCM finansal başarısızlık örneği, özellikle kriz dönemlerinde, yüksek kaldıraç ve çok büyük pozisyonların tehlikelerini göstermektedir. Yüksek kaldıraç, olumsuz ekonomik şartlarda sermayeyi hızla yok edebilmektedir. Büyük bir hedge fonun başarısızlığının zincirleme etkisi, finansal piyasaların istikrarsız hale gelmesi olasılığını artırabilmektedir.

Bu çalışmada, hedge fon kavramı genel hatları teorik olarak ortaya konulmakta ve uygulamada yaşanan LTCM finansal başarısızlık örneği incelenmektedir. Bu çerçevede, çalışmada öncelikli olarak hedge fon kavramı tanımlanmakta, olası faydaları ve maliyetleri ele alınmaktadır. Daha sonra LTCM örnek olayı incelenmektedir. Sonuç kısmında ise genel bir değerlendirme yapılmakta ve getirilen önerilere yer verilmektedir.

2. Hedge Fonu Tanımı

Hedge fonu kavramı, çeşitli piyasalarda kısa ve uzun pozisyon alabilen ve yalnızca büyük yatırımcıların erişebildiği özel bir yatırım ortaklığı fonu olarak da tanımlanmaktadır (Jorion, 2000: 279). Genel olarak, kısa pozisyon, ileri

bir tarihte teslim edilmek üzere borçlu olma durumunu ifade etmektedir. Türev piyasalarda ise, bir varlığa dayalı sözleşmeyi net satan durumuna denir. Genel olarak, uzun pozisyon, ileri bir tarihte alacaklı olma durumunu ifade etmektedir. Türev piyasalarda ise, bir varlığa dayalı sözleşmeyi net alıcı durumuna denir (VİOP Terimler Sözlüğü). Hedge fonu, endeks veya kıyaslama bazlı olmayan hedeflenen bir getiri oranı olarak tanımlanan mutlak getiri yatırım hedefi sunan bir fon olarak da tanımlanmaktadır (Hedge Fund Booklet, 2005: 6).

Hedge fonları, yüksek mutlak getiri oranlarına ulaşmak amacıyla geniş bir yelpazede, büyük ölçüde kısıtlanmamış yatırım stratejileri uygulayan, potansiyel olarak kaldıraçlı özel yatırım araçları olarak anlaşılmaktadır. Fon yöneticileri, teşviklerini dış yatırımcıların çıkarlarıyla uyumlu hale getirmek için genellikle kişisel servetlerinin bir kısmını kendi hedge fonu araçlarına yatırmaktadır (Hildebrand, 2005: 43). Pek çok fonun bir diğer ayırt edici özelliği de piyasadaki kusurlardan yararlanmaya çalışmalarıdır. Bunu, göreceli fiyatları temel ilişkilerden farklı görünen varlıklardaki kısa ve uzun pozisyonları birleştirerek yapabilmektedirler. Bunu yapmak için, açığa satış ve türev ürünlerin kullanımı gibi yatırım fonlarının kullanımına açık olmayan piyasa araçlarından ve stratejilerinden yararlanmaktadırlar. Teminat olarak gösterilen varlıklara dayanarak bankalardan ve diğer finansal kuruluşlardan borçlanarak kaldıraç kullanmaktadırlar. Üstlenmek istemedikleri risklerden kurtulmak için türev araçları kullanmaktadırlar. Fonlar genellikle portföyleri hakkında ayrıntılı bilgi vermemektedir. Portföylerin dönüş hızı göz önüne alındığında, bu tür bilgilerin zaten o kadar da anlamlı olmayacağı söylenebilir. Bununla birlikte, genel olarak, izlemeyi düşündükleri yatırım tarzı hakkında niteliksel bilgi sağlamaktadırlar (Crockett, 2007: 20-21).

Hedge fonunda korunma, mevcut bir risk kaynağını dengeleyen bir varlık pozisyonu olarak genel riski azaltabilmektedir. Örnek olarak, yabancı hisse senetlerinde büyük bir pozisyona sahip olan bir yatırımcı, vadeli döviz işlemlerine yönelerek portföyünü kur riskinden koruyabilir. Bu çerçevede, hedge fonu, spekülasyona açık, fiyatla ilgili bilgilerle ilgili olmayan risk kaynaklarının çoğunu veya tamamını ortadan kaldıran, bilgi temelli bir fon olarak da nitelenebilir (Connor ve Woo, 2004: 6-7).

Hedge fonlarının farklı yaklaşımları ve stratejileri dikkate alındığında, yüksek getirilerinin üç olası açıklaması bulunmaktadır. Bunlar;

- Fonların özellikle dış piyasalarda mevcut olan fiyat verimsizliklerinden faydalanabilmesi,

- Fon yöneticilerinin üstün becerilere sahip olabilmeleri ve söz konusu fonlar tarafından kullanılan teşvik ücreti yapısının yüksek beceriye sahip yöneticileri cezbetmesi,
- Ve fonların elde ettiği yüksek getirilerin, aldıkları yüksek riskleri yansıtmasıdır (Edwards, 1999: 195).

Hedge fon kavramı, ilk olarak Carol Loomis tarafından 1966 yılında Fortune dergisindeki bir makalede, Alfred Winslow Jones adlı yatırımcının yatırım felsefesini tanımlamak için kullanılmıştır. Fonun iki genel özelliği vardı: Bunlardan birincisi, düşük değerli olduğunu belirlediği menkul kıymetlerde uzun pozisyon, kısmen aşırı değerli menkul kıymetlerde ise kısa pozisyon alınarak finanse edilmesidir. Bu korunma olarak nitelendirilmekte ve net etkisi, sınırlı yatırım kaynakları ile çok büyük yatırımlar yapacak şekilde yatırımı güçlendirmektir. İkincisi ise, herhangi bir sabit yönetim ücreti olmaksızın, başlangıçta gerçekleşen kârın %20'si olarak belirlenen önemli bir teşvik ücretinin getirilmesidir. Hedge fonları, ABD'de 1940 Yatırım Şirketi Kanunu'nun öngördüğü düzenleyici kontrollerden muaf olmaları ile bilinmektedir. Bu kontroller, fon kaldıracını, açığa satışı, diğer yatırım şirketlerinin hisselerini ve herhangi bir şirketin hisselerinin %10'undan fazlasını elinde tutmayı sınırlamaktadır (Brown ve Goetzmann, 2001: 1-2).

Çoğu hedge fonu, yatırımcıların sermayelerini sabit dönemler boyunca taahhüt etmelerini gerektirmektedir. Bu, onlara seçtikleri yatırım stratejisini takip etme konusunda daha fazla özgürlük vermektedir (Crockett, 2007: 20). Örnek olarak, bir hedge fonu, yatırımcıların 30 gün önceden bildirimde bulunmaları koşuluyla, çeyrek sonunda para çekmelerine izin verebilir. Ayrıca, fonun türüne bağlı olarak, bir yatırımcının ilk yatırımını birkaç yıllık bir süreden önce geri çekmesine izin verilmeyebilir (Stulz, 2007: 179).

Hedge fonları, geleneksel yönetilen fonlardan risk/getiri temelinde farklıdır. Hedge fon yöneticileri, geleneksel aktif yöneticilerden birçok yönden farklıdır. En önemli ikisi, risk ve getiriye yaklaşımlardır.

- Risk: Çoğu hedge fon yöneticisi, riski yatırılan sermayenin olası kaybı açısından tanımlarken, geleneksel aktif yöneticiler riski belirtilen bir kıyaslamadan sapma olarak tanımlar. Bu nedenle, hedge fonlarıyla ilişkili risk, hem seçilen stratejiyi başarılı bir şekilde uygulamada hem de işlerini yürütmede bireysel yöneticinin becerilerine büyük ölçüde bağlıdır.
- Getiri: Hedge fon yöneticileri, bir kıyaslama veya endekse ilgisi olmayan, dolayısıyla piyasaların genel yönünden bağımsız toplam bir getiri sağlamayı hedefler. Geleneksel bir aktif yönetici, büyük ölçüde

göreceli getiriler (ilgili bir kıyaslamamanın üzerinde getiriler) sağlamayı hedefler. Bu göreceli getiri, kıyaslama getirisi negatifse negatif olabilir. Bu nedenle, hedge fonlarının getiri üretmesi yöneticinin becerisine bağlıdır, geleneksel stratejiler ise öncelikle varlık sınıfının getirisini yansıtır (Hedge Fund Booklet, 2005: 6).

3. Hedge Fon Sektörü

Bir hedge fonu, yatırımcılarının çıkarları için hem nakit hem de türev piyasalarına kaldıraçlı bir şekilde yatırım yapabilen sınırlı bir şekilde düzenlenmiş özel bir havuz yatırım aracıdır. 1940'lardan beri var olan hedge fonlarının sayısı ve büyüklüğü son yıllarda artmıştır. Bu büyüme kısmen yeni finansal araçların sayısındaki artıştan ve sofistike yatırım stratejilerinin tasarlanıp uygulanmasına izin veren teknolojideki değişiklikten kaynaklandığı söylenebilir (Schneeweis, 1998: 2).

Dünya genelinde günümüzde hedge fonları yaklaşık 4 trilyon dolar değerinde varlık yönetmektedir. Birleşik Devletler'de (ABD) Eylül 2024 tarihi itibarıyla en büyük hedge fonları Tablo 1'de gösterilmektedir.

Tablo 1: ABD Hedge Fonlar ve Yönetim Altındaki Varlıklar

ABD. Hedge Fonlar	Yönetim Altındaki Varlıklar
Bridgewater Associates	\$124,317,200,000
Renaissance Technologies	\$106,026,795,439
AQR Capital Management	\$94,523,700,000
Two Sigma	\$67,471,220,893
Millennium Management	\$57,670,000,000
Citadel	\$51,573,787,000
Tiger Global Management	\$51,000,000,000
D.E. Shaw	\$45,772,700,000
Coatue Management	\$42,338,946,229
Davidson Kempner	\$40,800,000,000

Kaynak: <https://www.forbes.com/advisor/investing/top-hedge-funds/> E.T: 27.09.2024

Yönetim değeri altındaki varlıklar açısından hedge fon sektörünün, tahmin dönemi (2024-2029) boyunca %3,14'lük Yıllık Bileşik Büyüme Oranı ile 2024'teki 4,74 trilyon Amerika Birleşik Devletleri (ABD) dolarından 2029 yılına kadar 5,47 trilyon ABD dolarına çıkması beklenmektedir (Mordor Intelligence). Tarihsel dönemdeki bu büyüme, piyasa oynaklığı, düzenleyici değişiklikler, yatırımcı duyarlılığı, küresel ekonomik koşullar ve performans ücretleri ile tazminat dinamikleri gibi çeşitli faktörlere bağlanmaktadır.

Öngörülen büyümenin; düzenleyici gelişmeler, çevresel, sosyal ve yönetim hususlarının entegrasyonu, küresel ticaret dinamikleri, çeşitlendirme stratejileri ve yatırımcı risk iştahı gibi faktörler tarafından desteklenmesi gerekmektedir (The Business Research Company).

Hedge fonlarının büyümesi iki faktöre bağlanabilir. Bunlar; potansiyel yatırımcıların demografik özellikleri ve söz konusu fonların cazip performansı olarak belirtilebilir. Fon yatırımcılarının yaklaşık % 80'i yüksek net servete sahip bireylerden, % 20'si ise üniversite bağış fonları ve emeklilik fonları gibi kurumsal yatırımcılardan oluşmaktadır. Fonun yatırımcıları çekmede kritik öneme sahip bir diğer özelliği ise, getirilerinin geleneksel hisse senedi ve tahvil portföy getirileri ile sahip olduğu düşük korelasyondur. Yatırımcılar, bu tür fonları portföylerine dahil ederek önemli ölçüde çeşitlilik faydası elde edebilmektedir (Edwards, 1999: 193-194).

Hedge fonları yatırım fonlarından ayıran önemli özelliklerden biri de hedge fonların ücret yapısıdır. Hedge fonlar hem sabit ücret hem de yönetim ücreti alırlar. Sabit ücret genellikle yönetilen varlıkların %1 ve %2'si arasındadır. Yönetim ücreti ise gösterilen performansın %20 ve %25'i arasındadır (Chambers, 2008: 6).

Hedge fonlarını çevreleyen yasal çerçevenin amacının, fonları, yatırımlarıyla ilgili riskleri değerlendirebilen zengin ve bilgili yatırımcılarla sınırlamak olduğu söylenebilir. Bu nedenle, fonlar çoğunlukla düzenlemesiz bırakılmaktadır. Fonların satın alınmasında, tüm fon yatırımcılarının nitelikli alıcılar olması koşuluyla sınırsız sayıda yatırımcısı olabilmektedir. Nitelikli alıcılar, yatırımları en az 5 milyon ABD Doları olan bireyler ve en az 5 milyon ABD Doları yönetimi altında olan kurumlardır. Yüksek net değere sahip bireyler ve kurumsal yatırımcılar için spekülasyon araçları olarak söz konusu fonlar, diledikleri finansal araçları tutmakta ve seçtikleri yatırım veya ticaret stratejilerini takip etmekte özgür olmaktadır. Düzenlemeye tabi yatırım fonları ve diğer kurumsal yatırımcıların aksine, bu tür fonların sahip olduğu temel özgürlükler; kaldıraç veya açığa satış kısıtlamalarının olmayışı ve tek bir firmada veya sektörde yoğunlaşmış pozisyon almakta özgür olmalarıdır (Edwards, 1999: 190).

Genel olarak, söz konusu fonların özellikleri; geçmiş fon performansı, getiri oynaklığı, fon yaşı, büyüklüğü, itfa bildirim süresinin uzunluğu, fonda kalma süresi, teşvik ücretleri, minimum yatırım tutarı ve kaldıraç kullanımı şeklinde sıralanabilir (Sun vd., 2011: 37).

Sektörde “fonların fonları” olarak adlandırılan hedge fonları da bulunmaktadır. Bu tür fonlarda fon çeşitliliği, yatırım fırsatı olarak

nitelendirilmektedir. Söz konusu fonlar, yatırımcıların hedge fonu araçlarında iyi çeşitlendirilmiş bir hisse senedi portföyüne sahip olmalarına ve risklerini bir dizi stratejiye yaymalarına olanak tanımaktadır (Brown ve Goetzmann, 2001: 3).

3. Hedge Fonlar ile İlgili Kavramlar

Hedge fonları ile ilgili kaldıraç, arbitraj, şeffaflık, zamanlama yetenekleri ve hedging kavramları aşağıda açıklanmaktadır.

3.1. Kaldıraç

Genel olarak, kaldıraç, finansal araçların kendi sermaye tabanlarının üzerinde sermaye yatırımı yapmalarına olanak sağlamak amacıyla kredi olanaklarını genişletmesi şeklinde tanımlanmaktadır. Bununla birlikte, kaldıraç ve kredi riski bağlantısı, büyük ölçekli bir kredi krizinin küresel sermaye piyasası likidite kriziyle çakışması durumunda, özellikle finansal piyasaları istikrarsız hale getirebilmektedir (Hildebrand, 2005: 54-55). Bu açıdan, literatürde diğer finansal kurumlara uygulanan mevcut düzenlemelerin hedge fonlarına da uygulanması gerektiği tartışılmaktadır. Bununla birlikte, bazı yazarlar tarafından söz konusu düzenlemelerin hedge fonlarında etkili olamayacağı savunulmaktadır. Bu çerçevede, kaldıraç ve açığa satış gibi faaliyet kısıtlamalarının, söz konusu fonların sağladığı ekonomik faydaları azaltacağı için etkili olmayacağı ileri sürülmektedir (Danielsson ve Zigrand, 2007: 30). Hedge fon kaldıraçının öngörülebilirliğinin esas olarak ekonomi genelindeki faiz oranları gibi sistematik değişkenlerden etkilenebildiği belirtilmektedir (Ang, Gorovyy ve Van Inwegen, 2011: 29).

3.2. Arbitraj

Genel olarak, arbitraj, herhangi bir risk üstlenmeden, menkul kıymetler arasındaki fiyat farklılıklarından yararlanmak şeklinde tanımlanmaktadır. Bu çerçevede, birçok hedge fonunun arbitraj fırsatı olan alım satımları (piyasalarda düşük riskli kârlar üretebilecek fiyatlandırma hataları) bulmaya çalıştığı söylenebilir. Bu süreçte, fonlar tarafından yanlış fiyatlandırılmış bir varlık tespit edilmekte, yatırım stratejileri için korumalar tasarlamakta ve böylece yanlış fiyatlandırmanın düzeltilmesinden fayda sağlanmaktadır (Stulz, 2007: 180).

3.3. Şeffaflık

Hedge fonları, birden fazla piyasadan borç alabilmekte ve çok çeşitli, karmaşık yatırımlar yapabilmektedir. Yatırım stratejilerine ilişkin gizlilikleri, düzenleyicilerin ve kreditorlerin kredi ve piyasa risklerini tam olarak

anlamalarını zorlaştırmaktadır. Ayrıca, söz konusu fonların stratejilerini çok hızlı değiştirmeleri, takip edilmelerini de güçleştirmektedir (Dixon vd., 2012: 37-38). Hedge fonları, sınırlı düzenleyici kısıtlamalarla faaliyet göstermekte ve değerlendirme, raporlama ile risk yönetimi konularında çoğunlukla olgunluktan yoksun olduğu ifade edilebilir. Bu anlamda, şeffaflığın olmayışı yatırımcılar için aşırı ve öngörülemeyen risk alma gibi sakıncalar yaratabilir (Mustier ve Dubois, 2007: 91). Dolayısıyla, söz konusu fonlar şeffaflık açısından, fon yöneticilerinin yatırımcılara, fonun büyüklüğü, stratejisi, risk profili ve bu risk profili ışığında nasıl performans gösterdiği hakkında bilinçli kararlar almalarını sağlayacak yeterli açıklamaları sunmaları gerekmektedir (Sound Practices for Hedge Fund Managers, 2016).

3.4. Zamanlama

Hedge fonlarının başarısının veya piyasadan daha iyi bir performans gösterebilmesinin, büyük ölçüde, fon yöneticilerinin kâr fırsatlarını belirleme yeteneğine (Stulz, 2007: 181) ve etkin bir piyasa zamanlaması stratejisi uygulamasına bağlı olduğu söylenebilir (Smedts ve Smedts, 2006: 22). Ayrıca, genel ekonomi açısından da iyi bir piyasa zamanlaması yeteneğine sahip bir hedge fonun, sermayeyi getirisi azalan piyasadan, getirisi artan piyasaya transfer edebileceği söylenebilir (Cai ve Liang, 2010: 16).

3.5. Volatilite (Oynaklık)

Genel olarak, volatilite, varlık fiyatlarının belirli bir zaman diliminde ne kadar değişken olduğunu ölçen bir istatistiksel göstergedir ve finansal piyasalarda oldukça önemli bir rol oynar. Yüksek volatilite, fiyatların ani ve geniş aralıklarla değiştiği, düşük volatilite ise daha istikrarlı ve öngörülebilir fiyat hareketlerini ifade eder (Kurtkaya ve Özçelik, 2024: 12).

3.6. Hedging (Korunma)

Olumsuz fiyat hareketlerine karşı koruma sağlayan ve belirli bir riske maruz kalmayı sınırlamak amacıyla (genellikle aynı varlık sınıfı veya piyasa içinde zıt işlemler) yapılan işlemler olarak tanımlanmaktadır. Korunma terimi genellikle bir yatırım pozisyonunu (uzun) zıt bir pozisyon olarak hareket edecek bir yatırımla (kısa) kapatma uygulamasıyla ilişkilendirilir; böylece orijinal yatırım kararında var olan herhangi bir piyasa riskini ortadan kaldırır (Hedge Fund Booklet, 2005: 6-27).

3.7. Likidite

Piyasa likiditesi, kısa bir sürede düşük maliyetle önemli miktarda menkul kıymetin alım satımını yapma yeteneğidir (Holden, Jacobsen ve

Subrahmanyam, 2013: 4). Özellikle, likit hisse senetleri, düşük maliyetle ve çok az fiyat etkisiyle büyük hacimlerde hızlı bir şekilde işlem görebilen hisse senetleri olarak tanımlanır (Le ve Gregoriou, 2020: 1170).

4. Hedge Fon Stratejileri

Hedge fon yöneticileri tarafından kullanılacak birçok farklı strateji vardır. Bunlar; süreç/strateji, varlık sınıfı, coğrafi konum veya sektör gibi çeşitli açılardan sınıflandırılabilir. Bu stratejilerden bazıları aşağıda açıklanmaktadır (Hedge Fund Booklet, 2005: 9-15).

4.1. Arbitraj Stratejileri

Bir yönetici, arbitraj hedging stratejilerini kullanırken genellikle bir piyasanın veya menkul kıymetin belirli bir varlığındaki algılanan yanlış fiyatlandırmadan kar elde etmeye çalışır.

4.2. Olay Odaklı Stratejiler

Bu strateji, birleşme, kurumsal yeniden yapılandırma, tasfiye, iflas veya yeniden organizasyon gibi önemli bir bekleyen kurumsal olay tarafından oluşturulan fiyat hareketini yakalamak için tasarlanmıştır.

4.3. Hisse Senedi Tabanlı Stratejiler

Yöneticiler yatırım kararını, bireysel menkul kıymetlerin cari piyasa fiyatlarına göre ne kadar düşük veya yüksek değerlendirildiğine ilişkin görüşlerine dayandıracaktır. Bu stratejiler, menkul kıymetin değerini belirlemede yöneticinin becerisine büyük ölçüde bağlıdır. Yönetici niceliksel araçlar kullanabilir, ancak nihai yatırım kararı genellikle öznedir.

4.4. Küresel Makro Stratejileri

Bu strateji, yatırım stratejilerinin en esnek olanıdır; yönetici genellikle belirlenen fırsatlara bağlı olarak yatırım yapar. Faiz oranları, döviz kurları ve likidite gibi faktörlerdeki değişikliklere ilişkin yöneticinin tahminlerine göre ülkeler, piyasalar ve araçlar arasında yatırım yapılır. Çoğu fon hem gelişmiş hem de gelişmekte olan piyasalara küresel olarak yatırım yapar.

4.5. Gelişmekte Olan Piyasa Stratejileri

Hedge fonlarının kullandığı gelişmekte olan piyasa stratejisi, dünya genelindeki gelişmekte olan piyasalara hisse senedi veya sabit gelir yatırımı yapmayı içerir. Gelişmekte olan piyasa yatırımları genellikle yalnızca uzun vadeli bir strateji kullanır.

4.6. Yönetilen Vadeli İşlemler Stratejileri

Bu strateji, dünya genelindeki döviz, emtia, hisse senedi ve sabit faizli piyasa fiyatlarının yönüne ve spot veya vadeli işlem piyasalarına ilişkin tahmine dayanır.

5. Hedge Fonlarının Finansal Piyasalar Açısından Faydaları ve Maliyetleri

Hedge fonlarının finansal piyasaların işleyişi açısından sağladıkları faydaları ve olası maliyetleri aşağıda açıklanmaktadır.

5.1. Hedge Fonlarının Faydaları

Hedge fonları, genel olarak, risklere katlanarak ve piyasadaki verimsizlikleri gidererek ekonomilere çeşitli faydalar sağlayabilmektedir. Bu faydalar büyük ölçüde türevleri ve kaldıraçları kullanabilmeleri nedeniyle mümkün olmaktadır (Pierre-Louis, 2009: 75). Bu çerçevede, söz konusu fonların sağladığı faydalardan bazıları aşağıda açıklanmaktadır.

5.1.1. Hedge Fonları Fiyat Belirlenmesine Yardım Etmektedir

Hedge fonları, piyasa kusurlarından yararlanarak üstün performans üretmeye çalışmaktadır. Söz konusu fonların piyasa anormalliklerinden yararlanma konusunda uzmanlaştığı, bu anlamda haksız görünen nedenlerle tarihsel normlardan sapmış gibi görünen görece fiyatları aradıkları ve daha sonra fiyat ilişkilerinin daha normal kalıplara dönüştürülmesine dayalı pozisyon aldıkları söylenebilir. Bu da fiyat belirleme sürecine, dolayısıyla piyasanın işleyişine yardımcı olabilecekleri anlamına gelmektedir (Crockett, 2007: 21-23).

5.1.2. Hedge Fonları Rekabet ve Görünmez El

Çok sayıda hedge fonunun ticaret stratejileri, menkul kıymetlerin yanlış fiyatlandırılmasından kâr elde etmeyi amaçlamaktadır. Varlıklar arasındaki yanlış fiyatlandırma, piyasa yatırımcılarının işlem sırasında kamuya açık tüm piyasalara ve bilgilere maliyetsiz ve anında erişime sahip olmaması nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Ortaya çıkan arbitraj fırsatlarından kâr elde eden yatırımcılar, fiyatların gerçek fiyata doğru hareket etmesine neden olmakta, dolayısıyla aksi takdirde gerçekleşmeyecek olan işlemlerin gerçekleşmesine olanak tanımaktadır (Danielsson vd., 2005: 17-18).

5.1.3. Hedge Fonlar Çeşitlendirme Sağlar

Çeşitlendirme kavramı, genel olarak, riski azaltacak şekilde birden fazla varlığa yatırım yapmak olarak tanımlanmaktadır. Bu çerçevede, bir hedge fonu yöneticisinin temel misyonunun; yatırım yeteneğini, cazip bir getiri sağlayacak şekilde, iyi çeşitlendirilmiş bir portföy oluşturmak için kullanabilmek olduğu söylenebilir (Al-Sharkas, 2005: 229). Bu açıdan, iyi çeşitlendirilmiş bir hedge fon portföyü, daha az riskle, daha fazla getiri elde etme potansiyeline sahip olabilmektedir (Ferguson ve Laster, 2007: 47). Ayrıca, portföy çeşitlendiricileri olarak hedge fon stratejileri, yatırımcıların riskten kaçınma eğiliminin yüksek olduğu durumlarda, portföy risklerini azaltabilmektedir (Newton vd., 2021: 29).

5.1.4. Hedge Fonları Piyasaya Likidite Sağlar

Hedge fonu sektörü, likidite yaratmada ve piyasaları verimli kılmada önemli bir rol oynayabilmektedir (Stulz, 2007:193). Söz konusu fonlar zorunlu risk limitlerine tabi olmadığından, bir kriz sırasında döngüye karşı hareket etme, likidite sağlama ve oynaklığı azaltma olanağına sahip oldukları söylenebilir. Düzenlemeye tabi yatırımcıların, mevzuata uyum veya herhangi bir nedenden dolayı riskli pozisyonları nakde çevirmeleri gerekebilirken, hedge fonları bu satışları değerlendirmeyi kârlı bulabilir ve böylece piyasalara likidite sağlayabilir (Danielsson vd., 2005: 19).

5.1.5. Risk Paylaşımı

Hedge fonları, diğer finansal kuruluşlardan, özellikle bankalardan gelen kredi risklerini absorbe etmekte ve böylece bu riskleri çeşitlendirilmiş portföylere sahip daha geniş bir yatırımcı yelpazesine dağıtmaktadır (Ferguson ve Laster, 2007: 47). Ayrıca, söz konusu fonların kredi riski transfer piyasalarına katılımı, denetlenen finansal kuruluşların karşılaştığı riskleri azaltmakta ve bu riskin transferi için likidite sağlamaktadır (Cole vd., 2007: 10).

5.1.6. Finansal Piyasa İstikrarı

Hedge fonları, likidite azaldığında ve diğer piyasa katılımcıları belirli bir menkul kıymetin alım satımından kaçındığında piyasanın işleyişine katkıda bulunmaktadır. Artan ticaret, piyasa likiditesine katkıda bulunmakta ve bu da finansal varlıklara ilişkin risk primlerinin azalmasına neden olmaktadır (Ferguson ve Laster, 2007: 47-48). Ayrıca, hedge fonlarının genellikle nispeten uzun vadeli bir bakış açısına sahip olan sofistike yatırımcılar olduğu söylenebilir. Söz konusu yatırımcı doğası, genel piyasa algılarındaki

değişiklikler karşısında en azından bir süreliğine karşıt pozisyonları sürdürebilecekleri anlamına gelmektedir. Dolayısıyla fonların varlığı geçici şoklar karşısında piyasayı istikrara kavuşturabilmektedir (Crockett, 2007: 21-23). Herhangi bir dönemde yüksek performans, yatırımcılar tarafından rasyonel olarak yöneticinin üstün yeteneğinin kanıtı olarak yorumlanmakta; dolayısıyla fona yeni para akışları olmaktadır. Bu durum da, fon akışının performansa tepkisi, sermayenin en verimli olduğu yere yatırımlara aktığının kanıtı olarak nitelendirilebilir (Berk ve Green, 2002: 3).

5.2. Hedge Fonlarının Maliyetleri

Hedge fonlarına atfedilen olası maliyetlerden bazıları aşağıda açıklanmaktadır.

5.2.1. Hedge Fonları Piyasaları İstikrarsızlaştırabilir

Hedge fonlarının sistemik riske katkıda bulunma potansiyelleri söz konusu olabilmektedir. Özellikle büyük bir mali şok durumunda, yüksek kaldıraçlı hedge fonları ve aracı kuruluşlar arasındaki karmaşık risk ağı, bir mali kuruluştaki sorunların diğer kurumlara yayılma riskini artırabilmektedir (Cole vd., 2007: 8).

5.2.2. Hedge Fonları Aşırı Kaldıraç Kullanmaktadır

Hedge fonlarının, düzenlemeye tabi finansal kurumların aksine, izin verilen kaldıraç konusunda bir üst sınırı yoktur. Dolayısıyla, bu durumun hedge fonu temerrütlerinin hem olasılığını hem de ciddiyetini artırabildiği ve potansiyel olarak finansal krizlere yol açabileceği ileri sürülmektedir (Danielsson vd., 2005: 11-12). Özellikle beklenmedik ama mantıksız olmayan piyasa olaylarının birleşimi, kaldıraçlı yatırım stratejilerinde önemli kayıplara neden olabilmektedir (Crockett, 2007: 24).

5.2.3. Hedge Fonlar Karşı Taraf Riski Oluşturabilir

Hedge fonları, zorunlu kaldıraç kısıtlamaları tarafından sınırlandırılmadığında ve birincil faaliyetler nispeten yüksek riskli ticarete odaklandığından, fon temerrütleri, düzenlemeye tabi finansal kurumlara göre daha muhtemel ve daha zarar verici olabilmektedir. Bu çerçevede, söz konusu fonlar, düzenlemeye tabi ticaret ortakları ve yatırımcılar için karşı taraf riskine neden olabilmekte, dolayısıyla finansal sistemin düzenlenmiş kısmında kredi riskini artırabilmektedir (Danielsson vd., 2005: 12-13).

5.2.4. Hedge Fonlar Sürü Davranışını Artırabilir

Finansal piyasa katılımcılarının sürü davranışları ve bunun yol açabileceği döngüsellik, piyasaları olumsuz etkileyebilmektedir. Bu çerçevede, söz konusu davranışın, olumlu haberlerde yükselen, olumsuz haberlerde ise düşen fiyatlara yol açabileceği veya bu olguyu daha da güçlendirebileceği ifade edilebilir (Crockett, 2007: 24).

5.2.5. Hedge Fonlar Piyasa Likiditesini Tüketiyor

Hedge fonlarının bazen likiditeyi azaltabildikleri, dolayısıyla, diğer yatırımcılara engel oldukları ileri sürülmektedir. Söz konusu fonlar, bir varlığın büyük satıcıları olması durumunda önemli bir fiyat etkisine sahip olabilmektedir. Bu durum, diğer yatırımcıların işlemlerini makul fiyatlarla gerçekleştirecek bir alıcı bulamamalarına neden olabilmekte ve bir maliyet getirebilmektedir (Danielsson vd., 2005: 15-16). Ayrıca, bir veya daha fazla büyük hedge fonunun iflası veya tasfiyesi sonucu varlık piyasası likiditesinde düşüşle bağlantılı dolaylı risklerden de endişe duyulmaktadır (Cole vd., 2007: 15).

5.2.6. Hedge Fonları ve Piyasa Riski

Geleneksel yatırımlarda olduğu gibi, hedge fonları için de önemli bir risk kaynağının piyasa riski olduğu söylenebilir (faiz oranları, döviz kurları veya menkul kıymet fiyatları gibi piyasa değişkenlerindeki olumsuz hareketler nedeniyle fon varlıklarının değerinin düşmesi riski). Bu risk kaldıraçla artırılabilir veya riskten korunma stratejileriyle azaltılabilmektedir (Lhabitant, 2001: 2).

Hedge fonlarının finansal piyasalar için risk oluşturmasının çeşitli nedenleri vardır. Bunlar:

- Kaldıraç kullanmaları nedeniyle, marj tamamlama çağrılarını karşılamak için menkul kıymet satmaları durumunda piyasa hareketlerini şiddetlendirebilir,
- Genellikle benzer pozisyonlar almaları ve sıklıkla daha likit olmayan menkul kıymetlere yatırım yapmaları gerçeği, zorunlu satışları daha da kötüleştirir,
- Söz konusu fonların çoğu kısa ömürlüdür ve bu kısa vadeli ufuk, yatırım stratejilerini kısa vadeli kazançlara odaklamalarına neden olmakta; bu durum risk üstlenmeyi artırabilmektedir (Ferguson ve Laster, 2007: 50-51).

5.2.7. Hedge Fonları ve Manipülasyon

Manipülasyon, genel olarak, bir manipülatörün diğer insanlar üzerinde, genellikle onların iradesine veya çıkarlarına aykırı olarak kontrol uyguladığı iletişimsel ve etkileşimli bir uygulama olarak tanımlanmaktadır (Van Dijk, 2006: 360). Bu çerçevede, hedge fonlarının raporlanan getirilerinin güvenilirliğine ilişkin endişeler, sektörünün bazı önemli özelliklerinden kaynaklandığı ifade edilebilir. Söz konusu fonların, açıklama gerekliliklerinin diğer kurumlara göre çok daha sınırlı olması nedeniyle, fon alım satım stratejileri ve pozisyon tutmaları oldukça gizli olmaktadır. Fon yöneticilerine sunulan çok büyük mali ödüllerin olumsuz davranışlara yol açabileceği (McCarthy, 2006), özellikle yönetici sözleşmelerinin performans ile yakından ilişkili olmasının, belirli kazanç hedeflerine ulaşmak için yıl boyunca gerçek faaliyetleri (Roychowdhury, 2006: 336) ve dönem sonu fiyatlarını manipüle etme teşviklerini artırabileceği ifade edilmektedir (Blocher vd., 2010: 5-6). Ayrıca, fon yöneticilerinin yeni bir yatırım sermayesi elde etmek için iyi bir performans kaydına ihtiyaç duydukları göz önüne alındığında, raporlanan getirilerin güvenilirliğine ilişkin endişeler ortaya çıkabilmektedir (Kang vd., 2015: 2). Bazı yazarlar tarafından, özellikle,

- Mevcut göreceli performansı iyi durumda olan, ancak geçmiş göreceli performansı zayıf olan hedge fonlarında,
- Genç hedge fonlarında,
- Ve takvim yılının ilk aylarında manipülasyonun daha güçlü olabileceği ileri sürülmektedir (Ben-David vd., 2011: 20).

6. LTCM Örnek Olayı

Bu bölümde; LTCM ile ilgili genel bilgiler, başarısızlığını hızlandıran olaylar, stratejisi, 1998 tarihli süreçler, fonun kurtarılması ve başarısızlığından çıkarılabilecek derslere değinilmektedir.

6.1. LTCM ile İlgili Genel Bilgiler

LTCM 1994 yılının başında kurulmuştur. LTCM'nin kurucuları, finansal piyasalarda ve özellikle finansal piyasaların ekonomik teorisinde önemli itibara sahip bireyleri içermektedir. LTCM, kurulduğu günden itibaren hem yöneticilerinin itibarı hem de büyük başlangıç sermayesi nedeniyle hedge fonları topluluğunda önemli bir konuma sahip olduğu söylenebilir. LTCM Fonu, ücretler hariç, 1995 ve 1996'da yaklaşık yüzde 40, 1997'de ise yüzde 20'nin biraz altında getiri elde etmiştir. 1997 yılı sonunda LTCM, yatırımcılarına yaklaşık 2,7 milyar dolarlık sermaye iade ederek fonun

sermaye tabanını yaklaşık yüzde 36 oranında azaltarak 4,8 milyar dolara düşürmüştür. Sermaye tabanındaki bu azalmaya rağmen, hedge fonu yatırım pozisyonlarının ölçeğini azaltmamıştır. Başka bir ifadeyle, fon yöneticileri sermaye tabanını azaltarak bilanço kaldıracını artırmaya karar vermişlerdir (Basle Committee on Banking Supervision, 1999: 11).

6.2. LTCM'nin Başarısızlığını Hızlandıran Olaylar

1997 yılı, LTCM için başarısızlığın başlangıcı olduğu söylenebilir. 1997 Asya mali krizi ve 1998 Rusya mali krizinin birleşik baskılarının yanı sıra üstlendiği muazzam riskler de fonun başarısızlığına neden olduğu değerlendirilmektedir. Beklenmedik dalgalanmalara neden olan bu hedge fonunun çöküşüne yol açan olaylar aşağıdaki gibi özetlenebilir (Doll, 2023):

6.2.1. 1997 Asya Mali Krizi

1997'de, "Asya kaplanları" olarak adlandırılan Endonezya, Malezya, Filipinler, Güney Kore ve Tayland gibi birçok Asya ülkesinin para birimleri çökmüştür. Kriz, Amerikan borsasının 27 Ekim 1997'deki satışta %7'lik bir düşüş yaşamasıyla ABD'ye yayılmıştır. Kriz, LTCM'nin tüm stratejisini etkileme tehlikesi yaratmış ve hedge fonunun çöküşünde ilk adımı oluşturmuştur. Artık, fon açısından değerlendirilebilecek arbitraj fırsatları kalmamış ve LTCM de dahil olmak üzere herkesin aynı anda çok indirimli olarak varlıklarını satmaya çalıştığı bir likidite krizi yaşanmıştır. Bu durumun fonu yok etme potansiyeli olduğu söylenebilir.

6.2.2. 1998 Rusya'nın Çöküşü ve Hazineye Yönelme

Ağustos ve Eylül 1998'de Rus rublesinin çöküşü, küresel finans piyasalarında yaklaşmakta olan likidite krizini şiddetlendirerek fonun zorluklarını artırmıştır. Rusya mali yükümlülüklerini yerine getirememiş ve küresel mali piyasalara şok dalgaları yayılmıştır. Bu, yatırımcıların ABD Hazine tahvillerine sığınması nedeniyle yaygın paniği tetiklemiştir. LTCM açısından bu durum, ABD Hazine bonosu ile diğer finansal ürünler arasında gözle görülür fiyat farkı oluşmasına neden olmuştur. Bu fark, hisse senetleri ve yabancı tahviller gibi yaygın varlıkların yanı sıra opsiyonlar, türevler ve takaslar gibi daha karmaşık finansal araçlar da dahil olmak üzere geniş bir varlık yelpazesini etkilemiştir. Yatırımcılar, ABD federal hükümeti tarafından desteklendikleri için güvenli görülen hazine tahvillerine yatırım yapmaya yönelmiştir. Talepteki bu artış, hazine tahvilleri fiyatlarının artmasına, diğer her şeyin fiyatının düşmesine neden olmuştur.

6.3. LTCM'nin Yatırım Stratejisi

LTCM'nin temel stratejisi “yakınsama” ve “göreceli değer” arbitraji olarak ifade edilebilir. Bu stratejiler, geçici olması gereken ya da geçici olma olasılığı yüksek olan fiyat farklarından yararlanmak şeklinde özetlenebilir (MacKenzie, 2003: 354). Yakınsama işlemleri, fiyatlarının zamanla yaklaşması gereken ve vade sonunda (eğer bir vade varsa) eşit olması gereken iki varlığı içermektedir. Bu işlemler, birbirine göre yanlış fiyatlanmış menkul kıymetlerin bulunmasını, ardından ucuz olanlarda uzun pozisyonların ve değerli olanlarda kısa pozisyonların alınmasını ve ardından “yakınsama” etkisi nedeniyle fiyatlarının birbirine yaklaşması gerektiğini ve bu durumda LTCM'nin kâr etmesini içermektedir (Benavoli, 2024). Bu strateji, yakından ilişkili menkul kıymetler arasındaki küçük fiyat farklılıklarından yararlanmaya çalışan ticaret olarak da tanımlanabilir. Bu tür stratejilerin sorunu, çok küçük kâr elde edebilmeleridir, dolayısıyla; çekici getiriler yaratmak için kaldıraç kullanılması gerekmektedir (Jorion, 2000: 279).

1997 yılında başlayan Asya Mali Krizi'nin devam eden etkileri ve 1998 yılında Rusya'nın temerrüdünün ardından yatırımcılar tüm gelişmekte olan piyasa menkul kıymetleri için yüksek risk primi talep etmeye başlamıştır. Piyasa çöküşlerinin piyasadaki yansımalarının ne olabileceğine dair korku yayıldııkça, “kaliteye” yönelik bir izdiham yaşanmıştır. Yatırımcılar her yerde yüksek riskli, likit olmayan menkul kıymetleri düşük riskli, likit menkul kıymetlerle değiştirmeye çalışmıştır (Edwards, 1999: 199). LTCM'nin birincil ticaret stratejisi, fonun borç üzerindeki risk priminin dünya çapında düşeceği, bu durumda daha riskli borcun fiyatının artacağı ve daha az riskli borcun (örneğin devlet tahvili) fiyatının düşeceği görüşüne dayalı olduğu söylenebilir. Ancak beklenmedik bir şekilde, Rusya 1998'de rublenin değerini düşürüp, ödeme zorunluğundan dolayı borçlarını geciktirmeyi ilan ederken, aynı zamanda Asya mali krizi de devam etmekteydi. Bu durum kaliteye yönelmeyi artırmış ve yatırımcıların risk priminin artmasıyla sonuçlanmıştır. Yatırımcılar, LTCM'nin iddiasının tam tersi olarak daha az riskli yatırımlara yönelmişlerdir. Bu yönelme gerçekleştiğinde, LTCM'nin toplam varlıklarının 125 milyar doların üzerinde 1,5 trilyon doları aşan kavramsal türev pozisyonları ve 25'e 1 gibi olağanüstü yüksek bir bilanço kaldıraç oranına sahip olduğu tahmin edilmektedir (Paredes, 2006: 984).

LTCM'nin sıkıntılarını daha da artıran şeyin, mevcut pozisyonlarının tam tersi senaryo beklentisine dayalı olması olduğu söylenebilir. Stratejilerinin tamamı, piyasaların riski abarttığı ve riskli varlıklar ile güvenli varlıklar arasındaki fiyat farklılıklarının eninde sonunda birbirine yakınlaşacağı inancı üzerine inşa edilmiştir. Sonuç olarak, çeşitli piyasalarda genellikle en riskli ve

en değişken varlıkları ellerinde tutuyorlardı. 1998'de Rusya krizinin ardından piyasayı evrensel bir panik sardığında, hiç kimsenin LTCM'nin varlıklarını satın almakla ilgisi yoktu ve herkes bu sorunlu varlıklardan kurtulmaya çalışıyordu. Bu süreç içerisinde LTCM varlıklarının değeri eski değerlerine göre oldukça azalmış ve artık borçları bilançolarının büyük bir bölümünü oluşturmuştur (Doll, 2023).

LTCM'nin muhteşem başarısı ve yenilmez iş modeli, piyasaların mantıksız davranmaya başlamasıyla başarısızlıkla karşı karşıya kalmıştır. Modeldeki tüm varsayımlar, piyasadaki katılımcıların normal koşullar altında nasıl davranacaklarına dayanmaktaydı. Ancak Asya krizi, piyasada bir anormallik salgınına yol açtı ve kargaşaya neden oldu. Bununla birlikte, LTCM'nin kurucuları modellerine son derece güveniyorlardı ve dünyanın geri kalanının aksine ticarete devam ettiler. LTCM'nin bunu çok büyük bir fırsat olarak gördüğü söylenebilir. Öyle ki, çeşitli bankalardan 100 milyar dolar borç alıp yüksek kaldıraçlı bahisler yapmaya başladılar. Sonra düşünülemez bir şey oldu ve bir zamanların ekonomik süper gücü olan Rusya borçlarını ödeyemedi. Bu, LTCM'nin çok para kaybetmesine neden oldu; 3 milyar dolarlık özsermayeleri silindi ve LTCM, diğer şirketlere bir trilyon doların üzerinde karşı taraf riski bırakarak başarısızlığa uğradı (Management Study Guide).

LTCM'nin nasıl bu kadar büyüyebildiği ve bu kadar çok kaldıraç elde edebildiği konusunda bir dizi faktöre işaret etmek mümkündür. Bunlar;

- Şeffaflığın olmayışı, bireysel karşı tarafların LTCM'nin genel operasyonları ve risklerinin tam resmini elde etmesini zorlaştırdı,
- Bu şeffaflık eksikliğine rağmen, güçlü bir rekabet ortamı ve LTCM'nin ticaret stratejileri hakkında bilgi edinme yönündeki güçlü istek, karşı tarafların kredi riski yönetimi süreçlerinin önemli unsurlarından taviz vermesine yol açmış gibi görünmektedir,
- Bazı karşı taraflar, fonun göreceli değer stratejilerinin etkin kaldıraçla, normalde bilanço büyüklüğü ve ödenmemiş bilanço dışı işlemler tarafından ima edilenden daha az olduğu anlamına geldiğini varsayarak aşırı rahatlık duymuş olabilirler,
- Ve LTCM'nin yöneticilerinin itibarına ve risk yönetimi yeteneklerine aşırı derecede güven vardı (Basel Committee on Banking Supervision, 1999: 10-11).

6.4. LTCM ve Kaldıraç

LTCM aşırı kaldıraçlıydı; pozisyonlarının büyük bir kısmı LTCM'nin kendi sermayesi yerine borçlanma yoluyla finanse ediliyordu (MacKenzie, 2003: 352). LTCM Fonu'nun 31 Ağustos 1998 tarihli bilançosu 125 milyar doların üzerinde varlık içeriyordu. 1 Ocak 1998'deki 4,8 milyar dolarlık özsermaye rakamına göre, bu varlık seviyesi 25'e 1'den fazla bir bilanço kaldıraç oranına işaret etmektedir. Bu kaldıraçın boyutu büyük bir risk anlamına gelmektedir. Kaldıraç, hedge fonlarının risklerini büyütmelerine ve bunun doğrudan bir sonucu olarak risklerini artırmalarına olanak tanımaktadır. Kaldıraç terimi, bilanço terimleriyle varlıkların net değere oranı anlamına gelmektedir. Alternatif olarak, kaldıraç risk açısından da tanımlanabilir; bu durumda, sermayeye göre ekonomik riskin bir ölçüsüdür. Hedge fonları, repo anlaşmaları, kısa pozisyonlar ve türev sözleşmeleri gibi çeşitli yollarla ekonomik kaldıraç elde etmektedir. LTCM Fonu'nun büyüklüğü ve kaldıraç oranının yanı sıra kullandığı ticaret stratejileri, Rusya'nın rubledeki devalüasyonu ve borç moratoryumu ilanının ardından ortaya çıkan olağanüstü finansal piyasa koşullarına karşı onu savunmasız hale getirmiştir. Hem LTCM hem de diğer piyasa katılımcıları, bireysel piyasalarda, daha istikrarlı dönemlerde tahmin edilen geleneksel risk modellerinin öngördüğü zararları fazlasıyla aşan kayıplara maruz kalmıştır. Dahası, pek çok piyasada eş zamanlı yaşanan şoklar, piyasa fiyatları arasındaki nispeten düşük korelasyon beklentilerini boşa çıkarmış ve LTCM gibi küresel ticaret portföylerinin varsayılandan daha az çeşitlendirildiğini ortaya çıkarmıştır. Son olarak, kaliteye yönelme birçok piyasanın likiditesinde önemli bir azalmaya neden olmuştur. Bu da, LTCM modellerinde yapılan varsayımların aksine, daha fazla zarara yol açmadan risklerin hızlı bir şekilde azaltılmasını zorlaştırmıştır (Report of The President's Working Group on Financial Markets, 1999: 4-12).

6.5. 1998 Tarihli Süreçler ve Fonun Kurtarılması

Genel olarak LTCM'nin kayıpları arttıkça, fonun teminat tamamlama çağrılarını karşılamada giderek daha fazla zorluk yaşamaya başladığı ve karşı taraflara karşı yükümlülüklerini yerine getirebilmesi için daha fazla teminata ihtiyaç duyduğu söylenebilir. Fon, pozisyonlarını korumak için yüksek kaliteli teminat varlıkları sıkıntısı çekiyordu ve aynı zamanda fonlarını nakde çevirmede de büyük zorluk yaşıyordu. Fonun pozisyonlarının çoğu normal zamanlarda bile nispeten likit değildi (yani satılması zordu) ve dolayısıyla gergin ve gerileyen piyasalarda, özellikle aceleyle satılmasının daha da zor olduğu ifade edilebilir (Dowd, 1999: 4).

31 Temmuz 1998'de LTCM Fonu'nun sermayesinin önemli ölçüde düşüşüyle birlikte LTCM, yatırımcılardan sermaye yatırımı talep ettiğini bildirmiştir. Eylül 1998'in ilk iki haftasında, LTCM ile ilgili endişeler finansal piyasalarda önemli bir tartışma konusu olmuştur. LTCM Fonu önemli miktarda başka kayıplara maruz kalmış ve pozisyonların büyüklüğü nedeniyle pozisyonlarını azaltmakta zorlandığı söylenebilir. Bu, LTCM'nin karşılaştığı likidite baskılarını artırmıştır. 18 Eylül Cuma günü itibarıyla, Fonun sermayesinde devam eden düşüşlerle birlikte bu likidite baskıları, fonun yöneticileri arasında fonlama kabiliyeti konusunda ciddi endişelere neden olmuştur. Piyasa katılımcıları, LTCM'nin çok yakın vadede aniden çökebileceği ihtimalinden ve bu tür bir çöküşün zaten son derece kırılgan olan dünya pazarları üzerinde yaratabileceği sonuçlardan endişe duyuyorlardı. Nakit akışındaki sıkıntılar, LTCM Fonu'nun Eylül sonu ödemelerini karşılayamama riskini artırıyordu. Bu çerçevede piyasa hareketleri 23 Eylül Çarşamba günü temerrüde yol açabilirdi. LTCM Fonu'nun birincil ticari karşı tarafları ve alacaklıları, temerrüt senaryosuna en çok maruz kalan firmalardı. Bu firmaların kişisel çıkarı, temerrüt durumunda kaybetmeyi bekleyebileceklerinden daha az maliyetli alternatif bir çözüm bulmaktı. 23 Eylül'de on dört firmadan oluşan gurup fona yaklaşık 3,6 milyar dolarlık yeni özsermaye yatırımı yapmış ve karşılığında operasyonel kontrolün yanı sıra LTCM'nin portföyünde yüzde 90 özsermaye hissesi almıştır (Report of The President's Working Group on Financial Markets, 1999: 13-14).

ABD Merkez Bankası (Federal Reserve System (FED)) Başkanı Greenspan'ın ifadesiyle, “finansal piyasa katılımcıları küresel olaylardan zaten tedirgindi. LTCM'nin başarısızlığı, piyasaların ele geçirilmesini tetiklemiş olsaydı, firmayla doğrudan ilişkisi olmayanlar da dahil olmak üzere pek çok piyasa katılımcısına ve ABD de dahil olmak üzere birçok ülkenin ekonomisine potansiyel olarak önemli zararlar verilmiş olabilirdi. LTCM'nin içinde bulunduğu kötü durum, mevcut koşullarda bunun dikkat gerektirdiğine karar verildi” (Greenspan, 1998: 1).

Genel olarak bakıldığında, FED müdahalesinin olası faydalarının en az iki boyutu olduğu söylenebilir. Bunlar:

- Politika yapımcıların bu tür eylemleri, LTCM'nin zorla tasfiye edilmesinden kaynaklanan piyasa bozulmasını sınırlayacaktır.
- FED'in müdahalesi herhangi bir büyük ticari veya yatırım bankasının iflasını önleyecek ve böylece böyle bir başarısızlığın ekonomik aktivitede yol açabileceği aksaklıkları önleyecektir (Furfine, 2001: 2).

Genel olarak, firmalar büyük bir şok karşısında pozisyonlarını tasfiye etmek zorunda kaldıklarında, bu durum satıcıların zararına bir zemin oluşturmakta, dolayısıyla bir zarara katlanmak zorunda kalabilmektedir (Dowd, 1999: 8). Bu çerçevede, 23 Eylül 1998'de on dört banka ve aracı kurumdan oluşan grubun, sermaye yatırımı, LTCM varlıklarının zaten çalkantılı olan piyasalara hızla satılmasını önlediği ve bunun yerine hedge fonunun varlıklarının düzenli bir şekilde tasfiye edilmesine olanak sağladığı söylenebilir. ABD Merkez Bankası, piyasa katılımcılarını bir araya getirip, finansmanı denetlerken, kendi fonlarını da riske atmamıştır. Aksine, iflastan en çok kaybedecek olan LTCM'nin alacaklıları kurtarmayı ayarlamış ve finanse etmiştir. Böylelikle bu çabanın, LTCM varlıklarının olası bir yangın satışına ilişkin kısa vadeli endişeleri dikkate alırken, kamu fonlarının kullanımından kaynaklanabilecek uzun vadeli ahlaki tehlike endişelerini de hafiflettiği ileri sürülebilir (Fleming ve Liu, 2013).

Genel olarak, ahlaki tehlike, hükümet korumaları ve kurtarma paketlerinin varlığının aşırı risk almayı teşvik etmesi şeklinde ifade edilebilir. Bu çerçevede, alacaklıları ve yatırımcıları çökmekte olan ekonomilerden sürekli olarak kurtarmak, uzun vadede piyasaları daha kırılgan hale getirme tehlikesi yaratabilir (Edwards, 1999: 203). Ayrıca, LTCM'nin kurtarılması, bazı yazarlar tarafından, başarısız olamayacak kadar büyük doktrinine bir geri dönüşü olarak da nitelendirilmektedir. Bu çerçevede, ABD Merkez Bankası'nın, finansal sistem için başarısızlıklarının sonuçlarından endişe edilen, çok büyük kurumların başarısız olmasına izin veremeyeceği doktrinine uygun olduğu şeklinde değerlendirilmektedir (Dowd, 1999: 10).

Bu süreçte LTCM'nin, belirli senaryolar altında kârlı olabileceği düşünülen stratejileri izlerken zayıfladığı görülmüştür. Özellikle, büyük ölçekli yapılan işlemler, piyasalar aleyhine hareket ettiğinde, fonun piyasayı hareketlendirmeden pozisyonlarından çıkamamasına neden olmuştur (Ferguson ve Laster, 2007: 51).

7. LTCM Başarısızlığından Çıkarılabilecek Dersler

LTCM başarısızlığından çıkarılabilecek dersler aşağıdaki gibi özetlenebilir:

- Kaldıraç, başlangıçta yatırımlardan elde edilen genel vasat getirileri özsermayeden müthiş getirilere dönüştürebilmektedir. Ancak yukarı yönlü hareketlerde özsermaye getirisini artırabilirken, düşüş sırasında aynı özsermaye getirisini düşürebilmektedir.
- Farklı yatırımların hepsinin aynı anda değer kaybetmesi pek olası olmadığından, çeşitlendirilmiş portföylerin kötü zamanlarda koruma sağladığı yaygın olarak bilinen bir inanıştır. Ancak, kriz sırasında tüm

yatırım varlıklarının birlikte değer kaybettiği defalarca kanıtlanmıştır. Böyle zamanlarda bütün varlıklar birlikte düşmekte, dolayısıyla çeşitlendirmenin krizde faydası olmayabilir.

- Gerçek piyasalarda fiyatlara halk karar vermekte ve kriz ortaya çıktığında panik yaratabilmektedir. Panik sırasında yatırımcılar mantıklarını kaybedebilmekte ve herkes sahip olduğu varlıkları elden çıkararak güvenliğe koşmaktadır. Böyle dönemlerde nakit en güvenli yatırım haline gelmekte ve hisse senetleri, tahviller veya gayrimenkul dâhil diğer her şey satılmaktadır. Sonuçta, tüm varlık sınıflarının fiyatlarında geniş çaplı düşüş olabilmektedir.
- Günümüzde yaygın olan en popüler teorilerden biri piyasaların etkin olduğudur. Etkin piyasa teorisi, piyasadaki tüm katılımcıların aynı miktarda bilgiye sahip olduğunu ve sunulan bilgilere hepsinin aynı derecede rasyonel bir şekilde tepki verdiğini öne sürmektedir. Ancak, piyasaların her zaman rasyonel olmadığı söylenebilir. Piyasa katılımcılarının hem iyi hem de kötü haberlere aşırı tepki vermesi nedeniyle hisse senedi fiyatları aşırı uçlara doğru hareket edebilmektedir.
- LTCM yöneticileri piyasaların rasyonel olduğunu ve herhangi bir değişiklik meydana geldiğinde tüm piyasa katılımcılarının en rasyonel şekilde tepki vereceğini ve fiyatları bilgisayar modelleriyle tahmin edilebilecek yeni rasyonel seviyeye getireceğini varsaymıştır. Ancak, piyasa fiyatlarının her zaman rasyonel seviyeleri yansıtmadığı söylenebilir.
- Hisse senedi piyasaları sabırlı sermaye ve kalıcı güç gerektirmektedir. LTCM'nin 4,6 milyar ABD doları tutarındaki dev özsermayesi, piyasaların rasyonel seviyelere dönmesi için geçen süre boyunca borçlarını ödeyememiştir. Aynı şey bireysel hisse senedi yatırımcıları için de geçerli olabilir. Bu nedenle, bir yatırımcının hisse senedi piyasalarına yatırım yapmaya karar vermeden önce bir acil durum fonuna sahip olması ve hayatındaki diğer kritik kararlar için para biriktirmesi tavsiye edilmektedir.
- LTCM, piyasaların bilim ve matematik olduğunu varsaymıştır. Yöneticileri bilgisayar modellerini kullanarak piyasaları tahmin edebileceklerine inanıyorlardı. Ancak yatırım, insanlar tarafından yönetilen varlıklar ve şirketlerle uğraşmaktır. Şirketleri insanlar yönetmekte ve insanlar performans açısından günden güne farklılık gösterebilmektedir. Şirketler, çoğu zaman görünürde hiçbir neden

olmaksızın çok farklı performanslar sergileyebilmektedir. Piyasalarda fiyatları insanlar belirlemekte ve insanların duyguları vardır; bu nedenle öngörülemeyen zamanlarda paniğe kapılabilirler. Bu davranışlar, varlık fiyatlarının zirvelere çıkmasına ve ardından dip seviyelere inmesine neden olabilir. Dolayısıyla, matematiksel modeller bu tür dönemlerin zamanlamasını tahmin edemez ve bu nedenle insan yargısının yerini almamalıdır (Malik, 2015; Lowenstein, 2000).

- İnsani duygular, ekonomik kararları yönlendirmekte ve bu tür kararların kusurlu ve mantıksız doğasını vurgulamaktadır. Piyasa normal dağılımdan saptığında ve LTCM'nin niceliksel modelleri, rasyonel ve faydayı maksimize eden kararları varsayan bir çerçevede üzerine inşa edildikleri için bu mantıksızlığı hesaba katmakta yetersiz kalmıştır (Doll, 2023).
- Piyasa değerleri önemlidir. LTCM yöneticileri, piyasa değerindeki gerçek değerden sapmalardan yararlanıyor ve önemli olanın piyasa değeri değil, gerçek değer olduğuna inanıyorlardı. Gerçeğe uygun değerlerin riskten korunması nedeniyle kısa vadede piyasa değerlerine ne olduğunun bir önemi olmadığına ve zamanla gerçeğe uygun değere yaklaşacaklarına inanıyorlardı. Bununla birlikte, özellikle krizler yoluyla piyasa değerlerindeki dalgalanmalara göğüs gerebilecek kadar sabırlı olan tek gerçek sermaye kaynağı özsermayedir.
- En karmaşık finansal modeller bile model riskine ve parametre riskine tabidir ve bu nedenle stres testine tabi tutulmalı ve muhakeme ile dengelenmelidir. VaR gibi risk modelleri doğası gereği teoriktir (Benavoli, 2024). Dolayısıyla, hedge fonlarının üstlendikleri risklerin boyutu hakkında ve özellikle düşük olasılıklı ancak etkisi yüksek olaylarla ilgili genel bir yargıya varabilmeleri için söz konusu testleri kullanmaları gerekmektedir (Geithner, 2004).
- Bir piyasa döngüsü boyunca, hisse senedi ve tahvil piyasalarının hem cazip hem de cazip olmayan yatırım fırsatları sunacağı dönemler olacaktır. Herhangi bir piyasaya yatırım yapmanın zorluğu, bu fırsatların ne zaman yükseleceğini belirlemek ve bir yatırımcının portföyünü elverişli piyasa koşullarından yararlanacak şekilde konumlandırmaktır. Ancak piyasa hareketlerinin süresini ve kapsamını tahmin etmek zordur (Hedge Fund Booklet, 2005: 20).
- LTCM'nin başarısızlığı, etkili risk yönetiminin kritik önemini vurgulamaktadır. Fon, riski yönetmek için karmaşık modeller kullandı, ancak bu modeller Rusya'nın borç temerrüdünden kaynaklanan

aşırı dalgalanmayı hesaba katmakta başarısız olmuştur. Doğru risk yönetimi, tüm olasılıklara hazırlıklı olmak anlamına gelmektedir.

- LTCM'nin başarısızlığı, önemli sonuçları olan öngörülemeyen ve nadir bir olay olarak nitelendirilebilir. Bu tür olayların meydana gelebileceğini ve gerçekleşebileceğini hatırlatma görevi görmektedir; gerçekleşebileceğini ve beklenmedik şoklara karşı hazırlıklı olunması gerektiğini vurgulamaktadır.
- LTCM örneği, normal piyasa koşullarında iyi çalışan ancak kriz zamanlarında başarısız olan matematiksel modellerin sınırlamaları olduğunu göstermektedir. Piyasalar, özellikle stres veya belirsizlik zamanlarında tarihsel kalıplardan sapabilmektedir.
- LTCM'nin kurucuları, aralarında Nobel ödüllülerin de bulunduğu çok parlak ve başarılı bireylerdi. Bu, onların modellerine ve stratejilerine aşırı güvenmelerine yol açmış olabilir. Her zaman yanılma ihtimaline açık olunması gerekmektedir (Powell, 2023).
- Ve piyasalara bilgi akışının, tüm finansal piyasa katılımcıları için adil ve eşit bir yatırım alanı sağlayacak şekilde düzenlenmesi gerekmektedir (Gao ve Huang, 2011: 29).

8. Sonuç ve Öneriler

Genel olarak, hedge fonların, günümüzde finansal piyasaların önemli bir katılımcısı haline geldiği söylenebilir. Söz konusu fonların performans üstünlüğü; etkili teşvik sistemlerine, dinamik ve esnek işlem stratejilerine, kullandıkları finansal araçların çeşitliliğine (Liang, 1999: 83) ve farklı düzenleyici ortamlara atfedilebilir. Bu çerçevede, bu tür fonların uyguladıkları çeşitli yatırım stratejileri ile yatırımcılarının finansal risklerini azaltmalarına ve piyasalarda fırsatları değerlendirmelerine olanak sağladıkları ifade edilebilir. Ayrıca, ilgili tüm bilgilerin piyasa fiyatlarına tam ve hızlı bir şekilde yansımaları sağlamaya yardımcı olarak finansal piyasaların etkinliğine katkıda buldukları söylenebilir (Hildebrand, 2007: 70-71). Bununla birlikte, özellikle, büyük hedge fonların finansal başarısızlığı potansiyel olarak piyasaların performansını ve istikrarını etkileyebilmektedir. Bu çerçevede, uygulamada yaşanan LTCM örneği, yüksek kaldıraçlı fonların risklerinin, eğer iyi yönetilemezlerse, yatırım değerinde düşümlere ve piyasanın işleyişinde sorunlarına yol açabileceğini göstermektedir. Bu açıdan çalışmada söz konusu başarısızlığın, büyük ölçüde risk yönetiminden kaynaklandığı sonucuna ulaşılmıştır. Bu sonuç bağlamında hedge fonlarının;

- Yüksek kaldıraç kullanma konusunda bir ölçütün getirilmesi,

- Daha fazla şeffaf olmaları konularında bir denge noktasının olması,
- Yatırımlarında özsermaye/borç dengesinin gözetilmesi,
- Yatırımların çeşitlendirilerek yapılması,
- Ve fon ve yatırımcı risk/getiri hedeflerinin uyumlu olması önerilmektedir.

Sonuç olarak, bir portföyün geçmiş performansının gelecekteki başarıyı garanti edemeyeceği, gerçek getiri potansiyeli ve zarar riskinin geçmiş verilerde mevcut olmayan (Benavoli) gelecekteki gelişmelere bağlı olarak ortaya çıkacağı söylenebilir. Bu bağlamda, LTCM örneği, piyasaların genel olarak geleceği gölgeleyen belirsizliğe tabi olduğunu (Lowenstein, 2000: 235), dolayısıyla öngörülemeyen piyasa koşullarında hesaplı risk üstlenilmesinin önemini vurgulamaktadır.

Kaynakça

- Ang, A., Gorovyy, S. & Van Inwegen, G. B. (2011). Hedge Fund Leverage. *NBER Working Paper*. No. 16801. February. 1-60 Erişim Adresi: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w16801/w16801.pdf Erişim Tarihi: 28.09.2024
- Al-Sharkas, A. (2005). The Return in Hedge Fund Strategies. *International Journal of Business*, 10(3), 218-231. Erişim Adresi: https://www.researchgate.net/profile/Adel-Al-Sharkas/publication/228289571_The_Return_in_Hedge-Fund_Strategies/links/570ba21708ae2eb94223a622/The-Return-in-Hedge-Fund-Strategies.pdf Erişim Tarihi: 26.04.2024
- Baldrige, B. & Adams, M. (2024). Top 10 U.S. Hedge Funds Of September 2024. Erişim Adresi: <https://www.forbes.com/advisor/investing/top-hedge-funds/> Erişim Tarihi: 27.09.2024
- Basel Committee on Banking Supervision. (1999). Banks' Interactions with Highly Leveraged Institutions, January, 1-32. Erişim Adresi: <https://www.bis.org/publ/bcbs45.pdf> Erişim Tarihi: 04.05.2024
- Benavoli, M. (2024). LTCM Crisis. *Ace Finance Conseil* Erişim Adresi: <https://extreme-events-finance.net/resources/lcsm-crisis/>. Erişim Tarihi: 06.05.2024
- Ben-David, I., Franzoni, F., Landier, A. & Moussawi, R. (2011). Do Hedge Funds Manipulate Stock Prices?, 1-44. Erişim Adresi: <https://publications.ut-capitole.fr/id/eprint/15747/1/medias/doc/wp/2011/manipulation.pdf> Erişim Tarihi: 27.04.2024
- Berk, J. B. & Green, R. C. (2002). Mutual Fund Flows and Performance in Rational Markets, December 9, 1-35. Erişim Adresi: <file:///C:/Users/user/Downloads/SSRN-id383061.pdf> Erişim Tarihi: 01.05.2024
- Blocher, J., Engelberg, J. & Reed, A. V. (2010). The Long and Short of It: Evidence of Year-End Price Manipulation by Short Sellers. *Research Collection BNP Paribas Hedge Fund Centre*, 1-51. Erişim Adresi: https://ink.library.smu.edu.sg/cgi/viewcontent.cgi?article=1016&context=bnp_research Erişim Tarihi: 02.05.2024
- Brown, S.J. & Goetzmann, W.N. (2001). Hedge Funds with Style, *NBER Working Paper 8173*, 1-35. Erişim Adresi: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w8173/w8173.pdf Erişim Tarihi: 03.05.2024
- Cai, L. & Liang, B. (2010). On the Dynamics of Hedge Fund Strategies, 1-38. Erişim Adresi: https://www.researchgate.net/profile/Li-Cai-29/publication/256016660_On_the_Dynamics_of_Hedge_Fund_Strategies/links/59e64b9da6fdcc0e882484f6/On-the-Dynamics-of-Hedge-Fund-Strategies.pdf. Erişim Tarihi: 26.04.2024
- Chambers, N. (2008). Hedge Fonlar. *Niğde Üniversitesi İİBF Dergisi*, Haziran, Cilt:1, Sayı: 1, 5-13. <https://dergipark.org.tr/tr/download/artic>

le-file/185010#:~:text=Hedge%20fonlar%20ile%20yat%C4%B1r%-C4%B1m%20fonlar%C4%B1%20aras%C4%B1ndaki 01.10.2024

- Cole, R. T., Feldberg, G. & Lynch, D. (2007). Hedge Funds, Credit Risk Transfer and Financial Stability. *Financial Stability Review Special Issue on Hedge Funds*, No. 10, April, 7-16. Erişim Adresi: https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/financial-stability-review-10_2007-04.pdf Erişim Tarihi: 03.05.2024
- Connor, G. & Woo, M. (2004). An Introduction to Hedge Funds, International Asset Management. *London School of Economics Financial Markets Group*, 1-39. Erişim Adresi: <https://eprints.lse.ac.uk/24675/1/dp477.pdf> Erişim Tarihi: 26.04.2024
- Crockett, A. (2007). The Evolution and Regulation of Hedge Funds. *Financial Stability Review Special Issue on Hedge Funds*, No. 10, April, 19-28. Erişim Adresi: https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/financial-stability-review-10_2007-04.pdf 03- Erişim Tarihi: 04.05.2024
- Danielsson, J. & Zigrand, J. P. (2007). Regulating Hedge Funds, Banque de France, *Financial Stability Review, Special Issue on Hedge Funds*, No. 10, April, 29-36. Erişim Adresi: https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/financial-stability-review-10_2007-04.pdf Erişim Tarihi: 03.05.2024
- Danielsson, J., Taylor, A. & Zigrand, J. P. (2005). Highwaymen or Heroes: Should Hedge Funds be Regulated?, 1-34. Erişim Adresi: <https://riskresearch.org/files/DanielssonTaylorZigrand2006.pdf> Erişim Tarihi: 03-04.05.2024
- Dixon, L., Clancy, N. & Kumar, K. B. (2012). Hedge Funds and Systemic Risk, Chapter Three: The Collapse of Long-Term Capital Management, *RAND Corporation*, 31-38. Erişim Adresi: https://www.jstor.org/stable/pdf/10.7249/j.ctt1q60xr.11.pdf?refreqid=fastly-default%3Af4e6b71034aca15bb3c8254880bacd04&ab_segments=&origin=&initiator=&acceptTC=1 Erişim Tarihi: 05.05.2024
- Doll, K. (2023). Economics, History, LTCM's Hedge Fund Collapse: Timeline of Events, November 7. Erişim Adresi: <https://www.shortform.com/blog/hedge-fund-collapse/> Erişim Tarihi: 08.05.2024
- Dowd, K. (1999). Too Big to Fail? Long-Term Capital Management and the Federal Reserve. *the Cato Institute Briefing Papers*, No. 52, September 23, 1-12. Erişim Adresi: <https://turtletrader.com/pdfs/bp52.pdf> Erişim Tarihi: 01.06.2024
- Draghi, M. (2007). Hedge Funds and Financial Stability. *Financial Stability Review, Special Issue on Hedge Funds*, No. 10, April, 37-43. Erişim Adresi: <https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/do>

- cuments/financial-stability-review-10_2007-04.pdf 03- Erişim Tarihi: 04.05.2024
- Edwards, F. R. (1999). Hedge Funds and the Collapse of Long-Term Capital Management. *Journal of Economic Perspectives*, Volume 13, Number 2, Spring, 189-210. Erişim Adresi: <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdf/10.1257%2Fjep.13.2.189> Erişim Tarihi: 02-03.05.2024
- Ferguson, R. & Laster, D. (2007). Hedge Funds and Systemic Risk. *Financial Stability Review Special Issue on Hedge Funds*, No. 10, April, 45-54. Erişim Adresi: https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/financial-stability-review-10_2007-04.pdf Erişim Tarihi: 03-04.05.2024
- Fleming, M. & Liu, W. (2013). Near Failure of Long-Term Capital Management. *Federal Reserve Bank of New York*, Written as of November 22. Erişim Adresi: <https://www.federalreservehistory.org/essays/lbcm-near-failure> Erişim Tarihi: 05.05.2024
- Fung, W., Hsieh, D. A., Naik, N. Y. & Ramadorai, T. (2008). Hedge Funds: Performance, Risk, and Capital Formation. *The Journal of Finance*, Vol. LXIII, No. 4, August, 1777-1803. Erişim Adresi: https://www.tarunramadorai.com/TarunPapers/fung_hsieh_naik_ramadorai.pdf Erişim Tarihi: 01.05.2024
- Furfine, C. (2001). The Costs and Benefits of Moral Suasion: Evidence from the Rescue of Long-Term Capital Management. *Monetary and Economic Department, BIS Working Papers* No 103, August, 1-20. Erişim Adresi: <https://www.bis.org/publ/work103.pdf> Erişim Tarihi: 03.05.2024
- Gao, M. & Huang, J. (2011). Capitalizing on Capitol Hill: Informed Trading by Hedge Fund Managers, 1-32. Erişim Adresi: http://efa2011.efa-online.org/fisher.osu.edu/blogs/efa2011/files/APE_9_1.pdf 01.05.2024
- Geithner, T. F. (2004). Hedge Funds and their Implications for the Financial System. President and Chief Executive Officer Speech, November 17. Erişim Adresi: <https://www.newyorkfed.org/newsevents/speeches/2004/gei041117.html> Erişim Tarihi: 04.05.2024
- Goetzmann, W., Ingersoll, J., Spiegel, M. & Welch, I. (2006). Portfolio Performance Manipulation and Manipulation-Proof Performance Measures, 1-46. Erişim Adresi: [file:///C:/Users/user/Downloads/SS-RN-id302815%20\(2\).pdf](file:///C:/Users/user/Downloads/SS-RN-id302815%20(2).pdf) Erişim Tarihi: 01.05.2024
- Greenspan, A. (1998). Chairman Board of Governors of the Federal Reserve System Statement before the Committee on Banking and Financial Services, U.S. House of Representatives, October 1, 1-11. Erişim Adresi: <https://fraser.stlouisfed.org/title/statements-speeches-alan-greenspan-452/statement-committee-banking-financial-services-us-house-representatives-8649> Erişim Tarihi: 06.05.2024

- Hedge Fund Booklet. (2005). AIMA and ASSIRT Erişim Adresi: https://people.duke.edu/~charvey/Teaching/BA453_2005/Assirt_Hedge_Fund_Booklet.pdf Erişim Tarihi: 27.09.2024
- Hildebrand, P. M. (2005). Recent Developments in the Hedge Fund Industry. *Quarterly Bulletin 1*, 42-57. Erişim Adresi: <https://www.bing.com/search?q=Hildebrand+%28P.%29+%282005b%29+%E2%80%9CRecent+developments+in+the+hedge+fund+industry> Erişim Tarihi: 04.05.2024
- Hildebrand, P. M. (2007). Hedge Funds and Prime Broker Dealers: Steps towards a Best Practice Proposal. *Financial Stability Review Special Issue on Hedge Funds*, No. 10, April, 67-76. Erişim Adresi: https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/financial-stability-review-10_2007-04.pdf Erişim Tarihi: 03-04.05.2024
- Holden, C. W., Jacobsen, S. & Subrahmanyam, A. (2013). The Empirical Analysis of Liquidity. *Foundations and Trends in Finance*. Vol. 8, No. 4, 1-29 Erişim Adresi: <file:///C:/Users/user/Downloads/9781601988751-summary.pdf> Erişim Tarihi: 01.10.2024
- Jorion, P. (2000). Risk Management Lessons from Long Term Capital Management. *European Financial Management*, Vol.6, No 3, 277-300. Erişim Adresi: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/1468-036X.00125> Erişim Tarihi: 25.04.2024
- Kang, B. U., Kim, T. S. & Oh, D. J. (2015). National Culture and the Return Manipulation of Hedge Funds, 1-41. Erişim Adresi: https://www.efmaefm.org/0efmameetings/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2015-Amsterdam/papers/EFMA2015_0393_fullpaper.pdf Erişim Tarihi: 01.05.2024
- Kurtkaya, G. M. & Özçelik Ö. (2024). Finansal Piyasalarda Volatilite: Türleri, Risk Yönetimi ve Yatırım Kararlarına Etkileri. *İktisadi Araştırmalar Dergisi*, 2 (1), 11-26. Erişim Adresi: <https://dergipark.org.tr/en/download/article-file/4109249> Erişim Tarihi: 01.10.2024
- Le, H. & Gregoriou, A. (2020). How do You Capture Liquidity? A Review of the Literature on Low-Frequency Stock Liquidity, *Journal of Economic Surveys* Vol. 34, No. 5, 1170–1186 Erişim Adresi: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdfdirect/10.1111/joes.12385> Erişim Tarihi: 01.10.2024
- Lhabitant, F. S. (2001). Assessing Market Risk for Hedge Funds and Hedge Funds Portfolios. *EAME Research Paper* No 24, March, 1-35. Erişim Adresi: https://web.archive.org/web/20010602170014id_/http://www.gloriamundi.org:80/var/pub/lhabitant.pdf Erişim Tarihi: 03.05.2024
- Liang, B. (1999). On the Performance of Hedge Funds, *Financial Analysts Journal*, 55:4, 72-85 Erişim Adresi: <https://www.tandfonline.com/doi/pdf/10.2469/faj.v55.n4.2287> Erişim Tarihi: 27.09.2024

- Lowenstein, R. (2000). *When Genius Failed the Rise and Fall of Long Term Capital Management*. Erişim Adresi: <https://epdf.tips/when-genius-failed-the-rise-and-fall-of-long-term-capital-managementb4c2cb2cf2748089ffaa5bf6e8b2a93050898.html> Erişim Tarihi: 19.05.2024
- Lowenstein, R. (2008). Long-Term Capital Management: It's a Short-Term Memory, Sept. 7. Erişim Adresi: <https://www.nytimes.com/2008/09/07/business/worldbusiness/07iht-07lcm.15941880.html> Erişim Tarihi: 06.05.2024
- Lydie, P. L. (2009). Hedge Fund Fraud and the Public Good. *Fordham Journal of Corporate and Financial Law*, Vol. 15, No. 21, 1-95. Erişim Adresi: <https://repository.usfca.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1010&context=elib> Erişim Tarihi: 01.05.2024
- MacKenzie, D. (2003). Long-Term Capital Management and the Sociology of Arbitrage. *Economy and Society*, Volume 32, Number 3, August, 349–380. Erişim Adresi: <https://citeseerx.ist.psu.edu/document?repid=-rep1&type=pdf&doi=abe544c9b2445d6c03c2f9cf989cec201a842a7a> Erişim Tarihi: 01.06.2024
- Malik, V. (2015). When Genius Failed: 9 Timeless Lessons from LTCM, the Biggest Investing Failure in History!. Erişim Adresi: <https://www.dr-vijaymalik.com/when-genius-failed-long-term-capital-management/06.05.2024/> Erişim Tarihi: 10.05.2024
- McCarthy, C. (2006). Hedge Funds: what Should be the Regulatory Response?. *SUERF European Money & Finance Forum*, Speech, Thursday 7 December. Erişim Adresi: <https://mondovisione.com/news/hedge-funds-what-should-be-the-regulatory-response-speech-by-callum-mccarthy-cha/> Erişim Tarihi: 04.05.2024
- McCarthy, C. (2007). Transparency Requirements and Hedge Funds. *Financial Stability Review Special Issue on Hedge Funds*, No. 10, April, 77-83. Erişim Adresi: https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/financial-stability-review-10_2007-04.pdf 03- Erişim Tarihi: 04.05.2024
- Mustier, J. P. & Dubois, A. (2007). Risks and Return of Banking Activities Related to Hedge Funds. *Financial Stability Review Special Issue on Hedge Funds*, No. 10, April, 85-94. Erişim Adresi: https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/financial-stability-review-10_2007-04.pdf 03- Erişim Tarihi: 04.05.2024
- Newton, D. P. E., Stafylas, D., Sutcliffe, C. & Ye, X. (2021). Hedge Fund Strategies, Performance & Diversification: a Portfolio Theory & Stochastic Discount Factor Approach, 1-59. Erişim Adresi: https://livrepository.liverpool.ac.uk/3118191/1/BAR_forthcoming.pdf Erişim Tarihi: 27.04.2024

- Nouy, D. (2007). Indirect Supervision of Hedge Funds. *Financial Stability Review Special Issue on Hedge Funds*, No. 10, April, 95-104. Erişim Adresi: https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/financial-stability-review-10_2007-04.pdf 03- Erişim Tarihi: 04.05.2024
- Paredes, T. A. (2006). On the Decision to Regulate Hedge Funds: the SEC's Regulatory Philosophy, Style, and Mission. *University of Illinois Law Review*, Vol., 975-1036. Erişim Adresi: <https://illinoislawreview.org/wp-content/ilr-content/articles/2006/5/Paredes.pdf> Erişim Tarihi: 03.05.2024
- Powell, R. (2023). Six Lessons from the Collapse of LTCM, On September 04. Erişim Adresi: <https://www.timeline.co/blog/six-lessons-from-the-collapse-of-ltcm> Erişim Tarihi: 05.05.2024
- Report of The President's Working Group on Financial Markets, Hedge Funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management, (1999), April, 1-140. Erişim Adresi: <https://home.treasury.gov/system/files/236/hedgfund.pdf> Erişim Tarihi: 12.05.2024
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings Management Through Real Activities Manipulation. *Journal of Accounting and Economics* 42, 335-370. Erişim Adresi: https://dl1wqtxtslxzle7.cloudfront.net/53404759/Roychowdhury_JAE_2006-libre.pdf? Erişim Tarihi: 28.04.2024
- Schneeweis, T. (1998). Dealing with Myths of Hedge Fund Investment. *The Journal of Alternative Investments*. Winter. 1-7. Erişim Adresi: <https://www.accreditedinvestor.ws/downloads/Hedge%20Fund%20Myths.pdf> Erişim Tarihi: 28.09.2024
- Smedts, K. & Smedts, J. (2006). Dynamic Investment Strategies of Hedge Funds, *AFI 0622*, 1-27. Erişim Adresi: file:///C:/Users/user/Downloads/AFI_0622.pdf Erişim Tarihi: 27.04.2024
- Stulz, R. M. (2007). Hedge Funds: Past, Present, and Future. *Journal of Economic Perspectives*, Volume 21, Number 2, Spring, 175-194. Erişim Adresi: <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdf/10.1257/jep.21.2.175> Erişim Tarihi: 03.05.2024
- Sun, Z., Wang, A. & Zheng, L. (2011). The Road Less Traveled: Strategy Distinctiveness and Hedge Fund Performance, 1-68. Erişim Adresi: <https://en.cafr.cn/Contents/images/Research/20130129041803.pdf> Erişim Tarihi: 27.04.2024
- Van Dijk, T. A. (2006). Discourse and Manipulation. *Discourse & Society Copyright, SAGE Publications*, Vol 17(3), 359-383. Erişim Adresi: <https://discourses.org/wp-content/uploads/2022/07/Teun-A.-van-Dijk-2006-Discourse-and-manipulation.pdf> Erişim Tarihi: 28.04.2024
- VİOP Terimler Sözlüğü Erişim Adresi: <https://www.borsaistanbul.com/files/VİOP-Terimler-SozluGu.pdf> Erişim Tarihi: 25.09.2024

Web Kaynakları

<https://www.fundassociates.com/wp-content/uploads/2016/11/Whitepaper-Sound-Practices-for-Hedge-Fund-Mangers.pdf> Erişim Tarihi: 04.05.2024

<https://www.managementstudyguide.com/failure-of-long-term-capital-management.htm> Erişim Tarihi: 05.05.2024

<https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/global-hedge-fund-industry> Erişim Tarihi: 03.05.2024

<https://www.preqin.com/academy/lesson-3-hedge-funds/hedge-fund-fees-types-and-structures> Erişim Tarihi: 03.05.2024

<https://www.thebusinessresearchcompany.com/market-insights/hedge-fund-market-2024> Erişim Tarihi: 03.05.2024

Lehman Brothers Skandalı

İstemi Çömlekçi¹

Ali Özer²

Nevin Özer³

Özet

Lehman Brothers'ın iflasının ana sebeplerinden biri, finansal piyasalarda meydana gelen dengesizlikler ve aşırı riskli stratejilerdir. Özellikle, Lehman Brothers'ın 2000'li yılların ortasında, konut piyasasında patlayan balonun etkilerini öngöremeden, yüksek riskli subprime mortgage kredilerini menkul kıymetleştirip bu ürünleri yatırımcılara sunması büyük bir sorun yaratmıştır. Bu menkul kıymetlerin değerinin düşmesi ve mortgage geri ödemelerinde yaşanan gecikmeler, Lehman Brothers'ın bilançosunda ciddi bir hasara yol açmıştır. Ayrıca, bankanın yüksek kaldıraç oranları ve düşük likidite yönetimi, borçlarını karşılamakta yetersiz kalmasına neden olmuştur. Bu durum, Lehman Brothers'ın 15 Eylül 2008'de iflas etmesine yol açmış ve finansal piyasalarda ciddi bir güven krizine neden olmuştur. Bu çalışmada Lehman Brothers'ın çöküşünün altında yatan nedenler, çöküşün yarattığı etkiler ve bunu önlemek için neler yapılabileceği irdelenmiştir.

Lehman Brothers'ın çöküşünün sonuçları, global finansal sistem üzerinde kapsamlı etkiler yaratmıştır. İflas, likidite sıkıntısına neden olarak diğer finansal kurumlar üzerinde domino etkisi yaratmış ve birçok büyük banka ve finansal kuruluşun zor durumda kalmasına yol açmıştır. Bu çöküş, dünya çapında kredi piyasalarının daralmasına ve ekonomik durgunluklara neden olmuştur. Ekonomik sistemin istikrarını sağlamak için önerilen önlemler arasında, daha sıkı düzenleyici ve denetim mekanizmalarının geliştirilmesi, özellikle bankaların sermaye yeterlilik oranlarının artırılması ve risk yönetimi stratejilerinin güçlendirilmesi yer almaktadır. Ayrıca, finansal piyasaların şeffaflığının artırılması ve kriz anlarında merkezi bankaların ve hükümetlerin hızlı müdahaleleri için etkili protokollerin oluşturulması gerektiği vurgulanmaktadır.

- 1 Düzce Üniversitesi, İşletme Fakültesi, Uluslararası Ticaret ve Finansman Bölümü, istemicomleki@düzce.edu.tr, ORCID:0000-0001-8922-071X
- 2 Düzce Üniversitesi, İşletme Fakültesi, İşletme Bölümü, aliozer@düzce.edu.tr, ORCID:0000-0003-4736-3418
- 3 Düzce Üniversitesi, İşletme Fakültesi, İşletme Bölümü, nevinozzer@düzce.edu.tr, ORCID:0000-0002-1736-4199

1. Giriş

Finansal skandallar, tarihin her döneminde toplumsal ve ekonomik yapıları derinden etkileyen olaylar olarak öne çıkmıştır. Bu skandallar, genellikle büyük şirketlerin, bankaların ya da bireylerin yasaları ihlal ederek haksız kazanç elde etme girişimlerinden doğmaktadır. Finansal skandalın genel olarak 3 bileşeni bulunur; birincisi, kaynakların kullanımıyla ilgili olay ve durumlardır (zaman ve yer açısından), ikincisi, bünyesinde şüpheli etik davranışları barındırır ve üçüncüsü ise geniş bir kamuoyunu etkiler. Bu nedenle mali etki, etkilenen bireylerin paralarını kaybetmeleri ve kamuoyunun yatırımlarını etkili bir şekilde korumak için finansal kuruluşlara olan güvenin azalması açısından yaygın olmalıdır. Bu tanıma göre mali skandallar muhasebe ve finansal piyasa manipülasyonunu, çeşitli dolandırıcılık türlerini içerebilir ve şirket iflası olasılığını vurgulayabilir. Kamu güvenini sarsan bu olaylar, sadece mali kayıplara yol açmakla kalmaz, aynı zamanda ekonomik istikrarı tehdit eder ve düzenleyici kurumların etkinliğini sorgular. Tarihteki finansal skandallar, Wall Street'teki ünlü Ponzi şemalarından, büyük muhasebe sahtekarlıklarına kadar geniş bir yelpazede incelenebilir. Bu olaylar, genellikle hukuki reformları ve daha sıkı düzenlemeleri de beraberinde getirerek finans dünyasının dinamiklerini kökten değiştirmiştir (Toms, 2009). Finansal skandalların ardından, başta kurumsal yönetim standartları olmak üzere denetleyici ve izleyici kurumların durumu ciddi şekilde sorgulanır hale gelmiştir. Bu tür skandallara yol açan yönetim kararlarının son derece etik dışı ve hatta yasadışı doğası, piyasa sisteminin karakterini sorgulatmaktadır (Gray vd., 2007).

2007'de başlayan küresel kriz, küresel ekonomi ve finans sisteminin bir bütün olarak sorgulanmasını ve barındırdığı zayıflıkların ortaya çıkmasını sağlamıştır. Özellikle risklerin ölçülmesi ve öngörülemeyen risklerin tanımlanması ilgili konular ve düzenleyici kurumların yeterliliği ve güvenilirliğini tartışmaya açmıştır (IMF, 2009). 2008 yılı, modern finansal tarihin en sarsıcı dönemlerinden birine tanıklık etti. Bu dönemin en belirgin olaylarından biri, Lehman Brothers adlı yatırım bankasının iflasıydı. Lehman Brothers'ın çöküşü, yalnızca bir finansal kurumun değil, aynı zamanda global ekonomik sistemin köklü bir krizle karşı karşıya kaldığını işaret eden bir dönüm noktasıydı. Bu iflas, dünya genelinde finansal piyasaların, bankacılık sistemlerinin ve ekonomik düzenlerin derinden etkilenmesine yol açmıştır (Fernando vd., 2012).

Lehman Brothers, 1850 yılında kurulan ve Amerika Birleşik Devletleri'nin en eski yatırım bankalarından biri olan bir finansal kurumdu. Kuruluşun kökenleri, New York'taki küçük bir butik iş yapma pratiğine dayanıyordu.

Ancak yıllar içinde Lehman Brothers, finansal hizmetler sektöründe büyük bir oyuncu haline geldi. 20. yüzyılın sonları ve 21. yüzyılın başları, bankanın hızlı bir genişleme sürecine tanıklık etti ve bu süreç, bankanın küresel finans piyasalarındaki etkisini artırdı. Lehman Brothers'ın iflasının nedenleri ve sonuçları, hem finansal uzmanlar hem de genel kamuoyu tarafından geniş bir şekilde incelendi. İflasın temelinde yatan nedenler, risk yönetimi eksiklikleri, yüksek riskli finansal araçlar, aşırı borçlanma ve yetersiz düzenleyici denetim gibi faktörleri içeriyordu. Bu nedenlerin birleşimi, Lehman Brothers'ın 15 Eylül 2008 tarihinde, yaklaşık 613 milyar dolarlık borçla iflas etmesine yol açtı. Bu olay, küresel finansal kriz olarak bilinen geniş çaplı ekonomik sorunların başlangıcını işaret etti (Wiggins vd., 2014).

Lehman Brothers'ın iflası, sadece finansal sistemin değil, aynı zamanda ekonomik güvenin de sarsılmasına neden oldu. Bankanın çöküşü, diğer finansal kurumların da sıkıntıya girmesine ve piyasalarda büyük bir belirsizlik ortamının oluşmasına yol açtı. Bu belirsizlik, kredi piyasalarının dondurulması, hisse senedi değerlerinin çöküşü ve işsizlik oranlarının artması gibi geniş çaplı ekonomik etkilerle sonuçlandı. Kriz, Amerika Birleşik Devletleri'nden Avrupa'ya, Asya'dan Latin Amerika'ya kadar geniş bir coğrafyada ekonomik gerilemeye neden oldu. Lehman Brothers skandalının derinlemesine anlaşılması için, bankanın uyguladığı iş modelleri, finansal stratejiler ve risk yönetimi yaklaşımlarının yanı sıra, finansal krizlerin tarihsel bağlamı da ele alınmalıdır. Bu bağlamda, Lehman Brothers'ın uyguladığı yüksek riskli ipotekli menkul kıymetler (MBS) ve türev ürünler gibi finansal araçlar, krizin patlak vermesinde önemli bir rol oynadı. Ayrıca, düzenleyici otoritelerin ve denetim mekanizmalarının yetersizliği de krizin büyüklüğünü etkileyen faktörler arasında yer aldı (Mieszala, 2019; Johnson ve Mamun, 2012).

Bu skandalın analizi, yalnızca bir şirketin iflasını değil, aynı zamanda modern finansal sistemlerin kırılganlıklarını ve risklere karşı ne kadar savunmasız olduklarını anlamak açısından kritik bir öneme sahiptir. Lehman Brothers skandalı, finansal düzenlemelerin yeniden gözden geçirilmesine ve finansal piyasalarda daha sıkı denetimlerin uygulanmasına yönelik geniş çaplı reformların gerçekleştirilmesine yol açmıştır. Sonuç olarak, Lehman Brothers skandalı, sadece bir finansal kriz olmanın ötesinde, küresel ekonomik düzenin sağlamlığı ve sürdürülebilirliği konusunda önemli dersler sunan bir vaka olarak değerlendirilmektedir. Bu olay, finansal sistemlerin ve ekonomik yapının karmaşıklığını, risk yönetiminin önemini ve düzenleyici denetimlerin gerekliliğini vurgulayan bir dönüm noktasıdır.

2. Lehman Brothers'ın Yükselişi ve Düşüşü

1850'lerde kurulan ve hızla büyüyerek Dünyanın en büyük yatırım bankalarından biri haline gelen Lehman Brothers, özellikle 1990 ve 2000'lerin başlarında mortgage piyasasına büyük yatırımlar yaparak önemli kazançlar elde etmiştir. Ancak 2007- 2008 mortgage krizinin patlak vermesiyle birlikte aşırı riskli yapısı Lehman Brothers'ı iflase sürüklemiştir. Lehman Brothers'ın 150 yıl süren ticari yaşamı ve finansal durumu hakkında detaylı bilgi verilmiştir.

2.1. Lehman Brothers Tarihi

1844 yılında Henry Lehman isimli Alman bir göçmen tarafından Alabama'da H.Lehman adıyla bir şirket kurulmuştur. Birçok şirket gibi mütevazı başlangıçlara sahip olan H.Lehman şirketinin adı 1850'de Emanuel Lehman ve Mayer Lehman'ın katılımı ile Lehman Brothers olarak değiştirilmiştir. Esas faaliyet olarak emtia işlemlerine aracılık hizmetlerine odaklanan bu şirket yaklaşık 150 yıl boyunca varlığını sürdürmüştür. Lehman Brothers tarafından aracılık edilen ilk emtialar arasında, 1850'lerde en değerli ve nadir emtialardan biri olan pamuk da vardı. 1858'de pamuk merkezinin Alabama'dan New York'a kayması sonucu Lehman Brothers New York'da ilk şubesini açtı. 1862'de Amerikan İç Savaşı nedeniyle zorluklar yaşayan Lehman Brothers ayakta kalabilmek için John Dur adlı başka bir pamuk tüccarıyla birleşmiş ve şirketin adı Lehman, Dur and Co. olarak değişmiştir. Bu yeni ortaklığın beklenenden de başarılı olması 1870'te New York Pamuk Borsası'nın kurulmasında etkili oldu. Öte yandan Lehman Brothers genel merkezini Alabama'dan New York'a taşımış ve 1883'te New York Pamuk Borsası'na 1883'te katılmıştır. Şirketin ilk halka arzını 1899'da gerçekleştirilmiş olmasına rağmen emtia tüccarı olmaktan ihraç tüccarı olmaya geçişi 1906'ya kadar gerçekleşmedi. 1906 yılında halka arz işlemlerine aracılık etmek amacıyla Goldman, Sachs and Co. ile ortaklık kurmuştur. Çalkantılı ekonomik zamanların yaşandığı Amerikan Büyük Buhranı'nı kadar geçen sürede birçok hisse senedi ihracının üstlenilmesinde yer almıştır. Şirket yönetiminde bulunan son Lehman'ın 1969 yılında vefatından sonra şirket yönetimini devralan Pete Peterson, 1970'lerin zor ekonomik zamanlarında şirketi başarıyla yönlendirerek dönemin dördüncü büyük yatırım bankası haline gelmesini sağlamıştır. 1984 yılında 360 milyon dolarlık bir bedel karşılığında bir American Express yan kuruluşu olan Shearson tarafından satın alınan Lehman Brothers on yıl sonra tekrar bağımsız olarak faaliyetlerine devam etmiştir. 1997 Asya Finans Krizi, 1998 Rusya borç temerrüdü gibi kriz dönemlerinden başarılı bir şekilde varlığına devam etmiştir (Tebogo, 2012). Dünya çapında 25.000 çalışanıyla

ABD'nin dördüncü büyük yatırım bankası olan Lehman Brothers, ABD konut piyasalarında yaşanan mortgage krizi sonucu 15 Eylül 2008'de 639 milyar dolar varlık ve 613 milyar dolar borç beyan ederek Amerika Birleşik Devletleri (ABD) tarihindeki en büyük iflas sürecini başlatmıştır (Wiggins ve diğ., 2014).

Lehman Brothers'ın tarihi, yatırım bankacılığının Amerika Birleşik Devletleri ekonomisindeki değişimini ve gelişimini yansıtmaktadır. İç savaş, iki dünya savaşı, Büyük Buhran gibi büyük çalkantılı dönemlerde bile varlığını sürdürmeyi başaran şirket, bir dizi değişiklikler, yan kuruluşlar, birleşmeler, satın almalar gibi süreçlerden geçerek bir emtia aracılık şirketinden dünyanın en büyük yatırım bankalarından birine dönüşmüştür (Corporate Finance Institute, 2024).

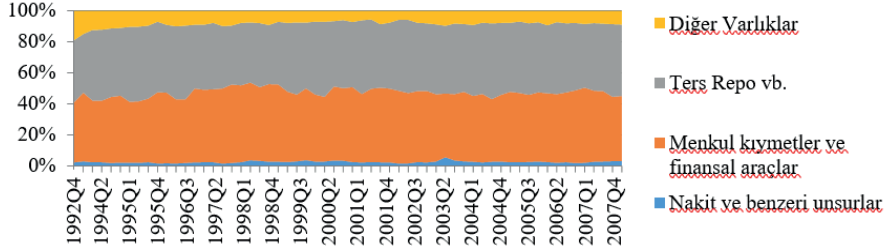
Lehman Brothers'ın tarihini 5 bölümde incelemek mümkündür. 1850'de kurulup 1883'de New York'a taşınmasına kadar geçen süre kuruluş dönemi olarak ele alınabilir. Bu dönemde ağırlıklı olarak emtia ticareti ile ilgili faaliyetler gerçekleştirilmiştir. New York Pamuk Borsasında işlem görmesinden, Goldman Sachs ile iş birliği yapmasına kadar geçen dönem erken aşama dönemi olarak ifade edilebilir. 1906'da Goldman Sachs ile yapılan ortaklık ile halka arzlar aracılık yapılması ile şirket faaliyetlerinde önemli bir büyüme gerçekleşmiştir. Özellikle perakende, enerji ve hava yolları gibi çeşitli sektörlerde yatırım yaparak portföyünü genişleten şirket 1929 Büyük Buhran sırasında finansal krizde ayakta kalmayı başarmıştır. Yatırım bankacılığı ve danışmanlık hizmetlerinin yoğunlaştığı, 1970'lere kadar uzanan bu dönem genişleme ve çeşitlenme faaliyetlerinin gerçekleştiği dönem olarak karşımıza çıkmaktadır. 1970'lerden sonra şirket birleşmeleri ve satın almaları ile daha da büyüyen şirket küresel finans piyasalarında önemli bir oyuncu haline gelmiş ve en parlak dönemlerini yaşamıştır. Nitekim küreselleşme ve zirve olarak isimlendirilebilecek bu dönem 2000'li yıllara kadar sürmüştür. 2000'li yıllarda yüksek riskli yatırımlara yönelen Lehman Brothers, 2008 Küresel Ekonomik Krizi sonucu büyük mali kayıplar yaşamış ve 15 Eylül 2008'de iflas etmiştir. Bu dönemde çöküş dönemi olarak ele alınabilir. Lehman Brothers'ın yükselişi ve çöküşü, modern finansal tarihin en önemli olaylarından biridir ve küresel ekonomiye olan etkileri hala tartışılmaktadır (Sorkin, 2010).

2007 mali yılı sonunda Lehman Brothers, 60 milyar doların üzerindeki gelire 4 milyar doları aşan rekor kar bildiriminde bulundu. 2008'in başlarında 30 milyar doların üzerinde bir piyasa değeri ile 60 dolar seviyelerinden işlem gören şirketin hisseleri sonraki sekiz ayda %95 değer kaybederek 12 Eylül 2008'de yaklaşık 4 dolardan işlem görmüştür. Üç gün sonra Lehman

Brothers iflas koruması için başvuruda bulunarak iflas eden en büyük ABD şirketi olmuştur (Dutta ve diğ., 2010).

2.2. Lehman Brothers'ın Çöküş Öncesi Finansal Durumu

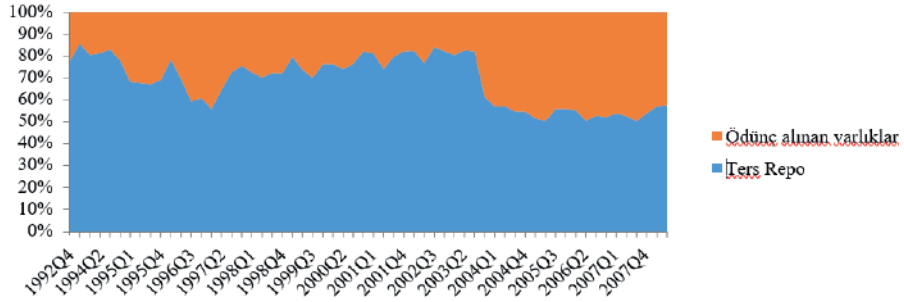
Şekil 1'de toplam varlıkların 1992-2007 yılları arasındaki değişimi sunulmuştur. Toplam varlıkların yıllar itibariyle oransal değişiminde önemli bir farklılık görülmektedir.



Şekil 1: Yıllar İtibariyle Toplam Varlıkların Oransal Dağılımı (1992-2007)

Kaynak: Oh, 2015.

1992-2007 yılları arasındaki ters repo ve benzeri varlıkların değişiminin yer aldığı Şekil 2'de ters repo işlemlerinin 2002 yılına kadar genel olarak %80 oranında iken 2002 yılından sonra ödünç alınan varlıkların payının %20'den %50'lere kadar yükseldiği görülmektedir.

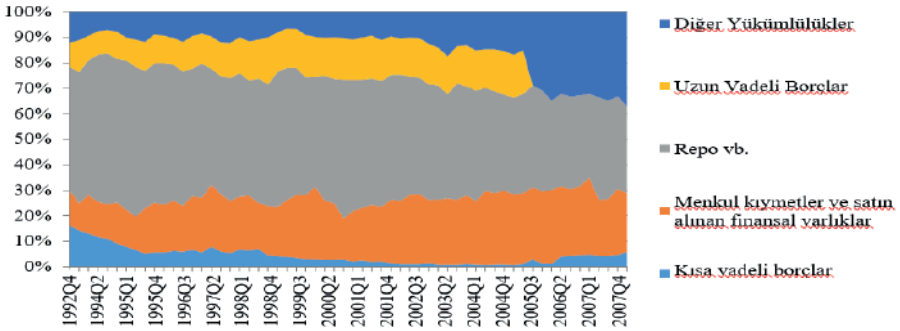


Şekil 2: Yıllar İtibariyle Ters Repo ve Benzeri Varlıkların Oransal Dağılımı (1992-2007)

Kaynak: Oh, 2015.

Lehman Brothers'ın 1992-2007 yılları arasındaki toplam yükümlülüklerinin değişimi yer almaktadır. Toplam yükümlülükler içinde kısa vadeli borçların oranı 1992 yılında yaklaşık olarak %15 iken 2007 yılında %5 civarına düşmüştür. Menkul kıymetler ve satın alınan finansal varlıkların değişimi ise 15 yıllık süreçte %15'ten %25 seviyelerine kadar

yükselmiştir. 1992 yılında toplam varlıkların yaklaşık yarısı kadar olan repo ve benzeri yükümlülüklerin oranı ise %30 seviyelerine düşmüştür. 1992-2005 yılları arasında %5-%10 bandında değişen değerler alan uzun vadeli borçlar 2006-2007 yıllarında toplam yükümlülükler arasında yer almamaya başlamıştır. Bu yıllarda uzun vadeli borçların yerini diğer yükümlülükler almıştır. 1992 yılında %10 seviyelerinde olan diğer yükümlülükler 15 yıllık dönem sonunda %30 seviyelerini aşmıştır. Ele alınan dönemin başında toplam yükümlülükler içinde en fazla öneme sahip bilanço kalemi repo ve benzeri yükümlülükler iken dönem sonunda diğer yükümlülükler en önemli bilanço kalemi haline gelmiştir.



Şekil 3: Yıllar İtibariyle Toplam Yükümlülüklerin Oransal Dağılımı (1992-2007)

Kaynak: Oh, 2015.

Özetle toplam varlıkların yıllar itibariyle oransal dağılımı önemli ölçüde değişim göstermemişken toplam yükümlülüklerin oransal dağılımında uzun vadeli borçlar, repo ve benzeri unsurların payı zaman içinde azalırken diğer yükümlülüklerin oranı önemli ölçüde artmıştır. Tablo 1'de ise Lehman Brothers'ın 2005-2007 yılları arasındaki seçilmiş bilanço ve gelir tablosu kalemleri ile aktif karlılık oranı ve işletme sermayesine yer verilmiştir.

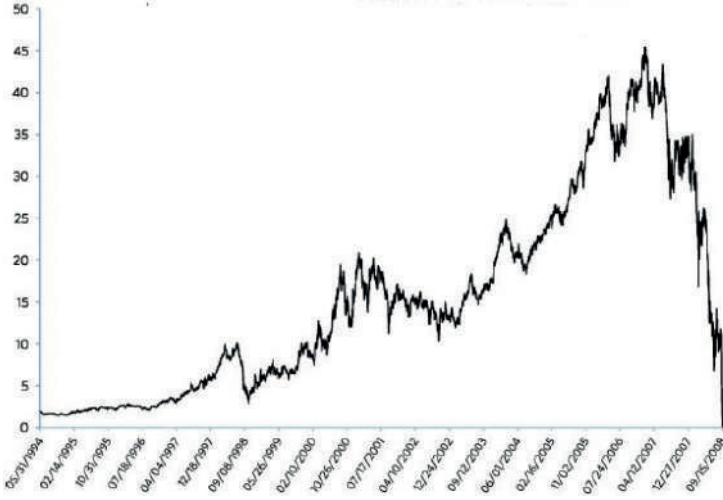
Tablo 1: Lehman Brothers'ın 2005-2007 Yıllarına İlişkin Bilanço ve Gelir Tablosu Kalemleri (Milyon Dolar)

	2005	2006	2007	Ortalama
Gelir Tablosu Kalemleri				
Satışlar	32.420	46.709	59.003	46.044
Faiz ve Vergi Öncesi Kar	4.829	5.905	6.013	5.582
Net kar	3.260	3.960	4.192	3.804
Bilanço Kalemleri				
Cari Varlıklar	398.319	491.801	677.669	522.596
Toplam Varlıklar	410.063	503.545	691.063	53.489
Dağıtılmamış Karlar	12.198	15.857	19.698	15.918
Cari Yükümlülükler	324.303	381.764	51.606	407.376
Toplam Yükümlülükler	393.269	484.354	668.573	515.399
Seçilmiş Göstergeler				
Aktif Karlılık oranı	0,79%	0,79%	0,61%	0,73%
İşletme Sermayesi	74.016	110.037	161.609	115.221

Kaynak: Maux ve Morin, 2011.

Lehman Brothers'ın satışları 2005-2007 yılları arasında yaklaşık %82 oranında artarken net karın artış oranı %29 olarak gerçekleşmiştir. Aynı dönemde cari varlıkları, toplam varlıkları ve toplam yükümlülükleri %70 civarında artış gösterirken cari yükümlülükleri %84 oranında azalmıştır. Cari yükümlülüklerin toplam yükümlülükler içindeki payı 2005 yılı da %82 iken bu oran 2007 yılında %8 oranına düşmüştür. Başka bir ifade ile son dönemde cari yükümlülüklerin gerek tutarı gerekse toplam yükümlülükler içindeki oransal payı önemli ölçüde azalmıştır.

Lehman Brothers'ın piyasa değeri bilançosundaki bu değişimlerin yanı sıra 1994-2008 yılları arasındaki piyasa değeri Grafik 1'de sunulmuştur.

Grafik 1: Lehman Brothers Holding Piyasa Değeri 1994-2008 (milyar \$)

Kaynak: Wiggins ve diğ., 2014.

1994 yılında 2,7 milyar dolar seviyelerinde olan piyasa değeri 3 yıllık bir süreçte yaklaşık 4 kat artarak 10 milyar dolar düzeyine ulaşmıştır. 1998 yılında tekrar 5 milyar doların altına düşen piyasa değeri 2000 yılında 20 milyar doların üzerinde gerçekleşmiştir. 2000-2002 yılları arasında piyasa değeri yaklaşık olarak yarısına düşen firmanın piyasa değeri, bu tarihten sonra istikrarlı bir şekilde yükselerek 2005 yılında 40 milyar doları geçmiştir. 2 Şubat 2007 tarihinde 45,48 milyar dolar ile en yüksek piyasa değerine ulaşmıştır. 1994-2007 yılları arasında yaklaşık olarak 17 kat artan Lehman Brothers'ın piyasa değeri, 2007'den sonra 1,5 yıllık dönemde dramatik olarak düşüş göstermiş ve Eylül 2008'de iflas ile sıfır olarak gerçekleşmiştir.

3. Lehman Brothers Skandalı

2000'li yılların başından itibaren, küresel ekonomi genel olarak güçlü bir büyüme dönemi yaşadı. Özellikle ABD'de ekonomik büyüme, düşük işsizlik oranları ve düşük enflasyon oranlarıyla desteklenmişti. Bu dönem, küresel ticaretin genişlediği, finansal piyasaların büyüdüğü ve yeni finansal ürünlerin hızla piyasaya sürüldüğü bir dönemdi. Ancak bu görünürdeki refahın ardında, önemli yapısal riskler birikmekteydi. ABD'deki düşük faiz oranları ve gevşek para politikaları, konut piyasasında büyük bir genişlemeye yol açtı. Ev sahipliği oranları hızla arttı ve konut fiyatları sürekli yükseldi. Bu ortam, konut kredilerinin (mortgage) hızla artmasına neden oldu. Ancak, bu kredilerin bir kısmı yüksek riskli (subprime) kredilerdi ve bu kredilerin geri ödenmesi konusundaki belirsizlikler giderek arttı. Yatırım bankaları, bu yüksek riskli kredileri menkul kıymetleştirerek (securitization) finansal

piyasalarda satılabilir hale getirdi. Bu süreç, büyük ölçüde türev ürünlerin ve ipotek teminatlı menkul kıymetler (Mortgage-Backed Securities-MBS) gibi karmaşık finansal enstrümanların piyasaya sürülmesine neden oldu. Lehman Brothers, 2000'li yılların başında hızla büyüyen bir yatırım bankasıydı. Banka, özellikle MBS ve diğer türev ürünlerde lider bir oyuncu haline gelmişti. Ancak, bu strateji, Lehman Brothers'ı büyük risklerle karşı karşıya bıraktı. Banka, subprime mortgage kredileri gibi yüksek riskli varlıklara büyük yatırımlar yaparken, yüksek kaldıraç (leverage) oranları kullanmıştır (Ohoukoh, 2012).

2008 krizi öncesinde, finansal düzenleyiciler ve denetim mekanizmaları, büyük ölçüde yetersizdi. ABD'deki düzenleyici ortam, özellikle büyük finansal kuruluşların risk yönetimi konusundaki zayıflıklarını görmezden geldi. Bankaların sermaye yeterliliği, likidite pozisyonları ve riskli faaliyetleri üzerindeki denetimler zayıftı. Basel II gibi uluslararası düzenlemeler, bankaların sermaye gereksinimlerini gevşetmiş ve risk yönetimini bankaların inisiyatifine bırakmıştı. Bu durum, bankaların daha yüksek riskler almasına ve finansal piyasalarda daha agresif stratejiler izlemesine yol açtı. Düzenleyici boşluklar, kredi derecelendirme kuruluşlarının da riskleri yeterince değerlendirmemesiyle birleşti. Bu kuruluşlar, MBS ve diğer karmaşık finansal ürünlere yüksek dereceler vererek, bu varlıkların güvenilir olduğu izlenimini yarattı. Ancak, bu değerlendirmeler, alta yatan riskleri yeterince yansıtmıyordu. Yatırımcılar, bu yüksek dereceli ürünlere büyük miktarlarda yatırım yaparak, finansal sistemdeki riskleri daha da büyüttü. Bu durum, finansal sistemde büyük bir yanılsama yaratarak, yatırımcıların riskleri yeterince değerlendirmemesine yol açtı. Lehman Brothers'ın iflası, kredi derecelendirme kuruluşlarının bağımsızlığı ve performansı konusunda ciddi soru işaretleri doğurdu ve bu kuruluşların reform edilmesi gerekliliğini ortaya çıkardı (Fernando vd., 2012; Johnson ve Mamun, 2012).

Lehman Brothers'ın iflasından sonra analistler tarafından yapılan kapsamlı araştırmaların ardından başarısızlığın tek bir nedeni olmadığı biri dizi sebebin birleşimi sonucu ortaya çıktığı görüşü ağırlık kazanmıştır. Başarısızlığa neden olan faktörler, etik olmayan yönetim uygulamaları, Glass-Steagall Yasası'nın yürürlükten kaldırılması, likidite krizi, finansal kaldıraç ve aşırı kayıplar, Repo 105, büyük kredi temerrüt takasları, subprime ipotek krizi, karmaşık sermaye yapısı, başarısız kurtarma ve devralmalar şeklinde sıralanmıştır (Mawutor, 2014). Öte yandan Summe (2011), Lehman Brothers'ın iflasının, finans kuruluşları ile ekonomi arasındaki bağlantıları anlamak için eşsiz bir fırsat sunduğunu, ancak çok az sayıda politika yapıcı bankanın çöküşünün gerçek nedenlerine anlayabildiğini ileri sürmüştür. Lehman Brothers'ın finansal durumu hakkında bilgi eksikliğinin, türevler ürünlerin,

yetersiz teminatların, iflas kanununun Lehman Brothers'ın iflasının sebebi olarak ileri sürülmesinin finansal kuruluşlar ile ekonomi arasındaki ilişkilerin yanlış anlaşılması sonucu ortaya çıktığını belirtmektedir.

Lehman Brothers'ın iflası, 2008 Küresel Finansal Krizi'nin en belirleyici anlarından biri olarak tarihe geçti. Bu iflasın ardındaki finansal unsurları ve sürecin detaylarını anlamak, yalnızca finansal sistemin nasıl işlediğini değil, aynı zamanda bu tür krizlerin nasıl önlenebileceğini anlamak için de kritiktir. Lehman Brothers'ın çöküşüne yol açan bir dizi faktör, bankanın stratejik kararları, piyasa koşulları, düzenleyici eksiklikler ve sistematik risklerin birleşiminden kaynaklanıyordu. Bir sonraki bölümde Lehman Brothers'ın iflasına yol açan detayları daha derinlemesine inceleyerek, bu felaketin nasıl önlenebileceğini tartışılmıştır.

3.1. Lehman Brothers'ın Yatırım Stratejileri ve Risk Yönetimi

Lehman Brothers, 1990'ların sonlarından itibaren finansal piyasaların en hızlı büyüyen sektörlerinden biri olan mortgage tabanlı menkul kıymetler (MBS) ve türev ürünlere yoğun bir şekilde yatırım yapmaya başladı. Bu strateji, başlangıçta büyük kârlara yol açtı. Özellikle subprime mortgage kredileri, düşük kredi notuna sahip bireylere verilen yüksek faizli kredilerdi ve bu krediler, bankalar için yüksek getiri sağlıyordu. Lehman Brothers, bu kredileri toplayarak ve menkul kıymetleştirerek, yatırımcılara sattı. Ancak, bu tür kredilerin geri ödeme riski çok yüksekti ve bu durum, konut piyasasında yaşanacak olası bir durgunlukta büyük sorunlar yaratacaktı (Sarno ve Montani, 2018).

Konut piyasası, 2000'li yılların başlarında hızla büyüyen ve balon haline gelen bir piyasaydı. Konut fiyatları sürekli olarak artıyor ve bu da Lehman Brothers gibi bankaların mortgage tabanlı menkul kıymetlere olan güvenini artırıyordu. Ancak, 2007 yılında konut fiyatları düşmeye başladığında, subprime kredilerin geri ödeme oranları düştü ve bu kredilere dayalı menkul kıymetler hızla değer kaybetti. Lehman Brothers, bu noktada büyük zararlarla karşı karşıya kaldı. Banka, risk yönetiminde ciddi hatalar yaptı. Özellikle türev ürünler üzerinden büyük riskler aldı ve bu riskler, banka için kontrol edilemez hale geldi. Lehman Brothers'ın yönetimi, konut piyasasındaki bozulmanın etkilerini hafife aldı ve riskli yatırımlarını azaltmak yerine artırmaya devam etti. Banka, kredi temerrüt takasları (CDS) gibi karmaşık türev ürünlere yoğunlaştı. CDS'ler, belirli bir borcun temerrüde düşmesi durumunda yatırımcıya ödeme yapmayı taahhüt eden sigorta benzeri finansal araçlardır. Lehman Brothers, bu tür ürünleri büyük miktarlarda satarak, kredi piyasasındaki risklere karşı yüksek derecede maruz kaldı.

Konut piyasasındaki bozulmalar, bu türev ürünlerin değerinin düşmesine ve Lehman'ın bilançosunun hızla kötüleşmesine neden oldu. Banka, bu türev ürünler aracılığıyla milyarlarca dolarlık potansiyel yükümlülük altına girdi (McDonald, 2016).

3.2. Glass-Steagall Yasası'nın İptali

Büyük Buhran döneminde sonra 1933 yılında yürürlüğe giren Glass-Steagall Yasası, çıkar çatışmalarını azaltmak ve ortadan kaldırmak için ticari bankacılık faaliyetleri ile yatırım bankacılığı faaliyetlerini ayıran hükümler içermektedir. Bu yasa 1999 yılında yürürlükten kaldırıldı ve Gramm-Leach-Bliley Yasası yürürlüğe girdi. Gramm-Leach-Bliley Yasası, ticari bankaların yatırım bankacılığı faaliyetleri yürütmesine olanak tanımıştır. Bu tarihten sonra birçok ticari banka ile yatırım bankaları arasında satın alma/birleşme operasyonları gerçekleşmeye başladı. Lehman Brothers'da, yüksek kaldıraç pozisyonlarına sahip ticari bankalarla rekabet etmek amacıyla çeşitli ticari ve yatırım bankalarını satın alırken bazı bankalar ile birleşme yolunu tercih etti. Özellikle Lehman Brothers'ın birleşme faaliyetlerindeki etik olmayan tutumu, şirketi iflasa doğru sürükleyen çeşitli risklere maruz bıraktı. Başta Glass-Steagall Yasası'nın savunucuları olmak üzere birçok finansal analist bu yasal düzenlemenin Lehman Brothers'ın iflasına neden olduğunu ileri sürmüşlerdir (Mawutor, 2014).

3.3. Etik Olmayan Yönetim Uygulamaları

Sermaye piyasalarında yaşanan gelişmeler doğrultusunda yüksek büyüme oranları yakalamayı arzulayan Lehman Brothers, 2006 yılında düşük riskli bir aracılık modelinden yüksek riskli, sermaye yoğun bir bankacılık modeline geçmiştir. 2006 yılından önce varlıkları üçüncü taraflara "taşımak" için satın alan şirket, bu yıldan itibaren varlıkları kendi yatırımları olarak "depolamak" için satın almaya başladı. Bu durumda yatırımlardan elde edilecek getiri ile birlikte yatırım risklerini de üstlenmiş oldu. Lehman Brothers'ın yeni stratejisi, uzun vadeli varlıklara yaptığı yatırımların (ticari gayrimenkul, özel sermaye ve kaldıraçlı krediler) geleneksel yatırımlarından daha az likit olması nedeniyle iş riskini artırdı. Kısa vadeli borç ile uzun vadeli likit olmayan yatırımlar arasındaki uyumsuzluk borcun sürekli olarak devredilmesini gerektirmekteydi. Günlük olarak yüzlerce milyar dolar borç alan şirketin, bu büyüklükteki fonlara erişebilmesi için borç ödeme yeteneğine olan piyasa güvenini, başka bir ifade ile kredi notlarını koruması zorunluymuştu. Subprime krizi ortaya çıktıkça şirket, bu varlıkları kısa sürede nakit üretmek veya borç almak için teminat olarak kullanamazdı. Ekonomik koşullar kötüleştikçe ve piyasalar 2007 ve 2008'de geriledikçe şirket, elinde bulundurduğu varlıkların

doğası gereği, likit olmayan varlıklarını satmakta zorluk çekti ve bu nedenle kaldıracını tipik yollarla hızla azaltamadı. Lehman Brothers, krize yanıt olarak “Repo 105” ve “Repo 108” adı verilen bir muhasebe hilesini kullanarak mali sağlığının pembe ama yanıltıcı bir resmini çizmeye çalıştı (Dutta ve diğ., 2010).

3.4. Muhasebe Hileleri ve Finansal Manipülasyonlar

Lehman Brothers’ın iflas sürecindeki bir diğer önemli unsur, bankanın finansal durumunu olduğundan daha iyi göstermek için başvurduğu muhasebe hileleriydi. Özellikle “Repo 105” adı verilen bir muhasebe uygulaması, bankanın borç seviyelerini geçici olarak düşük göstermesine olanak tanıdı. Repo 105, Lehman’ın belirli varlıkları repo anlaşmaları aracılığıyla kısa süreliğine satmasını ve böylece bilançolarında bu varlıkların yer almamasını sağlıyordu. Bu işlem, bankanın borçlanma seviyelerini geçici olarak azaltarak yatırımcıların ve düzenleyicilerin Lehman’ın gerçek mali durumunu anlamasını zorlaştırdı (Hines vd., 2011).

Geleneksel geri alım sözleşmesi iki veya daha fazla finansal kuruluş arasında, bu kuruluşlardan birinin kısa vadeli teminatını nakit karşılığında elden çıkarmaya karar verdiği ve belirli bir süre sonra satıcının bunu önceden belirlenmiş bir tarih ve oranda geri satın alacağı koşuluyla anlaşma şeklinde ifade edilebilir. Satıcı tarafından teminat olarak verilen bu kısa vadeli menkul kıymetler, daha sonra alınan nakdin ve faizinin (genellikle %2) ödenmesi ile satıcıya geri dönmektedir. Satıcı vadesinde ödemeyi yapmazsa, alıcı teminat olarak alınan menkul kıymetleri geri ödeme için elden çıkarabilir. Özetle, Repo 105, firmaların likidite pozisyonlarını iyileştirmek için uzun vadeli finansal varlıklarını rehin ederek kısa vadeli fon toplamak için kullandıkları basit bir önlemdir. (Mawutor, 2014).

Bu kısa vadeli finansman işleminin muhasebe kaydında, borçlanmanın başlangıcında alacaklandırılan ve kredi geri ödemesi sırasında borçlandırılan bir hesap kullanır. Örneğin, bir şirket 85.000TL nakit alır ve teminat olarak 90.000TL menkul kıymet transfer ederse, günlük kayıt aşağıdaki şekilde olur (Yıldırım, 2008).

----- // -----	
Kasa	85.000 TL
Repo işleminden sağlanan fonlar	85.000 TL
----- // -----	
Repo ve Ters Repo İşlemlerinden Alacaklar	90.000 TL
Repo ve Ters Repo İşlemlerinden Borçlar	90.000 TL
----- // -----	

Daha sonraki bir tarihte, kısa vadeli borçlanma faiziyle geri ödendiğinde, günlük kayıt aşağıdaki şekilde olur:

----- // -----	
Repo işleminden sağlanan fonlar	85.000 TL
Repo işlemlerinde verilen faizler	5.000 TL
Kasa	90.000 TL
----- // -----	
Repo ve Ters Repo İşlemlerinden Borçlar	90.000 TL
Repo ve Ters Repo İşlemlerinden Alacaklar	90.000 TL
----- // -----	

*(*Tabakkuk eden faizin 5.000TL olduğu varsayılarak kayıt işlemi yapılmıştır.)*

Lehman Brothers standart repo işlemlerinden farklı yeni bir geri alım sözleşmesi türü oluşturdu. Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) 140'a göre menkul kıymetler üzerindeki kontrolü hakları belirli koşullar altında karşı tarafa transfer ediliyorsa "satış gibi" muhasebeleştirilebilmektedir. SFAS 140'a göre menkul kıymetlerin transfer eden taraftan izole edildiği, menkul kıymetleri elinde tutan tarafın herhangi bir kısıtlama olmadan menkul kıymetleri rehin verme-takas hakkı olduğu, transfer eden tarafın menkul kıymetler üzerindeki etkin bir kontrolünün olmadığı işlemler satış işlemi olarak muhasebeleştirilebilir. Lehman Brothers Londra'daki Lehman Brothers International Europe (LBIE) aracılığıyla Repo 105 işlemlerini, menkul kıymetlerin geçici olarak teminata verilmesi yerine "kesin satış" işlemi olarak muhasebeleştirilmiştir (Kocaman Bade, 2020).

Repo 105 işlemlerinin yapıldığı dönemde standart bir repo işlemi yaklaşık %2 kesinti ile yapılırken Lehman Brothers sabit gelirli menkul kıymetler

için %5 (Repo 105) ve hisse senedi menkul kıymetleri için %8 (Repo 108) kesinti ile işlem yapıyordu. Örneğın, Lehman 100 milyon dolar borç alırsa, şirket borç verene 105 milyon dolar sabit gelirli menkul kıymet veya 108 milyon dolar hisse senedi menkul kıymeti transfer ederdi. Lehman Brothers bu işlemleri Finansal Muhasebe Standartları Beyanı (SFAS) No. 140'a atıfta bulunarak menkul kıymet satışı olarak nitelendirdi. Transfer edilen menkul kıymetlerin değeri ile alınan nakit arasındaki farkı belirli bir tarihte geri alım opsiyonu olarak kaydetti. Tipik bir Repo 105 işleminin muhasebe günlük kaydı aşağıdaki gibidir (Dutta ve diğ., 2010).

----- // -----	
Kasa	\$100M
Gerialım Future Opsiyonu	\$5M
Menkul Değerler	\$105M
----- // -----	

Repo 105 satış işlemi olarak nitelendirildiği için ayrıca hiçbir yükümlülük kaydı yapılmamaktadır. Daha sonraki bir tarihte, nakit geri ödendiğinde ve menkul kıymetler “geri satın alındığında”, geri satın almayı kaydetmek için günlük giriş aşağıdaki muhasebe kaydı yapılır.

----- // -----	
Menkul Değerler	\$105M
Faiz Giderleri*	\$0,2M
Kasa	\$105,2M
Gerialım Future Opsiyonu	\$5M
----- // -----	

(*Tabakkuk eden faizin 0,20 milyon dolar olduğu varsayılmıştır)

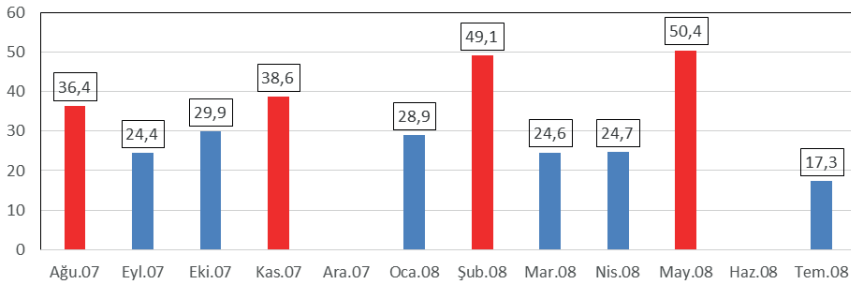
Ayrıca, transfer edilen menkul kıymetler ile alınan nakit arasındaki fark bir varlık hesabına tahsis edildiğinden, menkul kıymetlerin satışı sırasında hiçbir kazanç veya kayıp kaydedilmez. Bir işlemi Repo 105 olarak yapılandırmak, ilk borçlanma sırasında toplam varlıkları, toplam yükümlülükleri, öz sermayeyi ve geliri değıştirmez. Öte yandan ayrı bir işlem olarak, ödünç alınan nakitin, diğeri yükümlülükleri “ödemek” için kullanılması hem varlıkları hem de yükümlülükleri azaltır.

Repo işlemlerinin ve Repo 105 işlemlerinin finansal tablolara etkileri (Tözüm, 2016) aşağıda Tablo 2'de sunulmuştur.

Tablo 2: Standart Repo ve Repo 105 İşlemlerinin Mali Etkileri

İşlem Tipi		
Etki Alanı	Standart Repo	Repo 105
Bilanço	Bilanço değişmez.	Transfer edilen menkul kıymetler satılmış olarak kabul edildiği için repo vadesi boyunca bilanço küçülür.
Toplam Varlıklar	Borçlanılan nakit toplam varlıkları artırır.	Toplam varlıklar değişmeden kalır.
Toplam Borçlanmalar	Alınan nakit karşılığında borçlarda bir artış kaydı yapılır.	Alınan nakit, borçlarda bir artış olarak kaydedilmez.
Toplam Yükümlülükler	Ödünç alınan nakdin geri ödenmesi gerektiği için yükümlülükleri artırır.	Satış kaydı olduğu için bir yükümlülük kaydı yapılmadığı için toplam yükümlülük artmaz.
Kaldıraç Rasyoları	Kaldıraç üzerinde etkisi yoktur.	Temin edilen fonların diğer kısa vadeli yükümlülüklerin ödenmesinde kullanılması toplam varlıkları azaltarak kaldıraç rasyolarını düşürür.

Repo ve Repo 105 işlemleri esas olarak benzer olmalarına rağmen bilanço etkileri yönüyle farklılık arz etmektedir. Fakat Repo 105, sıradan repo anlaşmalarına kıyasla daha pahalı bir finansman kaynağıdır. Bu nedenle Repo 105 işlemleri ağırlıklı olarak bilanço dönemlerinin sonunda tercih edilen bir finansal araç olmuştur. Lehman Brothers'ın Ağustos 2007 – Temmuz 2008 tarihleri arasında aylık dönemler bazında Repo 105 Kullanımları Şekil 4'de sunulmuştur (Valukas, 2010).



Şekil 4 - Lehman Brothers Repo 105 Kullanımı (\$ Milyar)

Lehman Brothers'ın finansal tablolarına ilişkin 3 aylık dönem sonları Şubat, Mayıs, Ağustos ve Kasım şeklindedir. Şekil 1 incelendiğinde Aralık 2007 ve Haziran 2008 dönemlerinde repo 105 işleminin yapılmadığı,

çeyreklik dönemlerin son ayı dışındaki ay sonlarında ise 25 milyar \$ seviyelerinde olduğu görülmektedir. 3 aylık bilanço dönemlerinin sonlarında ise ciddi bir artış göstermiştir. Ocak 2008'de 28,9 Milyar \$ olan Repo 105 işlemleri Şubat 2008'de yaklaşık %70 oranında artış göstermiştir. Nisan 2008'den Mayıs 2008'e gelindiğinde ise Repo 105 işlemleri %100'den fazla artış göstererek 24,7 Milyar \$'dan 50,4 Milyar \$'a yükselmiştir.

Repo 105, esasen bir muhasebe hilesiydi ve Lehman'ın bilançosunu olduğundan daha güçlü göstererek piyasalardaki güveni korumaya çalıştı. Ancak, bu tür manipülasyonlar, krizin derinleştiği bir ortamda bankanın gerçek durumunu gizleyemedi. Repo 105 uygulaması, Lehman Brothers'ın bilançolarının şeffaflığını ciddi şekilde zedeledi ve yatırımcıların yanıltılmasına neden oldu. Bu durum, piyasalarda bankaya olan güvenin hızla azalmasına yol açtı ve Lehman'ın iflas sürecini hızlandırdı (Hines vd., 2011).

Muhasebe hileleri, finansal raporlama standartlarının ve düzenleyici denetimlerin zayıflığını ortaya koydu. Lehman Brothers, bu tür manipülasyonlarla kısa vadeli sorunlarını gizlemeye çalıştı, ancak bu strateji, bankanın uzun vadede karşılaştığı riskleri daha da artırdı. Finansal raporlardaki şeffaflık eksikliği, yatırımcıların ve düzenleyicilerin Lehman'ın gerçek durumunu zamanında anlamasını engelledi. Bu durum, krizin daha da derinleşmesine ve bankanın likidite sorunlarının çözülmesini zorlaştırdı.

3.5. Yüksek Kaldıraç Kullanımı ve Likidite Krizi

Finansal kaldıraç, bir firmanın öz sermayeye göre borçla finanse edilme derecesini ölçer. Ödünç alınan fonlardan, ödünç alma maliyetini aşan daha yüksek bir getiri elde etmek, şirketin hissedarlarına yalnızca öz sermaye fonlarını kullanmaktan daha yüksek getiri sağlar. Hissedarlar, potansiyel olarak daha yüksek getiri sağlayabileceği için belirli bir miktarda kaldıraç isterler. Finansal kaldıraçın yüksek olması başka bir ifadeyle borcun öz sermayesine oranının artması elde edilen getiriyi artırır. Öte yandan daha yüksek bir borç seviyesi hissedarları ve alacaklılar için şirketin borcunun temerrüde düşme olasılığı artırdığı için daha yüksek risk anlamına gelmektedir. Bu nedenle hissedarlar ve alacaklılar için finansal kaldıraç oranları, şirketler için ise borç-öz sermaye dağılımını yönetmek önem arz etmektedir (Jeffers, 2011).

En büyük yatırım bankaları, krize kadar finansal kaldıraçtan yararlanmayı tercih etti. Bu strateji, sınırlı sermayeyi korurken büyümelerini sürdürmelerini ve karlarını artırmalarını sağladı. Aşırı kaldıraç, finansal krize katkıda bulunan faktörlerden biri olmuştur. 2007 ortalarından itibaren gayrimenkul piyasaları zayıflama belirtileri görülmeye başladı. Derecelendirme kuruluşları Lehman Brothers ve diğer yatırım bankalarının, gayrimenkulle ilgili varlıklarının

değeri ve likiditelerini inceleyerek kaldıraçlarını azaltmalarını talep etmeye başladı. Kaldırıcı azaltmak için firmaların iki seçeneği vardı: öz sermayeyi artırmak veya varlıkları satmak. Lehman Brothers, 2008'in başlarında 6 milyar dolar ek sermaye toplamış olsa da varlıklarını satmayı tercih etti. Ancak Lehman Brothers, piyasanın yavaşlaması nedeniyle varlıkları kabul edilebilir fiyatlardan satmada başarısız oldu. Varlıklarını düşük fiyat ile satması zarar etme riskini doğuracak ayrıca benzer türdeki kalan varlıklarının değerini sorgulatacaktır. Bu nedenle şirket varlıklarını indirimli fiyatlardan satmaya isteksiz davrandı (Wiggins ve diğ., 2014).

Lehman Brothers bu finansal kaldırıcı yeterince iyi yönetemedi ve yüksek düzeyde risk alma yolunu tercih etti. Lehman Brothers, sağlıklı olan finansal durumunu gizlemek için Repo 105 işlemlerinin kullanımına başvurarak derecelendirme kuruluşlarını, alacaklılarını, yatırımcıları aldatmaya çalışmıştır. Her çeyreğin sonundan hemen önce yapılan Repo 105 işlemin net etkisi, elde edilen nakit uzun vadeli yükümlülüklerin azaltılmasında kullanılması sonucu bilançonun her iki tarafının da küçülmesi şeklinde olmaktadır. Böylelikle bu yanıltıcı oranlar ile firmanın yüksek kaldırıcı, risklilik, düşük karlılık ve zayıf varlık kullanımını maskeleymektedir (Jeffers, 2011).

Tablo 3: Repo 105 İşleminin Lehman Brothers'ın Kaldıraç Oranı Üzerindeki Etkisi (Milyar \$)

	Kullanılan Repo 105 Miktarı	Raporlanan Net Kaldıraç	Repo 105 Olmadan Net Kaldıraç	Fark	Raporlama Farkı (%)
2007 – 4. Çeyrek	38,60	16,1	17,8	1,7	10.56%
2008 – 1. Çeyrek	49,10	15,4	17,3	1,9	12.34%
2008 – 2. Çeyrek	50,38	12,1	13,9	1,8	14.89%

Kaynak: Valukas, 2010; Dutta ve diğ., 2010.

Lehman Brothers'ın 2007'nin dördüncü çeyreğinde kamuoyuna 16,1 net kaldırıcı oranı bildirmiştir. 2008'in birinci çeyreğinde 15,4 ve ikinci çeyreğinde 12,1 net kaldırıcı oranı raporlanmıştır. Repo 105 işlemlerinin bilanço avantajı olmadan, Lehman Brothers'ın aynı dönemler için net kaldırıcı oranları sırasıyla 17,8x, 17,3x ve 13,9x olurdu. İki raporlama arasında %10-%15 arasında değişen oranlar fark bulunmaktadır.

Lehman Brothers'ın dış denetçisi Ernst & Young önemliliği genellikle, net kaldırıcı 0,1 veya daha fazla (genellikle 1,8 milyar \$) oranında hareket ettiren, tek başına veya toplamda herhangi bir kalem olarak tanımlamaktadır. Repo 105 işlemleri, net kaldırıcı onda bir oranında çok da üzerinde bir

değerde, 1 tam puandan etkilemiştir. Sonuç olarak Lehman Brothers'ın 2007 sonu ile 2008 başında çeyrek dönem sonlarında onlarca milyar dolarlık Repo 105 işlemlerini kullanmasının, şirketin mali tablolarını ve finansal oranlarını önemli ölçüde yanıltıcı hale getirdiğini söylenebilir (Valukas, 2010).

Yüksek kaldıraç kullanımı, Lehman Brothers'ı piyasa dalgalanmalarına karşı son derece savunmasız hale getirdi. Konut piyasasında başlayan ve diğer finansal piyasalara yayılan kriz, Lehman Brothers gibi yüksek kaldıraç kullanan kurumlar için büyük bir tehlike oluşturdu. Lehman'ın varlıklarının değeri düşmeye başladığında, yüksek kaldıraç oranı bu zararları daha da büyüttü ve bankanın sermaye yetersizliği yaşamasına neden oldu. Bankanın likidite durumu, bu süreçte hızla kötüleşti. Lehman Brothers, büyük ölçüde kısa vadeli borçlanmaya dayanıyordu ve bu borçlanma, repo piyasaları gibi likidite sağlayan kaynaklardan sağlanıyordu. Ancak, 2008 yılı ilerledikçe, Lehman Brothers'ın likidite havuzu hızla azaldı. Lehman Brothers'ın likidite krizine girmesi, bankanın borçlarını yeniden finanse edememesine ve nakit akışlarının durmasına yol açtı. Banka, borçlarını ödeyebilmek için yeterli nakit bulamadı ve bu da iflasa giden süreci hızlandırdı. Likidite krizinin derinleşmesi, Lehman'ın piyasadaki güvenilirliğini sarstı ve yatırımcıların bankadan kaçmasına neden oldu. Banka, nakit akışlarını sürdürmek için varlıklarını satmaya zorlandı, ancak bu satışlar da piyasalardaki panik nedeniyle zararına yapıldı. Bu durum, Lehman Brothers'ın finansal durumunu daha da kötüleştirdi ve iflasa yol açtı (Chen vd., 2014; Mawutor, 2014).

3.6. Kredi Derecelendirme Kuruluşları ve Sistemik Risk

Lehman Brothers'ın kredi notları, iflas sürecinde bankanın karşılaştığı zorlukların bir diğer önemli göstergesi oldu. Kredi derecelendirme kuruluşları, Lehman Brothers'ın finansal durumunu değerlendirdiğinde, bankanın notlarını başlangıçta yüksek tuttu. 2008'in başlarında Lehman Brothers'ın kredi notu hala A seviyesindeydi, bu da bankanın düşük riskli olarak değerlendirildiği anlamına geliyordu. Ancak, konut piyasasındaki bozulmalar ve bankanın maruz kaldığı büyük zararlar ortaya çıktıkça, kredi derecelendirme kuruluşları Lehman'ın notlarını hızla düşürmeye başladı. Lehman Brothers'ın kredi notlarının düşmesi, bankanın finansal piyasalardan borçlanmasını daha da zorlaştırdı. Yatırımcıların ve kredi sağlayıcılarının bankaya olan güveni sarsıldı, bu da Lehman'ın likidite krizine girmesine yol açtı. Kredi derecelendirme kuruluşlarının Lehman Brothers'a yönelik değerlendirmeleri, bankanın mali durumu hakkında piyasalara yanlış sinyaller verdi. Derecelendirme kuruluşları, Lehman'ın maruz kaldığı riskleri ve bilançolarındaki zayıflıkları yeterince hızlı bir şekilde değerlendiremedi. Bu durum, Lehman'ın iflas sürecini hızlandırdı

ve küresel finansal sistemde büyük bir şok dalgası yarattı (White, 2010; Siczka vd., 2011; Adu-Gyamfi, 2015).

Kredi derecelendirme kuruluşlarının rolü, Lehman Brothers'ın iflasında kritik bir öneme sahipti. Bu kuruluşlar, finansal kurumların risklerini doğru bir şekilde değerlendirme ve piyasalara bu riskler hakkında bilgi verme sorumluluğuna sahiptir. Ancak, Lehman Brothers'ın durumunda, derecelendirme kuruluşları bankanın risklerini yeterince hızlı ve doğru bir şekilde değerlendiremedi. Bu durum, finansal piyasalarda yanıltıcı bir güven duygusu yarattı ve Lehman'ın iflasına katkıda bulundu.

4. Sonuç

Lehman Brothers'ın çöküşü, finansal sistemin ne kadar karmaşık ve kırılgan olabileceğini gösteren bir olay olarak hafızalara kazındı. Bu çöküş, sadece Lehman Brothers'ın stratejik hatalarının değil, aynı zamanda küresel finansal sistemin yapısal zayıflıklarının da bir sonucu olarak değerlendirilmektedir. Bankanın aşırı risk alma eğilimleri, yüksek kaldıraç kullanımı, muhasebe hileleri ve yetersiz düzenleyici gözetim, bu felakete yol açan temel faktörler olarak öne çıkmaktadır.

Lehman Brothers'ın iflası, finansal düzenlemelerin ne kadar kritik olduğunu ve bu düzenlemelerin sürekli olarak güncellenmesi ve güçlendirilmesi gerektiğini ortaya koymuştur. Krizin ardından gelen reformlar, finansal sistemin daha dayanıklı hale getirilmesine yönelik önemli adımlar içerse de, bu reformların yeterliliği konusunda hala tartışmalar sürmektedir. Finansal sistemin daha şeffaf, sorumlu ve dirençli hale getirilmesi, gelecekte benzer krizlerin önlenmesi için kritik öneme sahiptir.

Sonuç olarak, Lehman Brothers skandalı, finansal sistemin karmaşıklığını ve bu sistemin düzgün işleyişinin ne kadar hayati olduğunu bir kez daha hatırlatmıştır. Finansal piyasalarda şeffaflık, sorumluluk ve dikkatli risk yönetimi prensipleri üzerine inşa edilen bir sistem, benzer felaketlerin önlenmesine yardımcı olabilir. Lehman Brothers'ın çöküşünden çıkarılacak dersler, gelecekte daha sağlam ve güvenilir bir finansal sistemin oluşturulması için rehber niteliğindedir. Bu nedenle, finansal kurumlar, düzenleyiciler ve politika yapımcılar, bu dersleri dikkate alarak, daha sürdürülebilir ve adil bir finansal sistem inşa etmek için çaba göstermelidir.

Lehman Brothers'ın batmaması, kısa vadede finansal piyasalar ve küresel ekonomi için daha az yıkıcı sonuçlar doğurabilirdi. Ancak, bu durum uzun vadede finansal sistemin kırılganlıklarını artırabilir ve gelecekte daha büyük risklerin birikmesine yol açabilirdi. Krizin doğası gereği, Lehman Brothers'ın iflası, sistemdeki derin zayıflıkları ortaya çıkararak, finansal

düzenlemelerde köklü reformlar yapılmasını ve piyasa katılımcılarının risk yönetimi stratejilerini yeniden değerlendirmesini sağladı. Bu nedenle, Lehman Brothers'ın batışının önlenmesi, kısa vadede finansal istikrarı koruyabilirdi, ancak uzun vadede sistemik riskleri ortadan kaldırmak için gereken reformların yapılmasını geciktirebilirdi.

Lehman Brothers'ın çöküşü, bir dizi stratejik hata, düzenleyici eksiklikler ve piyasa koşullarının birleşimiyle tetiklenmiştir. Bu felaketi önlemek için atılabilecek birkaç kritik adım bulunmaktadır:

- **Risk Yönetiminin Güçlendirilmesi:** Lehman Brothers, risk yönetimi stratejilerinde ciddi hatalar yaptı. Banka, subprime mortgage kredilerine ve türev ürünlere aşırı derecede maruz kaldı. Daha güçlü bir risk yönetimi sistemi, bankanın bu tür riskleri daha iyi anlamasını ve yönetmesini sağlayabilirdi. Özellikle türev ürünler ve yüksek kaldıraç kullanımı konusundaki risklerin daha sıkı bir şekilde kontrol edilmesi gerekirdi.
- **Daha Düşük Kaldıraç Oranı:** Lehman Brothers'ın 30:1 gibi aşırı derecede yüksek bir kaldıraç oranı kullanması, bankayı piyasa dalgalanmalarına karşı son derece savunmasız hale getirdi. Bankanın kaldıraç oranını daha makul bir seviyede tutması, piyasa şoklarına karşı daha dayanıklı olmasını sağlayabilirdi.
- **Muhasebe Hilelerinin Önlenmesi:** Lehman Brothers'ın Repo 105 gibi muhasebe hilelerine başvurarak finansal durumunu manipüle etmesi, yatırımcıları yanıltıcı bilgilerle yönlendirdi ve piyasalarda yanlış bir güven duygusu yarattı. Daha sıkı muhasebe standartları ve düzenleyici denetimler, bu tür hileleri önleyebilirdi.
- **Düzenleyici Gözetimin Güçlendirilmesi:** Lehman Brothers'ın iflası, finansal düzenleyicilerin bankaları ve riskli faaliyetlerini yeterince sıkı bir şekilde denetlemediğini ortaya koydu. Daha güçlü bir düzenleyici gözetim ve daha sıkı sermaye gereksinimleri, Lehman Brothers'ın aşırı risk alma eğilimini sınırlayabilirdi.
- **Kredi Derecelendirme Kuruluşlarının Daha Etkin Çalışması:** Kredi derecelendirme kuruluşları, Lehman Brothers'ın risklerini zamanında ve doğru bir şekilde değerlendiremedi. Bu kuruluşların daha sıkı denetlenmesi ve performanslarının artırılması, finansal piyasaların daha doğru bilgilerle hareket etmesini sağlayabilirdi.
- **Likidite Yönetiminin İyileştirilmesi:** Lehman Brothers'ın likidite yönetimi, bankanın kriz anında nakit akışlarını sürdürememesine yol

açtı. Daha güçlü bir likidite yönetimi stratejisi, bankanın borçlarını ödeyebilmek için yeterli nakit bulmasını sağlayabilirdi.

- **Erken Müdahale ve Kurtarma Stratejileri:** Lehman Brothers'ın iflası, finansal piyasalar üzerinde büyük bir şok etkisi yarattı. Hükümetler ve düzenleyiciler, krizin erken aşamalarında müdahale ederek ve bankayı kurtarma stratejileri geliştirerek bu tür bir felaketi önleyebilirdi. ABD hükümeti, Lehman Brothers'ın kurtarılması için bir kurtarma paketi sunmayı reddetti, bu da iflasın gerçekleşmesine neden oldu. Erken müdahale, sistematik riski azaltabilir ve küresel finansal sistemdeki paniği engelleyebilirdi.

Kaynakça

- Adu-Gyamfi, M. (2015). The Analysis of the Collapse of Lehman Brothers. *Available at SSRN 2771615*.
- Chen, R. R., Chidambaran, N. K., Imerman, M. B., & Sopranzetti, B. J. (2014). Liquidity, leverage, and Lehman: A Structural Analysis of Financial Institutions in Crisis. *Journal of Banking & Finance*, 45, 117-139.
- Corporate Finance Institute. (2024). Lehman Brothers - Overview, History, the Fall From Grace. https://corporatefinanceinstitute.com/resources/career-map/sell-side/capital_markets/lehmanbrothers/#:~:text=Summary,become%20a%20financial%20industry%20powerhouse. Erişim Tarihi: 06.08.2024.
- Dutta, S. K., Caplan, D., & Lawson, R. (2010). Lehman's Shell Game: Poor Risk Management. *Strategic Finance*, 92(2), 23-29.
- Fernando, C. S., May, A. D., & Megginson, W. L. (2012). The Value of Investment Banking Relationships: Evidence from the Collapse of Lehman Brothers. *The Journal of Finance*, 67(1), 235-270.
- Gray, K. R., Frieder, L. A., & Clark Jr, G. W. (2007). Financial Bubbles and Business Scandals in History. *International Journal of Public Administration*, 30(8-9), 859-888.
- Hines, C., Kreuze, J., & Langsam, S. (2011). An Analysis of Lehman Brothers Bankruptcy and Repo 105 Transactions. *American Journal of Business*, 26(1), 40-49.
- International Monetary Fund (2009). Global Financial Stability Report. Chapter 1, October, 5.
- Jeffers, A. E. (2011). How Lehman Brothers Used Repo 105 to Manipulate Their Financial Statements. *Journal of Leadership, Accountability & Ethics*, 8(5), 44-55.
- Johnson, M. A., & Mamun, A. (2012). The Failure of Lehman Brothers and Its Impact on Other Financial Institutions. *Applied Financial Economics*, 22(5), 375-385.
- Kocaman Bade, E. (2020). Lehman Brothers skandalı. A. Hazar ve Ş. Babuşcu (Ed.), *Finansal Skandallar* (pp. 156-170). Akademi Consulting Training.
- Maux, J.L., & Morin, D. (2011). Black and White and Red All Over: Lehman Brothers' Inevitable Bankruptcy Splashed Across Its Financial Statements. *International Journal of Business and Social Science*, 2 (20), 1-10.
- Mawutor, J. K. M. (2014). The Failure of Lehman Brothers: Causes, Preventive Measures and Recommendations. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(4), 85-91.

- Mawutor, J. K. M. (2014). The Failure of Lehman Brothers: Causes, Preventive Measures and Recommendations. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(4).
- McDonald, O. (2016). *Lehman Brothers*. Manchester University Press.
- Mieszala, R. (2019). Impact of the Collapse of the Lehman Brothers Bank and the 2008 Financial Crisis on Global Economic Security. *Scientific Journal of the Military University of Land Forces*, 51(1 (191), 146-154.
- Oh, J. (2015). The Leverage Cycle: A Case Study of Lehman Brother's Bankruptcy (Master's thesis). KDI School of Public Policy and Management.
- Ohoukoh, K. (2012). What Caused the Failure of Lehman Brothers? Could It Have Been Prevented? How?. *Could It Have Been Prevented*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2277574> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2277574>.
- Sarno, P. M., & Montani, N. (2018). *Derivatives, Financial Fragility and Systemic Risk: Lessons from Barings Bank, Long-Term Capital Management, Lehman Brothers and AIG* (No. PKWP1812).
- Sieczka, P., Sornette, D., & Holyst, J. A. (2011). The Lehman Brothers Effect and Bankruptcy Cascades. *The European Physical Journal B*, 82, 257-269.
- Sorkin, A. R. (2010). *Too Big to Fail: The Inside Story of how Wall Street and Washington Fought to Save the Financial System--and Themselves*. Penguin Books.
- Summe, K. (2011). Misconceptions about Lehman Brothers' Bankruptcy and the Role Derivatives Played. *Stanford Law Review Online*, 64, 16.
- Tebogo, B. (2012). The Failure and Collapse of Lehman Brothers. <https://ssrn.com/abstract=2060758>.
- Toms, S. (2019). Financial Scandals: a Historical Overview. *Accounting and Business Research*, 49(5), 477-499.
- Tözüm, H. (2016). Lehman Brothers'in Repo Oyunu: REPO 105. *Bankacılar Dergisi*, 96, 5-31.
- Valukas, A. R. (2010). Lehman Brothers Holdings Inc. Chapter 11 Proceedings Examiner Report (Case No. 08-13555). Vol.3 of 9, Sec.3.A 4: Repo 105. United States Bankruptcy Court Southern District of New York.
- White, L. J. (2010). Credit-rating Agencies and the Financial Crisis: Less Regulation of CRAs is a Better Response. *Journal of International Banking Law*, 25(4), 170.
- Wiggins, R. Z., Piontek, T., & Metrick, A. (2014). The Lehman Brothers Bankruptcy A: Overview (Yale Program on Financial Stability Case Study 2014-3a-v1). Yale School of Management. Retrieved October 1, 2014, Revised July 10, 2015.

- Wiggins, R., Piontek, T., & Metrick, A. (2014). The Lehman Brothers Bankruptcy a: Overview. *Yale Program on Financial Stability Case Study*. 2014-3a-v1.
- Yıldırım, M. (2017). Banka Muhasebesi, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Yayın No: 258, İstanbul.

Volkswagen Dizel Araçlarda Emisyon Vakası ve Yeşil Aklama

Meltem Keskin¹

Özet

Volkswagen (VW) emisyon skandalı, 18 Eylül 2015 tarihinde ortaya çıkmıştır. Dünya genelinde VW, dizel arabalarda test sırasında emisyon değerlerini azaltabilmek amacı ile dizel motorlarında “sahte yazılım” yerleştirerek çevre kirliliği, kamu sağlığı ve hukuku yok saymıştır. Bu manipülasyonun ilk olarak Amerika Birleşik Devletleri’nde ortaya çıkması ile birlikte VW şirketinin hisse senedi fiyatları 2 hafta içinde %35 oranında düşmüştür. Bu ani değer kayıplarının yanı sıra Almanya’da VW aleyhine büyük maddi ölçekli tazminat davaları açılmıştır. Ayrıca dünya çapında VW dizel araç sahipleri de, haklarının korunması konusunda davalar açmışlardır. VW’nin tüm bu olumsuzluklardan kurtulup yeniden itibarını sağlayıp sağlayamayacağı tartışılırken, 2017 yılında şirket krizi iyi yöneterek tekrar dünyanın büyük otomobil üreticileri arasında yer almayı başarmıştır. Umulmadık bu artış, kimileri için skandalın sona erdiğinin kanıtı sayılmasına rağmen, göstergeler VW’nin bu olaydan henüz tam olarak aklanmadığına ve skandal kaynaklı bazı sorunların varlığına işaret etmektedir. Bu çalışmada, VW emisyon skandalı ile ortaya çıkan kriz süresince yayınlanan belgeler incelenmiş olup VW şirketinin/ yatırımcıların olaydan nasıl etkilendikleri ve bu krizden çıkarılacak sonuçlar değerlendirilmiştir.

1. Giriş

Piyasalarda görülebilen skandallar önceleri yalnızca denetim şirketlerini ilgilendiriyormuş gibi görünse de ekonomileri etkilemekte ve kamuoyunda sahtekârlıklar konusunda farkındalık yaratmak açısından önemli olabilmektedirler. Dünyada etki uyandıran Enron olayı, sonraki dönemlerde baş gösteren VW emisyon skandalı, bu tür vakalara iki örnektir. Kilby (2022), sahtekârlık yapan kişi veya kuruluşlar hakkındaki düşüncelerini

1 Doçent, Ankara Yıldırım Beyazıt Üniversitesi (<https://ror.org/05ryem72>), ŞUBE, meltemkeskin@aybu.edu.tr, ORCID ID: 0000-0002-8536-4940.

“sahtekârlığa başvuran şirket veya insanlar, temel amaçlarına erişebilmek için yaptıkları hilenin hakları olduğunu düşünür ve herkes onların iyi bir şirket veya bireyler olduğuna inanırlar böyle olmasaydı aksi halde profesyonel bir suçlu olurlardı” cümlesi ile ifade etmiştir. Sahtekârlığın çevreyi etkilemesi ise dünyanın bütününe etkileme potansiyeli nedeniyle hassasiyeti artırmaktadır. Dünyada çevreyi korumayla ilgili duyarlıklar da gün geçtikçe artmaktadır, bireylerden ve şirketlerden çevre dostu olmaları da beklenmektedir.

Günümüzde çevreye duyarlı ve sürdürülebilir işletmeler, ister yatırımcılar olsun ister tüketici açısından olumlu itibar kazanmaktadır. Uluslararası düzeyde çevre duyarlılığının arttığı günümüzde işletmeler çevreye hassasiyet çerçevesinde yapılmaktadır. Ancak kimi zaman yatırımcı ve tüketiciyi aldatma pahasına doğaya saygılı ve çevre ile barışık işletme olma imajını vurgulamanın yanı sıra bu imaj ile kar oranlarını yükseltmek adına yeşil aklama yöntemleri kullanarak sürdürülebilirlik problemleri oluşturabilmektedir.

Uluslararası otomobil firmalarının büyüklerinden biri olan VW'nin 1937 yılında Nasyonal Sosyalist Alman Partisi'nde kurulan ve Almanca'da “halkın arabası” anlamına gelen otomobil ve ticari araç kapsamında, dünyanın önde gelen araba üreticilerinden biridir (Kalemci, 2017: 424). Dünya genelinde AR-GE harcamalarına da büyük pay ayıran grubun sorumluluğunda yürütülen “Mavi Düşün” sosyal sorumluluk çalışma ve kampanyalarında belirlediği sürdürülebilirlik kriterleri emisyon krizi ile birlikte yanıtıcı olduğu Amerikan Birleşik Devletleri Çevre Koruma Komisyonu (United States Environmental Protection Agency - EPA), tarafından ortaya çıkarılmıştır. VW grubunun “Dieselgate” olarak adlandırılan araçlarının tanıtımında düşük yakıt tüketimi ve “temiz dizel” bilgilendirmelerinin yanıtıcılığı EPA tarafından kanıtları ile kamuoyuna sunulmuştur. VW dizel araçları olması gereken emisyon salınımindan yaklaşık kırk kat daha yüksek emisyon salınımı yaptığı ve bu gerçekliği gizleyebilmek ve emisyon salınım oranlarını düşük göstermek için ise yanıtıcı yazılım kullandığı yani etik kuralları da ihlal ettiği suçlamaları ile karşı karşıya kalmıştır.

EPA'nın suçlaması, VW grubunun ABD'de satılan dizel donanımlı otomobillerin 482.000'inde yasa dışı emisyon kontrol yazılımı bulunduğu yönündedir. Bu “sahte yazılım” cihazları emisyon kontrolleri sırasında devreye girmiştir ve emisyonları azaltmıştır. Test dışı durumlarda ise sahte yazılım devre dışı bırakılmaktadır (Parloff, 2018). VW kısa sürede iddiaları kabul etmiştir ve skandalın kapsamının yalnızca ABD'de satılan 482.000 araçta değil dünya çapında satılan toplam 11 milyon araçta sahte yazılım olduğu açıklanmıştır. VW üzerindeki doğrudan etki, VW, CIO'sunun görevden alınmasıdır ve başlangıçta 7,3 milyar Amerikan doları bir fatura ödeme yapmak durumunda kalmıştır. Bir hafta içinde VW'nin hisse senedi

fiyatları, %32 düşmüştür ve bu da yaklaşık 17 milyar Dolarlık hisse senedi değer kaybına yol açmıştır (Jacobs ve Singhal, 2020: 2230). BBC News (2015) haberine göre; ABD’de 2009-2015 yılları arasında VW grubunun ürettiği Audi A3 model arabaları ve VW (Beetle, olf, Jetta, ve Passat) araçların yazılımlarında sahtecilik yapıldığı şirket (VW) tarafından açıklanmıştır. Yine aynı haber kaynağına göre; ABD’de başlayıp Avrupa’da etkileri kısa sürede görülen kriz ile birlikte VW şirketinin hisse değeri Frankfurt borsasında %20 değer kaybetmiştir şeklindedir. Bu olay ile halka açık şirketlerin finansal performansı üzerine “skandal” olarak anılan örnek olay, küresel otomotiv ekosisteminin bir parçası olarak literatürde yerini almıştır.

Yatırımcıların ve kullanıcıların çevre dostu sürdürülebilir ürünlere yönelik tercihleri zaman zaman yatırım danışmanları ve kurumlar tarafından manipüle edilebilmektedir. Şirketlerin itibar algısı, yönetilmesi gereken çabalar bütünüdür (Fombrun ve Shanley, 1990). Özellikle şirketler için var olmanın rekabete dayalı olduğu günümüzde itibar, kurumların öne çıkmak ve fark yaratmak adına sahip olduğu varlıkların başında gelmektedir. Bu çalışma, VW dizel emisyon skandalının etkisi ikincil veriler ışığında ampirik kanıtlar sunmaktadır. Bu çalışma ayrıca, emisyon manipülasyonu gibi etik olmayan ve sorumsuz davranışların önlenmesine ilişkin çıkarımlar, yeşil aklama skandalı önlemleri ve sürdürülebilirlik krizinin nasıl önlenebileceği iç görülerini de sunmaktadır. Bu doğrultuda çalışmada olay inceleme (temellendirilmiş teori, açık sistem teşhisi, vaka analizi) yöntemi kullanılmıştır. Olay inceleme, çalışmasının amacı olup bitenlerin doğrudan bir yorumunu ortaya koymak ve incelenen olgunun tüm yönlerine dair iç görü elde edebilmektir (Hagg ve Hedlund, 1979: 139). Mevcut olay çalışmasında, VW emisyon skandalı olgusunun nasılları ve nedenleri incelenmiştir.

2. Literatür Çalışması

Temiz ve sürdürülebilir çevre için öncü çalışmalardan birisi Carson (1962) çalışmasıdır. Çalışma ABD’de çevre konusunda bir dönüm noktası olmuştur. XX. yüzyılın ikinci yarısı ile birlikte hızlanarak artan çevreci yaklaşımlar firmalar tarafından da kullanılmaya başlamıştır. İklim değişimi ile birlikte çevresel duyarlılık artmış ve şirketler çevre dostu olma çabalarını artırarak farklılaşmışlardır. Şirketler sürdürülebilir olma yolunda büyük adımlar atarak çevre sorumluklarını yerine getirirken rekabette de üstünlük yakalamışlardır. Ülkelerin çevresel sorumlukları ve çevresel kaygı düzeyleri artmıştır. Buna bağlı olarak tüketici ve yatırımcı davranışları da yeşil ürünlere yönelmiştir. Bu dönemde yeşil finans artık dünyada yaşamaların içinde yer almıştır. Sürdürülebilir kalkınmanın kaynakları da yeşil finans aracılığı ile desteklenmeye başlanmıştır (Keskin, 2022: 57-60).

Literatürde yeşil, sürdürülebilir ve çevreci piyasalar ve fonlamalarla ilgili pek çok çalışma yer almakla birlikte bu bölümde, çevreci sosyal sorumluluk kampanyalarını sürdürdüğünü iddia eden VW grubun yaşadığı emisyon krizi konusu ile ilgili çalışmalar değerlendirilmektedir.

Bachmann vd. (2023) çalışmalarında, emisyon skandalını VW dışındaki Alman otomobil üreticilerine yayılma etkilerini incelemişler ve yıllık satışlarında %34,6'lık bir düşüş yaşandığını tespit etmişlerdir. Ding vd. (2023) çalışmalarında sürdürülebilirlik dolandırıcılığı krizi olan VW emisyon skandalını konu alan tweetler kullanmışlardır. Çalışmada; duygu ve zaman serisi analizi kullanılmıştır. Sonuçta, tipik kriz gelişme eğilimi, güçlü kınama ve olumsuz duyguları ve önemli kamuoyu kaygıları ortaya konmuştur. Che vd. (2023) 2009-2015 dizel modeller ile dizel motorsuz VW otomobilleri, yani kurum standartlarını ihlal etmeyen araçların satışları karşılaştırılmıştır. Emisyon standartlarını ihlal edenlerin aldığı olumsuz şokun, emisyon standartlarını ihlal etmeyen diğer VW modellerine de yayılıp yayılmadığı değerlendirilmiştir. Satışlarda; kurallara uymayan dizel otomobiller için %14, kuralları ihlal etmeyen benzinli araçlar için ise %9 oranında düşüş tespit edilmiştir. Uysal (2023) çalışmasında VW grubunun ürettiği dizel otomobillere ilişkin skandal ile ilgili açılan davaların temyizlerini incelemiştir.

Barth vd. (2022) çalışmalarında VW emisyon hilesini kabul etmesinin ardından ortaya çıkan yayılma etkilerini incelemişlerdir. Olay çalışması tekniği kullanılan çalışmada, operasyonel kayıpların %8,45 olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca çalışmada, VW hisse senedi fiyatlarının olumsuz şoklara maruz kaldığı ve toplam kayıpların % 27,4 olduğu belirtilmiştir.

Bachmann vd. (2021) çalışmalarında satış analizi, stok, geri dönüşler ve sosyal medya verilerini kullanarak VW duyarlılığı ve VW olmayan Alman otomobil üreticilerinin de zarar gördüğünü tespit etmişlerdir. Çalışmada, ABD'deki Alman otomobil üreticileri ve Alman mühendisliğinin kolektif itibar kaybına uğradıkları belirtilmiştir.

Jacobs ve Singhal (2020), emisyon skandalının küresel otomotiv ekosisteminde halka açık firmaların hisse senedi fiyatları incelenmiştir. Hisse senedi fiyatı reaksiyona maruz kaldığını ancak bu etkinin bölgeye göre değiştiğini tespit etmişlerdir. En büyük tepki ise Avrupa'da gözlenmiştir.

Yanık ve Becan (2019) VW ile diğer krizleri irdelemişlerdir. VW grubun kamuoyuna gerekli açıklamaları yapıp tıpkı Burker King krizinde olduğu gibi VW grubunun özür dilediklerini ve krizi yönetim biçimlerini ele almışlardır.

Altuk ve Çekiç (2019) VW'nin Türkiye dağıtıcısı olan Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret'in hisselerindeki oynaklıkları incelemişlerdir. Çalışmada, Türk yatırımcısının tepkisi yok denecek kadar az olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Özcüre (2018) çalışmasında, VW'nin halkla ilişkiler uygulamalarını 2015-2018 döneminde incelemiştir. Konu ile ilgili Türk medyasında çıkan haberler Benoit'in imaj restorasyon teorisi ile analiz edilmiştir. Sonuçta; şeffaflık, açıklama yapma, özür dileme, krizi kabullenme ve tek seslilik konularında krizi kategorize etmişlerdir.

Kastilya ve Fultz (2018) VW örneğinde mahkemeye dayanan vaka çalışması (temellendirilmiş teori, açık sistem teşhisi) vaka özetleri, soruşturma amaçlı yeniden raporlama ve teknik raporlar, hile, sosyal bağlama dayalı üstünlük, örgüt kültürleri ve sorumlu kişiler tarafından oluşturulan liderlik özellikleri konularına açıklama getirmişlerdir.

Castille ve Fultz (2018) çalışmalarında temellendirilmiş teori (vaka çalışması) VW örneğini mahkemeye dayanarak vaka özetleri, soruşturma yeniden raporlama ve teknik raporları kullanarak yapılan hileyi açıklamışlardır. Yine VW örnek olay çalışmasında, çalışanların pazar liderliği için gerekli her türlü aracı kullandıkları vurgulanmıştır.

Özdemir vd. (2017) çalışmalarında VW'in yaşadığı emisyon krizini konu alan haberleri Amerika'nın yüksek tirajlı gazeteleri arasında yer alan USA Today, The Wall Street Journal ve The New York Times gazetelerinde yer alan haberleri 2015-2016 döneminde incelemişlerdir. Çalışmada yapılan içerik analizine göre krizi: çevresel hasarlar, kamuoyu tepkileri, şirket itibarının zedelenmesi, itiraflar ve arkasından gelen özürler, ekonomik zararlar ve çözüm arayışları olarak yedi tematik grupta incelemişlerdir.

Bayındır (2017), VW firması emisyon skandalı ile ilgili çıkan haberler ile araç satışlarında ki rakamların azalması, firmanın zarar etmesi, tazminat ödeme gibi sonuçları değerlendirmiştir.

Adiloğlu ve Yücel (2017), VW firmasının emisyon hilesi olayını dönemin en büyük dava vakası olarak nitelendirmişlerdir.

Kelemci vd. (2017) çalışmalarında, VW markasının ABD'de yaşadığı emisyon krizine ilişkin Türkiye'deki mevcut kullanıcılarının davranışlarını incelemişlerdir. Çevresel duyarlılığın marka davranışı üzerinde etkisini tespit edememişlerdir.

Jung ve Park (2017) çalışmalarında VW emisyon skandalı ile ilgili basın bültenlerini incelemişlerdir. Çalışmanın bulgularında VW skandalının nedenleri; zayıf kurumsal yönetim, katı liderlik ve kurumsal kavgalar olarak

sıralanmıştır. Çalışmada öneri olarak kurum içerisinde duygusal zekânın, esnekliğin ve liderliğin geliştirilmesi gerekliliği vurgulanmıştır.

Çetin ve Toprak (2016) 2015-2016 döneminde VW'nin Facebook sayfalarındaki bildirimlerini kullanarak yaptıkları çalışmada; düzeltici işlem, destek, tazminat, özür dileme, basit inkâr, olumsuzlukları azaltma stratejilerinden oluşan bir kriz yönetimini tespit etmişlerdir.

Mansouri (2016) literatür araştırması yaptığı çalışmasında, satış ve stok açıklaması, VW'nin gelişimi, satışların da ve stoklarında sert düşüş, işgücünde kayıplar belirlemiştir. Öneri olarak ise açık geri bildirim, kurum kültürü ve değere dayalı iş etiği üzerinde durmuştur.

Bu çalışmayı literatürdeki diğer çalışmalardan ayıran özelliği; çalışmanın yeşil aklama skandalları önlemlerinin ve yatırımcılar ile tüketicilerin VW grubunun emisyon krizinden nasıl etkilendiklerinin finansal perspektiften incelenmesidir.

3. Teorik Çerçeve

Bu kısımda; VW dizel manipülasyon vakası ile şirketin emisyon skandalı olayını nasıl yönettiği ve şirketlerin zaman zaman uygulamalarına dahil etikleri yeşil aklama stratejileri incelenmiştir.

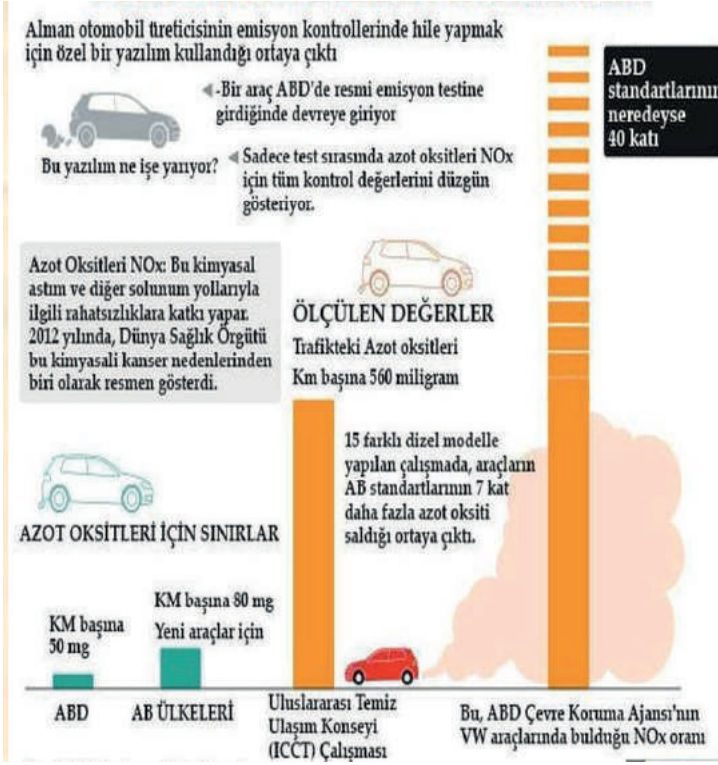
3.1. Yeşil Aklama

Çevre dostu yeşil ürünler; şirketlerin, üretim aşamasından nihai ürünlere kadar her aşamada çevre dostu olma iddialarının var olduğu izlenimi yarattıkları faaliyetlerin bütünüdür. Çevre dostu olma iddiaları içerisinde, üretim yapılan tesislerin geri dönüşümü dâhil ürünün yeşil etiketli olması ve ürün ömrü bittiğinde çevreyi kirletmemesi gibi konuları kapsamaktadır. Bu iddiaların dışında kalan uygulamalar yeşil aklama olarak ifade edilmektedir. Yeşil aklama kapsamı içerisinde şirketlerin yeşil ve çevre dostu olduklarını kamuoyuna göstermek için yanıltıcı veya kasten yanlış bilgileri servis etme eylemleri yer almaktadır (Nemes vd., 2022: 5; Akdeniz ve Koçer, 2024: 4). Yeşil aklama dört şekilde karşımıza çıkmaktadır. Kurumsal yeşil aklama, şirket imajına yönelik çevresel iddialardır. Stratejik yeşil aklama: Şirketlerin gelecek planları ve uygulamalarında çevresel iletişimi kullanmasıdır. Karanlık seviyede yeşil aklama: Yasa dışı faaliyetleri çevresel iletişim kullanarak gizleme etkinliği. Son olarak ise ürün seviyesinde yeşil aklama bir ürün veya ürün grubunun özelliklerini çevresel iddialarla donatmakla ilgilidir (Torelli vd., 2020: 409; Akdeniz ve Koçer, 2024: 4).

Şirketler doğrudan ilişkili olduğu paydaşlarına çevreye yönelik politikalarında çevre dostu olduklarını ve sosyal sorumluklarını yerine getirmekte yeterliklerini göstermek günümüz erdemleri içinde önemli olmuştur. Şirketlerin çevre ile olumlu ilişkiler kurmaları kurumsal itibarın temel unsurudur (Fombrun ve Riel, 2004). Bu arada çevre dostu şirketler çevre ile uyumlu olmanın ve sosyal sorumluk görevlerini yerine getirmelerinin sonucu kârlılık oranları da artmaktadır (Carroll, 1991: 41-44; Levis, 2006: 51). Günümüzde iklim krizleri, çevresel bozulma, kaynakların azalması ve çevre kirleticilerin tehlikeli düzeylere ulaşması gibi kötüye gidişin tersine çevrilebilmesi kamuoyunda hassasiyet yaratmaktadır. Bu bağlamda finansal kurumlar dâhil olmak üzere her türlü endüstride çevre dostu ürün kullanımını tercih etmektedirler (Keskin, 2023: 2-17). Ancak kurumlar çevreye uyumlu olduğunu iddia etmekle beraber uygulamalar durumun böyle olmadığı yönündedir. Zaman zaman çevreci kampanyaları yürütmek sadece tüketici algısını manipüle etmekten öteye gitmemektedir (Yavuz, 2009: 133; Özdemir vd., 2017: 359).

3.2. VW Dizel Manipülasyonu Vaka İncelemesi

Alman mühendis Rudolf Christian Karl Diesel tarafından 1908'de bulunan dizel motor, önceleri endüstride kullanılmıştır. Dizel yakıtla çalışan motorlar diğer fosil yakıtlarla kıyaslandığında performansı çok yüksek olması nedeniyle MAN 1924 yılında kamyonlarında dizel motoru kullanmıştır. Başarılı bu girişimin ardından Alman Benz & Cie şirketi de dizel motorları kullanmaya başlamıştır. Mercedes-Benz 1936 yılında ilk dizel motorlu aracını piyasaya sürmüştür. Performansı yüksek maliyeti ise düşük olan dizel yakıtların çevreyi daha az kirlettiği düşünülmüştür. Ancak bu durumun zaman içerisinde böyle olmadığı Avrupa'da özellikle sanayi şehirlerinin üzerinde toksik gaz bulutlarının oluşması ile ortaya çıkmıştır (Clairmont, 2017). Bu dönem, dizel motorun kötü ününü aklama çalışmaları başlatılmıştır. VW, Amerika dâhil dizel motor araçların popülerliğini artırmak için "Temiz Dizel" kampanyaları düzenlenmiştir (Clairmont, 2017; Ewing, 2017). Ancak Amerikan emisyon standartları yakalanamayınca. VW şirket yöneticileri emisyon salınım derecesini manipüle edecek yazılım kullanımı kararı aldılar (Ewing, 2017). Çevre ile ilgili düzenleyici, teknik ve bilimsel incelemeler yapan Uluslararası Temiz Ulaşım Konseyinin (International Council of Clean Transportation – ICCT) yaptığı analizler sonucu VW'nin araçlarında, yasal sınırlardan yaklaşık kırk kat fazla azot oksit salınımını ortaya çıkartmıştır (Siano vd., 2017: 29; Whyte, 2016: 172). Şekil 1'de VW grubu dizel motorlu araçların sahte yazılımla ülke emisyon sınırlarını manipüle etmesi ve VW emisyon krizi ile ilgili veriler yer almaktadır.

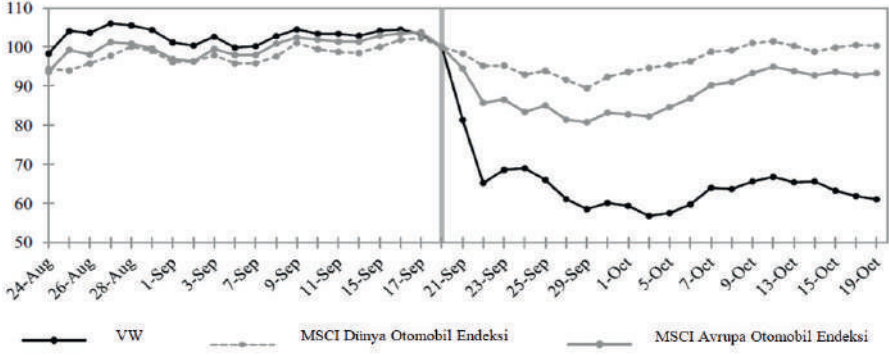


Şekil 1: VW Emisyon Krizi

Kaynak: Özçüre, 2019: 384

VW grubu 03 Eylül 2015 tarihinde kullanılan sahte yazılımı kabul etmiş ve ardından 18 Eylül 2015 tarihinde yapılan manipülasyon raporu açıklanmıştır (EPA, 2015). VW grubu CIO'su bu olayın ardından istifa etmiştir. VW hisse senetleri, 21 Eylül 2015 tarihinde borsanın ilk işlem gününde hızlı bir düşüş yaşamıştır (Synder ve Jones, 2015; Jung vd., 2017). VW şirketi hisse değerleri % 32 düşüş yaparken bu oran yaklaşık 17 milyar dolarlık değer kaybına eşitti Jacobs ve Singhal, 2020: 2230). Tüm olanlarla birlikte otomobil sektörünün genelinde hisse değerleri düşmeye başlamıştır. Honda % 13,74; Ford % 12,42; Mercedes, % 6,5; Fiat % 5,97; General Motors % 4,32; BMW % 3,88; Toyota % 3,24 değer kaybetmiştir (Vaccarino, 2015; Altuk ve Çekiş, 2019).

Şekil 2'de VW emisyon skandalı yirmi gün öncesi ve yirmi gün sonrası; 24 Ağustos 2015-19 Ekim 2015 tarihleri arasındaki dönemi VW hisselerinin kapanış fiyatlarının yanı sıra küresel MSCI Dünya Otomobil Endeksi ve Avrupalı otomobil üreticilerinin hisselerini kapsayan MSCI Avrupa Otomobil Endeksi görülebilmektedir.



Şekil 2: Emisyon Skandalına Volkswagen ve Otomotiv Endüstrisinin Borsa Tepkileri

Kaynak: Barth vd. 2022: 39

Şekil 3’de ise Avrupa otomotiv sanayisi STOXX Europe 600 Endeksi’nin 25 Kasım 2014 - 4 Eylül 2015 tarihleri arasından günlük değerleri verilmektedir.



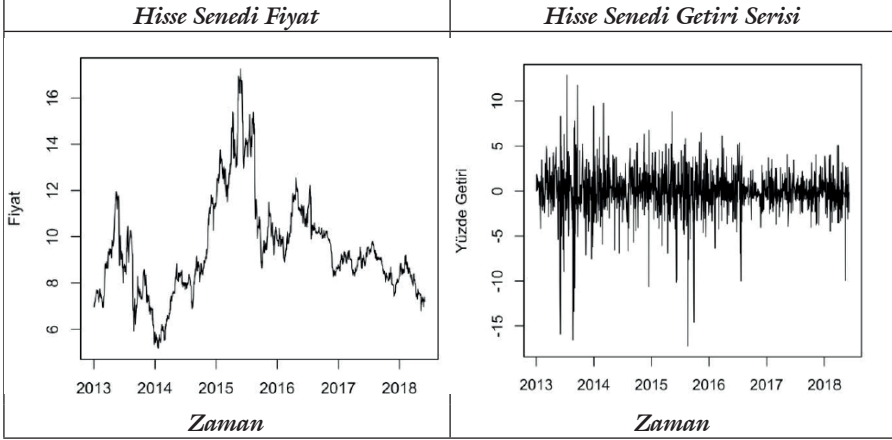
Şekil 3: STOXX Europe 600 25 Kasım 2014’ten 4 Eylül 2015’e Kadar 200 Günlük Dönemindeki Günlük Değerleri

Kaynak: Jacobs ve Singhal, 2020: 2249

Şekil 3’de görülebileceği gibi Avrupa otomotiv pazarını yansıtan STOXX Europe 600 Otomobil ve Parça Endeksi’nin günlük değerleri verilmiştir. 25 Kasım 2014’ten 4 Eylül 2015’e kadar olan 200 günlük dönem için günlük endeks değerlerinde hisse senedi fiyatlarında uzun vadeli bir düşüş eğilimi görülmemektedir.

Hissedarların uğradığı maddi kayıpları, VW sahiplerinin artarda açtığı davalar izlemiştir (Jung vd., 2017; Pınar, 2016). VW şirketi finansal raporlarına 6,7 milyar Euro iade edilen araçların karşılığı olarak yansıtmıştır. Türkiye’de VW Grubunun dağıtımını yapan Doğu Grubu çeşitli aralıklarla açıklamalar yapmış ve VW’nin emisyon skandalına konu olan araçlarının

Türkiye’de mevzuatlara uygun olduğu ve arabaların güvenliği ile de ilgili sorun olmadığını belirtmiştir (Altuk ve Çekiç, 2019: 1390). Şekil 4’de Türkiye VW satış distribütörlüğü yapan Doğu Otomotiv Hisse Değerleri yer almaktadır.



Şekil 4: Borsa İstanbul 2013-2018 Doğu Otomotiv A.Ş. Hisse Senedi Serileri

Kaynak: Altuk ve Çekiç, 2019: 1394

Şekil 4’de görülebileceği gibi Doğu Otomotiv A.Ş.’nin hisselerinde 2015 yılının ikinci yarısında bir düşüş görülmektedir. Getiri grafiğinde izlenebileceği gibi Doğu Otomotiv A.Ş. 2013 ve 2015 yılları arasında düşüş yaşamıştır. 2013 yılında yaşanan düşüşün Türkiye’nin politik konjonktürü ile ilgili olduğu düşünülmektedir.

3.3. VW’nin Emisyon Skandalı Krizini Yönetim Teknikleri

Kriz dönemlerinde şirketlerin tutumları önemli bir konudur. Kriz yönetimi ile ilgili iletişim teknikleri kullanılmaktadır. Bu tekniklere göre şirketler kurumsal savunma, itibarın ve imajın tekrar kazanılması stratejisi, kriz anında iletişim stratejileri ve son olarak ise kurumsal yenilenme teorisinin bir kısmını kriz döneminde kullanmaktadırlar (Çakır, 2014: 72).

VW tüm süreç boyunca şeffaflık politikasını kullanarak krizin olumlu veya olumsuz ayrıntılarını kamuoyu ile paylaşmıştır. Ayrıca VW grubu CIO’su dahil kamuoyundan özür dilemişler inkar yolunu seçmemişlerdir. Yine şirket yapılan uygulama ile yaptıkları hasarı telafi edeceklerini açıklamış ve etik değerlere bağlı kalacaklarının da sözünü vermişlerdir. Son olarak VW yetkilileri tek sesli olmuşlardır. Birbirlerinin söylemlerini çürütecek farklı bilgilendirme yapmamışlardır. VW bu dönemde itibarlarını bazı ülkelerde kaybederek satışlarda ikinci sıraya düşse bile hâlihazırda dünyanın en çok satanlar listesinde yerini almaya devam etmektedir (Özcüre, 2018: 380-388).

4. Sonuç ve Öneriler

Bu çalışma, VW Grubu örneğinde ampirik kanıtlar sunmakta ve Eylül 2015'te VW dizel emisyon skandalı; kamuya açık mali performans raporlarının kamuoyunu yansıtılmasına ilişkin bir örnek olay incelemesi içermektedir.

Dünya genelinde işletmeler zaman zaman, ürünlerinin sürdürülebilirlik ve çevresel faydalar bağlamında yaptıkları açıklamalarla kamuoyunu yanıltıcı ve yanlış bilgiler sunduğu yeşil aklama manipülatif davranış örnekleri gösterebilmektedirler. Bu örneklerden biriside VW grubun yarattığı emisyon krizidir. VW emisyon manipülasyonu, ihmal veya kötü iş uygulamaları da dâhil olmak üzere olayın skandalı benzersizdir. Bu vaka çalışmasının amacı, çevreyle işbirliği yapmaksızın hayata geçirilen sürdürülebilirlik sahteciliğinin ve bunun sonucu olarak katlanılan maliyetlerin vurgulanmasıdır. Ancak bu tür krizlerin ardından sermaye piyasalarında yeşil finans bağlamında yenilikçi yeşil ürün benimseme davranışları hızlanarak artmıştır.

VW emisyon hilesini yaptığını kamuoyu önünde açıkladıktan sonra, VW hisse değerleri önemli kayıplar yaşamıştır. Bu durum diğer otomotiv firmalarına da yayılma kaynağı olmuştur. Yine ikincil verilerden elde edilen rakamlar göstermektedir ki Avrupa'da VW hisse senetleri değerlerinde kayıplar olmuş ve bu durum sektörde ki diğer araba markalarına da olumsuz yayılmıştır. Ayrıca Hertz vd. (2008) bulduğu bulaşıcılık etkisine ilişkin yayılma etkileri bu çalışmada da belirlenmiştir.

VW, krizi döneminde yapılan manipülasyonu gizlemeye çalışmaksızın itiraf etme yöntemini benimseyerek özür dilemişlerdir. Tüm bu açıklamaların ardından hasarlarını telafi edeceklerini belirterek tazminatlar ödemişler ve sahte yazılım kullandıkları arabalarını geri çağırılmışlardır. VW grubu süreç boyunca şeffaflık politikalarını kullanmışlardır. Ayrıca şirket tüm açıklamalarında tek sesli olmayı da başarmıştır.

VW, dizel araçlarda yaptıkları emisyon manipülasyon vakasının ardından yaşanan krizi doğru stratejik hamlelerle iyi yönetmişlerdir. Krizi fırsata çevirmeyi başaran VW grubu emisyon suçuna uygulanan tüm cezalar kesinleştirilmiştir ve maddi cezalar şirket tarafından ödenmiştir. Ancak firmanın emisyon manipülasyonu ile faaliyet gösterdiği ekosistem üzerindeki etkisinin büyüklüğü ve telafisi ise belirsizdir.

Kaynakça

- Adiloğlu, B., & Yücel, G. (2017). Dünya'nın En Büyük Karşılıkları: Bp Plc ve Vw Ag. *Mali Çözüm Dergisi*, 27, 13.
- Akdeniz, P. C., & Koçer, L. L. (2024). Greenwashing: A Systematic Literature Review. *Turkish Journal of Marketing*, 9(1), 1-19. <https://doi.org/10.30685/tujom.v9i1.194>
- Akhtar, M., & Hilton, R. S. (1984). Effects Of Exchange Rate Uncertainty On German And US Trade. *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, 9(1), 7-16.
- Altuk, V. E., & Çekiç, A. İ. (2019). Dizel Skandalı ve Türk Yatırımcılarının Tepkileri Üzerine Bir Araştırma. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 11(3), 1388-1400.
- Bachmann, R., Ehrlich, G., Fan, Y., Ruzic, D., & Leard, B. (2023). Firms and Collective Reputation: A Study of the Volkswagen Emissions Scandal. *Journal of the European Economic Association*, 21(2), 484-525.
- Bachmann, R., Ehrlich, G., Fan, Y., Ruzic, D., Leard, B. (2021). Firms and Collective Reputation: A Study of the Volkswagen Emissions Scandal. *Unpublished Working Paper. University of Notre Dame, Notre Dame, USA.*
- Barth, F., Eckert, C., Gatzert, N., & Scholz, H. (2022). Spillover Effects From The Volkswagen Emissions Scandal: An Analysis of Stock and Corporate Bond Markets. Schmalenbach. *Journal of Business Research*, 74(1), 37-76.
- Bayındır, B. (2017). Halkla İlişkilerde İmaj Bağlamında Tüketicinin Algısı: Volkswagen Emisyon Haberinin İncelenmesi. *Yeni Medya Elektronik Dergisi*, 1(1), 15-31.
- BBC News, (2015). 5 soruda Volkswagen soruşturması, Erişim Adresi: https://www.bbc.com/turkce/ekonomi/2015/09/150922_volkswagen_emisyon Erişim Tarihi: 09.07.2024.
- Carroll, B.A. (1991). The Pyramid Of Corporate Social Responsibility: Toward The Moral. *Management Of Organizational Stakeholders. Business Horizons*, 34(4), 39-48.
- Carson, R. (1962). *Silent Spring III*. New Yorker, USA.
- Castille, C.M., & Fultz, A. (2018). How Does Collaborative Cheating Emerge? A Case Study of The Volkswagen Emissions Scandal. Proceedings of The 51st Hawaii International Conference on System Sciences, 94-103.
- Che, X., Katayama, H., & Lee, P. (2023). Product-Harm Crises and Spillover Effects: A Case Study Of The Volkswagen Diesel Emissions Scandal in Ebay Used Car Auction Markets. *Journal of Marketing Research*, 60(2), 409-424.

- Clairmont, N. (2017). The End of Diesel. The Atlantic, Erişim Adresi: <https://www.theatlantic.com/business/archive/2017/06/diesel-smog-pollution-europe/528990/> Erişim tarihi: 10.07.2024.
- Çakır, V. (2014). *Kriz İletişimi Teorileri. Kriz Yönetimi İletişimsel Temelde Çözüm Odaklı Stratejik Yaklaşımlar*. Konya, Literatürk Yayınları.
- Çetin, M., & Toprak, Y. E. (2016). Kriz İletişimi ve Sosyal Medya: Emisyon Krizinde Volkswagen'in Facebook Kullanımı. *Selçuk İletişim*, 9(3), 54-68. <https://doi.org/10.18094/si.51665>
- Deegan, C. (2002) The legitimizing effect of Social And.07 Environmental Disclosures: A Theoretical Foundation, *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 15(3), 282-311.
- Ding, J., Xu, M., Tse, Y. K., Lin, K. Y., & Zhang, M. (2023). Customer Opinions Mining Through Social Media: Insights From Sustainability Fraud Crisis-Volkswagen Emissions Scandal. *Enterprise Information Systems*, 17(8), 2130012.
- EPA, (2015a). VW Notice of Violation, Clean Air Act. Environmental Protection Agency, Erişim Adresi: <https://www.epa.gov/sites/production/files/2015-10/documents/vw-nov-caa-09-18-15.pdf> (Erişim tarihi: 10.07.2024)
- EPA, (2015b). Notice of violation, Washington, D.C., United States. Erişim Adresi: <http://www.epa.gov/sites/production/files/2015-10/documents/vw-nov-caa-09-18-15.pdf>. Erişim Tarihi: 14 Temmuz 2024.
- EPA, (2015c). Notice of Violation, Washington, D.C., United States. Erişim Adresi: <http://www.epa.gov/sites/production/files/2015-11/documents/vw-nov-2015-11-02.pdf>. Erişim Tarihi: 14 Temmuz 2024.
- EPA, (2016). California Air Resources Board rejects VW 2-liter diesel recall plan and issues Notice of Violation, Washington, D.C., United States. Erişim Adresi: <https://www.epa.gov/vw/california-air-resources-board-rejects-vw-2-liter-diesel-recall-plan-and-issues-notice-violation>. Erişim Tarihi: 14 Temmuz 2024.
- Ewing, J. (2017). Engineering a Deception: What Led to Volkswagen's Diesel Scandal. Erişim Adresi: <https://www.nytimes.com/interactive/2017/business/volkswagen-diesel-emissions-timeline.html> Erişim tarihi: 20.07.2024
- Fombrun, J. C. & Riel, B.M.C. (2004). *Frame and Fortune: How Successful Companies Build Winning Reputation*, Prentice-Hall Financial Times, New York.
- Hagg, I. & Hedlund, G. (1979) Case Studies in Accounting Research. *Accounting, Organizations and Society*, 4(1/2), 135-143.

- Hertz, M.G., Z. Li, M.S. Officer & K.J. Rodgers. 2008. Inter-Firm Linkages and The Wealth Effects Of Financial Distress Along The Supply Chain. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 374-387.
- Jacobs, B. W., & Singhal, V. R. (2020). Shareholder Value Effects Of The Volkswagen Emissions Scandal On The Automotive Ecosystem. *Production and Operations Management*, 29(10), 2230-2251.
- Jung, J.C., & Park, S.B. (2017). Case Study: Volkswagen's Diesel Emissions Scandal. *Thunderbird International Business Review*, 59(1), 127-137.
- Kelemci, G., Yıldız, E. & Gusan, G. (2017). Volkswagen Emissions Scandal: An Empirical Study About Customers Reaction. *Journal Of Management Marketing And Logistics*, 4(4), 423-437.
- Keskin, M. (2022). İklim Dönüşümü ve Yeşil Finansmanı. *Euroasia Journal of Social Sciences & Humanities*. 9(2), 54-69. Doi <http://dx.doi.org/10.38064/eurssh.339>.
- Keskin, M. (2023). Çevre Dostu Yeşil Bankacılık Ürünleri ve Türkiye Uygulamaları. In: Kırıcı Altınkeski, B. & Buğan, M. F. (eds.), *Finansal Piyasaların Evrimi: Bankacılık, Risk Yönetimi, Piyasa ve Kurumlar*. Özgür Yayınları. DOI: <https://doi.org/10.58830/ozgur.pub67.c172>
- Kilby, P. (2022). Fraudsters, Fakes and Flaws: The Psychological Insights of Alex Gibney's Films. Retrieved from Erişim Adresi: <https://www.fraud-magazine.com/article.aspx?id=4295017580> Erişim tarihi: 20.07.2024
- Krippendorff, K. (1980) *Content Analysis: An Introduction to its Methodology*. London: Sage Publications.
- Levis, J. (2005). Adoption of Corporate Social Responsibility Codes By Multi-national Companies. *Journal of Asian Economics*, 17(1), 50-55.
- Nemes, N., Scanlan, S. J., Smith, P., Smith, T., Aronczyk, M., Hill, S. & Stabinsky, D. (2022). An integrated Framework to Assess Greenwashing. *Sustainability*, 14(8), 1-13. <http://dx.doi.org/10.3390/su14084431>
- Özcüre, T.O., (2018). Volkswagen Emission Crisis and The Role of Public Relations and Ethical Values During Crisis Management, *Kent Akademisi*, 11(3), 374-389.
- Özdemir, E. K., Topsümer, F., & Göztaş, A. (2016). Yeşil Aklama Kampanyaları ve Medya Gündemine Yansımaları: Volkswagen Emisyon Krizinin Amerikan Basınında Sunumu. *Uluslararası Bilimsel Araştırmalar Dergisi (IBAD)*, 2(2), 357-370.
- Parloff, R. (2018). How VW paid \$25 Billion for 'Dieselgate and got off easy. Fortune 6 Feb 2018. Erişim Adresi: <https://www.propublica.org/article/how-vw-paid-25-billion-for-dieselgate-and-got-off-easy> Erişim tarihi: 20.07.2024

- Pinar, H. (2016). Emission Manipulation Of Volkswagen (Vw) Group's Diesel Cars And Its Legal Results. *Journal of Istanbul University Law Faculty*, 74(2), 843-877.
- Siano, A., Vollero, A., Conte, F., & Amabile, S. (2017). "More than words": Expanding the taxonomy of greenwashing after the Volkswagen scandal. *Journal of Business Research*, 71, 27-37. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2016.11.002>
- Thompson, G.J., Carder, D.K., Besch, M.C., Thiruvengadam, A. & Kappanna, H.K. (2014). In-use emissions testing of light-duty diesel vehicles in the United States. Final Report, *Center for Alternative Fuels, Engines & Emissions (CAFEE)*. Morgantown: West Virginia University. Erişim Adresi: https://theicct.org/sites/default/files/publications/WVU_LDDV_in-use_ICCT_Report_Final_may2014.pdf Erişim tarihi: 20.07.2024
- Uysal, M. (2023). 04.08. 2022 Tarihli Alman Yüksek Mahkemesi (BGH) Kararı, Temyizde Dava Değişikliği–Dizel Skandalı. *Marmara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Hukuk Araştırmaları Dergisi*, 2023, 29.1.
- Vaccarino, E. (2015). The Impact of Volkswagen on the Automobile Stock Market, Erişim Adresi: <http://bruegel.org/2015/09/chart-of-the-week-the-impact-of-volkswagen-on-the-automobile-stockmarket/> Erişim tarihi: 20.07.2024
- VW. (2015a.) Statement of Prof. Dr. Martin Winterkorn, CIO of Volkswagen AG, Wolfsburg, Germany. Erişim Adresi: http://www.volkswagenag.com/en/news/2015/9/statement_CIO_of_volkswagen_ag.html. Erişim Tarihi: 14 Temmuz 2024.
- VW. (2015b.) Ad hoc: Volkswagen AG has issued the following information, Wolfsburg, Germany. Erişim Adresi: http://www.volkswagenag.com/en/news/2015/9/Ad_hoc_US.html. Erişim Tarihi: 14 Temmuz 2024.
- VW. (2015c.) Statement by Prof. Dr. Winterkorn, Wolfsburg, Germany. Erişim Adresi: <https://www.volkswagenag.com/en/news/2015/9/Statement.html>. Erişim Tarihi: 14 Temmuz 2024.
- VW. (2015d.) Statement by the supervisory board of Volkswagen AG, Wolfsburg, Germany. Erişim Adresi: <https://www.volkswagenag.com/en/news/2015/9/Erklaerung.html>. Erişim Tarihi: 14 Temmuz 2024.
- VW. (2015e.) Volkswagen AG announces action plan to update diesel vehicles with EA 189 EU5 Engines, Wolfsburg, Germany. Erişim Adresi: http://www.volkswagenag.com/en/news/2015/9/VW_Aktionsplan.html. Erişim Tarihi: 14 Temmuz 2024.
- VW. (2015f.) Statement from the supervisory board of Volkswagen AG, Wolfsburg, Germany. Erişim Adresi: http://www.volkswagenag.com/en/news/2015/10/Erklaerung_AR.html. Erişim Tarihi: 14 Temmuz 2024.

- VW. (2015g). Volkswagen brand board of management takes strategic decisions. Wolfsburg, Germany. Erişim Adresi: http://www.volkswagenag.com/en/news/2015/10/VW_Effizienz.html. Erişim Tarihi: 14 Temmuz 2024.
- VW. (2015h). Technical Measures for the EA 189 Diesel Engines Affected Presented to The German Federal Motor Transport Authority, Wolfsburg, Germany. Erişim Adresi: http://www.volkswagenag.com/en/news/2015/11/t_KBA.html. Erişim Tarihi: 14 Temmuz 2024.
- Weber, R.P. (1990) *Basic Content Analysis*. Thousand Oaks, California, SAGE Publications Inc.
- Whyte, D. (2016). Whyte, D. (2016). It's common sense, stupid! Corporate crime and techniques of neutralization in the automobile industry. *Crime, Law and Social Change*, 66, 165-181. doi.org/10.1007/s10611-016-9616-8
- Yanık, O. K., & Becan, C. (2019). Yeni İletişim Ortamlarında Kriz İletişimi: Volkswagen ve Burger King Krizleri Üzerine Bir İnceleme. *İletişim Çalışmaları Dergisi*, 5(1), 59-74.
- Yavuz, Ş. (2009), Yeşil Halkla İlişkiler ve İkna. *İletişim Fakültesi Hakemli Dergisi*, 37, 128-143.

Ekler

Ek 1: VW'nin Emisyon Skandalına İlişkin Olaylar Kronolojisi

Tarih	Açıklama	Kaynak
Mayıs 2014	Alternatif Yakıtlar, Motorlar ve Emisyonlar Merkezi belgeleri VW dizel otomobilleri için gerçek hayattaki yüksek emisyon değerleri açıklamıştır.	Thompson, Tarakçı, Besch, Thiruvengadam ve Kappanna (2014)
2015 ikinci yarısı	Kaliforniya Hava Kaynakları Kurulu (CARB) ve Çevre Koruma Ajansı (EPA), VW'den açıklama istedi. VW yüksek emisyon değerlerini açıklayamıyor. 2016 yılı için ABD'de satışa sunulan Volkswagen dizel otomobilleri için EPA sertifika verdiği tehdit olarak kullanılıyor.	EPA (2015b)
03 Eylül 2015	VW, EPA ve CARB'ı manipüle ettiğini itiraf etti.	EPA (2015b)
18 Eylül 2015	EPA, yaklaşık 480.000 dizel araca sahte yazılım cihazları takarak Temiz Hava Yasasına uymadığı için VW'e bir İhlal bildirimini gönderdi.	EPA (2015b)
22 Eylül 2015	Sahte yazılım cihazının dünya çapında yaklaşık 11 milyon arabaya takıldığı tespit edildi.	VW(2015b)
07 Ekim 2015	Hans Dieter Pötsch, denetim kurulu başkanlığına atandı.	VW (2015f)
02 Kasım 2015	EPA, VW'e ikinci bir ihlal bildirimini gönderiyor; bu kez aynı zamanda Porsche ve Audi dizel otomobillerinin emisyon değerleri de inceleniyor.	EPA (2015c)
12 Ocak 2016	EPA, VW'in 2.0 litrelik motorlara yönelik geri çağırma planlarını reddetti.	EPA (2016)

Kaynak: Barth vd. 2022.

Ek 2: Volkswagen Kendisiyle İlgili Açıkladığı Emisyon Skandalı Kronolojisi

Tarih	Konu
20 Eylül 2015	VW emisyon değerlerinin manipülasyonunu açıkça kabul etti (Volkswagen, 2015a).
22 Eylül 2015	VW, 482.000 aracı ABD' den geri çağırdı.
22 Eylül 2015	VW hisse değerleri % 17 değer kaybetti.
22 Eylül 2015	EPA'nın VW' in egzoz emisyon ölçümlerinde bilerek yanıltıcı yazılım kullandığını iddia etti.
22 Eylül 2015	VW ABD CIO'su Michael Horn'un emisyon testi hilesi itiraf etti.
22 Eylül 2015	ABD Adalet Bakanlığı'nın VW'ye soruşturma başlattı.
23 Eylül 2015	VW CIO'su Martin Winterkorn'un istifa etti Volkswagen (2015c).
23 Eylül 2015	VW'nin hisse değeri dünya borsalarında iki gün içerisinde % 19,82 değer kaybetti bu değer karşılığı 30 milyar Euro'dur.
23 Eylül 2015	ABD, VW şirketinden 18 milyar Dolar ceza talep etti.
24 Eylül 2015	Alman Çevre Koruma Yardımı Genel Müdürü, Alman hükümetinin VW emisyon manipülasyonunu bildiği iddia etti.
25 Eylül 2015	EPA, VW'den dizel motorlu otomobillerini piyasadan geri çekilmesini istedi.
25 Eylül 2015	VW emisyon sahtekârlığı skandalının ekstradan 1 milyon ton kirliliğe neden olduğunun iddası ve bu çevre zararının sorumlusunun VW şirketin başkana yüklenmesi.
25 Eylül 2015	VW grubuna CIO olarak Matthias Mueller atandı (Volkswagen, 2015d)
28 Eylül 2015	VW'in iflasının dedikoduları.
29 Eylül 2015	Geri çağrılacak 11 milyon aracın tamir maliyeti 6.5 milyar olarak açıklandı (VW, 2015e).
30 Eylül 2015	VW'in dizel motorlu araçlarında nitrojen oksit oranının EPA tarafından kabul edilen oranlardan 35 ila 40 kat fazla olduğu duyurdu.
08 Ekim 2015	VW tün dünya çapındaki hileli yazılım kullanılan araçları geri çağıracağını beyan etti.
12 Ekim 2015	VW, elektrikli otomobillere daha fazla odaklanılması da dahil olmak üzere dizel stratejisinde revizyon yaptığını duyurdu (VW, 2015g)
25 Ekim 2015	VW'nin Avrupa'da kullanılan dizel motorlu araçların yazılımlarının güncelleneceği duyurdu.
04 Kasım 2015	Emisyon skandalın VW'ye maliyeti 500.000.000 ile 532.000.000 ABD Doları olduğu bildirildi.

25 Kasım 2015	VW, etkilenen 2.0 litrelik motorlara yazılım güncellemeleri yüklemeye yönelik geri çağırma planlarını sundu (VW, 2015h)
08 Ekim 2015	ABD'de VW araç sahipleri dava açmaya başladı.
10 Aralık 2015	VW'nin geri çağıracağı dizel motorlu arabalar ABD'de 500.000, Avrupa'da 8.5 milyon olarak açıklandı.
04 Ocak 2016	ABD Adalet Bakanlığı, VW'ye çevreye verdiği zarar için dava açtı.
08 Ocak 2016	VW'nin dünya çapında araç satışları düştü.
11 Ocak 2016	VW CIO'su kamuoyundan özür dileyerek güven sözü verdi.
12 Ocak 2016	Kaliforniya Hava Kaynakları Kurulu VW'nin dizel motorlu araçlarının yazılımlarının düzeltilmesine ilişkin geri çağırma operasyonel planını; eksik ve yasal gereklilikleri yerine getirmediği açıklamasıyla red etti.
21 Ocak 2016	VW, ABD'de 8.5 milyon hileli aracın bulunduğunu kabul etti fakat oranların Avrupa standartlarına göre yasa dışı olmadığını söyleyerek savunma yaptı.

Kaynak: Özdemir vd., 2017: 363.

Charles Ponzi Saadet Zinciri Vakası

Ayşegül Şahin¹

Özet

Saadet zincirleri kişilere yüksek getiri vaat eden bir tür finansal dolandırıcılık sistemidir. 20. yüzyılın başlarında iletişim imkanlarının kısıtlı olduğu dönemde ortaya çıkan bu sistemler, günümüz dijital dünyasında da yeni girişimlerle sıklıkla karşımıza çıkmaktadır. Saadet zincirlerinde kısa sürede yüksek kazanç vaat edilirken, gerçekte hiçbir ürün veya hizmet satılmamaktadır. Karmaşık bir organizasyon yapısı ile sistemin anlaşılması engellenmektedir. Zincire ilk katılanlara getiriler ödenerek sisteme güven sağlanmaktadır. Yeni yatırımcılar bulunduğu sürece sistem devam ederken, yatırımcı bulunamadığı gün zincir çökmektedir.

Yapılan araştırmalara göre finansal okuryazarlığı düşük olan bireylerin bu zincirlere katılma eğilimi yüksektir. Aşırı özgüven ve açgözlülük hisleri ile riskleri göz ardı eden bireyler bu zincirlere inanmaktadır. Özellikle ekonomik güçlük yaşayan bireyler bu zincirlerin mağduru olmaktadır. Demografik özellikler açısından orta yaşlıların, orta düzey gelir seviyesinde olanların ve özellikle erkeklerin, bu zincirlere katılma eğiliminin daha yüksek olduğu görülmektedir.

Charles Ponzi, 1920’de Amerika Birleşik Devletleri’nde kurduğu şirket üzerinden, tarihte bilinen en eski saadet zincirini yaratmış, sistemin kendi soyadı ile “Ponzi Şeması” olarak anılmasına sebep olmuştur. Yatırımcılardan küçük miktarlarda fon toplayan Ponzi, 45 günde %50, 90 günde %100 gibi yüksek getiriler vaat etmiştir. Sekiz ay gibi kısa sürede çok fazla yatırımcıya ulaşan Ponzi, bugünkü değeri 220 milyon dolara ulaşan dolandırıcılıktan sorumlu tutulmuş ve on dört yıl hapisle cezalandırılmıştır.

Finansal dolandırıcılıkların artması, finansal aktörlere ve finansal araçlara olan toplumsal güveni yıkmakta, finansal mekanizma işleyişine zarar vermektedir. Zincir kurucularının bu dolandırıcılık girişimlerinde bulunmaması için düzenleyici ve kanun koyuculara görev düşmektedir. Saadet zincirlerine katılımların engellemesi için bireylerin finansal okur yazarlık düzeylerinin artırılması önerilmektedir.

1 Dr. Öğr. Üyesi, Dokuz Eylül Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İşletme Bölümü, aysegul.sahin@deu.edu.tr, ORCID ID: 0000-0002-4005-1086

1. Giriş

“Piramit Şeması”, “Piramit Sistemi” veya yaygın adıyla “Saadet Zinciri” olarak bilinen kavram bir finansal sahtecilik türüdür. Zincir yaratıcıları, illüzyondan ibaret bu düzeni yatırımcılara yüksek getiri sağlayan bir finansal mekanizma olarak göstermekte, yatırımcılardan fon talep etmektedir. Her biri bitmeye mahkum olan bu zincir sonlandığında, yatırımcılar kendilerini vaat edilen getirileri elde edememiş ve hatta tüm tasarruflarını kaybetmiş şekilde bulabilmektedir. Bu zincirler, özellikle finansal okuryazarlığı düşük olan bireyleri hedeflemektedir. Dolayısıyla saadet zinciri kavramının ve vakalarının daha fazla bilinmesiyle, yatırımcılar bu sistemlerden uzak tutulabilecektir.

Saadet zincirleri, dahil olan bireylerin kişisel zenginliklerine zarar verdiği gibi, fazla sayıda bireyin sisteme girmesiyle yoğun sermaye kayıplarına sebep olmakta, finansal sistemin olağan akışını bozma riski barındırmaktadır. Para ve sermaye piyasaları düzenleyicileri ile tüm yasal mekanizmalar, küresel ve ulusal düzeyde suç olarak bilinen finansal dolandırıcılıkları engellemeye çalışmaktadır. Saadet zincirleri ülkemizde “Piramit Satış Sistemleri” başlığı altında 6502 sayılı Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun’un 80’inci maddesinde² düzenlenmiş ve yasaklanmıştır. Bu sistemin kurulması, yayılması, tavsiye edilmesi durumunda kişilere Türk Ceza Kanunu’nun ilgili hükümleri uygulanmaktadır.

Tarihte çok çeşitli örnekleri bulunan saadet zincirleri hakkında bilgi sahibi olmak bireylerin finansal okur yazarlığını artıracak, kişileri irrasyonel kararlardan uzaklaştırarak piyasa dolandırıcılıklarından korunmasına yardımcı olacaktır. Böylece yatırımcılar yüksek getiri sunan ama gerçekçi olmayan yatırım alternatiflerine karşı dikkatli davranacak, güvenli ve sürdürülebilir yatırım araçlarına yönelecektir. Bireylerin bilinçli hareket ettiği piyasalarda kanun yapıcıların regülasyon ve denetleme maliyetlerinin azalması, toplumsal bilinçlenme sayesinde finansal piyasaların daha istikrarlı ve güvenli olması beklenmektedir.

2. Kavramsal Çerçeve

Saadet zincirleri, bireyleri yüksek kar vaadiyle cezbeden finansal dolandırıcılıklardır. Çevrimdışı dünyada 150 yıl önce ortaya çıkan saadet zincirleri, daha sonra dijital dünyaya göç etmiş, önce internet dünyasına yaklaşmış ve daha yakın zamanda da Bitcoin gibi kripto para birimleri üzerinden dijital dünyada sıklıkla karşılaşılır bir olgu haline gelmiştir (Bartoletti vd., 2020: 259).

2 Resmi Gazete, Tüketicinin Korunması Hk. Kanun

Piramit şeması, piramit zinciri, saadet zinciri gibi kavramlar birbirini yerine kullanılmaktadır. Bunlar, İngilizce literatürde *pyramid scheme* olarak kullanılan kavramın Türkçe literatürdeki karşılıklarıdır. Bu çalışmada anlam bütünlüğünü bozmamak adına saadet zinciri kavramı kullanılmıştır. “Ponzi Şeması” olarak karşılaşılan kavram, Charles Ponzi’nin kurduğu ünlü saadet zincirinden gelmektedir. Bu vaka, bölümün dördüncü başlığında detaylı şekilde ele alınmaktadır. Literatürde saadet zinciri kavramı yerine sıklıkla Ponzi Şeması (*Ponzi Scheme*) kavramının kullanıldığı da görülmektedir.

Saadet zincirlerinin dayandığı prensip temelinde çok basittir: Potansiyel yatırımcılar, sağlayamayacakları yüksek bir getiri oramı vaat ederek ikna edilmektedir. Vaat edilen getirinin ödenebilmesinin tek yolu, halihazırda fona katılmış olanlara getiri ödemek için yeni yatırımcıları sisteme çekmektir (Artzrouni, 2009: 190).

Saadet zincirlerinin detaylı bir tanımını ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC)³den gelmektedir: Saadet zinciri, yeni yatırımcıların katkıda bulunduğu fonlardan mevcut yatırımcılara sözde getiri ödenmesini içeren bir yatırım dolandırıcılığıdır. Klasik saadet zincirlerinde katılımcılar yalnızca yeni katılımcıları işe alarak para kazanmaya çalışırlar; bu zincirlerin belirgin nitelikleri şunlardır:

- Katılımcılara kısa sürede yüksek getiri vaat edilmektedir;
- Gerçekte hiçbir ürün veya hizmet satılmamaktadır;
- Öncelikli vurgu yeni katılımcıların dahil olmasıdır.

Zincirin işleyişi, önceki yatırımcıların getirilerinin, daha ileride zincire katılan yatırımcıların katkılarından ödendiği hileli bir yatırım şeklindedir. Zincir kurucusu kişiliği, şık görünüşü ve karizması ile güvenilirlik izlenimi yaratabildiği sürece, insanlar “fiziksel bir satış” olmaksızın saadet zincirlerine çekilebilmektedir (Wilkins vd., 2012:2).

Saadet zincirleri, katılımcılarından fon veya malvarlığı ortaya koymalarını ve sisteme aynı şartlar altında başka katılımcılar bulmalarını istemektedir. Bunları yaparlarsa yüksek bir kazanç veya mal varlığı elde edecekleri ümidi vermektedir. Sistem, gerçekçi olmayan veya gerçekleşmesi çok güç olan kazanç beklentisi olarak tanımlanmaktadır. Bu sistemler “hayatta bir kez karşınıza çıkacak bir fırsat” ya da “iş işten geçmeden satın alın” gibi baskıcı söylemlerle tanıtılmaktadır. Yüksek kazanç vurgusu üzerinde durulmaktadır. Kazanç vaadi haricinde sistem hakkında sağlıklı ve detaylı bilgi vermekten kaçınılmaktadır. Sistemde *göstermelik* somut bir ürün bulunuyorsa “ürün

paketi” adıyla, ürün olmadığı durumlarda “yatırım paketi” adıyla sisteme fon akışı sağlanmaktadır. Ürün temelli saadet zincirlerinde, benzer ürünler ile mukayese edilmesinin önüne geçebilmek için ürünlerin piyasada benzeri olmadığı ya da antika/koleksiyon özelliği olduğu iddia edilmektedir. Bazı ürün temelli sistemlerde ürünlerin sağlık ve zindelik gibi ispatlanamayan faydalar sağladığı iddiasında bulunmaktadır (T.C. Ticaret Bakanlığı, 2023).

Babuşçu (2023), saadet zincirlerinin ilerleyiş sürecini 5 başlıkta kısaca özetlemektedir:

1- Başlangıç: Organizatör, yüksek getiri vaatleriyle yatırımcı çekme çalışmalarına ve ikna girişimlerine başlar.

2- Yatırım Toplama: İlk yatırımcılardan para toplanmaya başlanır ve fon oluşmaya başlar.

3- Ödemeler: Sisteme ilk giriş yapan yatırımcılara, yeni yatırımcılardan toplanan paralarla ödemeler yapılır.

4- Güven Kazanma: İlk yatırımcıların ödeme almasıyla güven oluşturulur. Bu olumlu deneyimler, daha fazla yatırımcının sisteme katılmasına öncülük eder.

5- Çöküş: Devamlı genişleyen zincirin hızı azalıp yeni yatırımcı akışı durduğunda veya fazla sayıda yatırımcı parasını geri çekmek istediğinde sistem çöker.

Özet olarak, bir saadet zincirinin ayırt edici özellikleri şunlardır ⁴:

- Hiçbir gerçek ürün veya hizmet satılmamaktadır;
- Kısa sürede yüksek getiri vaadinde bulunmaktadır;
- Kolay para veya pasif gelir sunmaktadır;
- Perakende satışlardan elde edilen kanıtlanmış gelir yoktur;
- Karmaşık bir organizasyon yapısı bulunmaktadır;
- Sisteme fon girişinin devamlılığı için “yeni yatırımcı/yeni müşteri” üzerinde vurgu ve baskı yapmaktadırlar.
- Tüm saadet zincirleri eninde sonunda çökecek ve çoğu yatırımcı parasını kaybedecektir.

4 investor.gov (b)

3. Literatür Taraması

Saadet zincirleri kurucuları, kısa sürede, risk almadan, yüksek getiri beklentisinde olan bireyleri hedef almaktadır. Ancak bu beklentiler gerçekçi değildir. Risk ve getiri ilişkisine yönelik algısını yitirmiş olan bireyler, kendilerine anlatılan sisteme inanarak dolandırıcılık sistemine dahil olmaktadır. Dolayısıyla saadet zinciri kurucularına inanan insanlar var oldukça, bu zincirler varlıklarını sürdürmektedir. Katılımcılar sistemin devamlılığı sürdüren ana unsur olduğu için, zincirlere dahil olan bireylerin sosyal ve psikolojik durumlarının incelenmesi son derece önem arz etmektedir. İnsanları bu sistemlere girmeye motive eden gerekçeler ve sorunlar tespit edilirse, kişiler bu sistemlerden korunabilecektir. Saadet zincirleri ile ilgili literatür taraması, dolandırılmış gerçek kişileri içeren çalışmaları kapsamaktadır. Aşağıda her biri detaylıca ele alınan çalışmaları özetlemek gerekirse, finansal okuryazarlığı düşük olan bireylerin sisteme katılım olasılığı artmaktadır. Kişilerin aşırı özgüven ve açgözlülük hissiyle riskleri ölçümlemeden girişimde bulunduğu görülmektedir. Ekonomik güçlük içinde olan bireylerin yüksek getiri vaadinden daha fazla etkilendiği belirtilmektedir. Çalışmalar demografik özellikler açısından ele alındığında, orta yaşlıların, orta düzey gelir seviyesinde olanların ve özellikle erkeklerin, bu zincirlere katılma eğiliminin daha yüksek olduğu görülmektedir. Öte yandan, dolandırıcılar çeşitli araçlarla kişileri ikna etmeye uğraşmaktadır. Karmaşık bir sistem kurarak yapının anlaşılmasını engellemekte, kişileri sadece yüksek getiri vaadine odaklayarak manipüle etmektedirler.

Amoah (2018), saadet zincirlerinin nasıl işlediğini, yatırımcıları nasıl çektiğini ve hangi yatırımcıların bu tür dolandırıcılıklara daha yatkın olduğunu incelemektedir. Bu sistemlerin yaygınlaşmasında etkili olan faktörleri psikolojik, sosyoekonomik ve kültürel olarak üç başlıkta ele almıştır. Bulgulara göre, düşük finansal okuryazarlığa sahip bireylerin ve hızlı kazanç elde etme arzusuyla hareket eden yatırımcıların saadet zincirlerine daha yatkın olduğunu ortaya koymaktadır. Yatırımcılar, genellikle riskleri küçümseyerek ve vaat edilen getirilerden etkilenerek bu zincirlere katılmaktadır. Aşırı özgüven, açgözlülük ve sosyal baskılar gibi psikolojik faktörler, bireylerin katılımında önemli bir rol oynamaktadır. Bu faktörler, bireylerin eleştirel düşünmeden yatırım yapmalarına yol açmaktadır. Dolandırıcılar, yatırımcıların güvenini kazanmak için güven verici ve manipülatif taktikler kullanmaktadır. Ayrıca, zincirin başlangıç aşamalarında ödemelerin düzenli yapılması, yeni yatırımcıları çekmek için kullanılan yaygın bir stratejidir. Sonuç olarak bireylerin daha dikkatli olmaları ve finansal okuryazarlıklarını artırmaları gerektiği, bu tür dolandırıcılıklara

karşı eğitim ve farkındalık kampanyalarının önemi, yasal düzenlemelerin güçlendirilmesi ve denetimlerin artırılması gerektiği belirtilmektedir.

Hidajat vd. (2020), insanların saadet zincirlerine neden katıldıklarını, nasıl tuzağa düştüklerini ve bu kurbanların hangi faktörlerin etkilediğini belirlemeye odaklanmaktadır. Araştırma, çeşitli saadet zincirlerine katılmış bireylerle yapılan görüşmeler ve anketlerden elde edilen verilere dayanmaktadır. Araştırmacılar, kişilerin demografik profillerini, yatırım motivasyonlarını ve karar alma süreçlerini analiz etmişlerdir. Bulgular, aşırı özgüven, açgözlülük, ve kısa sürede yüksek getiri elde etme arzusu gibi psikolojik faktörlerin, bireyleri bu tür dolandırıcılıklara katılmaya ittiğini ortaya koymaktadır. Bu faktörler, bireylerin riskleri yeterince değerlendirmeden yatırım yapmalarına neden olmaktadır. Sosyal çevre, aile, arkadaşlar ve topluluk liderleri gibi unsurlar, bireylerin sistemlere katılımını teşvik eden önemli etkenler arasında yer almaktadır. Ayrıca ekonomik zorluk yaşayan bireylerin, finansal güvence sağlama arzusuyla bu oluşumlara daha yatkın oldukları bulunmuştur. Yüksek getiri vaatleri, ekonomik sıkıntı içindeki insanları bu tür dolandırıcılıklara çekmektedir. Çalışma son olarak bireylerin finansal okuryazarlığının artırılması gerektiğini vurgulamakta, bireylerin bu tür dolandırıcılıklara karşı bilinçli olmalarını sağlamak için toplumsal bilinçlendirme kampanyalarının önemine dikkat çekmektedir.

Huang vd. (2021), çalışmalarında hangi demografik grupların daha savunmasız olduğunu ve bu durumun dolandırıcılar tarafından nasıl istismar edildiğini anlamak amacıyla, gerçek bir saadet zinciri vakası üzerinden istatistiksel analizler yoluyla katılımcıların cinsiyet ve yaşın etkisini incelemişlerdir. Bulgular, erkeklerin bu zincirlere katılma olasılığının kadınlara göre daha yüksek olduğunu göstermektedir. Yaşlı yatırımcıların, özellikle emeklilik yaşına yakın olanların, katılım olasılığının daha yüksek olduğu bulunmuştur. Cinsiyet-yaş etkileşimi bulgularına göre, özellikle yaşlı ve erkek yatırımcıların bu tür dolandırıcılıklara karşı daha savunmasız olduğu belirtilmiştir. Saadet zincirlerine karşı korunma stratejileri geliştirmek için daha fazla eğitime ve farkındalığa ihtiyaç olduğunu vurgulanmaktadır.

Fei vd. (2021), Çin'deki gerçek bir saadet zinciri kurbanlarının profillerini ve bu kişilerin karar alma süreçlerinin özelliklerini incelemektedir. Anketler ve derinlemesine görüşmeler yoluyla, kurbanların yaş, cinsiyet, eğitim seviyesi, gelir düzeyi gibi demografik bilgileri toplanmıştır. Ayrıca, bu kişilerin yatırım kararlarını nasıl verdiklerini ve dolandırıcılığa nasıl çekildiklerini anlamak için psikolojik analizler yapılmıştır. Kurbanların çoğunun orta yaşlı, orta gelirli ve genellikle finansal bilgi düzeyi düşük bireyler olduğu tespit edilmiştir. Özellikle, yaşlı bireyler ve düşük eğitim seviyesine sahip olanlar

bu tür dolandırıcılıklara daha yatkın bulunmuştur. Zincir kurbanlarının karar alma süreci aceleci bir tavırla ve üzerinde düşünmeden gerçekleşmiştir. Kurbanlar, yüksek getiri vaatlerine kapılarak, genellikle riskleri yeterince değerlendirmeden yatırımlarını yapmışlardır. Çalışma, zincire katılım kararının genellikle sosyal çevrenin etkisiyle alındığını ortaya koymuştur. Aile, arkadaşlar veya topluluklardan gelen tavsiyeler, kurbanların yatırım yapma kararlarını etkileyen önemli faktörlerdir. Kurbanlar, dolandırıcıların güven verici tutumları ve manipülatif söylemleri ile sisteme katılmaya ikna olmuşlardır. Dolandırıcılar, kurbanların güvenini kazanarak onları dolandırmıştır. Çalışmada bu zincirlere karşı daha etkili koruma sağlamak için eğitimin ve finansal okuryazarlığın artırılması gerektiği vurgulanmaktadır.

Ghani vd. (2023), yatırımcıların saadet zincirlerine nasıl çekildiklerini incelemek için vakalar üzerinden derinlemesine görüşmeler ve analizler yapılmıştır. Aşırı özgüven yanlılığının çeşitli boyutlarını ele alarak, yatırımcıların neden bu tür dolandırıcılıklara çekildiğini ve hangi faktörlerin karar alma süreçlerinde belirleyici olduğunu ortaya koymayı amaçlamışlardır. Bulgulara göre, aşırı özgüven yanlılığı, yatırımcıların riskleri yeterince değerlendirmeden bu zincirlere katılmalarına neden olmaktadır. Yatırımcılar, bilgi ve yeteneklerine aşırı güvenerek, yatırım fırsatlarının risklerini küçümsemişlerdir. Çalışma sosyal çevrenin ve psikolojik faktörlerin, yatırımcıların aşırı özgüvenini artırarak sisteme katılımı teşvik ettiğini vurgulamaktadır. Özellikle, tanıdıkların tavsiyeleri ve yatırımcı topluluklarının etkisiyle, bireyler bu tür dolandırıcılıklara daha yatkın hale gelmiştir. Çalışma, aşırı özgüven yanlılığının saadet zincirlerine katılımda kritik bir rol oynadığını ve bu yanlılığın azaltılması için eğitim ve farkındalığın artırılması gerektiğini vurgulamaktadır. Yatırımcıların finansal kararlarını daha rasyonel bir temele oturtmaları ve duygusal karar verme süreçlerinden kaçınmaları önerilmektedir.

Constantino vd. (2024), Brezilya'da saadet zincirlerinin neden hala başarılı olduğunu ve insanların bu tür bariz dolandırıcılıklara yatırım yapmaya devam etmelerinin ardındaki nedenleri incelemiştir. Araştırmacılar, bireylerin bu sistemlere yatırım yapma motivasyonlarını ve dolandırıcıların kullandığı yöntemleri derinlemesine analiz etmeyi amaç edinmiştir. Yapılan anketler ve görüşmeler sonucunda ulaşılan bulgular şu şekildedir: yatırımcıların yüksek getiri beklentisi, finansal bilgi eksikliği, sosyal baskılar ve güven inşası gibi faktörlerle bu zincirlere yatırım yapmaya yönlendirildiğini ortaya koymaktadır. Özellikle, düşük gelirli ve finansal okuryazarlığı düşük bireylerin bu tür dolandırıcılıklara daha yatkın olduğu bulunmuştur. Yatırımcılar, genellikle aile üyeleri, arkadaşlar veya topluluk liderleri tarafından teşvik edilmektedir. Dolandırıcılar, genellikle karmaşık

ve güven verici bir dil kullanarak, yatırımcılara güven aşılacaktır. Ayrıca, şeffaflık izlenimi yaratmak ve önceki yatırımcılara ödeme yapmak gibi stratejilerle yeni yatırımcıları çekmeye devam etmektedirler. Araştırmacılar, bu zincirlere karşı korunma yollarını geliştirmek için eğitim ve farkındalığın artırılması gerektiğini vurgulamaktadır. Ayrıca, hükümet ve düzenleyici kurumlar tarafından daha güçlü denetim ve yaptırımların uygulanması gerektiği belirtilmiştir.

4. Charles Ponzi Saadet Zinciri Vakası

Charles Ponzi 1920'de kurduğu şirket üzerinden saadet zinciri yaratarak finansal dolandırıcılığa girişmiştir. Tarihte bilinen en eski saadet zinciri dolandırıcılığı olduğundan, sisteme ismini vererek sistemin *Ponzi Scheme* yani *Ponzi Şeması* olarak kendi adı ile anılmasına sebep olmuştur. Bu bölümün ilk kısmında Charles Ponzi'nin kısaca yaşamı, saadet zincirinin kuruluşu ve bitişi üzerinde durulmakta, ikinci kısımda ise vaka detaylı şekilde incelenmektedir.

4.1. Charles Ponzi Kimdir, Neler Yapmıştır?

Charles Ponzi, 1882'de İtalya'da dünyaya gelmiş, çocukluğunu bile hırsızlık gibi küçük suç kayıtları ile geçirmiştir. Roma'da üniversite okurken, şöhret ve servet bulmak için Amerika'ya giden İtalyanların hikayelerinden çok etkilenmiş, 1903'de Boston'a gitmiştir. Oradan Kanada'ya geçen Ponzi, birçok geçici işten sonra çeşitli bankalarda veznedar olarak çalışmış, bu yıllarda da sahtecilik, göçmen kaçakçılığı gibi çeşitli suçlardan hapis yatmıştır. Evlendikten sonra 1919 yılında, küçük bir ithalat-ihracat işi kurmuştur (Probasco, 2023).

Ponzi, adının tarihte yer edinmesini sağlayacak büyük fikrini bu şirket sürecinde şu şekilde bulmuştur: Ponzi bir gün İspanya'daki bir şirketten posta yoluyla bir mektup almıştır. Bu mektupta uluslararası bir cevap kuponu (*IRC-International Reply Coupon*: yerel posta pulları karşılığında diğer ülkelerde kabul edilen bir tür kupon) bulunmaktadır. Ponzi, bir ülkede IRC satın alarak ve bunları başka bir ülkede daha pahalı pullarla değiştirerek kar elde edebileceğini fark etmiştir. Ponzi'nin dolandırıcılığı şöyle işlemektedir: Diğer ülkelerde kendisi için çalışan acentelere para göndermiştir; acenteler de IRC satın alıp bunları Amerika Birleşik Devletleri'ne geri göndermektedir. Ponzi daha sonra IRC'leri ödediğinden daha değerli pullarla değiştirmekte ve pulları satmaktadır. Ponzi'nin bu satışların bazılarında %400'den fazla kar elde ettiği bilinmektedir (biography.com, 2021).

1920'de kurduğu yeni şirketinin adı The Security and Exchange Company (Securities Exchange Co)'tir. Güvenlik ve Borsa Komisyonu (SEC) 1930'lara kadar henüz kurulmamış olduğundan, Ponzi şirketine devlet kurumuna benzeyen bir isim seçerek, potansiyel yatırımcıları yanıltabilme yolunda adımlarına başlamıştır (Watkins, 2008). Şirket ismi bile Charles'ın dolandırıcılık hedefinde son derece planlı ilerlediğini göstermektedir.

Ponzi, yatırımcılara doksan gün içinde yüzde 40 getiri sunan bir broşür dağıtarak planını uygulamaya başlamıştır. Geçerli faiz oranı yıllık yüzde 5 olduğu için bu çok cazip bir tekliftir. Ponzi daha sonra vaat edilen getiri oranını doksan günlük senetlerde yüzde 100'e, kırk beş günlük senetlerde ise yüzde 50'ye çıkarmıştır. Bir ay sonunda nakit akışı bir sele dönüşmüştür. Tüm parayı toplamak için sürekli çalışan altı kâtibî bulunmaktadır. Ponzi parayı bir tasarruf bankasına yatırmaktadır. Karşılıklı tasarruf bankası, mevduat sahiplerinin kuruluştan hisse satın almaları bakımından bir kredi birliği şeklinde işlediğinden, Ponzi kısa sürede bankanın en büyük mevduat sahibi/hissedarı haline geldi ve kendisini bankanın başkanı seçmiştir (Watkins, 2008).

Göz kamaştırıcı getiriler kaçırılmayacak kadar cazip olduğundan yatırımcıların ilgisi artmıştır. Ponzi ayrıca yatırımcılara, kuponları kendisi için toplu olarak satın alabilecek Avrupa çapında ayrıntılı bir acente ağı kurduğunu ve bu kuponları ABD'de kolayca mali kazanca dönüştürebileceğini ifade ederek yalan söylemiştir. Ponzi, giderek artan yeni yatırımcı fonlarını daha fazla IRC satın almak için kullanmamış, bunun yerine paranın bir kısmını kendine saklamıştır ve geri kalanını daha uzun süredir yatırım yapan yatırımcılara ödemiştir, birçoğu getirilerinden o kadar heyecanlanmıştır ki kazançlarını yeniden Ponzi'nin planına yatırmışlar ve böylece istemeden de olsa dolandırıcılığın devam etmesine yardımcı olmuşlardır. Kendisinden operasyonunun iç işleyişini açıklaması istendiğinde, rakiplerinin ortaya çıkmasını önlemek için bu tür bilgileri halktan gizlemesi gerektiğini belirtmiştir (internationalbanker.com, 2021).

1920 yılının Temmuz ayında The Boston Post gazetesi, Ponzi şemasının mali açıdan mümkün olmadığını gösteren ilk makaleyi yayınlamıştır. Artan gazete makaleleri ve devletin şirkete yaptığı denetim, zincire duyulan şüpheleri arttırmıştır. Massachusetts Eyaleti Bankacılık Komisyonu, Ponzi'nin başkanı olduğu tasarruf bankasını kapatmıştır (Watkins, 2008). Tüm bu denetleme, soruşturma ve gazete makaleleri mevcut yatırımcıların sistemden kaçmasına ve sistemin çökmesine sebep olmuştur. Charles Ponzi, 12 Ağustos 1920'de tutuklanmış ve 86 posta dolandırıcılığı suçlamasıyla itham edilmiştir. 3 buçuk yıl hapis yatmış, şartlı tahliye edildikten sonra eyalet suçlarından

hüküm giymiş, kefaletle serbest kalmıştır. Tahmini 7 milyon dolar borcu olan Ponzi, posta dolandırıcılığından suçlu bulunmuş, yakalanmış ve tekrar hapse girmiştir. Toplam 14 yıl hapis yatıp 1934'te çıkmıştır. O tarihte, hiçbir zaman ABD vatandaşı olmadığını için ülkesi İtalya'ya sınır dışı edilmiştir. Brezilya'nın Rio de Janeiro kentinde cenaze masrafları için sadece 75 dolar bırakmış şekilde 18 Ocak 1949'da öldüğü bilinmektedir (Probasco, 2023).

4.2. Charles Ponzi Vaka Analizi

Charles Ponzi'nin gerçekleştirdiği şemayı öncelikle bir örnekle detaylı şekilde inceleyelim: Saadet zinciri 50.000 TL ile başlıyor kabul edelim. Zincir kurucusu yatırımcılara %20 getiri vaat ediyor olsun. Zincirin kurulabilmesi için temel basamakta kişi başı 25.000 TL ödemeyi göze alan en az 2 adet yatırımcıya ihtiyaç olacaktır. İki yatırımcı ile başlangıç basamağı (0) kurulan piramitin birinci basamağında, ilk yatırımcıların getirileri de hesaba katılarak gerekli fon hesaplanmaktadır ($50.000 \text{ TL} * 1,2 = 60.000 \text{ TL}$). Bu fonun sağlanabilmesi için yeni yatırımcılar eklenerek en az 3 katılımcı ile fon büyütülmeye devam edilmektedir ($60000 \text{ TL}/3 = 20.000 \text{ TL/yatırımcı}$).

Her basamakta yeni yatırımcıların getiri oranları eklenerek, yatırımcı sayısı devamlı arttırılmakta ve yapı Şekil 1'de görüldüğü üzere genişleyen bir piramit şeklini almaktadır.

Dönem	Gerekli Fon	Toplanan Fonlar (TL)	Yatırımcı Sayısı
0	50.000 TL	25.000 25.000	2
1	60.000 TL	20.000 20.000 20.000	3
2	72.000 TL	18.000 18.000 18.000 18.000	4
3	86.400 TL	17.280 17.280 17.280 17.280 17.280	5
...

Şekil 1: Ponzi Şeması Örneği

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

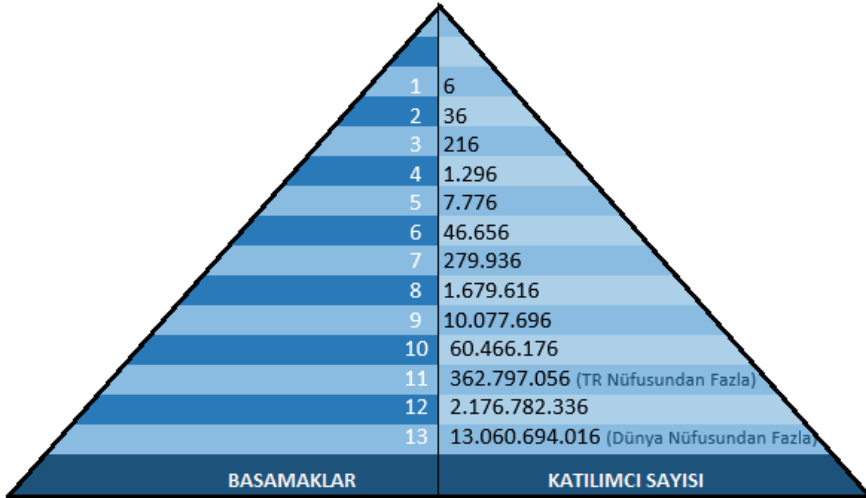
Örnek olarak oluşturulan zincire bakıldığında şu durum görülmektedir; zinciri başlatan girişimci (dolandırıcı), başlangıç fonu olarak topladığı 50.000 TL'nin tamamını kendi almaktadır. Sonraki her basamakta vadettiği getiri oranını ekleyerek toplayacağı fon miktarını arttırmaktadır.

Fon toplayabilme becerisi, yatırımcı sayısı artışı ile doğru orantılıdır. Kişileri büyük tutarlı fon yatırımına ikna etmek daha güçtür. Yatırımcı sayısı arttıkça kişi başına düşen fon miktarı düşeceğinden kişileri zincire

katmak kolaylaşmaktadır. Sistemin devamı sonsuz fon arzına ve sonsuz yatırımcı katılımına bağlıdır. Özellikle ilk dönemlerde ilk yatırımcılara bekledikleri getiriler ödenerek güven inşa edilmektedir. Piramit büyüdükçe havuzdaki fon artmaktadır. Zaman ilerledikçe vadesi gelen getirilerini alıp sistemden ayrılmak isteyenlerin sayısının arttığı görülmektedir. Bu durumda dolandırıcılar daha fazla yatırımcı bularak getirileri ödemeye çalışmaktadır. Piramite gereken yeni yatırımcı dahil edilemediğinde zincirin sonuna gelinmektedir. Getirileri ödeyemeyeceğini anlayan kurucular havuzdaki tüm parayı çekerek ortadan kaybolma yoluna gitmektedir.

Charles Ponzi, yukarıda bir örnek ile açıklanan saadet zincirini, 1920 yılının Ocak ayında kurduğu şirket üzerinden küçük miktarlarda fon toplayarak başlatmıştır. Fon talep ederken yatırımcılara 45 günde %50 veya 90 günde %100 gibi fahiş getiriler vaat etmiştir. Ponzi 1920 yılının ilk sekiz ayında 15 milyon dolar (bugünkü değeri 220 milyon dolar) çalmaktan sorumlu tutulmaktadır (Probasco, 2023).

Saadet zinciri kurucuları, dolandırıcılık üzerinden finansal faydalar sağlamayı hedeflemektedir. Bu zincirin bir gün çökeceği şüphesiz ki zincir kurucuları tarafından da bilinmektedir. Ancak kurucular o günün uzak bir gelecekte olduğunu düşünme eğilimindedir. Başkalarını kandırma konusunda yetenekli olan bu kişiler kendilerine fazla güvenmektedir. Para kazanma dürtüleri risk değerlendirme kabiliyetlerinin önüne geçmektedir ve lüks yaşam tarzlarını devam ettirebilmek uğruna çöküş gününe kadar çıkış yolu bulacakları yanılgısındadırlar (Jory ve Perrey, 2011: 6).



Şekil 2. Saadet Zincirleri Nasıl Çalışır?

Kaynak: investor.gov (a)

Charles Ponzi gibi düşünenler sisteme sürekli yeni yatırımcılar ekleyerek para kazanmaya devam edeceklerini düşünürler, oysa ki bunun matematiksel olarak tek bir sonucu vardır: *Zincirin Çöküşü*. Şekil 2'de görüldüğü üzere, her bir katılımcının 6 katılımcı bulması gerektiğini ve onların da her birinin yeni 6 katılımcı bulması gerektiğini varsayalım. Oluşturulan bu zincirin daha 11. basamağında Türkiye nüfusunun yaklaşık 4 katına ihtiyaç vardır. 13. basamağa gelindiğinde tüm dünya nüfusundan daha fazla yatırımcıya gerek olacaktır ve tüm saadet zincirlerinin çökmeye mahkum olduğunu göstermektedir.

Saadet zincirlerinin mimarları suçlu veya özellikle kötü niyetli olabilirler, çünkü yatırımcıların hatasymış gibi görünen bu sistemlerin kurucularıdır. Saadet zincirlerinin ortak noktası, bozuk güven temelleri üzerine inşa edilmiş olmalarıdır. Finansal ilişkilerin büyük çoğunluğunda araçlara takdir yetkisi tanınmaktadır. Bu nedenle saadet zinciri dolandırıcıları, sadece bireylerin kırılabilirliğini değil, modern yatırım uygulamalarının temelini oluşturan toplumsal güveni de istismar etmiş olurlar (Almassi, 2018: 12). Bu sebeple Charles Ponzi vakasında olduğu gibi düzenleyici devlet otoriteleri, gerektiğinde bu zincirleri tespit etmek ve ilgili hükümlerce cezalandırmakla yükümlüdür.

Saadet zincirleri beyaz yakalı suçların sadece bir türüdür. "Beyaz yakalı" terimi, faillerin sosyoekonomik düzeyini sembolize etmekte olup, iş giderken takım elbise giyip kravat takması muhtemel profesyoneller ve şirket yöneticilerine işaret etmektedir (Springer, 2021: 14). Charles Ponzi vakası saadet zincirlerinin bilinen en eskisi iken, 2008 yılında en büyük saadet zincirlerinden biri olan Bernie Madoff vakası görülmüştür. Bilinen en eski ve en büyük saadet zinciri vakaları, kişilerin güvenini kolayca sağlayabilen beyaz yakalıları olabilmektedir. Madoff vakası kitabın bir diğer bölümünde detaylıca yer almaktadır. Bu girişimlerin tarihte kendini tekrarlaması, art niyetli kişilerin kendilerine güvenen yatırımcılar buldukça dolandırıcılık motivasyonu ile hareket ettiğini göstermektedir.

Bireylerin saadet zincirlerine karşı savunmasızlığı kısmen içinde yaşadığımız zamanlardan kaynaklanmaktadır. Çevreden duyulan bilgileri gerçek olarak kabul etmek, kaynakları araştırıp doğruluğundan emin olmaktan genellikle daha kolaydır (Jacobs ve Schain, 2011:45). Bu bilgiler yakın ve samimi görülen kişilerden geldiğinde inanma güdüsü artmakta, kendiliğinden bir güven duygusu oluşmaktadır. Finansal okur yazarlığı yüksek olan bireyler, şüpheli yaklaşımlarla bilgi kontrolüne ihtiyaç duyacaktır. Yatırımcılar rasyonellik ilkelerinden sapmadığı, davranışsal yanılığlara kapılmadığı, finansal okur yazarlık düzeyini geliştirdiği sürece bu tür zincirler başarılı olamayacaktır.

5. Türkiye’den Saadet Zinciri Örnekleri

Finansal dolandırıcılıkların en bilineni olan saadet zincirleri, dünyada olduğu gibi Türkiye’de de sıklıkla karşılaşılan bir problem haline gelmiştir. Özellikle ekonomik belirsizliklerin yoğun olduğu dönemlerde bireyleri dolandırmaya devam etmektedir. Kolay ve hızlı kazanç sunan saadet zincirleri, farklı isimler ve çeşitli araçlarla karşımıza çıkmakta ve binlerce kişiyi mağdur ederek maddi kayıplar yaratmaktadır. Tablo 1’de geçmişten günümüze Türkiye’de geniş bir ağa ulaşan ve büyük kayıplara neden olan saadet zinciri vakaları derlenmiştir. İnternet ve sosyal medya kullanımının artışı, kripto para piyasasına ilginin artışı ile, saadet zincirlerinin dijital araçlar üzerinden geliştirildiği görülmektedir. Eskiden kulaktan kulağa yayılan bu zincirler, günümüzde sosyal iletişim ağları sayesinde daha hızlı yayılmaktadır. Ayrıca kripto para gibi dijital finansal araçların, bilgisayarların depolama alanları gibi teknolojik araçların dolandırıcılık amaçlı kullanımı artmaktadır.

Tablo 1: Türkiye’de En Çok Bilinen Saadet Zincirleri

Anıldığı İsim (Yıl)	Olay/Yöntem	Dolandırıcılık Hacmi	Mağdur Sayısı
Titan - Kenan Şeranoğlu (1990’lar) (ntvmsnbc.com, 2008)	Katılım ücreti karşılığında üyelerine kısa vadede son derece yüksek kâr oranları sunan sistem. Zincire dahil ettikleri her yeni üye için prim ödeniyor.	Üyelik kişi başına 2400 Alman Markı	30 bin kişi
Flexkom- 2011 (haberler.com, 2016)	Üye olana harcama yapabileceği kart verileceği vaadinde bulunulan sistem. “Üye getir, para kazan” yöntemi ile prim ödeniyor.	30 milyar Türk Lirası	40 bin kişi
Nilfa Kobi AŞ-2012 (sabah.com, 2017)	‘4 ayda % 45 getiri’ sistemi. Üye getirme zorunluluğu bulunuyor.	40 milyon Türk Lirası	3 bin kişi
Mega Bilişim- 2015 (hurriyet.com(a), 2015)	Web sitesi satışı ile yeni üye yapılan sistem. En az 2 üye getirme zorunluluğu bulunuyor.	70 milyon Türk Lirası	35 bin kişi
2016- Coinspace (aa.com.tr, 2021)	Kripto para üreterek yüksek kazanç vaadinde bulunan sistem. Referans sistemi ile yeni üyeler sisteme ekleniyor.	16 milyon Türk Lirası	544 kişi

Kairos Planet-2016 (hurriyet.com(b), 2016)	Üyelerin bilgisayarında bulunan boş depolama alanını kiralama sistemi. Yeni üye getirildiğinde ekstra prim ödeniyor.	25 milyon Dolar	50 bin kişi
Epitelyum- 2017 (milliyet.com.tr, 2020)	Sosyal medya üzerinde reklam alanı kiralama sistemi. Yeni üye getirenlere ek ödemeler yapılıyor.	10 milyon Türk Lirası	30 bin kişi
Detay Maxinet-2017 (haberturk.com, 2018)	Bilgisayarları açık bırakarak para kazanabileceklerini vaat eden sistem. Sisteme kazandırılan her yeni üye için ekstra ödeme yapılıyor.	100 milyon Türk Lirası	35 bin kişi
SAS Enerji-2021 (ntv.com.tr, 2023)	Topladığı fonları yurtdışındaki enerji ve maden yatırımlarına yönlendireceğini söyleyerek yüzde 10 getiri vaat eden sistem.	600 milyon Türk Lirası	13 bin kişi
Hik Online- 2022 (birgun.net, 2022)	Yüksek kar getirisi sunan sistem. Yeni üye getirenlere bonus ödeme yapılıyor.	100 milyon Türk Lirası	100 bin kişi

Kaynak: Yazar tarafından derlenmiştir.

Yüksek tutarlarda olan ve/veya fazla sayıda kişiye ulaşan bu zincirler, medyada yer alarak kamuoyunun ilgisini çekmiştir. Tablo 1’de belirtilenlerle çok sayıda küçük çaplı saadet zinciri devlet müdahaleleriyle son bulmuştur. Ancak dolandırıcılar sahte internet siteleri, profesyonel reklamlar, yeni araçlar kullanarak yeni saadet zinciri girişimlerine şüphesiz devam edecektir.

6. Sonuç ve Öneriler

Saadet zincirlerinin iki tarafı vardır: zincir kurucuları (dolandırıcılar) ve katılımcılar (dolandırılanlar). Alışveriş dengesinde zıt yönde hareket etmekte olan bu iki tarafın biri para kazanırken diğeri para kaybetmektedir. Ortak noktalarına bakıldığında, her iki tarafın da aşırı özgüvenle hareket ettiği, riskleri doğru okumadığı görülmektedir. Zincir kurucularının da, katılımcıların da ana hedefi, piyasa koşullarından yüksek ve pasif getiriler elde etmektir. Zincir kurucuları çöküş sonucunda kendilerini hapiste bulmaktadır. Şüphesiz ki mağdur olan taraf tüm tasarrufunu kaptıran katılımcılardır.

Finansal dolandırıcılıkların artması, piyasalarda güven eksikliği yaratmakta ve finansal mekanizma işleyişlerine zarar vermektedir. Dolayısıyla her iki tarafın da zarar gördüğü bu sistemler, finansal aktörlere ve finansal araçlara olan toplumsal güveni de yıkmaktadır. Hem kurucuların, hem de katılımcıların saadet zinciri sistemlerine girişlerini engellemek önem arz etmektedir.

Zincir kurucularının bu tür dolandırıcılık girişimlerinde bulunmaması için düzenleyici ve kanun koyuculara önemli görev düşmektedir. Ekonomik istikrarın yetersiz kaldığı ve gelir dağılımı eşitsizliği olan konjonktürlerde hırsızlık, yolsuzluk, dolandırıcılık girişimleri artabilmektedir. Dolayısıyla istikrarlı ve etkin denetim mekanizmaları caydırıcı olmaktadır. Coşkun (2010)'un da belirttiği üzere, finansal dolandırıcılık girişimlerinden korunmak için en temel silah, finansal raporlama, iç denetim, risk yönetimi, iç kontrol, kurumsal yönetim unsurları içeren disiplin sistemleridir. Piyasa disiplini sağlayan bağımsız denetim ve derecelendirme kuruluşlarının etkinliğine ek olarak, hukuk ve ceza regülasyonları ile öz disiplinin geliştirilmesine katkı sağlanmalıdır.

Yatırımcılar yani zincir katılımcıları ise bilgi bolluğunun olduğu günümüz dünyasında saadet zincirlerine karşı savunmasız kalabilmektedir. Aşırı güven, aç gözlülük gibi psikolojik faktörler de eklendiğinde bu oluşumlar cazip gibi görülebilmektedir. Oysa ki yatırımcıların bilgilerin kaynağını araştırmak, doğruluğundan emin olmak gibi sorumlulukları bulunmaktadır. Saadet zincirlerine katılım teklifleri genellikle saygın ve tanınmış kişilerden geldiği için dolandırıcıların başarılı olma olasılıkları artmaktadır. Dolayısıyla bireylerin bu tür oluşumlardan bireysel olarak korunmasının en önemli yolu; piyasaları doğru kaynaklardan takip etmek ve araştırmaktır.

Ülkemizde ortaya çıkan saadet zinciri vakalarına bakıldığında, sosyal medya araçlarının, kripto paraların, dijital ve teknolojik araçların bu tür dolandırıcılık sistemlerinde daha fazla kullanıldığı görülmektedir. Bu nedenle bireylere sosyal medya okur yazarlığı eğitimleri, yazılım ve donanım teknolojileri ile dijital finansal araçlar eğitimlerinin de temel düzeyde verilmesi önem arz etmektedir.

Tasarruf sahiplerinin risk-getiri algısının farkında olarak alternatifleri değerlendirmesi gerekmektedir. Bu da ancak finansal okuryazarlık düzeyinin yüksek olmasıyla gerçekleştirilebilecektir. Yüksek getiri vaatlerine ikna olmadan önce piyasa koşullarının doğru şekilde yorumlanması gerekmektedir. Para ve sermaye piyasaları kurumlarının, üniversitelerin, bankaların, aracı kurumların halka yönelik finansal okuryazarlık eğitimlerini arttırması, bireyleri finansal dolandırıcılıklardan koruyacaktır.

Sonuç olarak, Ponzi ile başlayan saadet zincirleri, tüm dünyada olduğu gibi ülkemizde de toplumun ekonomik kırılganlıklarından ve kazanç arzusundan beslenerek büyümüş ve çeşitlenmiştir. Bireyler ekonomik fırsatlar ile yüksek kazanç vaatlerini ayırt edebilme bilincinde olarak kendilerini bu sistemlerden uzak tutmalıdır. Yasal düzenlemeler ve toplum bilinçlendirme çalışmaları son derece önemli adımlar olmakla beraber, kolay ve hızlı kazanç vaatlerine karşı her bireyin temkinli olması gerekmektedir.

Kaynakça

- aa.com.tr, Anadolu Ajansı İnternet Arşivi (2021). <https://www.aa.com.tr/tr/turkiye/hayali-kripto-para-ureterek-dolandiricilik-yaptiklari-belirle-nen-37-kisiye-dava-acildi-/2225726> Erişim Tarihi: 20.09.2024
- Almassi, B. (2018). What's wrong with ponzi schemes? Trust and its exploitation in financial investment. *International Journal of Applied Philosophy*, 32(1), 111-126.
- Amoah, B. (2018). Mr Ponzi with fraud scheme is knocking: investors who may open. *Global Business Review*, 19(5), 1115-1128.
- Artzrouni, M. (2009). The mathematics of Ponzi schemes. *Mathematical Social Sciences*, 58(2), 190-201.
- Babuşcu, Ş. (2023). @senolbabuscu (Prof.Dr.) X Platformu. <http://x.com/senolbabuscu/status/1730501037608346105> Erişim Tarihi: 25.07.2024.
- Bartoletti, M., Carta, S., Cimoli, T., & Saia, R. (2020). Dissecting Ponzi schemes on Ethereum: Identification, analysis, and impact. *Future Generation Computer Systems*, 102, 259-277.
- biography.com (2021). Charles Ponzi. The Biography.com Websitesi. A&E; Television Networks. <https://www.biography.com/crime/charles-ponzi> Erişim Tarihi: 10.08.2024.
- birgun.net, İnternet Gazete Arşivi (2022). <https://www.birgun.net/haber/hik-online-saadet-zincirinde-100-milyonluk-vurgun-371678> Erişim Tarihi: 20.09.2024
- Constantino, T. D. S. T., Da Silva, A. C. M., & Constantino, M. A. M. D. O. (2024). Ponzi schemes in Brazil: what leads people to still invest in this fraud?. *Journal of Financial Crime*. <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/JFC-10-2023-0262/full/pdf?title=ponzi-schemes-in-brazil-what-leads-people-to-still-invest-in-this-fraud> Erişim Tarihi: 18.06.2024
- Coşkun, Y. (2010). Bay Ponzi'den Bay Madoff'a Ponzi Finansmanı. *Sermaye Piyasası Dergisi*, 1 (1): 10-13.
- Fei, L., Shi, H., Sun, X., Liu, J., Shi, H., & Zhu, Y. (2021). The profile of Ponzi scheme victims in China and the characteristics of their decision-making process. *Deviant Behavior*, 42(12), 1596-1609.
- Ghani, M. T. A., Halim, B. A., Rahman, S. A. A., Abdullah, N. A., Afthanorhan, A., & Yaakub, N. (2023). Overconfidence bias among investors: A qualitative evidence from ponzi scheme case study. *Corporate and Business Strategy Review*, 4(2), 59-75.
- haberler.com, İnternet Gazete Arşivi (2016). <https://www.haberler.com/ekonomi/40-bin-kisiyi-dolandirdilar-iki-yil-sonra-yine-8567945-haberi/> Erişim Tarihi: 20.09.2024

- haberturk.com, İnternet Gazete Arşivi (2018). <https://www.haberturk.com/detay-maxinet-e-ne-oldu-saadet-zinciri-oldugu-iddia-edilen-detay-maxinet-kapandi-mi-1907040> Erişim Tarihi: 20.09.2024
- Hidajat, T., Primiana, I., Rahman, S., & Febrian, E. (2020). Why are people trapped in Ponzi and pyramid schemes?. *Journal of Financial Crime*, 28(1), 187-203.
- Huang, L., Li, O. Z., Lin, Y., Xu, C., & Xu, H. (2021). Gender and age-based investor affinities in a Ponzi scheme. *Humanities and Social Sciences Communications*, 8(1), 1-12.
- hurriyet.com (a), İnternet Gazete Arşivi (2015). <https://web.archive.org/web/20140903071107/http://hurarsiv.hurriyet.com.tr/goster/haber.aspx?id=25506601&tarih=2014-01-06> Erişim Tarihi: 20.09.2024
- hurriyet.com (b), İnternet Gazete Arşivi (2016). <https://www.hurriyet.com.tr/ekonomi/londrada-kairos-adi-ile-firma-kurdular-turkiyede-50-bin-ki-siden-25-milyon-dolar-topladilar-40140574> Erişim Tarihi: 20.09.2024
- internationalbanker.com. (2021). History of Financial Crises: Charles Ponzi. <https://internationalbanker.com/history-of-financial-crises/charles-ponzi-1920/> Erişim Tarihi: 03.08.2024.
- investor.gov (a). US Securities and Exchange Comission (SEC) Resmi Web Sitesi. <https://www.investor.gov/protect-your-investments/fraud/types-fraud/pyramid-schemes> Erişim tarihi: 05.08.2024.
- investor.gov (b). US Securities and Exchange Comission (SEC) Resmi Web Sitesi. <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/pyramid-schemes> Erişim Tarihi: 25.07.2024.
- Jacobs, P. & Schain, L. (2011). The never ending attraction of the Ponzi scheme. *Journal of Comprehensive Research*, 9, 40-46.
- Jory, S. R., & Perry, M. J. (2011). Ponzi schemes: A critical analysis. *Journal of Financial Planning*. Online, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1894206> Erişim Tarihi: 29.07.2024.
- milliyet.com.tr, İnternet Gazete Arşivi (2020). <https://www.milliyet.com.tr/gundem/30-bin-kisiyi-dolandirmisti-komsuda-yakalandi-6143943> Erişim Tarihi: 20.09.2024
- ntv.com.tr, İnternet Gazete Arşivi (2023). <https://www.ntv.com.tr/turkiye/sas-holding-vurgunu-sorusturmasinda-71-supheli-hakkinda-operasyon,VvPj-g-IDUm48fK-IBM2dQ> Erişim Tarihi: 20.09.2024
- ntvmsnbc.com, İnternet Gazete Arşivi (2008). <https://web.archive.org/web/20160509114039/http://archive.is/171yp> Erişim Tarihi: 20.09.2024

- Probasco, J. (2023). Who was Charles Ponzi? What did he Create? Investopedia, Dotdash Meredith Publishing. <https://www.investopedia.com/who-is-charles-ponzi-5216783> Erişim Tarihi: 02.08.2024.
- Resmi Gazete (28 Kasım 2013). Tüketicinin Korunması Hakkında Kanun, Kanun No:6502 <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2013/11/20131128-1.htm> Erişim Tarihi: 01.07.2024.
- Sabah.com, İnternet Gazete Arşivi (2016). <https://www.sabah.com.tr/ekonomi/2017/02/07/son-titan-zinciri-antepten-cikti#:~:text=Nilfa%20KOB%20isimli%20titan%20yap%20B1lanmas%20B1,ayda%2040%20milyon%20TL%20toplada%20B1&text=T%3BCrkiye'de%20C3%A7eyrek%20as%20B1rd%20B1r%20bitmek,-KOB%20Holding%201%20ilde%20C3%B6rg%20B-Ctlendi>. Erişim Tarihi: 20.09.2024
- Springer, M. (2021). The politics of Ponzi schemes: history, theory and policy. Routledge Publishing: New York.
- TC Ticaret Bakanlığı (2023). Tüketici Bilgi Rehberi. Piramit Satış Sistemleri Hakkında Bilgilendirme. <https://tuketici.ticaret.gov.tr/yayinlar/tuketici-bilgi-rehberi/piramit-satis-sistemleri-hakkinda-bilgilendirme> Erişim tarihi: 05.08.2024.
- Wilkins, A. M., Acuff, W. W., & Hermanson, D. R. (2012). Understanding a Ponzi scheme: Victims' perspectives. Journal of Forensic & Investigative Accounting, 4(1), 1-19.
- Watkins, T. (2008). The Nature and History of Ponzi Schemes. San José State University Department of Economics Kişisel Web Sitesi. <https://www.sjsu.edu/faculty/watkins/ponzi.htm> Erişim Tarihi: 05.08.2024.

Barings Bankası

Ayşegül Yıldırım Kutbay¹

Özet

Bu çalışma Barings Bank'ın iflasına yol açan olayları, hatalı kararları ve eksiklerini analiz ederek bankacılık denetleme sistemlerinde yapılan düzenlemeleri nasıl şekillendirdiğini ortaya koymayı amaçlamaktadır. Barings Bank, 1890 ve 1995 krizleri ile bankacılık tarihindeki yerini almıştır. 1890 krizinde Barings Bank, Londra'da likidite sorunları yaşamıştır. Bunun temel sebebi de Arjantin'e yaptığı yoğun yatırımlardır. Bu krizin Londra'daki finans kurumlarını etkilemesinden korkulduğu için Barings Bank'ın likidite açığının kapatılması gerekiyordu. Bu açığın kapanması için Barings Bank, Amerikan Menkul Kıymetler Borsası'nda sahip olduğu tahvilleri satmaya zorlandı. Bu satışlar fiyatların düşmesine ve ardından bankaların iflasına yol açan küresel bir domino etkisi oluşturmuştur. Bu krizden 105 yıl sonra Barings Bank, 1995 krizinde bankanın iflasına yol açacak bir krize daha yol açmıştır. Bu krizde türev araçlara olan yatırımların denetlenmemesi, hatalı kararlar alınması ve muhasebe manipülasyonları krizin tetikleyicileri olarak sayılabilir. Bu kriz her ne kadar Avrupa bankalarını etkilemese de Japon borsasını etkilemiştir. 1995 krizi 1980 krizi gibi bir domino etkisi oluşturmamıştır. Her iki bankacılık krizi de yeni düzenleme ve denetim standartları geliştirilmesinde etkili olmuştur.

1. Giriş

Bankacılık sektöründe denetim kurallarının değiştirilmesi ve geliştirilmesinin temelinde, ciddi finansal krizler yatmaktadır. Özellikle bazı durumlarda ortaya çıkan senaryo sadece bankayı, banka yöneticilerini değil bir ulusu veya ülkeleri aynı zamanda bireysel, ulusal bankacılık sistemlerini veya bir bütün olarak bankacılık sisteminin kaderini de etkilemiş ve değiştirmiştir. Finansal krizlerin neden ortaya çıktığını, nasıl geliştiğini ve sonuçlarının neleri doğurduğunu bilirsek bundan sonraki süreçte yeni krizlerin çıkması önlenebilir ya da gerekli tedbirler alınabilir. Bankacılık

1 Dr., Balıkesir Üniversitesi, Burhaniye Uygulamalı Bilimler Fakültesi, Finans ve Bankacılık Bölümü, aysegulyildirim@balikesir.edu.tr, ORCID: 0000-0002-3100-2928

krizleri tarihi boyunca iki finansal krize sebep olan Barings Bank (1890 ve 1995) incelenmesi gerek ve hala sebep olduğu krizlerden dersler çıkarılması gereken bir konumdur (Körnert, 2003: 188).

Bu bölüm her iki kriz vakasının sebeplerini, iki vakanın bağlantılarını, her birinde alınan denetim kurallarını ve vakaların ortaya çıkmasına sebep olan etkileri, ortaya çıkan domino etkilerini ve sonuçlarını incelemeyi amaçlamaktadır. Fakat olayları anlamak için öncelikle Barings Bank'ın nasıl kurulduğu ve hangi evrelerden geçtiğini bilmek gerekmektedir. Barings Bank'ın kökleri 18. yüzyıla dayanmaktadır. 1762'de Barings Bank, tüccar ve bankacı olan Alman-İngiliz Baring ailesinin İngiltere doğumlu bir üyesi olan Francis Baring tarafından kurulmuştur (Banerjee, 2017: 25). Başlangıçta ana faaliyet kolu olarak ithalat ve ihracatı benimseyen banka, Napolyon savaşlarından sonra daha esnek politikalar uygulayarak uluslararası sermayeyi çekip farklı sektörlerde yer almaya başlamıştı. 1774'te Barings, Kuzey Amerika'da faaliyet göstermeye başlamıştır. 1800 yılında bankanın kurucusu olan John Baring emekliliğe ayrılmış ve yönetimi en büyük oğlu Thomas ve damadı Charles Wall'da bırakmıştı. İkili 1802'de Barings ve Hope-Co ortaklığı tarafından "Tüm zamanların en önemli tarihsel ticaretlerinden biri" olarak kabul edilen Amerika Birleşik Devletleri'nin boyutunu iki katına çıkararak "Louisiana Satın Alımını" gerçekleştirmişlerdir. 1803'te Francis aktif yönetimden çekilmeye başlamış ve 1804'te Thomas'ın küçük kardeşleri Alexander ve Henry'yi ortak olarak bankaya dâhil etmişlerdir. Yeni ortaklık, Baring Brothers-Co olarak adlandırılmış ve 1890'a kadar bu şekilde devam etmiştir. 1818'de Barings Bank, İngiltere, Fransa, Prusya, Avusturya ve Rusya'dan sonra "altıncı büyük Avrupa gücü" olarak adlandırılmıştır. 1820'lerde Londra'daki gücünü yavaş yavaş kaybetse de hala güçlü bir banka konumundadır. 1830'larda Amerikalı ortak Joshua Bates ile birleşerek Baring ve Bates olarak yoluna devam eden firma, 1851'de ortak olarak başka bir Amerikalı olan Russell Sturgis ile yollarını birleştirmiştir. 1850'lerde ve 1860'larda firma ticari kredi işi üzerinden temel gelirini sağlamaktaydı. 1856'da Thomas Baring'in yeğeni, Henry Baring'in oğlu Edward bankaya ortak olmuştur. 1870'lere gelindiğinde Edward Baring, özellikle Amerika Birleşik Devletleri, Kanada ve Arjantin'den gelen uluslararası menkul kıymetlerle daha fazla faaliyet göstermeye başlamıştır. 1865 yılında biten iç savaşın ardından yıkılan demir yollarına finansman sağlayan banka, 1885'e kadar geçen on yıllarda Uruguay ve Arjantin'e odaklanmış ve özellikle su temini ve drenaj sistemi ile Buenos Aires limanının inşası gibi kamu projelerinin finansmanına odaklanmıştır (Chrimes, 2006). Yapılan yatırımlarla alınan riskler bankanın ilk finansal krizine zemin hazırlamıştır.

2. Kavramsal Çerçeve ve Literatür

Akademisyenler, yöneticiler, profesyoneller ve politikacılar, muhasebede yapılan hileleri tespit etmek için metotlar geliştirmektedir. Bu metotlar veya modeller, şirketin işletme, yatırım ve finansal faaliyetleri yoluyla üretilen nakit ile tahakkuk esaslı muhasebe altında bildirilen kazançları arasındaki tutarsızlığı analiz etme eğilimindedir. Bildirilen kazançlar işletme tarafından üretilen nakitten farklılaştığında, bu durumun, yönetim tarafından yapılan manipülasyonun (seçme, ekleme ve çıkarma yoluyla bilgileri değiştirme) göstergesi olabileceği düşünülmektedir. Finansal manipülasyon, finansal verilerin kasıtlı olarak yanlış sunulmasını içeren bir kurumsal dolandırıcılık biçimidir (Barbhuiya, Das ve Dey, 2024: 2). Finansal manipülasyon veya finansal dolandırıcılık, finansal operasyonların ve raporlama standartlarının karmaşıklığı nedeniyle daha kolay ve sık kullanılmaya başlamıştır. Finansal manipülasyonu tespit etmenin zorluğu göz önüne alındığında, hissedarların ve analistlerin aldatmacayı tespit etmek için yeni teknikler geliştirmesi gerekmektedir (Larcker ve Tayan, 2010: 1). Finansal tablo dolandırıcılığı ya da finansal manipülasyon, şirketlerin, özellikle yatırımcılar ve alacaklılar olmak üzere, yayınlanmış finansal tabloların kullanıcılarını, önemli ölçüde yanlış beyan edilmiş finansal tablolar hazırlayıp yayarak aldatmak veya yanıltmak için kasıtlı bir girişimidir (Rezaee, 2005: 278). Sertifikalı Dolandırıcılık İncelemecileri Derneği'nin (Association of Certified Fraud Examiners-ACFE, 2022) belirttiğine göre; finansal manipülasyondaki sürekli artışı durdurmak için acil ve etkili bir şekilde düzenleyici eylemler gerekmektedir.

Amerikan Sertifikalı Muhasebeciler Enstitüsü (AICPA, 2002: 1721-1722) finansal tablolarda hileye neden olan bilgileri ikiye ayırmaktadır. Bunlardan ilki; hileli finansal raporlama nedeniyle oluşan yanlış bilgiler ve diğeri de şirket varlıklarının kötü yönetimi nedeniyle oluşan yanlış bilgilerdir. Finansal tablolarda görülen hile, yanıltıcı uygulamalar veya manipülasyonlar şu şekilde gerçekleşmektedir.

1- Ticari işlemlerle alakalı finansal ve diğer destekleyici belgelerin tahrif edilmesi, değiştirilmesi veya manipüle edilmesi,

2- Finansal tabloların hazırlanmasına temel teşkil eden işlemlerin, hesapların ve diğer önemli bilgilerin, kasıtlı olarak yanlış ve/veya yanıltıcı rakamlar içermesi,

3- Ekonomik olayları ve ticari işlemleri ölçmek, kaydetmek ve raporlamak için kullanılan muhasebe standartlarının, ilkelerinin, politikalarının ve yöntemlerinin kasıtlı olarak yanlış uygulanması veya yorumlanması,

4- Muhasebe standartları, ilkeleri, uygulamaları ve finansal bilgilerle ilgili ihmal, yetersiz açıklama ve sunum yapılması,

5- Yasadışı kazanç yönetimi uygulamalarıyla agresif muhasebe tekniklerinin kullanılması,

6- Çok ayrıntılı, manipüle edilmesi çok kolay ve firmaların gerçek ekonomik performanslarını engellemelerine yol açan bazı yasal boşluklar içeren mevcut muhasebe standartları altında uygulanan muhasebe tekniklerinin manipüle edilmesi sayılabilir (Rezace, 2005: 279).

Tablo 1: Finans Dünyasında Finansal Tablo Manipülasyonları İle Anılan Vakalara İlişkin Örnekler

Firma Adı	Yıl	Ülke	Manipülasyonu yapan yetkililer	Yapılan manipülasyon	Sonuç
Fred Stern ve Şirketi	1925	ABD	Üst Düzey yöneticiler	Alacak hesaplarını abartmak için kayıtları tahrif edilmesi ve denetim firmasının bunu görmezden gelmesi	Firmanın iflası
Informix Corporation	1996	ABD	CEO ve üst düzey yöneticiler	Kötü yönetim ve yürütmedeki usulsüzlükler, finansal tablolarda rakamlarla oynama	IBM tarafından satın alındı
Cendant Şirketi	1998	ABD	Üç eski üst düzey yönetici	1995 ile 1997 yılları arasında geliri 500 milyon dolar fazla göstererek, CUC ve Cendant hisselerini şişirilmiş fiyatlardan satın	Piyasa değeri ve muhasebe firmasına karşı açılan davalar nedeniyle 15 milyar dolardan fazla maliyet oluştu
MicroStrategy	2000	ABD	Üç üst düzey yönetici	Gelirlerin abartılması sonucu yeni hisse senedi ihraç etme talebini artırmak için hisse senedi fiyatlarını şişirin	Geçmiş mali sonuçların yeniden beyanı hisse senedi değerinde %92,4'lük bir azalmaya neden olmuştur.

Enron Şirketi	2001	ABD	Yönetim Kurulu Başkanı, CEO, CFO	(1) borcu gizlemek; (2) ortak sermaye yaratmak ve (3) kazançları abartmak için Özel Amaçlı Kuruluşlar (ortaklıklar) kurulma ve böylece yatırımcıları şirketin karlılığı ve borcu konusunda yanıltmak	İflas koruması için başvuruda bulunuldu, piyasa değerinde 60 milyar dolardan fazla kayıp yaşandı ve 20'den fazla toplu dava açıldı
Sunbeam Şirketi	2002	ABD	İcra kurulu başkanı ve dört eski yönetici	Koşullu satışlarda kayıtlı gelir yaratarak ve uygunsuz fatura ve tutma işlemlerini kullanarak kazanç yönetimi yaparak analistlerin beklentilerini karşılamak amacıyla şirketin performansını ve yeniden yapılandırma stratejilerinin iyileştirilmesi	Sivil cezalar ve suçlanan yöneticilerin herhangi bir kamu şirketinin memuru veya yöneticisi olmalarının kalıcı olarak yasaklanması
WorldCom	2002	ABD	Mali işler müdürü, kontrolör ve diğer yöneticiler	Kazançları 7 milyar dolardan fazla abartarak hukuka aykırı ve kasıtlı olarak mali kayıtları tahrip etmişler, böylelikle hisse senedi fiyatlarını şişirmiş ve mali zorlukları örtbas etmişler	İflas koruması için başvuruda bulunuldu ve üst düzey yöneticilerin cezai dolandırıcılıkla suçlanması istendi
Kmart	2002	ABD	CEO, CFO	Yanıltıcı muhasebe uygulamaları	İflas koruması için başvuruda bulunuldu.

Kaynak: Rezaee (2005) ve Özevin (2020) çalışmalarından yararlanılarak yazar tarafından oluşturulmuştur.

Finansal tablo manipülasyonu yapan kişilerin çoğu; CEO'lar, CFO'lar, şirket başkanları, haznedarlar ve kontrolörler dâhil olmak üzere, baş operasyon görevlileri, yönetim kurulu üyeleri, diğer kıdemli başkan yardımcıları ve hem iç hem de dış denetçilerdir. Tablo 1'de de görüldüğü gibi, özellikle üst düzey yöneticilerin karıştığı finansal manipülasyonlar kapsamında firmalarda yöneticileri denetlemek için bir dizi tedbirlerin getirilmesi gerektiği düşünülmektedir. Bu doğrultuda özellikle Amerika Birleşik Devletleri'nde 2002 yılında kararı alınan Sarbanes-Oxley Yasası önem arz etmektedir. Tedbirlerin Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) alınmasının temel nedeni olarak, finansal manipülasyona karışan firmaların çoğunun bu ülkede ortaya çıkması gösterilebilir. Sarbanes-Oxley Yasası incelendiğinde; şirketler için finansal kayıt tutma ve raporlamada belirli uygulamaları zorunlu kılan bir Amerika Birleşik Devletleri federal yasası olduğu görülmektedir. Yasa, Enron ve WorldCom dâhil olmak üzere bir dizi büyük şirket ve muhasebe skandalına tepki olarak yürürlüğe konmuştur. Türkiye'de de 2011 tarihinde kamu gözetimi alanında uluslararası gelişmelerin gereği olarak yeni Türk Ticaret Kanunu uyarınca öngörülen bağımsız denetim alanını düzenlemek üzere 660 sayılı Kanun Hükmünde Kararnameyle Kamu Gözetimi Kurumu kurulmuştur. Kurum yüksek kalitede ve güvenilir bir finansal raporlama ve bağımsız denetim ortamı oluşturmak, bağımsız denetçiler ve bağımsız denetim kuruluşlarını yetkilendirmek, bağımsız denetim alanında kamu gözetimi yapmak ve böylece bağımsız denetimde uygulama birliğini, gerekli güveni ve kaliteyi sağlamak gibi amaçları gerçekleştirmek için kurulmuştur.

Finansal manipülasyonlarla ilgili sunulan Tablo 1'deki vakalar incelendiğinde; bu tarz manipülasyonların çoğunun, bildirilen finansal bilgilerle oynamak, bunları değiştirmek ve tahrif etmekle, küçük bir yüzdesinin ise varlıkların kötüye kullanılmasıyla ilgili olduğunu göstermektedir. Yanlış beyanların veya finansal tablo manipülasyonunun çoğunluğu gelir ve varlıkların fazla beyan edilmesinden kaynaklanırken, yaklaşık %20'si yükümlülüklerin ve giderlerin eksik beyan edilmesinden kaynaklanmaktadır (Rezaee, 2005: 281). Firmaların, şirketlerin ve firma yöneticilerinin finansal tablo dolandırıcılığına girmelerinin nedenleri şöyle sıralanabilir: (1) vergi öncesi zararı bildirmekten kaçınmak ve finansal performansı abartmak, (2) güvenlik analistlerinin kazanç büyümesi beklentilerini karşılamak veya aşmak, (3) hisse senedi fiyatını artırmak ve yeni hisse senedi ihracı için talep yaratmak, (4) ulusal borsa listeleme statüsü elde etmek veya listelenmeden çıkarılmayı önlemek için asgari borsa listeleme gereksinimlerini karşılamak, (5) kişisel kullanım için kötüye kullanılan varlıkları örtbas etmek ve (6) performanstaki eksiklikleri gizlemektir (Beasley, Carcello ve Hermanson, 1999).

Sarbanes-Oxley Yasası kapsamında önerilen çözümler kurumsal yönetişimin iyileştirilmesi ve mali raporların hesap verebilirliğinin ve şeffaflığının artırılması da dâhil olmak üzere izleme mekanizmalarını ele alınmaktadır. İzleme mekanizmasının bir parçası olarak denetim komitesi, finansal raporlama sürecinin bütünlüğünü, kalitesini ve hem iç hem de dış denetim işlevlerinin etkinliğini denetlemede önemli bir rol oynayabilir. Bu denetimi de iç ve dış olarak iki parçaya ayırmak mümkündür. İç denetimden sorumlu bireylerin yasa ve borsa kuralları uyarınca gerekli olan açıklama, kontrol ve prosedürlerin sistemini kurma, sürdürme ve izleme konusunda yönetime yardımcı olmaları beklenmektedir. Dış denetçiler ise geleneksel olarak finansal tablolardaki hatalardan ve manipülasyonlardan kaynaklanan önemli yanlış beyanları keşfetmekten sorumlu kabul edilmektedir (McEnroe ve Martens, 2001). Yönetim kurulu, denetim komiteleri, denetçiler, kurumsal yatırımcılar ve finansal analistler tarafından yapılan izlemelerin kapsamı ve kalitesi, finansal tablo manipülasyonunun önlenmesi ve tespit edilmesi olasılığı üzerinde önemli bir etkiye sahip olabilir. O'Brien ve Bhushan (1990) şirket büyüklüğü, analist takibi ve kurumsal sahiplik arasında önemli bir pozitif ilişki bulunduğunu raporlamaktadır.

3. Vaka Analizi

1890 krizine yol açan en sıkıntılı süreç olarak, Barings Bank'ın aşırı kredi vererek kaynaklarını kötüye kullanması sonucunda ciddi likidite sorunları yaşamaya gösterilebilir. Fakat krizi daha iyi anlamak için krizin başladığı ülke olan Arjantin ile Latin Amerika bölgesinin ekonomik gelişimlerinden bahsetmek gerekmektedir. 1987'de Arjantin seçimlerini Julio Roca'nın kazanmasıyla Avrupa'dan gelen dış ticaret ve sermaye akımlarında bir canlanma ve artış yaşanmaya başlamıştır. Roca bu dönemde, ülke genelinde bir demiryolu ağı inşa ederek merkezi hükümetin gücünü daha da sağlamlaştırmak, ticaret ve tarım için pazarı genişletmek suretiyle ekonomik faaliyeti canlandırmak hedefindeydi. Ayrıca Roca geniş caddeler, geniş parklar, iyi işleyen bir su temini ve drenaj sistemi ve modern bir liman inşa ederek Buenos Aires'i Güney Amerika'nın Paris'ine dönüştürmüştür (Marichal, 1989). Fakat bu inşaatların bir bedeli, bir maliyetinin olması -kaçınılmazdı. Böylece Barings Bank'da, 19. yüzyıldaki demiryolu yatırımlarındaki artışı karşılamak için Arjantin'in bazı eyalet hükümetlerine ve nehir levhası bölgesindeki bazı şirketlere 30 milyon sterlini aşan 15 kredi sağlamıştır. Ayrıca Arjantin sadece Barings Bank'tan değil başka bankalardan da kredi almıştı. Bu kredi miktarı dünyanın beşinci en büyük borcu sayılmaktaydı. Arjantin 1884 ile 1890 arasında Londra piyasasındaki tüm yeni ihraçların yaklaşık %11'ini ve 1889'da Birleşik Krallık dışında gerçekleşen tüm borç

vermelerin %40 ila %50'sini almış durumdaydı (Della Paolera ve Taylor, 2007: 53). Alınan borçlar gayri safi milli hasılanın %20 kadardı (Taylor, 2003: 177). Zamanla Arjantin ekonomisinde uzun vadeli finansman zorluklarını ortaya çıkardı. Uzun vadeli yatırımlar yavaş olgunlaştığı ve ülke ekonomisine katkıları yavaş olduğu için, ülkenin borçlarını geri ödeme yeteneğini engelleyerek vade uyumsuzluğu sorununun yaşanmasına sebep olmaktadır. Borçlarını ödemekte zorlanan ülke, gerekli tedbirleri almaya çalışsa da alınan tedbirler bir netice vermedi. Dolayısıyla, borçlarını altınla ödeyeceğini söyleyen hükümet bu sözünü tutamamış ve borçlarının bir kısmını kâğıt parayla ödemiştir (Eichengreen, 1999). 1890 yazında, son dakika yapılan bir dizi vergi ve mali reform ekonomik düşüşü yavaşlatmış, ancak ardından gelen mali krizi engelleyememiştir. Bu dönemde özellikle Arjantin yatırımlarına kredi veren ve iflasla karşı karşıya kalan Barings Bank, Kasım 1890'ın başlarında İngiltere Merkez Bankası'na mali sorunlarını bildirmiştir. İngiltere Merkez Bankası, İngiliz mali piyasalarının çökmesine sebep olacak olan bu durumdan Barings'i kurtarmak için bir kurtarma fonu oluşturmayı planlamıştır. Bu plan sebebiyle, Fransa Merkez Bankası, Rusya Merkez Bankası ve İngiliz mali kurumlarından sağlanan kaynakları bir araya getirmek zorunda kalmıştır. Kurtarma operasyonu başarılı olmuş ve Avrupa piyasalarında genel bir mali çöküş böylelikle önlenebilmiştir, ancak İngiltere Merkez Bankası'nın eylemleri borç batağındaki Arjantin'e pek yardımcı olmamıştır (Jamesmitchener ve Weidenmier, 2011: 467).

Barings krizi Arjantin'de ortaya çıkmış olsa da etkileri Londra da dâhil olmak üzere dünyanın diğer bölgelerinde hızla hissedilmiştir. Arjantin'in dış borç ihraçlarının çoğunu üstlenen firma olan Barings Bank'ın bu krizden bu denli etkilenmesinin nedenleri aşağıda sıralanmıştır.

Vade Uyumsuzluğu: Kredilerin verildiğinde temel amaç, borç ödemeleri için gereken gelirin uygun bir şekilde üretilmesiydi. Fakat, demiryolu hizmetlerinden elde edilen kârda bir düşüş yaşanmıştır. Aynı şekilde River Plate şirketlerinden gelen gelir akışında da durgunluk yaşanınca Barings Bank'ın geliri olumsuz etkilenmiştir (Bordo ve Meissner, 2015).

Para Birimi Uyumsuzluğu: 1880'lerin ortalarında Arjantin'de enflasyondaki artışın ardından pesonun değerinde bir düşüş yaşanmış (Della Paolera ve Taylor, 2007: 80) ve pesonun 1890'da pound karşısında %36 düşmesine neden olmuştu (Mitchener ve Weidenmier, 2008: 467). Borcun ödenmesi için gereken pesonun değeri, 1890'da iki katına çıkmış oldu. Bu nedenle, vade uyumsuzluğu ve vergi gelirlerindeki azalma sonucu elde edilebilen sınırlı gelir nedeniyle temerrüt kaçınılmazdı (Akinyera, 2008: 5).

Altın Tahvilleri: Arjantin'de 1887 Serbest Bankacılık Yasası'nın yürürlüğe girmesi, eyalet bankalarını hükümetten altın tahvilleri satın almaya teşvik etmiş ve bunu da yabancı yatırımcılardan aldıkları kredilerle sağlamışlardır. Pesonun değer kaybetmesi sonucunda, eyalet bankası yabancı yatırımcılara olan borçlarını ödemede zorluklarla karşılaşmıştır. Arjantin hükümeti ise, bankalarını kurtarmak için pesonun karşılığını altınla ödemeyi seçmiştir. Bu, altın stoğunda bir azalmaya neden olurken Aralık 1889'da da Barings Bank'ın ihraç edilen altın tahvillerinin kâğıt parayla geri ödenmesine yol açmıştır (Bordo ve Meissner, 2015).

Likidite Olmayan Tahviller: Barings Bank, tahvili likide ederek ödemedeki temerrüdün sonuçlarını önlemek istese bile, bu imkansızdı çünkü Buenos Aires Su Temini ve Drenaj Limited Şirketi (Buenos Aires Water Supply and Drainage Company Limited- BWSA)'nin tahvilleri satılamaz durumdaydı. Londra Borsası'nın kotasyon verme konusundaki isteksizliği ve bazı hükümet tahvillerinin yerleştirilmemiş olması kaçınılmaz sonu hazırlamıştır (Bordo ve Murshid, 1999).

Barings Bank'ın yaşadığı bu mali sıkıntıya İngiliz Merkez Bankası'nın müdahalesi, dünya çapında bir mali çöküşe yol açabilecek bir durumdan kaçınılmasını sağlamıştır. Ancak Barings Bank bu olaydan sonra hiçbir zaman baskın konumunu geri kazanamamıştır. Barings Bank kurtuluşuna karşılık olarak, I. Dünya Savaşı'nda Almanya'nın yanında yer almamış ve ayrıca büyük buhranın² başlangıcında diğer İngiliz bankalarının uğradığı ciddi kayıplardan bazılarını kurtarmıştır. Böylelikle Merkez Bankası'na olan borcunu da ödemiştir. Her ne kadar savaştan sonra, Barings Bank boyut ve etki açısından geride kalsa da 1995'e kadar piyasada önemli bir oyuncu olarak varlığını sürdürmeyi başarmıştır. Banka, Mayıs 1984'te borsacı Henderson Crosthwaite'i ve Kasım 1985'te borsa simsarı Wilson ve Watford'u satın alarak İngiltere Menkul Kıymetler Piyasası'na girmeye karar vermiştir.

Barings Bank'ın yolu daha sonra iflasına sebep olacak kişi olan Nick Leeson ile 1988'de çakışmıştır. Leeson 1985 yılında Coutts Özel Bankası'nın Lombard Street şubesinde kâtip olarak işe başlamış, 1987'de Morgan Stanley'in vadeli işlemler ve opsiyonlar arka ofisine geçmiş ve ön ofise geçme noktasında çokta umudu olmamasına rağmen 1989'da Barings Banks'da ön ofisinde göreve başlamıştır. Hemen arkasından dört yerleşim uzmanıyla birlikte, Endonezya'nın başkenti Cakarta'daki Barings'in arka ofisinde sorun gidermek için kısa bir süreliğine Hong Kong'a görevlendirilmişti. Leeson için bu seyahat hem kişisel hem de profesyonel bir başarıydı; şirket içinde yükselen

2 Büyük Buhran, 1929 yılında başlayan ve 1930'lu yıllar boyunca devam eden dünya çapında bir ekonomik krizdir.

bir yıldız olmuştur. Leeson 1990 yılında Barings'in Cakarta ofisine transfer edildi ve burada Barings'in 100 milyon sterlin tutarındaki ödenmemiş hisse senedi sertifikalarından bazılarını ele aldı. Eylül 1991'de Londra'ya geri döndü ve bir Barings çalışanının bir müşterinin hesabını özel bir temelde işlem yapmak için kullandığı bir dolandırıcılık vakasını araştırılmıştı (Jacque, 2010: 146).

Nisan 1992'de Barings Bankası Singapur'da bir vadeli işlemler ve opsiyon ofisi açmaya karar vermiştir (Hogan, 2006: 5). Barings Securities'in Tokyo ofisi, Singapur ve Osaka borsalarında finansal ürünlerin alım satımını içeren harika bir para kazanma fırsatı tespit etmişti. Aynı finansal ürünlerden bazıları her iki borsada da satılıyordu, ancak Osaka borsası bilgisayarlıydı, Singapur borsası ise alıcıların ve satıcıların birbirlerine emirler yağdırdığı eski moda yöntemler kullanılmıştı. Şirket Singapur borsasının bir üyesi değildi ve Singapur'daki borsacılara komisyon ödemekten bıkmıştı. 1992 yılında Nicholas Leeson, Singapur borsasına Barings Bank'ın borsacısı olarak seçildi (Rudin, 2002: 102). Böylece Temmuz 1992'de Leeson Singapur'a gelmişti. Görevleri; Barings Securities'in Tokyo ofisinin emirleri doğrultusunda işlemleri yürütmek ve gün sonunda işlemleri uzlaştırmaktı. Ön ofis ve arka ofis sorumluluklarının tek bir kişide toplanması, borsa aracılık yönetiminin en temel ilkelerinden birini ihlal ediyor olsa da bu durum maliyet tasarrufu sağlamıştı. Görünüşte Leeson, kârları arbitrajdan elde ediyordu ve Leeson'un yaptığı bu faaliyet, iş arkadaşları ile emirleri tarafından olağanüstü bir iş olarak görülmüştü. Teoride, arbitraj düşük riskli bir faaliyettir, çünkü piyasa hareketlerini tahmin etmeyi içermemektedir. Arbitrajcı yalnızca piyasalar arasındaki fiyat anomalilerinden yararlanmaktadır. Bir satın alma sözleşmesinin bir satış sözleşmesiyle eşleştirilmesi koşuluyla, tek risk, sözleşmelerin yürütülmesi için gereken sürede piyasa hareketinden kaynaklanmaktadır. Aslında Leeson, arbitraj yapmıyordu, opsiyon olarak bilinen finansal sözleşmeleri satıyordu. Bir opsiyon, diğer tarafa gelecekte belirli bir tarihte belirli bir miktarda alım satım yapma hakkını vermekte, ancak bir prim ödemesi karşılığında bunu yapma yükümlülüğünü vermemektedir. Opsiyon ticareti son derece risklidir, çünkü opsiyonu veren taraf, piyasa bu arada ne kadar hareket etmiş olursa olsun, sözleşmeli fiyattan ürünleri tedarik etmekle yükümlüdür. Aslında bu durum ilk işaretleri fakat yönetim bunu fark etmemişti. Çünkü Leeson'un ticareti sadece kârlı değil, aynı zamanda Barings'e cazip de gelmişti. Ayrıca, yöneticiler yapılan işin ne olduğunu sorgulamamıştı, bundan dolayı da bu işin risksiz olduğunu düşünmüşlerdi. Oysaki yatırım bankacılığında, daha yüksek kârlar her zaman daha yüksek risk demektir. Çok geç olana kadar kimsenin farkına varmadığı "başarısının" sırrı şöyleydi: Leeson her yaptığı işlem sonrasında

küçük kayıplarını Hata Hesabı Numarası 88888 (Çinliler için uğurlu bir sayı) olan bir hesapta gizliyor ve daha sonra birikmiş kayıplarını şirketin parasını kullanarak takas ediyordu. Nicholas Leeson, denetçilere karşı izlerini örtme konusunda da iyi bir iş çıkarıyor, ancak dış denetçilere karşı bu başarısını sürdürmemişti. Aralık 1994'te başka bir işaret daha ortaya çıkmıştı. Dış denetçiler Leeson tarafından yönetilen bir hesaptan 50 milyon sterlinin eksik olduğunu keşfetmişlerdi. Leeson önce bunun bir bilgisayar hatası olduğunu öne sürmüştü. Daha sonra bunun Leeson'un sattığı bir "tezgâh üstü" opsiyondan, Spear Leek Kellog (SLK) olarak bilinen bir broker firmasından tahsil edilmemiş bir borç olduğunu iddia etmişti. Bu doğrultuda dış denetçilerden de izini saklamak amacıyla, işlem kayıplarının şirketin müşterilerinden biri adına oluştuğunu iddia eden iki belge düzenleyerek evrak sahteciliği dahi yapmıştı (Drummond, 2002: 235). Leeson, 88888 Hata Hesabı'nı neredeyse temizlemişti ki, Ocak 1995'te Japonya'nın Kobe kentinde meydana gelen deprem, Leeson ve Barings Bank'ın korkunç sonunu başlatan olay olmuştu. Nitekim bu durum, Osaka Borsası'nın ve Leeson'un sıkıntılarından kurtulmak için kullandığı finansal ürünlerin uzun süreli bir serbest düşüşe geçmesi neticesinde de şirketinin parasının giderek daha fazlasının erimesine sebep olmuştu (Rudin, 2002: 104).

Aslında opsiyon ticareti son derece risklidir, çünkü opsiyonu veren taraf, piyasa bu arada ne kadar hareket etmiş olursa olsun, sözleşmeli fiyattan ilgili malı tedarik etmekle yükümlüdür. Leeson, opsiyonlar para kaybettiğinde, izlerini örtmek için yeni primler üretmek amacıyla daha büyük ve daha da büyük riskler almak zorunda kalmıştı. Aldığı primleri saf kâr olarak kaydettiğinden, ne kadar çok para kaybederse kaybedsin ticareti o kadar kazançlı görünüyordu. Leeson'un opsiyonlarının kâr elde etmesi, Nikkei endeksinin neredeyse sabit kalmasına bağlıydı. Fakat 17 Ocak 1995'te Japonya'da meydana gelen deprem sonucu borsada bir satış dalgası başlamıştı. Endeks sert bir şekilde düşmüştü ve düşmeye devam etmişti. Leeson'un opsiyonları milyonlarca pound kaybetmişti ve endeksi yukarı zorlamak için umutsuz bir çabayla bahislerini ikiye ve tekrar ikiye katlamak zorunda kalmıştı. Alınan primler önemli ölçüde arttığından, Leeson'un görünürdeki kârları yükselmiş gibi yansiyordu (Drummond, 2002: 236). Leeson'un bu dönemde teminat çağrıları da önemli ölçüde artmıştı. Son iki ayda gönderilen toplam teminat, 1994'ün sonunda 221 milyon sterline ulaşmıştı. Barings Bank çöktüğünde bu teminat miktarı 742 milyon sterline çıkmıştı. 1995'in ocak ayının sonlarına doğru Londra, Leeson'un marj çağrılarını karşılamakta zorlanmaya başlamıştı. Hatta Leeson'a pozisyonları artırmaması ve mümkünse azaltması talimatı verilmişti. Yine de Leeson'un ticareti hemen iki katına çıkmıştı. Alınan prim saf kâr olarak kaydedildiğinden, Leeson'un

kaybettiği para arttıkça işlemlerinin daha kârlı hale geldiği görülüyor ancak gerçekte Barings Bank büyük bir riske maruz kalmıştı (Drummond, 2003: 97). Leeson'ın "arbitraji" daha önce Barings'in kârlarının %13 ila %18'ine katkıda bulunmuştu ancak Ocak 1995'te Leeson'ın kârları muhtemelen tüm organizasyonun kârlarını %133 oranında geride bırakmıştı. Barings'in orta ve üst düzey yöneticileri tarafından görülen 24 Ocak 1995 tarihli günlük gelir raporuna göre, Singapur ofisinin günlük kârlılığı 3,387 milyon sterline ulaşmıştı. Bu, 1994'te "arbitrajdan" bildirilen herhangi bir ayın kârının iki katından fazlaydı (Drummond, 2002: 233). Şubat 1995'te Barings'in iki mali kontrolörü Tony Hawes ve Tony Railton Leeson hesaplarını anlamak ve denetlemek için Singapur'a gönderilmişti. Railton, Leeson'ın hesaplarını anlamaya çalışarak iki hafta geçirmişti. Fakat hesaplardan bir şey anlamak pek mümkün olmamıştı. Leeson hesapları beraber incelemeyi bu dönemde kabul etmişti fakat çok da iş birliği yaptığı söylenemezdi. Sonunda, Singapur'daki yerel yönetici Simon Jones, Leeson'ın uzlaştırma sorununu açıklaması için kendisi ve Railton ile bir toplantıya katılmasında ısrar etmişti. Toplantı esnasında Leeson bir bahaneyle toplantıyı terk etmiş ve geri dönmemişti. Leeson ortadan kaybolduktan kısa bir süre sonra meslektaşları masasının üzerinde duran 88888 hesabının çıktısını keşfetmişlerdi. İçinde binlerce sözleşme bulunuyor ve dahası, bunların her biri her saniye para kaybediyordu. 88888 hesabındaki vadeli işlemler o kadar oynaktı ki endeksin değiştiği her nokta Barings'in borcunda 100.000 sterlin fark yaratıyordu. Nikkei tekrar düştüğünde, kayıp neredeyse baş döndürücü bir hızla yukarı doğru sarmal yapmıştı (Gapper ve Denton, 1996: 27). Leeson'ın meslektaşları bunun gerçekten bir müşteri hesabı olduğunu hemen fark etmişlerdi, ancak müşteri Barings Bank'tan başkası değildi. Ne yazık ki ertesi sabah Barings Bank'ın iflas ettiği anlaşılmıştı.

İngiltere Merkez Bankası Başkan Yardımcısı, 25 Şubat Cuma günü öğlen saatlerinde Peter Baring ile bir görüşme yapmıştı. Böylece Barings'in karşı karşıya olduğu sorunların ölçeğini ilk olarak kendisi öğrenmişti (Tickell, 1999: 11). Barings'in sermaye tabanının silinebileceği ihtimaline karşı uyanık olan banka hızla harekete geçti. 27 Şubat Pazar günü İngiltere Merkez Bankası'nda yapılan bir toplantıda Eddie George, toplanan bankacılara bunun zor bir zaman olduğu açıklandı. Toplantıda toplam 600 milyon sterlin tutarında teminat toplanmasına rağmen, türev sözleşmelerinin açık uçlu yapısı bunun yeterli olmadığını gösterdi. Akşam saat 20.36'da yenilgi kabul edilmek zorunda kalmıştı. Daha sonra Barings Bank'ı Hollandalı kurtarıcısı ING bir sterline satılmış ve Barings Bank'ın Londra operasyonları kapanmıştı. Bugün, Barings Bank'tan geriye hiçbir şey kalmamıştır (Gapper ve Denton, 1996).

Bu çalışmada Barings Bank'ın iki kriz dönemi olan 1890 ve 1995 krizlerini incelenmiştir. Barings Bank bankacılık kriz tarihine iki kriz bırakarak tarih sahnesinden ayrılırken, geride tartışmalı yapılar ve bir dizi önlem paketleri bırakmıştır.

Barings Bank'ın ilk olarak birinci krizini ele alacak olursak, 1890 bankacılık krizi küresel çapta bir kriz olmuş ve bankalar üzerinde bir domino etkisi oluşturmuştur. Bundan dolayı, söz konusu kriz sektörün analizinde merkezi bir rol oynamıştır. Arjantin aldığı kredileri yavaş ödemediği için Barings Bank önemli bir geri ödeme riski ile karşı karşıya kalmıştır. Likidite eksikliğini önlemek amacıyla, ABD'deki menkul kıymetlerini büyük ölçekte satmak durumunda kalmıştır. Satışlar, Barings Bank'ın kendisi, garanti fonu üyeleri ve Barings Bank'ın sorunları nedeniyle bir kaçıştan korkan Londra'daki finans kuruluşları tarafından gerçekleştirilmiştir. Satışlardan kaynaklı olarak ABD'deki hisse senedi fiyatlarındaki düşüş, ABD'deki bankaların iflasına yol açmış, böylece istenmeden de olsa bir domino etkisi meydana gelmiştir. Yalnız bu dönemde yaşanan bir gelişmenin felaketin boyutlarını azalttığı söylenebilir. Bu da iflas eden bankaların büyük ortaklarının ve büyük mevduat sahiplerinin bankayı tasfiye etmemesidir.

İkinci kriz olan 1995 krizinin arkasında ise aslında yapılan kontrollerin başarısızlığı bulunmaktaydı. Bu başarısızlıkların sebebi de beş başlıkla açıklanabilir:

Birincisi, Leeson'ın faaliyetlerini kontrol etmek için herhangi bir mekanizmanın olmaması, bir yandan şaşırtıcı matris yapısından, diğer yandan da türev ticaretinin nasıl çalıştığı ve içerdiği riskler konusunda gerçekten sorumlu yöneticilerin ciddi ve tam bir anlayış eksikliğine sahip olmasıydı (Bowdidge ve Chaloupecky, 1997).

İkinci olarak, Barings yönetiminin, Baring Futures (Singapore) Pte Ltd (BFS) tarafından üstlenilen risklerle ilgili çok sayıda tehlike işareti belirginleşmesine rağmen herhangi bir eylemde bulunmaması ileri sürülebilir. Hiçkimse, sözde düşük riskli bu ticarete elde edilen alışılmadık derecede yüksek kârların nedenlerini araştırmamıştır (San ve Kuang, 1995: 14).

Üçüncüsü, Baring Securities Ltd (BSL)'nin risk maruziyetini izlemek için bir komite Ekim 1993'e kadar kurulmamıştır, kurulan komite de üyelerinin bilgi ve deneyim eksikliği nedeniyle düzgün çalışmamıştır. 1994'ün sonunda, işlem gören finansal araçların oynaklığının marj çağrılarını risk açısından nasıl etkilediğini küresel olarak izlemek için bir proje planlanmıştır. Bölgesel risk yöneticilerinin atanması bu yönde atılan ilk adım olmuştur. Singapur'da arbitraj ve müşteri ticareti risksiz ve işlem hacmi düşük olarak

kabul edildiğinden, (maliyet nedenleri de rol oynasa da) oradaki şirketlere tam zamanlı bir risk yöneticisi atanmamıştır (San ve Kuang, 1995: 94).

Dördüncü olarak, Singapur'da bir risk yöneticisinin atanmaması yönünde alınan kararın yanlış olmasıydı. Oysaki Ağustos 1994'te BFS'yi denetleyen iç denetim ekibinde risk yöneticisinin olması menkul kıymet ticareti ve menkul kıymet takası için sorumluluğun kesin bir şekilde ayrılmasını sağlayacaktı. Fakat bu durum BFS fonlmasının izlenmesi yönündeki öneriye rağmen yapılmamıştır (Kane ve DeTrask, 1999: 210).

Beşinci madde olarak ise, Barings yönetiminin BFS'nin fonlmasını sorgulanmasına rağmen, çöküşten kısa bir süre öncesine kadar sağlanan fonların gerçekte ne için kullanıldığını ve teminat mevduatlarının yetkili işlem hacmiyle bir şekilde uyuşup uyuşmadığını belirlemek için kapsamlı bir kontrol veya risk hesaplama sistemi yapılmamış olmalarıdır (Kane ve DeTrask, 1999: 211). Barings'in trajik iflasından sonra Singapur müfettişleri bu beş nedenden dolayı Baring Grup yönetimindeki kilit kişilerin büyük ihmalkârlık gösterdikleri veya gerçeğe karşı bilerek kör ve pervasız davrandıkları yönünde güçlü bir çıkarımda bulunmuşlardır (San ve Kuang, 1995: 101-104).

1995 krizi, Barings Bank'ın borçlarını kısa sürede kapatma yeteneğini aşan ve bankayı iflasa sürükleyen durum her ne kadar finansal türev piyasalardaki spekülâtif ticaretten kaynaklanmış görünse de aslında ne iç ne de dış kontroller Leeson'ın dolandırıcılık faaliyetlerini ne tespit edebilmiş ne de durdurabilmiştir. Bu kriz Avrupa ve Amerika bankacılık sektöründe diğer krize göre bir domino etkisi oluşturmamıştır. Fakat Japon borsasında yaşanan ödeme gücü sorunları o bölgedeki bankaları etkilemiştir.

Barings Bank krizleri denetim otoritelerini birçok tedbir almaya yönlendirmiştir. Bunların başında, iç kontrol ve risk yönetimi gelmekteydi. Barings Bank olayları incelendiğinde, çok büyük kontrol eksikliği, zayıf bir yönetim anlayışının sorunların kökeninde yattığı anlaşılmaktadır. Bu kriz aynı zamanda futures, swap, opsiyon gibi türev ürünlerin sadece hedge aracı olmadığını aynı zamanda bir risk kaynağı da olduğunu, denetim ve gözetimin mali kuruluşlar için ne denli önemli olduğunu da ortaya koymuştur. İç kontrolün geliştirilmesi ve riskin önlenmesi için bölgesel, ulusal ve uluslararası kuruluş önemli ve yoğun bir faaliyet içine girmiştir. Bu bağlamda International Federation of Accountants-Uluslararası Muhasebecilik Federasyonu (IFAC), The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO), Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), Bank for International Settlements-Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS), World Bank-Dünya Bankası (WB), International Monetary Fond - Uluslararası Para Fonu (IMF), Organization for Economic Co-operation and Development-

Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı (OECD), The European Union-Avrupa Birliği (EU) gibi birçok kuruluş, bankaların iç denetim, iç kontrol ve risk yönetimi gibi sistemlerini geliştirmeye yönelik çeşitli önlem raporları yayınlamışlardır (Yurtsever, 2008: 27). Örneğin; Temmuz 1995'te Üçlü Grup, "Banka, Menkul Kıymetler ve Sigorta Düzenleyicilerinden Oluşan Üçlü Grup Raporu" başlıklı bir rapor yayınlamıştır. Rapor, Bankacılık Denetim Kurulu'nun finansal türevlerin kötüye kullanılmasının değil, iç yönergelerin ihlalinin ve iç risk yönetimi kontrollerinin başarısızlığının neden olduğunu vurgulamaktaydı (Norton ve Olive, 1996: 343). Hazırlanan tüm raporların neticelerinden, Windsor Deklarasyonu ve Basel komitesinin bazı düzenlemeleri yayımlanmıştır. İlerleyen yıllarda bu düzenlemeler bankacılık düzenleme ve denetleme standartlarına dönüşmüştür.

Sonuç olarak, Windsor Deklarasyonu ve Basel Komitesi ortak raporları, borsada işlem gören ve türev sözleşmelerin düzenlenmesinde iyileştirilmiş uluslararası koordinasyon ve iş birliğini tavsiye etmektedir. Barings Bank'ın talihsiz iflasından üç ay sonra, Windsor Deklarasyonu yayımlanmıştır. Deklarasyona göre, firmaların türev borsalarda yaptıkları alım satımları paylaşan bilgileri sunması ve düzenleyicilerin acil durumlarda başarılı bir şekilde müdahale edebilmeleri için iş birliği yapmaları istenmekteydi (Tickell, 1999: 17). Basel Komitesinin de bu konudaki ana odak noktası, tekdüze bir risk ölçümü olarak sermaye yeterliliği yönergesi olmuştur. Böylelikle Basel Komitesi, sermayeyi kredi riskiyle ilişkili olarak değerlendirmek için kullanılan risk tabanlı bir çerçeve oluşturmuştur. Bu yapı ayrıca işlem maliyetlerinin en aza indirilmesine yardımcı olmuş böylece riskler daha iyi değerlendirilebilir olmuştur (Presti, 1997:185).

4. Sonuç ve Öneriler

Barings Bank krizleri tarihçilere ve ekonomistlere gelecek için hayati dersler sunmuştur. Gözlemciler tarafından tüm finansal krizlerdeki ekonomik ve sosyal oluşumların incelenmesi, insan ve kurumsal yapının yanılabilir olabileceğini ve çözümler üretilebileceğini gösterebilir. Dahası, ister Barings Bank'ın 1890 ve 1995 krizleri olsun isterse başka finansal krizler olsun, finans sektörü acısında aşırı risk almanın tehlikeleri, merkez bankalarının özel bankaları ve dünya finans sistemini defalarca çöküşten kurtarma ihtiyacı gibi olayların sonuçlarının doğuracağı durumlar konusunda öğrenecek ve geliştirilecek daha çok dersin olduğunu göstermektedir.

Bankacılık sektörü için Barings Bank krizlerinden çıkarılacak en önemli ders, risk yönetiminin sektörde hayatta kalmak için nedenli öneme sahip olduğudur. Risk yönetimi, bir yönetim disiplini olarak 1950'lerden beri

teorik olarak gelişmekte ve yenilenmektedir. Risk yönetimi başlangıçta fiziksel riskin yönleriyle ilgilenirken, günümüzde tekniklerinin etik, yönetim ve kurumsal itibarın korunması gibi iş operasyonunun daha az somut alanlarda da kullanıldığını görmektedir. Bir organizasyonun hedefleri doğrultusunda ister dâhili ister harici olarak ortaya çıkan; yönetim, teknoloji veya insan davranışındaki bir başarısızlıktan kaynaklanan herhangi bir tehdidin kontrolü, aynı sistematik yaklaşımın benimsenmesini gerektirir. Risk yönetimi, işler ters gittiğinde süreklilik planlarının oluşturulmasının yanı sıra titiz bir tanımlama, değerlendirme ve tedavi süreci gerektirmektedir.

Ayrıca Barings Bank krizlerinden çıkarılan bir diğer ders, yeni mevzuatların ve daha katı davranış kurallarının getirilmesidir. Yeni yönetmelikler sayesinde yönetim kurulu işleyişi, iş operasyonunun başarısı ve sürekliliğine yönelik geniş yelpazedeki tehditleri yönetme ihtiyacı konusunda daha fazla farkındalık oluşması sağlanmıştır. Fakat tüm bu tedbirlere istinaden dikkat edilmesi gereken en önemli nokta işletme içi etik davranışlardır. Etik davranışların geliştirilmesi, etik olmayan davranışların tespiti veya yönetimdeki bozulmaları erken tespiti için sistemler geliştirmeye, bir işletmenin çöküşünü izleyen hem kişisel hem de kurumsal itibar zararını önlemeye yönelik tedbirlerin alınmasına yardımcı olacaktır. Bu doğrultuda riskleri etkin bir şekilde yönetilmesi kurumsal hayatın devamlılığı için önemlidir. Bu tedbirler alınmadığı takdirde Barings Bank'ın başına gelen trajik durum gibi çok ağır bedeller önenebilir.

Sonuç olarak Barings Bank'ın krizlerle geçen hayatı bankacılık sektörünün ötesinde yankı uyandırmıştır. Dünyadaki pek çok finans merkezi böylesi bir skandaldan kaçınmanın yollarını aramak amacıyla çeşitli kararlar almak zorunda kalmıştır. Bu bağlamda gelecekte daha şeffaf ve denetlenebilir bir yönetim anlayışı, daha yönlü risk hesaplamaları firmaların itibarını ve hayatta kalma sürelerini uzatabilir.

Kaynakça

- ACFE. (2022). *Association of Certified Fraud Examiners, Occupational fraud 2022: A report to the nations*. ACFE Austin.
- AICPA. (2002). Consideration of Fraud in a Financial Statement Audit:(supercedes Statement on Auditing Standards. *American Institute of Certified Public Accountants. Auditing Standards Board, 1(333)*, 1719 -1770.
- Akinyera, B. (2008). *Too big to fail: A Description and Analysis of the Causes, Responses and Effects of the 1890 Baring Bank's Crisis and its Comparison with the 2008 Lehman Brothers Banking Crisis*. Summative Assessment for Legal Aspect of International Finance Module, University of West London .
- Banerjee, A. (2017). *The First Modern Bailout: The Barings Crisis of 1890 and the Bank of England*. Undergraduate Thesis: Yale University.
- Barbhuiya, A., Das, A., & Dey, S. (2024). Predicting Financial Manipulation Using an Ensemble-based Approach. *Vision*, 1-14. doi:10.1177/09722629241255833
- Bowdidge, J., & Chaloupecky, K. (1997). Nicholas Leeson and Barings Bank Have Vividly Taught Some Internal Control Lessons. *American Business Review, 15(1)*, 71-77.
- Beasley, M., Carcello, J., & Hermanson, D. (1999). Fraudulent financial reporting 1987-1997: Trends in US public companies. *Role of the Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO)*.
- Bordo, M., & Meissner, C. (2015). Financial globalisation, financial development and financial crises in the golden age, 1870-1914. (s. C. M.). *Financial Systems and Economic Growth: Conference in Honor of Richard Sylla*.
- Bordo, M., & Murshid, A. (1999). The international transmission of financial crises before world war II: was there contagion? (s. 19-20). UNU / WIDER conference on Financial Contagion Helsinki.
- Chrimes, M. (2006). British and Irish Civil Engineers in the Development of Argentina in the Nineteenth Century. *In Proceedings of the Second International Congress on Construction History, 1*, 675-694.
- Della Paolera, G., & Taylor, A. (2007). *Straining at the anchor: The Argentine Currency Board and the search for macroeconomic stability, 1880-1935*. Chicago: University of Chicago Press.
- Drummond, H. (2002). Living in a fool's paradise: The collapse of Barings' Bank. *Management Decision, 40(3)*, 232-238.
- Drummond, H. (2003). Did Nick Leeson have an accomplice? The role of information technology in the collapse of Barings Bank. *Journal of Information Technology, 18(2)*, 93-101.

- Eichengreen, B. (1999). *Toward a New International Financial Architecture*. Washington: DC: Institute for International Economics.
- Gapper, J., & Denton, N. (1996). *All that Glitters: the fall of Barings*. Harmondsworth: Penguin.
- Hogan, W. (2006). *The Barings collapse: explanations and implications*. Australia: Department of Economics.
- Jacque, L. (2010). *Global derivative debacles: From theory to malpractice*. World Scientific.
- Jamesmitchener, K., & Weidenmier, M. (2011). The Baring Crisis and the Great Latin American Meltdown of the 1890s. *Sovereign Debt: From Safety to Default*, 267-277. doi: <https://doi.org/10.1002/9781118267073.ch29>
- Kane, E., & DeTrask, K. (1999). Breakdown of accounting controls at Barings and Daiwa: benefits of using opportunity-cost measures for trading activity. *Pacific-Basin Finance Journal*, 7, 203 /228.
- Körnert, J. (2003). The Barings crises of 1890 and 1995: causes, courses, consequences and the danger of domino effects. *Journal of International financial markets, institutions and money*, 13(3), 187-209.
- Larcker, D., & Tayan, B. (2010). Financial manipulation: Words don't lie. Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Closer Look Series: Topics, *Issues and Controversies in Corporate Governance, CGRP-07*, 1-5.
- Marichal, C. (1989). *A Century of Debt Crises in Latin America*. Princeton. PRINCETON, NEW JERSEY: NJ: Princeton University Press.
- McEnroe, J., & Martens, S. (2001). Auditors' and investors' perceptions of the "expectation gap. *Accounting Horizons*, 15(4), 345-358.
- Mitchener, K., & Weidenmier, M. (2008). The Baring crisis and the great Latin American meltdown of the 1890s. *The Journal of Economic History*, 68(2), 462-500.
- Norton, J., & Olive, C. (1996). Globalization of financial risks and international supervision of banks and securities firms: Lessons from the Barings debacle. In Int'l L. (Vol. 30, p. 301). *International Lawyer International Lawyer*, 30, 301-344.
- O'Brien, P., & Bhushan, R. (1990). Analyst following and institutional ownership. *Journal of Accounting Research*, 28, 55-76.
- Özevin , O. (2020). A Model Recommendation On Determination Of Manipulation Risk In Financial Statements: BIST Application. *Journal of Accounting & Finance/Muhasebe ve Finansman Dergisi*, 281-300.
- Presti, V. (1997). Barings Bar None: The Financial Service Agreement of the GATS and Its Potential Impact on Derivatives Trading. 21, 145. *Md. J. Int'l L. & Trade*, 21(2), 146-172.

- Rezaee, Z. (2005). Causes, consequences, and deterrence of financial statement fraud. *Critical perspectives on Accounting*, 16(3), 277-298.
- Rudin, J. (2002). The Collapse of Barings Bank: An Archival Case for International Management Education. *Journal of Teaching in International Business*, 13(2), 99-110.
- San, M., & Kuang, N. (1995). *Baring Futures (Singapore) Pte Ltd.* . Singapore: The Report of the Inspectors appointed by the Minister for Finance.
- Taylor, A. (2003). Capital Accumulation,” In A New Economic History of Argentina, edited by in Gerardo della Paolera and Alan M. Taylor. *Cambridge: Cambridge University Press*, 170–196.
- Tickell, A. (1999). *Success and failure in the UK financial sector: the Barings crisis*. United Kingdom: Department of Geography University of Southampton.
- Yurtsever, G. (2008). *Bankacılığımızda iç kontrol*. İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği.

Öncesi ve Sonrasıyla Polly Peck Vakası

Mediha Mine Çelikkol¹

Özet

17 Aralık 1990'da Asil Nadir'in tutuklanması ile başlayan ve 22 Ağustos 2012'de hapis cezası alması ile sonuçlanan Polly Peck davası, kurumsal tarihte kurumsal yönetişimin, yasal çerçevelerin ve ekonomik etkilerin karmaşıklığını gösteren önemli bir olaydır. Bu çalışma, 1990 yılında patlak veren kurumsal skandal ile eş anlamlı hale gelen bir şirket olan Polly Peck International'ın (PPI) yükselişini ve düşüşünü incelemektedir. Skandal; borsa başarısı altına gizlenmiş, yöneticinin etik eksikliğinin zayıf kurumsal yapı içerisindeki etkilerini ortaya sermiş ve gelecek günler için kurumsal yönetim alanında değerli bir ders olmuştur. Polly Peck skandalı gibi finansal skandallar sadece bir şirketin iflası ve kredi verenler, yatırımcılar gibi paydaşlarının sermayelerini kaybetmeleri durumu değildir. Etkileri toplumsal olduğu kadar genel ekonomik ortama da yansımış ve kamu otoritelerinin yeni düzenlemeler yapmasına sebep olmuştur.

1. Giriş

Hoş olmayan bir şeyin olma olasılığı olarak tanımlanan risk, bir kader olmaktan çok bir seçimdir ve cüret edilen eylemlerin bir sonucu olarak karşımıza çıkmaktadır. Riskin ortaya çıkma olasılığını ve vereceği etkiyi artıran ise tehlikenin varlığıdır. Dürüst olmayan etik dışı davranışlar nedeniyle kayıp olasılığının artması, ahlaki tehlikeyi işaret etmektedir (Çipil, 2013: 2). Bireyler kadar şirketler de bu tehlikenin etkisi altındadır ve bir şirket, etik olmayan uygulamalarla veya yasadışı davranışlarla ilişkilendirildiğinde, finansal risk ortaya çıkarak, finansal performansı ve piyasa değeri olumsuz etkilenecektir. Hatta şirket, iflas, fesih, devredilme gibi durumlarla karşılaşabilecek, yatırımcıları sermayelerini kaybedecektir.

1 Doç. Dr., Kütahya Dumlupınar Üniversitesi Kütahya Sosyal Bilimler MYO, Finans-Bankacılık ve Sigortacılık, mine.celikkol@dpu.edu.tr, ORCID ID: 0000-0001-7876-9483.

Tarihte şirketlere yönelik skandal olarak nitelendirilen birçok olay yaşanmış ve bu olaylar genel kabul görmüş ahlaki değerlerin dışında kalan davranışlarla tetiklenmişlerdir. Bu davranışlardan biri de dolandırıcılıktır.

1980'li yılların sonunda dünya genelinde birçok dolandırıcılık skandalı patlak vermiştir. Bunlar arasında en dikkat çekici olanlarından birisi İngiltere'de, Guinness şirketinin içecek şirketi olan Distillers'ı devir alabilmesi için, dört iş adamının Londra Borsası'nda işlem gören Guinness hisse fiyatlarını gerçek değerinden yukarıya taşımak için manipülasyon yaptığı Guinness skandalıdır. Bu skandal, Robert Maxwell ve Mirror Group Newspapers, Bank of Credit Commerce International, Coloroll ve Polly Peck skandallarına da öncülük etmiştir. Bu skandallar, zayıf kurumsal yönetimin, bu yönetimin yarattığı yanıltıcı finansal rapor ve bilgilendirmelerin, takibi zorlaştıran karmaşık grup yapılarının şirket içi dolandırıcılığın yayılmasına fırsat sunduğu gerçeğini ortaya koymuştur (Toms, 2017: 366).

Bir İngiliz holdingi olan Polly Peck, Asil Nadir yönetimine geçtiği 1980 yılından sonra elektronik, tekstil ve gıda sektörlerine yönelerek hızla büyümüş; kısa sürede Londra Borsası'nın yıldız şirketlerinden biri haline gelmiştir. Ancak sergilediği bu büyük başarıya rağmen zayıf kurumsal yönetiminin göz yumduğu mali usulsüzlükler, bir finansal skandalı beraberinde getirmiştir. Şirket sonunda feshedilirken geride ekonomik ve sosyal etkiler bırakmıştır.

Kurumsal yönetim son yıllarda şirket skandalları nedeniyle önemi her geçen gün artan bir kavram olarak karşımıza çıkmaktadır. Kavram; içerisinde yönetim kurulu ve yöneticilerin sorumluluklarını, hissedarların hak ve sorumluluklarını ve denetçilerin rollerini içine alan bir dizi uygulamayı kapsamaktadır. Zayıf kurumsal yönetim; şirketleri dolandırıcılık, yolsuzluk, vergi kaçırma, içeriden bilgi ticareti gibi ihlallere açık hale getirmektedir. Düzensiz kurumsal ortamın yarattığı bu ihlaller ise şirketleri tüm paydaşları ile birlikte bir dizi riske maruz bırakmaktadır.

Bu çalışmada finansal skandallar tarihine Polly Peck vakası olarak geçen skandalın; şirketin kuruluşundan fesih edilmesine kadar geçen süreci, sosyal ve ekonomik etkileri, skandalın ortaya çıkmasından sonra yaşanan gelişmeleri ortaya koymaktadır. Bu doğrultuda öncelikle kavramsal çerçeve içerisinde kurumsal yönetim, beyaz yaka suçları, dolandırıcılık kavramları ve bu kavramlara yönelik belli başlı çalışmalar ele alınmış, ardından tüm yönleri ile Polly Peck vakası incelenmiştir.

2. Kavramsal Çerçeve ve Literatür

Küreselleşmenin de etkisi ile işletmelerin büyürken daha karmaşık finansal yapılarla kavuşması iş sorunlarını artırmıştır. Etkili yönetim

ve denetim mekanizmalarının kurulamaması ise bu sorunların finansal skandallara zemin hazırlamasına neden olmuştur. Özellikle baskın karakterli yöneticilerin yönetim ve hesap verebilirlik mekanizmalarını etkisiz hale getirme yeteneği, sorunlarla birleştiğinde Polly Peck vakası gibi bir finansal skandalın ortaya çıkması kaçınılmaz olmuştur. 1990 yılında ortaya çıkan bu vaka, zayıf kurumsal yönetim ve muhasebe manipülasyonu ile derinleşmiş, bir beyaz yaka suçuna dönüşmüştür.

2.1. Kurumsal Yönetim

Kurumsal yönetim, 1990'lı ve 2000'li yıllarda hem Amerika Birleşik Devletleri'nde (ABD) hem de Avrupa'da meydana gelen birçok kurumsal skandalın ardından gündeme gelmiş bir yönetim felsefesidir. Aynı dönemde uluslararası sermaye hareketlerindeki hareketlilik ve tüm dünyada yaygınlaşan özelleştirme uygulamaları da kurumsal yönetimin önem kazanmasında etkili olmuştur (Aktan, 2013: 163).

Polly Peck, Barings Bank ve Equitable Life Assurance Company, Tyco, Enron, Adelphia Communications ve Worldcom kurumsal yönetimi gündeme taşıyan skandallardan birkaçıdır. Bu skandallar, hileli davranış ve kurumsal denetim eksikliğinden kaynaklanmış, piyasa güvenini etkilemiş ve ekonomileri milyarlarca dolar zarara uğratmıştır. Temelinde yönetim başarısızlıkları bulunan bu skandallar, ABD'de Sarbanes-Oxley Yasası ve İngiltere'de Cadbury Raporu² gibi yasa ve raporların hayata geçirilmesine neden olmuştur. Bu düzenlemeler, şirketlerde dolandırıcılık ve yolsuzluğu caydırma ve cezalandırma amaçlı hükümler de dâhil olmak üzere halka açık şirketlerin kurumsal yönetimini, risk yönetimini, denetimini ve finansal raporlamasını etkileyen hükümler içermektedir (Rezaee, 2004).

Kurumsal yönetim, bir şirketin yönetildiği ve izlendiği mekanizmadır. Şirket yöneticileri ile yatırımcılar arasında hedeflerin tanımlandığı, bu hedeflere ulaşılmasını sağlamak için politikalar ve prosedürlerin oluşturulduğu ve faaliyetlerin, işlerin ve performansın izlendiği bir yapı sağlayarak bir güç paylaşım ilişkisi belirleyen kurallar bütünü, bir yönetim felsefesi olarak tanımlanabilir (Rezaee, 2004). İyi şirket yönetimi için gerekli biçimsel kuralların yanı sıra modern yönetim tekniklerinin uygulanmasını ve aynı zamanda biçimsel olmayan kuralları da kapsamına almaktadır (Aktan, 2013: 151-152).

2 1990'lı yıllarda Polly Peck'le birlikte üç büyük şirket skandalının temelinde kötü yönetim ve yaratıcı muhasebe uygulamaları bulunmaktadır. Cadbury Raporu, 1992 yılında Adrian Cadbury yönetiminde hazırlanan, kurumsal yönetim kavramının tartışıldığı ilk rapordur. Rapor, yönetim kurullarını güçlendirmenin ve CEO'ların yönetim kurulu ve karar alma üzerindeki etkisini sınırlamanın temellerini atmıştır.

Modern kurumsal yönetimde, yönetim kurulu bir şirketteki en yüksek otorite olarak kabul edilmektedir. Hissedarların şirket yönetimini yöneticilere devrettiğini esas alan asil-vekil teorisinde, aşırı CEO gücünün, çoğunlukla zararlı olduğu ve olumsuz ekonomik sonuçlara yol açtığı savunulmaktadır. Benzer güç teorilerin de bu duruma işaret etmektedir. Temsil teorisi ise, asil vekil teorisinin tam tersini yani artan CEO gücünün kurumsal inovasyon ve değer üzerinde olumlu etkileri olduğunu öne sürmektedir. İki farklı bakış açısına göre önemi vurgulanan kurumsal yönetimde olası sorunları ortadan kaldırmak için dış paydaşların gücünden yararlanmak esastır. Dış paydaşların şirket üzerindeki denetimi, yönetsel gücün kötüye kullanımını etkili bir şekilde azaltacaktır (Sun ve Xiao, 2024: 1-2).

Kurumsal yönetim, uyumlu, şeffaf ve hesap verebilir şirket operasyonlarını kolaylaştırmayı amaçlayan yönetim çerçevesini ve prosedürlerini kapsamaktadır. Bu yönetim sistemi, bir şirketin yönetim kurulu, çalışanları, hissedarları ve diğer paydaşları arasındaki karmaşık ilişki ve görev etkileşimini içermektedir. İşletmelerin boyutları büyüdükçe çalışan sayıları ve çalışanlara verilen yetkiler artarken, temsil (vekâlet) maliyeti de artış göstermektedir. Temsil maliyetinin temelinde, bir vekil kullanmanın doğasından kaynaklanan maliyetler (örneğin, vekilin şirket kaynaklarını kendi menfaati için kullanması) ile vekilin takip edilmesi için gereken maliyetler (örneğin, vekilin ne yaptığının takip edilmesi, aldığı kararların ve attığı adımların ne kadar sağlıklı olduğunun yargılanması için harcanan ilave maliyet) yer almaktadır (Zhou vd., 2021).

Genelde kurumsal yönetim için en önemli sözleşme, kurumun yönetiminden en üst seviyede sorumlu olan CEO ile yönetim kurulu arasında yapılan sözleşmedir. Bu sözleşme için en önemli ölçüt iki taraf arasında asimetrik ve/veya dengesiz bilgi olup olmamasıdır. Örneğin yönetim kurulu, yönetici olarak işe alınan kişinin verdiği kararların nasıl etkileri olacağını tam olarak bilemiyor veya yargılayamıyor olabilir. Bu durumda “manevi zarar” veya “olumsuz seçim” durumlarıyla karşılaşılabilir (Şeker, 2024).

Kurumsal yönetim, bir şirketin nasıl yönetileceğine ve hissedarları ve paydaşlarıyla ilişkilerine rehberlik eder. Doğru yapı ve sistemler yerinde olduğunda, iyi kurumsal yönetim şirketlerin güven, şeffaflık ve hesap verebilirlik ortamı yaratmasını sağlar, bu da uzun vadeli sermayeyi teşvik eder ve ekonomik büyümeyi ve finansal istikrarı destekler (OECD, 2024).

Türkiye’de 3 Ocak 2014 Tarihli ve 28871 Sayılı Resmî Gazete’de yayınlanan Kurumsal Yönetim Tebliği (II-17.1) ile ortaklıklar tarafından uygulanacak kurumsal yönetim ilkeleri ve ilişkili taraf işlemlerine ilişkin usul ve esaslar belirlenmiştir.

2.2. Muhasebe Manipülasyonu

Şirketlerin finansal raporlarında, rapor kullanıcılarına yanıltıcı ve aldatıcı beyanda bulunmasını ifade eden muhasebe manipülasyonu, etik dışı davranış olarak açıklanmaktadır (Altunal & Kurnaz, 2019: 243). Finansal raporlarda yapılan bilinçli ya da bilinçsiz yanlışlıklar ciddi finansal sıkıntılara ve nihayetinde iflase yol açabilir. Yanıltıcı finansal raporlar, şirketle ilgili altta yatan sorunları maskeleyebilir, yapılması gerekli düzeltici eylemleri geciktirebilir ve finansal zorlukları daha da kötüleştirebilirler.

Pek çok ülkede araştırma, hatta tartışma konusu olan, farklı ad ve şekillerde ortaya çıkan muhasebe manipülasyonlarının ana amacı, şirketin iş performansı ve faaliyet sonuçları ile ilgili olarak değişik, gerçeğinden farklı bir izlenim yaratılarak, farklı paydaşlar arasında servet transferi olasılığına dayanmaktadır. (Stolowy, H. & Breton, G., 2004: 5-92; Bayırlı, 2006: 28-48).

Kurulan muhasebe sistemleri ile tutulan finansal kayıtlar, hazırlanan mali tablolar, kullanıcılara şirketin finansal durumu ve başarı ya da başarısızlığı ile ilgili bir çerçeve sunmaktadır. Şirketler, finansal değerlendirmede bir hareket noktası olan muhasebeden yararlanarak, bazen şirketin durumunu olduğundan daha iyi ya da daha kötü gösterme eğilimine girebilmektedirler. Kredibilitenin yüksek gösterilmesi veya şirket değerinin maksimize edilmesi daha iyi gösterme durumuna örnek verilebilirken, ortaklara daha az kâr dağıtma isteği veya daha az vergi ödeme isteği de daha kötü gösterme duruma örnek olarak verilebilir (MBT, 2024). Yasal sınırlar içinde bu işlemleri yapabilmek için muhasebe tekniklerinin esnekliklerinden yararlanırlar. Burada yapılan muhasebenin bilgiyi kullananların ihtiyaçlarına değil bilgiyi hazırlayanların isteklerine öncelik verilmesidir. Finansal tablolarda yer alan rakamlar mesleki bilgiler kullanılarak değişime uğratıldığı için, yapılan işlem yasa dışı kabul edilmemekte ve yaratıcı muhasebe olarak tanımlanmaktadır (Aygün, 2013:51)

Muhasebe bilgisi kullanılarak tablolar ve kayıtlar üzerinde yapılan düzenlemeler, yasal düzenlemelerin çizdiği esneklik sınırında kalıyor ve ortaya konulan finansal bilgi, kullanıcıya zarar vermiyorsa “muhasebe usulsüzlüğü” olarak nitelendirilirken, kullanıcının zararı ile sonuçlanıyorsa “muhasebe manipülasyonu” olarak kabul edilmektedir (Bayırlı, 2006: 28).

Yaratıcı muhasebe uygulamaları şirketlerin borçlanma maliyetlerinin düşürülmesi, piyasa değerinin yükseltilmesi gibi olumlu etkiler yapıyor görülmekle birlikte şirketin mevcut durumunun görülmesini engelleyerek uzun vadede muhasebe manipülasyonuna zemin hazırlayabilmektedir.

Uygulamalara bakıldığında şirket sahipleri ile birlikte yöneticilerin de yaratıcı muhasebe uygulamalarından, çoğunlukla verilen yönetim hedefleri ve kişisel çıkarlar nedeniyle yararlandıkları görülmektedir (Türk ve Arslan, 2017: 95-96). Yaratıcı muhasebe uygulamaları ile gelirlerinin artmasını isteyen yöneticiler ya da şirket sahipleri muhasebe yönetimlerindeki esnekliklerden ve/veya alternatiflerden yararlanarak işletmenin karını, varlıklarını ve yükümlülüklerini farklı göstermeye çalışmaktadırlar. Dechow vd. (1996) tarafından yapılan çalışmada yaratıcı muhasebe uygulamasında eğer şirkette yöneticilik vasfı ile ortaklık vasfı aynı kişide birleşiyorsa etik problemlerin daha fazla ortaya çıktığı tespit edilmiştir.

Muhasebe manipülasyonu ile finansal durumun farklı gösterilmesi, ilgili çıkar gruplarının yanlış değerlendirme yapmalarına neden olacaktır. Bu nedenle muhasebe manipülasyonlarının tespit edilebilmesi büyük önem taşımaktadır. Ancak, bireyler ve kurumlar çoğu zaman manipülasyonu direkt olarak tespit edebilme imkânına sahip değildir. Çünkü hileli yönlendirme, bilinçli bir şekilde yapılmaktadır ve bilinçli yapılan bu eylemler ilgili kişi ve kesimlerin hepsini yanıltmaya yöneliktir. Bu doğrultuda, özellikle akademik camiada manipülasyonun belirlenmesine ve ölçülmesine yönelik istatistik temelli yöntemler geliştirilmektedir (Varıcı ve Er, 2013: 43-52).

2.3. Beyaz Yaka Suçları

Beyaz yakalı suç, 1939'da sosyolog Edwin Sutherland tarafından ortaya atılan "beyaz yakalı suç" terimiyle ifade edilmeye başlanmıştır. Sutherland ticari faaliyetlerde işlenen suçları beyaz yaka çalışanlar ile ilişkilendiren ilk kişi olurken, yaptığı çalışma, bu kavrama yönelik öncü çalışma olmuştur. Sutherland, beyaz yaka suçu kavramını toplumda saygınlık gören ve yüksek statü sahibi kişilerin mesleklerini icrası sebebiyle bu kişilere duyulan güvenin ihlal edilmesi sonucu işlenen suçlar olarak tanımlanmıştır. Bu tanımlama ile suçun sadece toplumda düşük sosyal statüdeki bireyler tarafından değil, yüksek sosyal statüye sahip varlıklı kişiler tarafından da işlenebileceğinin vurgusu yapılmıştır (Blay's Office, 2024).

Beyaz yaka suçları; tipik olarak, bir şirkette veya kurumda yetki veya güven pozisyonlarına sahip, bilgilere, kaynaklara erişimi olan, diğer çalışanlar üzerinde etkiye sahip kişiler tarafından işlenen yasa dışı eylemlerdir. Tanımdan da anlaşıldığı gibi, şirketlerde bu eyleme en çok yakınlık gösteren bireylerin, karar verici pozisyonda olan, güven duyulan orta ve üst düzey çalışanlar olduğu görülmektedir (Yalçın, 2023: 134; Blay's Office, 2024).

Beyaz yaka çalışanlar, bir kazanç elde etmek ya da bir kaybı önlemek veya telafi etmek motivasyonu ile hareket etmektedirler. Bu motivasyon

kaynakları, bireyi suçu makul bir zemine oturtmaya itmekte ve aslında çalmadıkları konusunda makul açıklamalar yaptıklarına inandırmaktadır (Bologna, 1993: 1-5). Polly Peck skandalında, açılan soruşturmaya karşılık Asil Nadir, sunulan delillere rağmen soruşturmanın usulsüz olduğu, kendisini savunmak için ihtiyaç duyduğu bilgilere el konulduğu ve hatta bu iddiaların Yunan lobisi tarafından şişirildiği ve sonunda psikolojisinin bozulduğu gerekçelerini öne sürerek İngiltere'den kaçımıştır. Ancak yaklaşık 17 yıl sonra geri dönmüş ve verilen cezayı tamamlamıştır.

Her meslek grubunda görülebilen beyaz yaka suçları daha çok finansal tablolaradaki gerçek dışı beyanlar, borsa manipülasyonları, ticari rüşvetler, sözleşme yapılması veya sözleşmelerin mevzuata uygun gösterilmesi amacıyla doğrudan veya dolaylı olarak kamu görevlilerine rüşvet verilmesi, ihalelere fesat karıştırılması, gerçeğe uygun olmayan reklam ve satışlar, yolsuzluk ve zimmete para geçirme, haksız fon kullanımı, ticari malların taahhüt edilenden veya ödenen bedel karşılığında az olması, vergi kaçırma, iflâs ve tasfiye işlemlerinde yanlış fon kullanımı gibi şekillerde ortaya çıkmaktadır (Sutherland, 1940: 140). Zaman içerisinde bu suçlara yanıltıcı şirket değerlemeleri, içeriden öğrenenlerin ticareti, saadet zinciri uygulamaları (klasik ve dijital ponzi sistemleri), kitle fonlaması, tele-pazarlama, ön ödeme, ödül, telefon, sms ve internet dolandırıcılıkları (e-posta, internet bankacılığı, sosyal ağ, kripto piyasa vb. internet tabanlı dolandırıcılıklar) ile para kaçakçılığı ve kara para aklama gibi suçlar da eklenmiş ve beyaz yakalı suçların kapsamı genişlemiştir. Yaşanan örnekler incelendiğinde, beyaz yakalı bireylerin bu suçların bazılarını şahsi menfaatleri uğruna bazılarını da çalıştıkları kurum menfaatine işledikleri görülmektedir.

Beyaz yaka suçta hedef diğer suç gruplarında yer alan şiddet ve güç içeren bedensel zarar yerine mali kazançtır. Bireyleri suça iten sebepler arasında yoksulluk birinci sırada yer alırken, beyaz yakalı suçun merkezinde ise yoksulluğun yerini suçu işleyenin saygınlık, kazanç sağlama isteği ve motivasyonu almıştır. Beyaz yakalı suçlunun hırs, aç gözlülük vb. kişilik özellikleri yanında kurum içindeki zayıf kontrol ve denetim mekanizmalarının yarattığı boşluk da finansal suça zemin hazırlamakta, suçluya fırsat vererek, motivasyonunu artırmaktadır (Atmaca ve Terzi, 2012: 62; Yalçın, 2023: 133-134).

Beyaz yakalı suçları, diğer suçlardan ayıran özelliklerden biri de onların tespit edilmesinde ve soruşturulmasında ki zorluklardır. Beyaz yaka suçlar, yasalardaki ve/veya kurumlardaki güvenlik açıklarından yararlanarak gerçekleştirildikleri için kanıtların bulunması zordur. Suçu işleyen, kaynaklara erişim imkânı olması, eylemlerin sahip olduğu yetkiyi kullanarak

yapmasından sebep yüzeysel bir meşruluğa sahip olması zorlukları derinleştirmektedir. Soruşturmada bilgiye ulaşabilmek için finansal sistemlere, arşivlenmiş belgelere, paydaşlardan toplanacak bilgilere, karşıt incelemelere ihtiyaç duyulmaktadır (Erbuğa, 2020: 600; Yalçın, 2023: 134).

Beyaz yaka suçlarının mağdurları, bu suçu işleyen kişilere güven duyan kandırılıp yanıltılan çalışanlar, yatırımcılar ve şirketin etkileşim halinde bulunduğu banka, maliye vb. kurumlardır. Mağdur tarafın ortak özelliği ise, duydukları güvenden ötürü bu kişilerin yaptıkları faaliyetleri inceleyip ve denetlememeleridir. Bu yönü ile beyaz yaka suçları, toplumun genelinde güven duygusunu zedeleyerek güvensizlik oluşturmakta, cezalandırmanın yapılmaması ya da eksik kalması halinde de sosyal ahlaki zayıflatmak suretiyle toplumsal zarar vermektedir (Sarıkaya, 2021: 1468-1469).

Güven ikliminin bozulması, toplumsal olduğu kadar ekonomik etkilere de sahiptir. İşletmelerin giderek artan uluslararası faaliyetlerinin yöneticiler tarafından Polly Peck skandalına benzer şekilde beyaz yaka suçunu örtmeye yönelik yapıldığı algısının yaygınlaşması, kimi şirketlerin finansal piyasalarda sadece kâr maksimizasyonunu düşünen güvenilmez aktörler olarak görülmesine neden olmaktadır.

Ekonominin her kesimine maliyet oluşturan beyaz yakalı suçlar gerçekleştiğinde, işletmelerin mali kaynaklarını azaltmakta, yasal yaptırımlarla karşılaşmasına ve hatta iflasına neden olabilmektedir. Bu durum sadece şirket sahibini, çalışanlarını değil şirket dışında olan satın alma yaptığı diğer şirketler, birlikte çalıştığı finansal kurumlar, yatırımcılar, devlet gibi paydaşları arasında yer alan tüm tarafları da etkilemektedir. Sayılan etkileri nedeniyle beyaz yaka suçları, özellikle kurumsal yönetim ve hukuk alanlarında bilimsel çalışmalara konu olmuştur (Erbuğa, 2020: 602; Yalçın, 2023: 133-134).

3. Polly Peck Vakası

Çalışmanın bu bölümünde Polly Peck International ile ilgili kuruluşundan fesih edilmesine kadar geçen süreç hakkında bilgi verilmiş, ortaya çıkan skandalın etkileri yorumlanmıştır.

3.1. Polly Peck International PLC

1959 yılında modaevi olarak faaliyetlerine başlayan Polly Peck, 1980 yılında Asil Nadir'in yönetime dâhil olmasından fesih edildiği 2019 yılına kadar olağanüstü bir büyüme gerçekleştirmiş, yatırımcılarına büyük kazançlar ve sonunda da büyük kayıplar getirmiştir.

3.1.1. Polly Peck International PLC'nin Tarihçesi

Polly Peck şirketi faaliyetlerine 1940 yılında küçük bir moda evi olarak başlamıştır. Kurucuları Raymond ve Sybil Zelker'dir. Tasarımı Sybil Zelker tarafından yapılan giysiler, Raymond Zelker tarafından pazarlanmıştır. 22 Haziran 1959 yılında moda evi, Polly Peck (Holdings) Public Limited Company ismini almıştır. 1970'li yılların sonuna gelindiğinde şirket, maddi olarak sıkıntıya düşmüştür. Yaşanan bu sıkıntının ardından 1980 yılında, şirketin %58 oranındaki hissesi, Kıbrıslı iş adamı Asil Nadir'in kontrolü altındaki bir şirket olan Restro Investments tarafından satın alınmıştır (Liztrengenza, 2015; GOV.UK, 2024).

Asil Nadir, 7 Temmuz 1980'de şirketin İcra Kurulu Başkanı olarak atanmış ve 8 Temmuz 1980'de yurt dışındaki yatırımların finansmanı için 1,5 milyon £ tutarında bir halka arz süreci başlatmıştır. Zelker ailesi ve onlarla birlikte şirket kuruluşunda yer alanlar, 11 Mart 1981 yılında şirket yönetiminden istifa etmişlerdir.

Türkiye'nin en büyük halka açık şirketlerinden biri olan Vestel Electronics'in %82'lik hissesi 1984 yılı Nisan ayında satın alınmış, Polly Peck bünyesine dâhil edilmiştir. 1 Şubat 1985 tarihinde şirket, isim değişikliğine giderek Polly Peck International PLC ismini almıştır. 1986 yılında ev eşyaları üreticisi Russell Hobbs'un, 1989 yılında Tokyo Borsası'nda işlem gören Japon elektronik şirketi Sansui'nin %51'lik hissesi satın alınmıştır. Bu satın almalar, şirketi elektronik sektöründe dünya çapında güçlü bir konuma getirmiştir. 1989 yılında Del Monte isimli firmanın şirkete dahil edilmesi ile PPI, gıda sektöründe de kendini öne çıkarmıştır. Zaman içerisinde gıda sektöründe Del Monte, Unipac, Meyna, Sunzest, Niksar, Van Den Brink, Frio, Früco, Prevor, Mendelson-Zeller, Stadart Fruit, elektronik sektöründe Sansui, Vestel, Capetronic, Imperial, Russel Hobbs Tower, hizmetler sektöründe Voyager Kıbrıs, Pizza Hut şirketleri Polly Peck Grubu'na dahil olmuşlardır.

Asil Nadir yönetiminde genişlemeci bir yola giren şirket, 1989 yılına gelindiğinde tarım, gıda, tekstil, elektronik, denizcilik, turizm ve medya sektörlerinde faaliyet gösteren, 200'den fazla yan kuruluşu, 17.227 çalışana, 1,7 milyar £ piyasa değerine sahip uluslararası bir şirket topluluğuna dönüşmüştür. Lefkoşa, İstanbul, New York ve Hong Kong'daki ana ticaret merkezleri aracılığıyla dünya genelinde ticari faaliyetlerini yürütmüştür. Bu çabalar, 2 Ekim 1989 tarihinde şirketin, FTSE 100³ Endeksi'ne eklenmesi

3 Financial Times Borsası 100 Endeksi, FTSE 100 Endeksi, FTSE 100, FTSE veya gayri resmi olarak "Footsie" olarak da adlandırılan, Londra Borsası'nda listelenen en yüksek sermayeli 100 şirketin yer aldığı Birleşik Krallık'ın en iyi bilinen borsa endeksidir. İşletmeler için refah ölçüsü olarak görülmektedir.

ile karşılığını bulmuş, şirket, Londra Borsası'nın yıldızlarından biri haline gelmiştir. 1970'lerin sonlarında Polly Peck şirketine yapılan 1.000 £'lik bir yatırımın değeri, 1990 yılında neredeyse 1 milyon £'e yükselmiştir. Şirketin sahibi Asil Nadir ise aynı yıl dünyanın en zengin insanları arasında 11. sıraya yerleşmiştir. Ancak hızlı yükseliş, mali durumu ve borçlarını ödeme yeteneği konusunda endişeleri de artırmıştır. Çöküşün başladığı kanısının piyasaya yayılması ile Metropolitan Polisi ve İngiltere Ağır Dolandırıcılık Ofisi (SFO) olaya dâhil olmuş ve 1990 yılı Ağustos ayında bir cezai soruşturma başlatmıştır. 1990 yılı Ekim ayında Yüksek Mahkeme emriyle Coopers & Lybrand ve Touche Ross Ortak Yöneticiler olarak şirkete atanmıştır. Şirket 2 Ekim 1990 tarihinde FTSE 100 endeksinden çıkarılmıştır (Wearing, 2005: 41-43; FTSE Russell, 2024; GOV.UK, 2024; SFO, 2012; Milliyet Gazetesi, 2024).

Asil Nadir, şirket hisselerinde manipülasyon yapmak için alım yapmakla ve zimmete para geçirmekle suçlanmıştır. Suçlama, borsada hisse fiyatında büyük düşüşe neden olurken, şirket büyük bir mali krize girmiştir. Asil Nadir, aynı yıl tutuklanmış ve ardından kefaletle serbest bırakılmış, ancak varlıkları dondurulmuştur. Dava süreci devam ederken 1993 yılı Mayıs ayında gümrüksüz bir havalimanından KKTC'ye kaçmıştır. 2010 yılında yargılanmak üzere İngiltere'ye geri dönmüştür. Yapılan yargılamanın ardından 2013 yılında kalan 5 yıllık cezasını tamamlaması için Türkiye'ye gönderilmiştir. Polly Peck International PLC ise 14 Mayıs 2019 tarihinde feshedilmiştir (GOV.UK, 2024; SFO, 2012; Hürriyet Gazetesi, 2021).

3.1.2. Şirketin Anahtar İsmi: Asil Nadir

1 Mayıs 1941'de Kıbrıs Lefke'de doğan ve altı yaşındayken gazete satarak ticari hayata adım atan Asil Nadir, Kıbrıslı yerel bir iş adamının oğludur. Ailesi artan Rum saldırıları nedeniyle 1963 yılında Londra'ya taşınmış ve cash-and-carry şirketi Wear Well'i satın alarak tekstil sektörüne giriş yapmıştır. O dönemde İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi'nde eğitim gören Asil Nadir, eğitimini tamamlayamadan İngiltere'ye giderek babasının yanında tekstil ticaretine başlayarak iş hayatına atılmıştır. 1970 yılına gelindiğinde satın aldıkları şirket yüksek gelir getirmeye başlamıştır. 20 Temmuz-18 Ağustos 1974 tarihlerinde gerçekleşen Kıbrıs Barış Harekâtının ardından Kıbrıs'a gelerek aynı yıl Lefkoşa'da Rumlardan kalan bir giyim fabrikasını devralmış, Orta Doğu'ya ihracata başlamıştır (The Guardian, 2010b; Milliyet Gazetesi, 2024).

1980 yılında mali sıkıntıda olan tekstil sektöründe ki Polly Peck isimli şirketin %58 hissesinin devri ile Asil Nadir yükseliş adımı atmıştır. Türkiye'de

basın sektöründeki yatırımları ile tanınan iş adamı, 1990 yılına kadar Polly Peck International PLC grup şirketi bünyesinde tarım, gıda, tekstil, elektronik, denizcilik, turizm ve medya alanlarında birçok yatırım yapmıştır. Bu yatırımlar, 1989 yılında şirketin piyasa değerini 1,7 milyar £'e çıkarırken FTSE 100 endeksine alınmasına neden olmuştur. Aynı yıl Asil Nadir de dünyanın en zengin kişileri arasında yer almasının dışında, risk üslenme konusunda dünyanın 15 gözü pek işadamı arasına girmiştir. Kraliyet ailesine yakınlığı ile bilinen iş adamı, aynı zamanda Muhafazakâr Parti'nin de güçlü bir bağışçısı olmuştur (The Guardian, 2010c; SFO, 2012).

1990 yılında ise Polly Peck'in 1,3 milyar £ borçla çökmesiyle Asil Nadir, bu kez İngiltere'nin en büyük mali skandallarından birinin merkezine oturmuştur. Aynı yıl SFO'nun içeriden bilgi ticareti suçlamalarıyla karşı karşıya kalan Nadir, 17 Aralık 1990 tarihinde tutuklanmış ve 1993 yılına kadar hapiste kalmıştır. 1993'te 3,5 milyon £ kefaletle serbest bırakılmıştır. 30 ayrı suçtan 1993 yılı Eylül ayında yargılanacakken, 1993 yılı Mayıs ayında dolandırıcılık suçlamalarından kaçınmak için İngiltere'den kaçarak doğduğu ülkede yeni bir hayata başlamıştır. Tutuklanması için Interpol kaydı olmasına rağmen, Kuzey Kıbrıs ve Türkiye'nin İngiltere ile iade anlaşması olmaması, uzun yıllar her iki ülke arasında seyahat etmesine imkân tanımıştır (The Guardian, 2010c).

1989 yılında boşandığı ve 1993 yılında serbest kalması için gereken 3,5 milyon £ tutarındaki kefaletini, Kıbrıslı Türk işadamı Ramadan Güney ile birlikte toplayan eski eşi Ayşegül Tecimer ise 1997 yılında Türkiye'de tarihi eser kaçakçılığından 4,5 yıl hapis cezasına mahkûm edilmiştir. Ancak kararın verilmesinden dakikalar önce yurt dışına kaçmış ve kırmızı bültenle tüm dünyada aranmaya başlamıştır. 22 Aralık 2000 tarihinde Şartla Salıverme ve Erteleme Yasası olarak çıkarılan genel af düzenlemesi ile af edilmiştir (Yaşam Öyküsü, 2024).

Asil Nadir, 29 Temmuz 2010 tarihinde mahkeme süresince tutuklanmadan davasının yeniden görülmesi konusunda İngiliz Hükümeti ile bir anlaşma yapmış ve 26 Ağustos 2010'da elektronik gözetim altında tutulacağı taahhüdünde bulunulduktan sonra İngiltere'ye geri dönmüştür. Bu anlaşmaya göre her gün imza vermek şartı ile denetimli serbestlikten yararlanarak davalara katılmıştır. SFO'nun iddianamesine göre Asil Nadir, 33,1 milyon £'i ve 2,5 milyon Amerikan dolarını zimmetine geçirmiştir. Davası 23 Ocak 2012'de başlamış, Mahkeme heyeti 2012 yılı Ağustos ayında Asil Nadir'i hakkında açılan yaklaşık 29 milyon £ tutarında 13 davanın 10'undan suçlu bularak, 10 yıl hapse mahkûm etmiştir. 2013 yılında Polly Peck şirketinden mağdur olmuş yatırımcılara 5 milyon £ ödemesi

durumunda cezasının geriye kalanını Türkiye’de çekmesi üzerine yeni bir anlaşma yapmıştır. 21 Nisan 2016 tarihinde Türkiye’ye iade edilen Nadir, bir gece Silivri Cezaevinde kaldıktan sonra tahliye edilmiştir. Günümüzde Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti’nde çok daha sınırlı bir ölçekte iş hayatını sürdürmektedir (Hürriyet Gazetesi, 2016; Sözcü Gazetesi, 2016; Milliyet Gazetesi, 2024; The Guardian, 2010b).

3.2. Skandalın Ortaya Çıkması ve Gelişimi

1990 yılına gelindiğinde devralma, birleşme ve satın almalarla elde edilen saldırgan büyümenin bedeli olarak PPI’nin 100 milyon £’den fazla kısa vadeli borcu ve bu tutardan daha fazla Polly Peck hisselerinin teminat olarak gösterildiği uzun vadeli borcu bulunmaktaydı. Yatırımcılar ise, şirketin finansal yapısı hakkında fazla bilgiye sahip olmadıkları gibi yaratılan karlılık havasından pay almak istiyorlardı. Aynı yıl ülke genelinde ise enflasyondaki artışa karşılık faiz oranları yükseliyordu ve bu durum, borcu olan tüm işletmeler gibi Polly Peck’i de etkilemiştir (The Guardian, 2010c).

Skandal, 1990’ların başında mali tutarsızlıkların ortaya çıkmasıyla patlak vermiştir. Polly Peck’in sahte finansal raporlamaya karıştığı, karları şişirdiği ve piyasa konumunu korumak için borçları gizlediği ortaya çıkmıştır. Başlangıçta Nadir, Polly Peck’i FTSE 100’den çıkarıp özel mülkiyete geri almaya karar verip ve hisse geri alımı yapacağını duyurmuştur. Sonrasında ise bu kararından vazgeçmiştir. Bu vazgeçiş, Polly Peck’in yaklaşık 100 banka alacaklısıyla olan ilişkisi üzerinde baskı oluşturmuştur ve bankalar kredilerinin teminatı olarak tuttıkları şirket hisselerini elden çıkarmaya başlamışlardır. Borsa ise bu gelişmeye kitlesel bir satış dalgası ile cevap vermiştir (Toms, 2019: 490).

Düşen hisse senedi fiyatı ile mağdur edilen yatırımcılara karşılık yönetimin sahip olduğu olağanüstü zenginlik, şirketin kârlarının kaynağı ve kurumsal yapısı hakkında daha fazla soru sorulmasına yol açmıştır. Bu sorulara Polly Peck’in hisse senedi fiyatının manipüle edildiğine dair söylentiler de eklenince, İngiltere Ağır Dolandırıcılık Ofisi (SFO)’nin de dâhil olduğu kamu yetkililerinin ilgisi şirkete çekilmiştir. SFO, Nadir ailesinin vakıflarını yöneten şirket South Audley Management’a baskın düzenlemiştir. Ertesi gün, söylentiler ve spekülasyonlar arasında, PPI’nin hisse senedi fiyatı düşmüştür. Yaptıkları yatırımdan 1.000 kattan fazla getiri elde eden yatırımcıların çok azı hisselerini satabilmişlerdir. Ekim 1990’da tasfiyeye zorlandığında, küresel bir ticaret konglomerası⁴ olan Polly Peck International’ın, 1,3 milyar £

4 Konglomera, tek bir şirketler grubunda farklı iş faaliyetleri yürüten iki veya daha fazla şirketin birleşimidir ve genellikle bir ana şirket ve birden çok iştiraktan oluşur. Çok sektörlü konglomeralar genellikle büyük ve çok ulusludur (<https://support.ecovadis.com/hc/tr>).

tutarında borcu bulunmaktaydı. Aynı yıl sonuna kadar Nadir tutuklanmış, hırsızlık ve sahte muhasebe ile suçlanmıştır (BBC, 2012b; The Guardian, 2010c).

3.3. Skandalın Hukuki Süreci

SFO, başlangıçta Nadir'i içeriden bilgi ticareti iddiası ile soruşturmaya başlamıştır. Ancak daha sonra bu iddia yerine, Ağustos 1987'den itibaren Asil Nadir'in kendisine yakın şirket çalışanlarının yardımıyla 50'den fazla transfer kullanarak yaklaşık 150 milyon £ çaldığı iddiası ile mahkeme süreci başlamıştır. Savcılar, 13 örnek suçlamadaki 34 milyon £'lik nakit paranın Londra'dan başta İsviçre ve Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti'ne transfer edildiğini, diğer kısmın ise şirket hisselerini alarak borsa değerini korumak, Nadir'in sahibi olduğu ya da kontrol ettiği veya Nadir Aile Vakfı'nın bir parçası olan şirketlere kredi verebilmek için kullanıldığını tespit etmiştir. Nihayetinde bunun Nadir'in kendisi, ailesi veya yakın arkadaşları tarafından kontrol edilen şirketler veya vakıflar kullanılarak kendi kişisel çıkarları için kullanıldığı iddia edilmiş ve Asil Nadir'de, transferlerin kendi talimatı ile yapıldığını kabul etmiştir (BBC, 2012b).

PPP'den yapılan transferlerin tam kapsamının 380 milyon £'i aştığı tahmin edilmesine rağmen iddianamede bu tutar yaklaşık 33,1 milyon £ ve 2,5 milyon ABD doları olarak yer almıştır. Savcılık, PPP'ye ait paranın şirket faaliyetleri dışında kullanmak için banka hesaplarından Kuzey Kıbrıs'taki PPP'nin yan kuruluşu olan Unipac Packaging Industries'in hesabına yatırıldığı, oradan da Nadir'e ait Kıbrıs Sanayi Bankası'nda (IBK) ve Impexbank isimli iki bankaya aktarıldığını iddia etmiştir. 1991'de IBK kayıtlarını incelemek için Kuzey Kıbrıs'ı ziyaret eden soruşturmacılara, incelemek istedikleri kayıtlara erişim izni verilmemiştir. Bu nedenle iddia kayıtlarla doğrulanamamıştır.

SFO soruşturmasının 1990 yılı Ağustos ayında başlaması ile Asil Nadir, ilk olarak o yılın Eylül ayında sorgulanmıştır. 15 Aralık 1990 tarihinde aleyhine 18 hırsızlık suçu ileri sürülmüştür. Kasım 1991'de ise bu suçlamaların sayısı 76'ya ulaşmıştır. 1992 yılının Haziran ayında ise suçlarının sayısı 76'dan 30'a düşürülmüş ve 1993 yılı Eylül ayında yargılanmasına karar verilmiştir. Ancak yargılama başlamadan Asil Nadir, Fransa üzerinden Kuzey Kıbrıs Türk Cumhuriyeti'ne kaçmıştır.

Skandalın patlak verdiği tarihten itibaren kendisine tuzak kurulduğunu, adil bir sorgulama sürecinden geçmediğini, hak etmediği uzun bir hapis cezası ile cezalandırılma ihtimali nedeniyle Kıbrıs'a kaçtığını öne süren Asil Nadir, 2010 yılında verdiği bir röportajda, suçlamalara itiraz etmek için İngiltere'ye geri dönmek istediğini açıklamıştır. 26 Ağustos 2010'da

İngiltere'ye gelerek, Merkez Ceza Mahkemesi'nde yargıç karşısına çıkmış ve yargılanmak üzere seyahat belgelerinin teslimi, bir polis karakoluna haftalık raporlama ve gece sokağa çıkma kısıtlamaları, 250.000 £ kefalet gibi koşullar içeren bir anlaşma ile serbest bırakılmıştır.

Duruşma 23 Ocak 2012'de başlamıştır. Karmaşık bir yargılama sürecinin ardından Asil Nadir'in Polly Peck International Plc'ye şirketin uğradığı kayıplara ilişkin 5 milyon £ tazminat ödemesi emredilmiştir. Asil Nadir, Polly Peck International Plc'den yaklaşık 29 milyon £ (28,6 milyon £ ve 500.000 ABD doları) tutarında on hırsızlık suçundan hüküm giymiştir. SFO'nun PPI'dan çalındığını iddia ettiği toplam tutar ise 146 milyon £ ve 6,4 milyon ABD doları olarak belirlenmiştir. 22 Ağustos 2012'de on yıl hapis cezasına çarptırılmıştır. Asil Nadir'in talebi ile 21 Nisan 2016 tarihinde Türkiye'ye iade edilmiş orada bir gece cezaevinde kaldıktan sonra tahliye edilmiştir (SFO, 2012; The Guardian, 2010a; BBC, 2010; BBC, 2012a; BBC, 2012b; BBC, 2012c)

3.4. Skandalın Ortaya Çıkardıkları ve Yarattığı Etkiler

Polly Peck'in çöküşü özellikle şirket sahipleri ve çalışanları tarafından gerçekleştirilen dolandırıcılığın, çeşitli manipülasyonlar içerdiğinin ve birbiri ile ilişkili bir dizi işlemin arkasına gizlenerek tespitinin zorlaştığının ispatı olmuştur. Skandalın ortaya çıkmasının ardından şirketin mali yapısı, karmaşık bir offshore şirket ve organizasyon ağı olarak tanımlanmıştır (The Guardian, 2012).

Polly Peck vakası, muhasebe manipülasyonlarının aşırı büyümeden kaynaklanan zayıf finansal performansı gizlediğini göstermiştir. Yöneticiler, uluslararası iştirakler arasında yetki alanlarını kullanarak varlık ve yükümlülükler arasında transferleri kolaylıkla yapabilmektedirler. Bu kolaylık, işlemlerin denetimini zayıflatırken, denetçiyi üst düzey yönetimin açıklamalarına mecbur bırakmaktadır (Gwilliam ve Jackson, 2011: 398). Polly Peck skandalının ardından 2002 yılında, PPI grubun denetim faaliyetlerini yürüten Stoy Hayward ve Erdal & Co firmaları para cezasına çarptırılmışlardır.

Soruşturma sürecinde ortaya konulan bilgilerden anlaşıldığı kadarıyla Asil Nadir'in otokratik bir yönetim sergilediği, hem başkan hem de genel müdür olarak yetkiyi elinde bulundurduğu görülmektedir. Başka bir yöneticiden karşı imza gerektirmeden parayı hareket ettirme yetkisine dayanarak da yönetim kurulunun onayı olmaksızın PPI'nın şirket hesaplarından istediği tutarda parayı istediği yere transfer edebilmiştir. Bu transferleri, kendisi veya ailesi adına yatırım yapmak için kullanmıştır. Bu finansal hareketleri

gerçekleştirmede ise çoğunlukla kendi özel ve aile çıkarlarını yönetmek için kurulmuş bir şirket olan “South Audley Management (SAM)”ı ve iki yöneticisini kullanmıştır (<https://www.sfo.gov.uk>). Kümülatif nakit çıkışları bankalara olan yükümlülüklerin yerine getirilmesini aksatıncaya kadar, herhangi bir soru ve itiraz olmadan para transferleri devam etmiştir. 1990 yılında belki de ilk defa yönetim kurulu, Kuzey Kıbrıs’a transfer edilen para konusunda rahatsız olup, paranın iade edilmesini Asil Nadir’den istemiş, ancak onun tarafından bu istek ret edilmiştir (Wearing ve Wearing, 2005).

Skandal sonrası yapılan incelemelerde ortaya konulan bilgilerden biri de, PPI’nın varlıklarının bir kısmının gizlice Asil Nadir’e devir edildiğidir. Bu bilgi, para transferinin yanında varlık transferinin de Nadir tarafından gerçekleştirildiğini göstermektedir. Olası bir varlık transferinin, şirketin ofislerinde bulunan değeri yaklaşık 6 milyon Sterlini bulan çok sayıdaki antikalar üzerinden de gerçekleştirildiği söylenebilir. Çünkü inceleme ve bağımsız denetim sürecinin sonunda şirkette bulunan antikaların değerinin yaklaşık 2,5-3 milyon Sterlin olduğu belirtilmiştir (BBC, 2012c; Yaşam Öyküsü, 2024). Asil Nadir’in ilk eşi Ayşegül Tecimer’in 1997 yılında Türkiye’de tarihi eser kaçaklığından 4,5 yıl hapis cezası alması ise “bir tesadüf olabilir mi?” sorusunu akla getirmektedir.

Polly Peck vakasında tüm yaşananlar, yatırımcılar ve çalışanlar için önemli finansal kayıplara yol açmıştır. Bu kayıplar, İngiltere’de kurumsal yönetim uygulamalarının ve düzenleyici çerçevelerin yeniden değerlendirilmesi ihtiyacını gündeme getirmiştir. Kurumsal operasyonların ve denetimin daha katı gözetim ve şeffaflık içinde yürütülmesi gereğini ortaya koymuştur.

Polly Peck’in çöküşünün ardından, muhasebe kurallarını sıkılaştırmak amacıyla yeni bir Muhasebe Standartları Kurulu kurulmuştur. 1992 yılında hazırlanan Cadbury Raporu ile de kurumsal yönetimde uygulama kodifikasyonu süreci başlamıştır. Süreç, 2003 yılında, kendi kendini düzenleyen ilkelerden oluşan Birleşik Kanun’un oluşturulmasıyla tamamlanmıştır (Toms, 2017: 366).

4. Sonuç ve Öneriler

İşletme faaliyetlerinin gerek ulusal gerekse uluslararası düzeyde genişleyip büyümesi, doğal olarak birçok riski beraberinde getirmektedir. Şirket içi ve dışı kaynaklardan doğabilecek riskler, şirketlerde zayıflıklara neden olabilmektedir. Bu zayıflıklar şirketleri finansal yönden sıkıntıya sokabilmekte hatta çalışmanın konusunu oluşturan Polly Peck vakasında olduğu gibi iflasa ve nihayetinde feshe neden olmaktadır. Sadece bir şirketin yaşadığı bir olay gibi gözükmesine rağmen şirketle ilgili çalışan, devlet, satıcılar, müşteriler,

denetimi yürüten şirketler, şirketin hissesine sahip yatırımcılar vb. birçok paydaş da bu olumsuzluklardan etkilenmektedir. Dolayısıyla şirketi zayıflatan tüm unsurların önceden tespit edilip, çözümlerinin geliştirilmesi önemlidir. Çözümlerin sadece şirket içinde geliştirilmeye çalışılması yeterli olmayacaktır. Düzenleyici otoritelerin de bu çözümlerin içinde olması zorunludur.

Polly Peck, 1980-1990 yılları arasında İngiltere'nin en hızlı büyüyen şirketlerden biri görülmüştür. Bu büyüme, üstlenilen finansal riski de artıran, sektör çeşitlendirmesi içeren agresif satın almalara dayanan genişleme stratejisi ile gerçekleştirilmiştir. Şirketin piyasa fiyatı 1970 yılından 1990 yılına gelindiğinde yaklaşık 1000 kat artmış ve yatırımcısını mutlu etmiştir. Yatırımcılar, bu dönemde şirketin artan borcundan daha çok yapılan satın alma ve devir almalara odaklanmışlar, kârın ve satışların gerçek durumunu ne kadarını yansıttığını ise önemsememişlerdir. Bu iyimser tablo içerisinde 1990 yılında gelen çöküş ise, şirketin paydaşları için uyarıcı bir son olmuştur.

Polly Peck davası, iş hırsının etik sorumlulukla bir arada ele alınması gereğini vurgulayan bir skandaldır. Özellikle şirket içinden gelen kişisel suistimalin, şirketin çöküşüne kadar gidebilecek olumsuz etkileri, kurumsal yönetimin önemini vurgulamaktadır. Bu vakada zayıf kurumsal yönetim, kontrolsüz yürütme gücü ile birleşmiş, şirketin milyonlarca sterlin değerindeki varlığı Asil Nadir tarafından transfer edilirken; kamu otoriteleri de dâhil olmak üzere şirketin paydaşları tarafından fark edilememiştir.

Polly Peck vakasında işlenen beyaz yaka suçu, dolandırıcılık olarak ifade edilmiştir. Bir finansal suistimal olan bu suçun sebebi ne olursa olsun şirketlerde gerçekleşmesini önlemek ve paydaşların çıkarlarını korumak için öncelikle muhasebe standartları gibi kapsamlı düzenlemelere, düzenleyici ve denetleyici kuruluşlara ihtiyaç duyulmaktadır. Ancak bunlar yeterli değildir. Bunlarla beraber işletme yöneticilerinin ve çalışanlarının faaliyet ve davranışlarının da etik hale getirilmesi ve özdenetim iradesine sahip olmaları da gereklidir. Ardından şirketin kurumsal yönetim ilkeleri belirlenmeli ve tüm çalışanların ona uyması sağlanmalıdır (Ünal ve Çelikkol, 2019: 42). Muhasebe standartlarının reformu, muhasebe manipülasyonu fırsatını kısıtlayacak ve kurumsal yönetimi iyileştirmek ise Nadir gibi aşırı güçlü yöneticilerin aşırılıklarını dizginleyecektir (Toms, 2019: 491).

PollyPeckgibiyaşananfinansalskandallar genelolarakdeğerlendirildiğinde, dikkat çeken hususları ve tavsiyeleri aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür:

- Şirket içinde iç kontrol ve denetime yönelik mekanizmalar kurulmalıdır. İlgili iş tanımları, işleyiş prosedürleri açık bir ifade ile ortaya konulmalı, işleyişe ilişkin tüm süreçlerin kaydı oluşturulmalı yani şirkete yönelik

bir yönetim bilgi sistemi kurulmalıdır. Şirket içinde tüm çalışanların bu sisteme uyumu sağlanmalıdır.

- Yönetim bilgi sistemi içerisinde raporlama yapısı kurulmalıdır. Raporlamaların zamanında ve ilgili tüm bilgileri içerecek şekilde düzenlenmesi sağlanmalıdır.
- İş tanımları ile yetki ve sorumluluklar doğru bir şekilde dağıtılmalıdır. Yapılan işin niteliğine uygun bilgi ve donanımına sahip kişilerden ekipler oluşturulmalıdır. Özellikle iç kontrol, denetim, risk yönetimi gibi birimlerde çalışan ekiplerin yapılan işin niteliğine uygun bilgi birikimine ve teknoloji, bilgi sistemi vb. araçları kullanım yetisine sahip olmaları önemlidir.
- Şirket içinde Yönetici kademesinde çalışanları da kapsayacak şekilde işe yönelik gözetim mekanizmaları kurulmalıdır. Yöneticilerin aynı zamanda hissedar olduğu yapılarda bu husus daha önemlidir.
- Özellikle gerçekleştirilen finansal işlemlere yönelik yapılan kayıtların kontrolünde deneyim ve bilgi sahibi çalışanlardan oluşan bağımlı denetçiler kadar bağımsız denetçilerden de yararlanılmalıdır. Ancak işlem detaylarının anlaşılabilmesi için denetçilerin de işlemi yapanlar kadar deneyimli ve bilgili olması önemlidir. Özellikle muhasebe kaynaklı hilelerin ortaya çıkarılmasında bu önemlidir.
- İşletme içinde kurumsal yönetime yönelik uygulamaların yürütülmesi önemlidir. Özellikle satın alma, devir gibi yöntemlerle yeni şirketleri bünyesine alan şirketlerin, bu şirketlere de sahip olduğu ilkeleri aktarması ve sistemine dâhil etmesi büyümeden kaynaklı risklerini azaltacaktır.
- Şirketlere finansman imkânı sağlayan kurumların da kredi politikalarını olası risklere karşı düzenlemeleri, alınan özellikle uzun vadeye yayılmış, büyük tutarlı ve tekrarlayan borçlanmalar için kredi değerlendirme ve onay mekanizmalarını büyük bir titizlikle kurmalıdırlar.
- Şirket, şirkete borç verenler, şirketi denetleyenler arasında yaşanabilecek, resmi olmayan bir işbirliğine karşılık kamu otoritesi de muhasebe standartlarının uygulanması ve finansal kayıtlar konusunda ilgili yasal düzenlemeleri iş hayatında yaşanan gelişmelere uygun hale getirmeli ve denetimi ihmal etmemelidir.
- Yasa düzenleyiciler, iyi bir piyasa ve yasal iş ortamını aktif olarak teşvik etmeli, kurumsal yönergeleri şekillendirmeli ve çıkarıcı yönetsel gücü kısıtlamalıdır.

Kaynakça

- Aktan, Ç. C. (2013). Kurumsal Şirket Yönetimi. *Organizasyon ve Yönetim Bilimleri Dergisi* 5(1), 150-191.
- Altunal, I., & Kurnaz, N. (2019). Örgütsel Etik İklim ve Muhasebe Manipülasyonu. Önder, Ş., Sezici, E., (Ed.), *Güncel Konular Işığında Etik Seçme Yazıları*; (ss.237-251) içinde. Bursa: Ekin Yayınevi.
- Atmaca, M. ve Terzi, S. (2012). *Adli Muhasebe*. İstanbul: Yayılım Yayıncılık.
- Aygün, D. (2013). Yaratıcı Muhasebe Stratejileri. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi*, 8(2), 49-69.
- Bayırlı, R. (2006). *Yaratıcı Muhasebe, Etik, Firma Değeri ve Örnek Bir Uygulama*. (Yayımlanmamış Doktora Tezi). Gazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Ankara.
- BBC, (2010). 15.08.2024 tarihinde <https://www.bbc.com/news/uk-10807761> adresinden erişilmiştir.
- BBC, (2012a). 15.08.2024 tarihinde <https://www.bbc.com/news/uk-16686197> adresinden erişilmiştir.
- BBC, (2012b). 15.08.2024 tarihinde <https://www.bbc.com/news/uk-19161940> adresinden erişilmiştir.
- BBC, (2012c). 15.08.2024 tarihinde <https://www.bbc.com/news/uk-19352531> adresinden erişilmiştir.
- Blay's Office, (2024). 24.07.2024 tarihinde <https://www.blaysoffice.com/tr/beyaz-yaka-suclari/>
- Bologna, J. (1993). *Handbook on Corporate Fraud*. USA: ButterworthHeinemann Publishing Inc. (1-5)
- Çipil, M. (2013). *Yeni Sigortacılık Mevzuatı ve Türk Ticaret Kanunu İle Uyumlu Risk Yönetimi ve Sigortacılık*. Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık.
- Dechow, P. Sloan, R. & Sweeney, A. (1996). Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by The SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13(1), 1-36.
- Ecovadis, (2024). 24.07.2024 tarihinde <https://support.ecovadis.com/hc/tr> adresinden erişilmiştir.
- Erbuğa, G. S. (2020). Durumsal Suç Önleme Yaklaşımı Çerçevesinde Beyaz Yakalı Suçların Önlenmesi. *İzmir İktisat Dergisi*, 35(3), 593-609.
- Gwilliam, D., & Jackson, R. H. (2011). Creative Accounting - The UK Experience. Jones, M., (Ed.) *Creative Accounting, Fraud and International Accounting Scandals*, (pp.379-406) in. Chichester: John Wiley & Sons.
- FTSE Russel, (2024). FTSE 100 – Historic Additions and Deletions. 15.08.2024 tarihinde https://www.lseg.com/content/dam/ftse-russell/en_us/documents/policy-documents/ftse-100-constituent-history.pdf adresinden erişilmiştir.

- GOV.UK, (2024). 24.07.2024 tarihinde adresinden erişilmiştir.
- Hürriyet Gazetesi, (2016). 15.08.2024 tarihinde <https://www.hurriyet.com.tr/gundem/asil-nadir-turkiyeye-iade-cdildi-40092607> adresinden erişilmiştir.
- Hürriyet Gazetesi, (2021). 15.08.2024 tarihinde <https://www.hurriyet.com.tr/kelebek/magazin/asil-nadir-kimdir> adresinden erişilmiştir.
- Liztregenza, (2015). The Polly Peck Touch. 20.08.2024 tarihinde adresinden erişilmiştir.
- MBT, (2024). 24.07.2024 tarihinde <https://muhassebilenler.com/muhasebe-manipulasyonu/> adresinden erişilmiştir.
- Milliyet Gazetesi, (2024). 15.08.2024 tarihinde <https://www.milliyet.com.tr/haberleri/asil-nadir> adresinden erişilmiştir.
- OECD, 2024. 18.07.2024 tarihinde <https://www.oecd.org/en/topics/policy-issues/corporate-governance.html> adresinden erişilmiştir.
- Resmi Gazete, (2014). 03.01.2014 tarih, 28871 sayılı Resmi Gazete. 20.07.2024 tarihinde <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2014/01/20140103.htm> adresinden erişilmiştir.
- Rezaee, Z. (2004). Corporate Governance Role in Financial Reporting, Research in Accounting Regulation, 17, 107-149.
- Sarıkaya, O. (2021). Örgütlerde “Beyaz Yaka Suçları”: Mevcut Alanyazın Kapsamında Bir Değerlendirme. *Afyon Kocatepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 23(4), 1468-1476.
- SFO, (2012). 24.07.2024 tarihinde <https://www.sfo.gov.uk/2012/08/22/asil-nadir-found-guilty/> adresinden erişilmiştir.
- Sözcü Gazetesi, (2016). 15.08.2024 tarihinde <https://www.sozcu.com.tr/asil-nadir-serbest-birakildi-wp1197694> adresinden erişilmiştir.
- Stolowy, H., & Breton, G. (2004). Accounts Manipulation: A Literature Review and Proposed Conceptual Framework. *Review of Accounting and Finance*, 3(1), 5-92.
- Sun S. & Xiao, X. (2024). Delegation of Management Authority and The Level of Corporate Risk Disclosure. *Finance Research Letters*, 63, 105284.
- Sutherland, E. H. (1949). *White Collar Crime*. New York: The Dryden Press.
- Şeker, S. E. (2024). 03.08.2024 tarihinde <https://mis.sadievrenseker.com/2015/04/vekalet-teorisi-ve-temsil-maliyeti-agency-theory-and-agent-cost/> adresinden erişilmiştir.
- The Guardian, (2010a). 15.08.2024 tarihinde <https://www.theguardian.com/business/2010/aug/26/asil-nadir-return-to-uk> adresinden erişilmiştir.
- The Guardian, (2010b). 15.08.2024 tarihinde <https://www.theguardian.com/business/2010/aug/26/asil-nadir-arrives-fraud-charges> adresinden erişilmiştir.

- The Guardian, (2010c). 15.08.2024 tarihinde <https://www.theguardian.com/business/2010/aug/26/asil-nadir-background> adresinden erişilmiştir.
- The Guardian, (2012).15.08.2024 tarihinde <https://www.theguardian.com/business/2012/aug/22/polly-peck-asil-nadir-analysis> adresinden erişilmiştir.
- Toms, S. (2017). Fraud and Financial Scandals. Wilson, J.F, Toms, S., de Jong, A., and Buchnea E., (Ed.) *The Routledge Companion to Business History*, (pp.358-370) in. New York: Routledge.
- Toms, S. (2019). Financial Scandals: A Historical Overview. *Accounting and Business Research*, 49(5), 477-499.
- Türk, M. & Coşkun Arslan, M. (2017). Yöneticileri Yaratıcı Muhasebe Uygulamalarına İten Nedenler ve Bir Şirket Örneği. *Gazi İktisat ve İşletme Dergisi*, 3(3), 91-108.
- Ünal, S. & Çelikkol, H. (2019). Finans ve Etik. Önder, Ş., Sezici, E., (Ed.), *Güncel Konular Işığında Etik Seçme Yazılar*,(ss.21-44) içinde. Bursa: Ekin Yayınevi.
- Varıcı, İ. & Er, B. (2013). Muhasebe Manipülasyonu ve Firma Performansı İlişkisi: İMKB Uygulaması. *Ege Akademik Bakış*, 13(1), 43-52.
- Wearing, R., & Wearing, B. (2005). *Cases in Corporate Governance*. ABD: SAGE Publications.
- Yalçın, H. (2023). Hile Üçgeni: Baskı, Fırsat ve Rasyonalizasyonun Beyaz Yalkalı Hilelerindeki Rolü ve Analizi. *Journal of Business Administration and Social Studies*, 7(2), 133-138.
- Yaşam Öyküsü, (2024). 16.08.2024 tarihinde <https://yasamoykusu.com/biyografi/aysegultecimer> adresinden erişilmiştir.
- Zhou, M., Li, K., & Chen, Z., (2021). Corporate Governance Quality and Financial Leverage: Evidence From China. *International Review of Financial Analysis*, 73, 101652.

Wirecard Vakası: Bir Finansal Teknoloji Devinin Hikayesi

Muhammed Yılmaz¹

Özet

Bu çalışmanın amacı, Wirecard vakasının kavramsal bir yaklaşımla kapsamlı bir şekilde değerlendirilmesinin yapılmasıdır. Finansal ödeme işlemcisi ve hizmetler sağlayıcısı Wirecard firmasının çöküşü, finansal vakalar tarihindeki en yeni skandallardan bir tanesidir. Alman borsasının 2010'lardaki en değerli şirketlerinden bir tanesi olan Wirecard firması, 2019 yılında Financial Times gazetesinde ortaya atılan iddiaların ardından gelişen süreçle, 1,9 milyar avronun muhasebe kayıtlarından kaybolmasıyla birlikte Haziran 2020 yılında iflas başvurusu ile büyük bir skandala sebep olmuştur. Halen devam etmekte olan soruşturma ile birlikte, yıllardır devam eden büyük bir muhasebe dolandırıcılığının ortaya çıkması sağlanmıştır. Hatta firmanın CEO'su da dâhil olmak üzere birden fazla Wirecard yöneticisi dolandırıcılık ve piyasa manipülasyonu ile suçlanmıştır.

Kurumsal finans teorilerinin gelişmeye başladığı günden itibaren kurumsal yönetim, bilgi asimetrisi, vekâlet çatışmaları, şeffaflık, iflas riski gibi teorik konular bu vaka ile birlikte tartışılmaya devam etmektedir. Bunların yanında finans dünyasında krizlerin ve çöküşlerin en önemli faktörleri olan manipülasyonlar, dolandırıcılık, ihmalkârlık, hile gibi unsurlar hem medya hem de akademik literatürde bu skandalla birlikte adı anılmaktadır. Almanya'nın düzenleyici ve denetleyici kurumları, yetersiz ve zayıf denetim mekanizmaları nedeniyle dolandırıcılığı önceden tespit edememeleri sonucu eleştirilerin merkezinde yer almıştır. Dolayısıyla piyasalardaki bütünlüğün bozulması, güvenin, sarsılması ve piyasaların etkinliğini kaybetmesi başta FinTech sektörü olmak üzere birçok sektörü etkilemiştir ve sayısız mağduriyet oluşturmuştur.

1 Öğretim Görevlisi Dr., Kütahya Dumlupınar Üniversitesi, muhammed.yilmaz@dpu.edu.tr, ORCID ID: 0000-0001-9884-9130

1. Giriş

İnsanlar neden dolandırıcılık yapar? Bu, cevaplanması kolay bir soru değildir, ancak yapılan çalışmalar dolandırıcılık vakalarının altında üç faktörün yattığını göstermektedir. Bunlar Rajgopal ve White (2020) tarafından aşağıdaki gibi sıralanmaktadır;

- Dolandırıcılık yapmak için teşviklerin rolü
- Dolandırıcılık yapma fırsatlarının bulunması
- Bunu mantıklı kılma yeteneğine sahip olmak,

Kurumsal finansın gelişimiyle birlikte yakın finans tarihinde birçok dolandırıcılığın/skandalın ortaya çıktığı görülmektedir. 2001’de Enron, 2003’de Worldcom, 2007’de Lehman Brothers ve son olarak da 2020’de Wirecard gibi kurumların etik olmayan davranışlar sergilemeleri birer skandala dönüşmüştür ve bu skandallar uluslararası literatürde en çok ilgiyi gören vakaların başında gelmektedir (Bajgorić, Elsaman & Gernal, 2021). Bunlara benzer fakat yerel bazda kalan birçok vakanın ortaya çıktığı düşünülmektedir. Bu olaylar birçok mağdur ortaya çıkarsa da etkileri ve sonuçları genellikle ülke sınırları içerisinde kalan, yerel vakalar olarak görülebilir (Elçiboğa, 2021). Bununla beraber Wirecard AG², Almanya/Münih merkezli, ödeme ve finansal hizmetler sunan ve ülkenin önde gelen Finansal Teknoloji (FinTech) şirketlerindendi. Ayrıca Almanya’nın DAX³ hisse senedi endeksinde yer alan saygın 30 şirketten biriydi (Veron, 2020).

Wirecard’ın iflası, Financial Times (FT)’da yapılan haber sayesinde ortaya çıkmıştır. Bu durum, büyük dijital finansal şirketleri denetlemek ve kamu mekanizmalarını geliştirmek amacıyla Alman Bundestag ve Avrupa Parlamentosu’nda iki soruşturma komitesinin kurulmasına yol açmıştır. Wirecard firmasının Alman Federal Finansal Denetim Otoritesi (BaFin⁴) tarafından ekonomik milliyetçilik temelli yapılan destek niteliğindeki savunması, İngiliz medyası tarafından geniş çapta sorgulanmıştır (Palma, 2021). Ancak bu skandalın ne gizli ne de beklenmedik bir gelişme olduğu, aksine FT’nin uyarılarıyla bu muhasebe sahtekârlığı iddialarının birkaç yıldır bilindiği ortaya konmuştur. Ayrıca, Wambach raporunda denetimin ciddi eksiklikler içerdiği ifade edilmektedir. Raporun, Wirecard denetimine ilişkin

2 AG, Almanca “Aktiengesellschaft” kelimesinin kısaltmasıdır. Türkçe olarak “Anonim Şirket” anlamına gelmektedir. Ayrıca Wirecard AG yerine bundan sonra sadece Wirecard kelimesi kullanılacaktır.

3 DAX, Almanca “Deutscher Aktienindex” ‘ kelimesinin kısaltmasıdır. “Alman borsa endeksi” anlamına gelmektedir.

4 BaFin Almanca “Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht” kelimesinin kısaltmasıdır.

spesifik detayları ve Wirecard yönetimi ile denetçi arasındaki ilişkilerle ilgili belgeleri açığa çıkardığı belirtilmektedir (Teichmann, Boticiu & Sergi, 2023). Ancak, şirketin faaliyetlerinin başlangıcından itibaren usulsüz muhasebe uygulamalarıyla suçlandığı iddialar mevcuttur. Özellikle Financial Times'ın 2019 yılında bu suçlamalara ilişkin ihbar ve belgeleri ortaya koyduğu bir dizi soruşturma yayımlamasıyla, bu skandal en yüksek seviyeye ulaşmıştır (Beerbaum, 2021). Ortaya çıkan bu skandalla birlikte Wirecard'ın 25 Haziran 2020'de iflas başvurusuyla birlikte olağanüstü bir şekilde çöktüğü görülmüştür (Veron, 2020).

Bu tür durumların ortaya çıkmasıyla birlikte, genellikle finansal kayıplara uğrayan ve işlerinden olanlar, yani gerçek mağdurlar, çoğunlukla hissedarlar, yatırımcılar, borç verenler ve çalışanlar olmaktadır (Jo, Hsu, Llanos-Popolizio & Vergara-Vega, 2021). Jo vd., (2021) tarafından bunlara sebep olan unsurlar aşağıdaki başlıklar halinde sıralanmaktadır;

- Yönetim üzerindeki baskı
- Çıkar uyumsuzluğu
- Başarısız ve eksik denetim
- Kurumsal yönetim ve ahlaki davranış eksikliği
- Açgözlülük
- Muhasebe hileleri, sahtekârlıkları ve dolandırıcılık
- Reform ihtiyaçları

Bu çalışmanın amacı, Wirecard vakasını kavramsal bir çerçevede incelemektir. Çalışmanın kapsamı Wirecard şirketinin tarihçesi, skandalın ortaya çıkışı, çöküşünde yaşanan durumları ve sonrasında ortaya çıkan olayları içermektedir. Ayrıca bu vaka, kurumsal yönetim, muhasebe hileleri ve denetim açısından incelenmektedir. Bunlara ek olarak literatürde Wirecard vakası üzerine yapılan önemli bazı çalışmaların da değerlendirilmesi yapılmaktadır. Uluslararası literatürde Wirecard vakası hakkında hatırı sayılır birçok çalışma mevcuttur. Fakat yapılan araştırmaların genellikle tek bir açıdan ele alındığı görülmüştür. Bu çalışma, ulusal literatüre bir katkı sağlamakla beraber vakanın kavramsal çerçevede kapsamlı değerlendirilmesinin yapılmasıyla da uluslararası literatüre katkı sağlamaktadır. Ayrıca piyasaların güveninin, bütünlüğünün ve etkinliğinin sağlanması amacıyla tekrar bu gibi vakaların yaşanmaması için alınması gereken önlemler ve yatırımcılar için de dikkat edilmesi gereken hususlar değerlendirilerek özgün bir araştırma ortaya konulmaya çalışılmıştır.

2. Kavramsal Çerçeve ve Literatür Araştırmaları

Tüm piyasaların mükemmel olması, ekonomideki önemli bir normatif teoridir. “Mükemmel” bir piyasadaki fiyatlar, arz ve talep arasında denge kurularak belirlenmesi gerektiği anlamına gelir. Elbette bu arzu edilen bir teoridir. Bir piyasada fiyatların belirlenmesi, piyasa katılımcılarının karşılıklı ekonomik etkileşimleri sonucu oluşur ve hükümet müdahalelerinin sınırlı olduğu durumlarda bu sürecin daha doğal bir şekilde gerçekleşmesi beklenir. Özellikle de finansal piyasalardaki fiyatlandırma beklentisi bu yöndedir. Ancak gerçekte, bu arzu edilen teori hükümet düzenlemesini ortadan kaldırmaz, çünkü piyasaların işleyişi bozulabilir veya kötüye kullanılabilir (Betz & Kim, 2021).

Bu doğrultuda ilk olarak Jensen ve Meckling (1976) tarafından geliştirilen kurumsal yönetim teorisi; kurumsal sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrılması gerektiğini ifade etmektedir. Ayrıca kişisel çıkarlardan ziyade kurumsal çıkarların hedeflenmesi, yönetim, hissedar ayrımı gözetilerek vekâlet sorunlarına yol açılmaması gerektiği vurgulanmaktadır. Aksi takdirde vekâlet maliyetlerinin artacağı düşünülmektedir (Jensen & Meckling, 1976). Dolayısıyla kurumsal yönetim anlayışının bütün kamu ve özel kurumlarda benimsenmesi gerektiği düşünülmektedir. Böylelikle piyasalar etkin bir şekilde işleyebilir.

Bununla birlikte finans dünyasında sıklıkla kullanılan “*Siyah Kuzu*” kavramı sığ frekanslarla kendine özgü veya beklenmedik özelliklerle karakterize edilen çok fazla tekrarlanmayan ancak etkileri ve sonuçları açısından önemli olan ve nadir görülen olaylar için kullanılmaktadır (Aven, 2013). Ancak bu olayların muazzam makroekonomik sonuçları ortaya çıkmaktadır ve genellikle de önceden uyarı vermezler. Ayrıca mevcut modellerin çoğu bu tür olasılıkları öngöremez. Bu yüzden Enron, Worldcom, Satyam, Volkswagen emisyonu ve son olarak da Wirecard gibi son yıllarda sıklıkla karşılaşılan dolandırıcılıklar ve skandallar finans dünyasını krizlerle vurmaya devam etmektedir. Bu olaylar gözden kaçırılan küçük ihlallerden dolayı ortaya çıkmamaktadır. Genellikle doğrudan zayıf kurumsal yönetimin bir sonucudur. Bunun yanında firmaların içsel kontrol mekanizmalarının başarısızlığı da felaketlere yol açan bir diğer faktördür. Dolayısıyla firmalar yalnızca kötü yönetimin veya öngörülemeyen finansal kayıpların kurbanı değildir (Naik & Prasad, 2021).

2.1. Muhasebe Manipülasyonları ve Borsa Arasındaki Etkileşim

Literatürde genelde manipülasyon, hile, dolandırıcılık, aldatma, sahtekârlık, makyajlama, skandal gibi kavramlar muhasebe kalemlerindeki

bilgilerin genel olarak yanlış bilginin bilerek varmış gibi gösterildiği durumlar için kullanılmaktadır. Bu kavramların farklı anlamları olsa da bu alanda kullanıldığında genel olarak, gerçeğin çarpıtılması ve doğru bilginin saklanması ile alakalıdır.

Bu doğrultuda yapılan araştırmalarda elde edilen bulgular gösteriyor ki borsa çöküşleri ile muhasebe skandalları arasında bir ilişki vardır. Borsa çöküşlerinin meydana geldiği yıllarda ve o yıllardan hemen önceki ve sonraki yıllarda muhasebe hilelerinin büyük çoğunluğunun başladığı gün yüzüne çıkartılmıştır. Ayrıca borsa çöküşünün gerçekleştiği yıldan itibaren takip eden üç yılda muhasebe skandallarının büyük çoğunluğunun ortaya çıktığı tespit edilmiştir. Bununla birlikte bir şirketin muhasebe manipülasyonuna giriştiği zaman ile bunun keşfedildiği ve skandalın patlak verdiği zaman arasındaki süre ortalama 4-5 yıl uzunluğundadır. Ayrıca literatürde bu “süre” durumu çok araştırılan bir konu değildir (Millan & Serrat, 2023).

Borsa çöküşü yaşandığında ekonominin bozulmaya başlaması ve şirketlerin ilgili marjlarının ve kârlarının azalması bir göstergedir (Papadaki & Tzovas, 2017). Ayrıca borsa çöküşleri ekonomik krizlerin de öncül habercisidir (Callao & Jarne, 2011). Bir borsa çöküşünün meydana gelmesi, ekonomi içerisindeki çok sayıda şirketi olumsuz yönde etkilerken, piyasaların etkin işleyişini bozmaktadır. Bu durum böyle kriz ortamlarında şirketleri potansiyel olarak muhasebe manipülasyonları yapmaya teşvik edebilir (Fatima, Haque & Usman, 2020). Yapılan araştırmalar her yıl ortalama 1,3 skandal yaşandığını göstermektedir. Borsa çöküşlerinin yaşandığı dönemlerde ve bunu takip eden ilk üç yıl boyunca, yıllık ortalama skandal sayısının 2,3'e yükseldiği; diğer dönemlerde ise bu sayının 0,8'e düştüğü gözlemlenmiştir.

Ayrıca borsa çöküşü yaşandığında ve sonraki üç yıl içinde, muhasebe skandalını tetikleyen muhasebe manipülasyonlarının keşfedilme olasılığının iki kat arttığı ortaya konmuştur. Bunlarla birlikte, muhasebe manipülasyonlarını yapan şirketlerin tespit edilene kadar geçen süreleri, ortalama 5,4 yıl olduğu, en uzun vakanın 20 yıl, en kısa vakanın ise 1 yıl olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca muhasebe manipülasyonlarının başladığı yıl ile ilgili olarak, çöküşten iki yıl önce başlayıp iki yıl sonra biten dönemde, yani 5 yılda, muhasebe aldatmacasının başladığı gözlemlenmiştir. Bu yıllarda, bir şirketin muhasebe skandalına yol açacak muhasebe aldatmacasına girişme olasılığının %53 daha fazla olduğu saptanmıştır (Millan & Serrat, 2023).

Bunlara ek olarak 2020 krizi finansal baloncuklar tarafından tetiklenen önceki finansal krizlerin aksine COVID-19 salgınından kaynaklandığı için benzersiz içeriklere sahip olduğu düşünülmektedir. Dolayısıyla

kökenlerindeki bu fark, muhasebe skandallarının kısa ve orta vadede nasıl ortaya çıkabileceğini incelemeyi daha da önemli hale getirmektedir. Bu yüzden bu dönemden sonra şirketlerin ve denetçilerin temkinli olması gerektiği ifade edilmektedir (Millan & Serrat, 2023). Dolandırıcılık muhasebe araştırmalarında literatürde çok çalışılmış bir konudur. Ayrıca medya ise bunları ortaya çıkartmak için kontrol edici, izleyici bir bekçi görevi görmektedir (Heese, Pérez-Cavazos & Peter, 2022).

2.2. Skandallarda Medyanın Rolü

Medyanın söylem gücünün olduğu yadsınamaz bir gerçektir. Dolandırıcılık vakaları üzerine medyanın rolü ve önemi büyüktür. Medya unsurları, öfke, şok ve hayranlık duygularını uyandırmak için duygusal, sansasyonel ve yargılayıcı söylemler kullanmaktadır. Bunların; dolandırıcılık mağdurları, failer olarak üst düzey yöneticiler ve denetim kurumlarının kötü uygulamalarıyla bağlantılı olduğu düşünülmektedir. Dolayısıyla medyanın belirli araçlarla, ilgili reform çağrılılarıyla firmaların ve paydaşların sorumlulukları hakkında kamuoyunu yönlendirebileceği ve şekillendirebileceği ortaya konmuştur. Ayrıca medyanın sosyal kontrol ajanı olarak *belirsiz* rolünün olduğu da söylenmektedir (Oelrich & Siebold, 2024). Dolayısıyla medyanın yalnızca haber veren bir kaynak olmadığı, aynı zamanda seçili haber yapabildiği ve böylece kamusal tartışmaları ve skandalları yönlendirerek şekillendirdiği savunulmaktadır (Jourdan, 2023). Elde edilen bulgular, medyanın tarafsız bir izleyici işlevi görmediğini göstermektedir. Dahası olayların seçilmiş yönlerinin izleyiciye belirgin hale getirilmesiyle taraflı bir anlatım oluşturmaktadırlar. Bu durum, medya tarafından kullanılan mekanizmaların dikkati önceden belirlenmiş bir odağa yönlendirebileceğini göstermektedir. Örneğin Medya, skandalla ilgili olarak, kimin mağdur ve kimin fail olarak tasvir edileceğini belirleme, sorunların algılanması ve bunlara karşılık gelen çözümleri etkileme kapasitesine sahiptir. Sonuç olarak, izleyicilerin dolandırıcılık skandalını önyargılı bir şekilde değerlendirmesine neden olabilirler (Oelrich & Siebold, 2024). Ayrıca günümüzde dijital ekonominin yükselişi giderek artmaktadır. Bu durum piyasa katılımcıları tarafından yadsınamaz bir gerçekliktir. Ancak bu artışın, iş dünyasında giderek artan karmaşıklık, yetersiz düzenlemeler, şeffaflık eksikliği ve hesap verebilirlikten kaçınma ile birlikte ortaya çıktığı değerlendirilmektedir. Böyle bir ortamda doğru ve sağlıklı kararlar almayı kolaylaştırmak için, manipülasyon tarzı eylemleri sürdüren firmaları ihbar edenleri (*whistleblowers*) yani muhbirlerin korunması ve bu tür ihbar girişimlerinin teşvik edilmesi gerektiği savunulmaktadır (Palma, 2021).

2.3. Teknolojik İlerleme ve Manipülasyon İlişkisi

Teknolojik ilerleme, firmaların üretim fonksiyonu ile yakından ilişkilidir. Bu ilişki yeni ürünlerin inovatif bir şekilde geliştirilmesini, üretilmesini ve satılmasını içermektedir. Üretilen ürünler, son tüketici için olabileceği gibi endüstriyel ürünler de olabilir. Bu durum piyasada şiddetli rekabette neden olmakla birlikte firma yönetimine yoğun baskıların oluşmasına da yol açmaktadır. Bu yüzden teknolojik ilerlemeye ve eğilimlere ayak uyduramayan firmaların ürünlerinin de modası geçmiş hale gelebilir (Mellal, 2020). Bu durum firmaların finansal performanslarının devam ettiğini göstermek adına, gerçeğin çarpıtılmasına yol açan bir diğer unsur olabilir.

2.4. COVID-19 Etkisi

COVID-19'un ortaya çıkmasıyla birlikte insanların iş, eğitim ve sosyal alanlardaki yapmış oldukları birçok faaliyetler dijitale geçmiştir. Dijitalleşmenin hızlanmasıyla birlikte bilgi teknolojilerinin önemi daha da artmıştır. Bilgi teknolojileri alanında dünyada önde gelen ülkeler arasında yer alan Almanya, Avrupa ülkeleri arasında en güçlü ekonomiye sahip ülke konumundadır. Ayrıca bilgi teknolojileri faaliyetleri açısından dünyada önde gelen ve etki gücü yüksek olan ülke konumundadır. Pandemi döneminde FinTech firmalarının önemi çok ciddi şekilde anlaşılmıştır. Gelecekte de bu önemin devam edeceği aşikardır. Bununla birlikte, yapılan bir araştırmada COVID-19 vaka sayıları ile FinTech firmalarının fiyat performansları arasındaki etkileşim incelenmiştir. Bu araştırmada Wirecard'ın fiyat hareketleri de pandemi döneminde incelenmiştir. Almanya'daki vaka sayılarındaki artışın Wirecard şirket değeri üzerinde artışa yol açtığı tespit edilmiştir. Bu durum Wirecard şirketinin kısa dönemli olarak pandemiden olumlu etkilendiğini göstermektedir. Fakat Wirecard firmasının yapmış olduğu finansal bilgi açıklamalarında kamuoyu ile haksız ve doğru olmayan verilerin paylaşıldığı kısa bir süre sonra gün yüzüne çıkmış ve manipülatif hareketlerin yapıldığı tespit edilmiştir. Pandemi de şirketin diğer şirketlerle karşılaştırıldığında vaka sayılarından olumlu etkilenmesi ve şirket değerinin artmasının yapılan usulsüzlüklerden kaynaklandığı ifade edilmiştir (Yetkin, 2021).

2.5. İflas Riski ve Manipülasyon İlişkisi

Azim ve Sharif (2021), Wirecard özelinde kazanç yönetimi ile iflas riski arasında herhangi bir ilişki olup olmadığını araştırılmışlardır. Çalışmada elde edilen sonuçlarda kazanç yönetiminin bir şirketin kurumsal başarısızlığı üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu ve literatürde yapılan diğer çalışmaların da benzer sonuçlarla desteklendiği ifade edilmiştir.

Ayrıca, elde edilen bulgular, finansal zorluk yaşayan bir firmanın kazanç manipülasyonlarına başvurabileceğini ya da kazanç manipülasyonlarının bir firmanın finansal durumunu olumsuz etkileyebileceğini ortaya koymaktadır. Araştırmanın yönetsel çıkarımı ise, Ernst & Young (EY) denetim firması, Wirecard'ın finansal tablolarını denetlese de dolandırıcılığı tespit edemediğidir. Sonuç olarak her iki firma (Ernst & Young ve Wirecard) suistimalleri veya bilinçsizlikleri nedeniyle eleştirilerle karşı karşıya kalmışlardır. Firmaların başarısızlıklarını önlemek için kazanç yönetimi ve kurumsal başarısızlıkları tespit etme modellerinin paydaşlar, denetçi kurumlar ve finansal analizciler gibi ilgili taraflarca eş zamanlı olarak kullanılmasının faydalı olacağı düşünülmektedir (Azim & Sharif, 2021).

2.6. Duygusal Finans ve Fiyat Etkileşimi

Wirecard şirketi üzerine yapılan bir vaka analizi (Dierks & Tiggelbeck, 2021), yatırımcıların duygularının piyasadaki gelişmeler ve yapılan açıklamalara nasıl tepki verdiğini ve bu süreçte nasıl bir davranış mekanizması geliştirdiklerini ortaya koymaktadır. Duygular ve yatırım kararları arasında tuhaf etkileşim vardır. 2008 ile 2018 yılları arasında Wirecard'ın hisse senedi fiyatı %3.000 artarak 190 avronun üzerine çıktı. Bununla birlikte, 2015'ten itibaren İngiliz gazetesi FT, Wirecard'ın muhasebesindeki tutarsızlıkları defalarca vurguladı. Ancak FT'nin mesajının Wirecard'ın hisse senedi fiyatının gelişimi üzerinde çok az veya hiç etkisi olmadı. Çünkü yatırımcılar (yani piyasa) bir gazetenin uyarıcı hikâyelerine rağmen Wirecard firmasının potansiyel büyüme beklentilerine daha fazla güvendi. Bilişsel uyumsuzluklardan kaçınmak için bu "kör güven" davranışı çoğu yatırımcı tarafından sergilenen bir davranıştır. Bu davranışı sergileme, gelecekteki fiyat kazançlarını kaçırma korkusundan kaynaklanır. Daha önce duyulan veya açıklanan ifadelerle ilk kez duyulan ifadelerden daha yüksek bir gerçeklik düzeyi atfetme eğilimi vardır. Yeni bilgilerin varlığına dair, genellikle doğruluğundan şüphe edilen, kanıtlanması zaman alan ve ters etki yaratma olasılığı bulunan bir varsayım söz konusudur. Bu durumların hepsi bilişsel uyumsuzluk, çelişkili tutumlar, inançlar veya davranışların olduğu bir ortamda ortaya çıkar. Yatırımcıların bu dengeyi sağlaması ve belirsizliği azaltmak için insanların çelişkili faktörleri ayarlamaya çalışması zihinsel rahatsızlık hissine neden olur (Dierks & Tiggelbeck, 2021). Bu durumda yatırımcı ilk düşüncesinin daha mantıklı olduğunu varsayar ve daha sonraki bilgi akışlarına kapalı kalır.

Söz konusu vakada tutarsızlıklar ortaya çıktığında yatırımcılar, yatırım yapmaya devam etmeyi seçtiler ve düşen fiyatları daha fazla hisse senedi satın almak için bir sinyal olarak aldılar. Burada mantık yerine güveni ve/veya

duyguyu seçtiler ve şirketin beyanlarını dikkate aldılar ve takip ettiler. Sonuç olarak, güvenin, yatırımcıların sürü davranışını benimseyerek spekülâtif balonların ortaya çıkmasına katkıda bulunduğu düşünülmektedir. Bu durum, yatırımcıların, diğerlerinin eylemlerini takip ederken kendi bilgi ve değerlendirmelerini bilinçli olarak göz ardı etmeleri ile ilişkilendirilmektedir (Dierks & Tiggelbeck, 2021).

3. Wirecard Vakası

Bu bölüm, Wirecard şirketinin kuruluşu, yükselişi, skandalın ortaya çıkışı ve çöküşüne kadarki süreci belirli ve önemli hatlarıyla ele almaktadır. Diğer bir değişle önemli kırılma anlarını dikkate almaktadır.

3.1. Wirecard Firmasının Kuruluşu

1999 yılında Wirecard küçük bir girişim (start-up) olarak iş dünyasına girmiştir (Möllers, 2021). Üç yıllık faaliyetin ardından, şirket 2002 yılında yenilenmeye giderek Markus Braun'u CEO olarak seçmiştir (Langenbucher, Leuz, Krahn & Pelizzon, 2020). CEO'nun ilk icrası Wirecard'ı başka bir Alman FinTech şirketi olan Electronic Business Systems ile birleştirmek olmuştur. Wirecard 2005'te Frankfurt borsasına girerek markalaşması ve tanıtımı için önemli bir adım daha atmış oldu ve 2006'da XCOM'u⁵ satın alarak bankacılık sektörüne de giriş yaparak Wirecard Bank olmuştur (Jovd., 2021).

3.2. Wirecard Firmasının Yükselişi

Wirecard, başta Singapur olmak üzere Asya-Pasifikte birçok kurumu bünyesine katmıştır. Şirketin yapmış olduğu birçok satın alma ve birleşmeler, uluslararası piyasada agresif bir genişleme yapmaya çalıştığı bir göstergesidir. Böylece Wirecard, önde gelen teknoloji şirketlerinden biri ve Almanya'nın en büyük FinTech şirketi haline gelmiştir (Cavlak, 2020). Wirecard, hizmetlerini 100'den fazla para biriminde sunmuş ve 200'den fazla uluslararası ödeme ağına (kart ağları, bankalar, ödeme çözümleri) bağlanarak çeşitli sektörlerde 34.000'den fazla müşteriye ulaşmıştır (Krahn & Langenbucher, 2020).

Wirecard, Frankfurt Borsası'nda işlem gören en büyük 40 Alman şirketinin yer aldığı blue-chip (*Mavi Fiş*) endeksi olan DAX 30 olarak da bilinen DAX endeksine girmiştir. Yaklaşık değeri 20 milyar avroya ulaşan Wirecard şirketi, Eylül 2018'de Almanya borsasında listelenen ve en hızlı

5 XCOM, Merkezi Almanya'da bulunan ve satın alma öncesi müşterilerine çevrimiçi işlemler, doğrudan bankacılık ve diğer ilgili bankacılık hizmetleri sunan bir finans kurumudur.

büyüyen fintech şirketi olmuştur (Engelen, 2021). Dahası DAX endeksinde Almanya'nın en büyük kredi kuruluşu olan Commerzbank'ın yerini almıştır (Jo vd., 2021).

Tablo 1: Wirecard'ın İş Kapsamı (2010 – 2018)

Yıl	Faaliyet Gösterilen Ülke Sayısı	Müşteri Sayısı
2010	15	13000
2011	24	16000
2012	33	20000
2013	44	24000
2014	45	27000
2015	51	27000
2016	71	31000
2017	76	34000
2018	118	33000

Kaynak: Subburayan, Ajekwe, & Nakitende, 2023

Tablo 1, Wirecard firmasının 2010-2018 yılları arasında dünya çapında kaç ülkede faaliyet gösterdiğini ve toplam müşteri sayısını içermektedir. Wirecard, 2010 yılında 15 ülkede faaliyet gösterirken, 2018 yılına gelindiğinde 118 ülkeye kadar faaliyetlerini genişletmiştir. Bu durum büyüme potansiyelini çok açık şekilde ortaya koymaktadır. Ayrıca bireysel ve kurumsal müşteri sayısı 2010 yılında toplam 13 bin civarındayken, 2018 yılında 33 bin civarına gelerek çok büyük bir potansiyele ulaşmıştır. Kurumsal müşterilerin binlerce kişiye hizmet verdiği de tekrar düşünülürse Wirecard'ın çarpan etkisiyle milyonlara hizmet eden bir şirket olduğu düşünülebilir. Ayrıca şirket bu hızlı büyüme döneminde dünya çapında üç iş modeli geliştirmiştir. Bunlar aşağıdaki gibi özetlenebilir.

- Ödeme İşleme Hizmetleri modeli (Payment Processing Services); çevrimiçi ödemeler ve işleme için altyapı ve hizmetler sağlar (Meitner, 2020).
- Tüccar Nakit Avansları modeli (Merchant Cash Advances); Tüccarların alım-satımlarında geç ödemeleri önlemek amacıyla geliştirilen bir avans hizmet türüdür (Meitner, 2020).
- Üçüncü Taraf Alıcı (Third-Party Acquirer); Wirecard, bir banka ile ortaklık kurar, o ortağın bankacılık lisansını kullanır, ona bir ücret öder ve müşteri ile tüccar arasındaki işlemin koruyucusu olarak hareket eden teminat depozitoları sağlar (Jo vd., 2021).

Tablo 2: Wirecard Firmasının Finansal Verileri (2010-2018)

Yıl	Gelir (Milyon €)	Net Gelir (Milyon €)	Toplam varlıklar (Milyon €)	Piyasa değeri (Milyar €)
2010	273,7	29,6	280,9	1,6
2011	394,2	38,3	402,3	3,4
2012	601	70,2	741,4	4,7
2013	641,6	82,4	970,8	9,3
2014	892,5	124,4	1 360,2	14,1
2015	1 028	156	1 779,8	14,9
2016	1 028	266,7	2 633,6	16,2
2017	1 488,3	259,3	3 787,8	17,6
2018	2 016,2	347,5	4 144,1	24,6

Kaynak: Subburayan vd., 2023

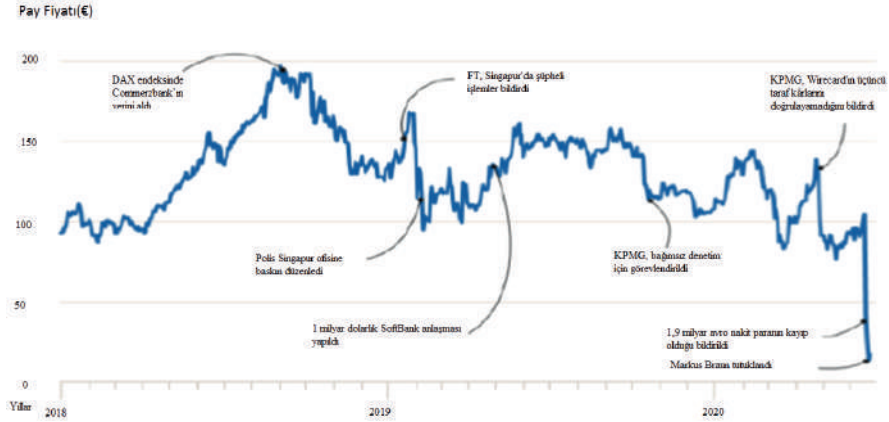
Tablo 2 incelendiğinde; firmanın 2010-2018 yılları arasında ilgili finansal kalemlerde güçlü bir ilerleme kaydettiği görülmektedir. 2018 yılında piyasa değeri yaklaşık 25 milyar avroya ulaşmıştır. Toplam varlıklarının yaklaşık 15 kat, net gelirin 12 kat, gelirlerin ise 7 kat büyüdüğü görülmektedir. Şirketin gelecek beklentileri trend olarak düşünüldüğünde ciddi potansiyelinin olduğu görülebilir. Hatta ilgili finansal verileri incelendiğinde şirketin geleceğinin parlak olarak anılmasının nedeni anlaşılmaktadır (Euronews, 2020). Bu durum, yatırımcıların güvenini kazanmada önemli bir kılıf olarak kullanılan muhasebe kalemlerindeki sayıların gücünü göstermektedir. Ayrıca bu tarz hilelerin manipülasyon yaparken kullanılan bir numaralı değişken olduğu ve kurumsal dolandırıcılıkta başvurulan bir yöntem olduğu ileri sürülebilir.

3.3. Wirecard Skandalının Ortaya Çıkışı

Wirecard'ın finansal işler müdürü KPMG'ye⁶, banka hesaplarının Filipinler'deki başka bir hesaba devredildiğini ifade etmiştir. Fakat KPMG, 1,9 milyar avronun var olup olmadığını belirlemek için orijinal banka belgelerini elde edemediğini belirtmiştir (Alderman & Schuetze, 2020). Bu döneme kadar Wirecard firması Almanya'da finans sektöründe geleceği en parlak şirketler arasında görülmekteydi. Fakat Wirecard'ı denetleyen EY denetim firması 2019 yılı hesaplarında 1,9 milyon avrodan daha fazla paranın kayıp olması sebebiyle finansal tabloları onaylamamıştır. Bu skandalın ortaya çıkmasıyla birlikte çok kısa bir süre sonra şirket CEO'su Markus Braun

6 1 Ocak 1987 tarihinde Muhasebe alanındaki iki şirketin birleşmesiyle oluşan KPMG, Klynveld Peat Marwick Goerdeler şirketinin kısaltımıdır (KPMG, t.y.).

istifa etmiştir. Ardından muhasebe kayıtlarında haksız şişirme yapıldığı gerekçesiyle CEO hakkında yasal işlem başlatılmıştır (Euronews, 2020). Ayrıca FT'nin iddiaları BaFin tarafından ciddiye alınmamıştır. BaFin'in bu tutumu, Wirecard'ın borsadaki pay senedi satış baskılarını bile tek başına koruduğu ifade edilmiştir (Lehrbass, Toksoy & Wörndl, 2022). Dolayısıyla Euronews'in (2020) haberine göre; kamuoyunda Wirecard vakasının, Alman ekonomi tarihindeki en büyük finansal skandallardan birisi olduğu ifade edilmiştir.



Şekil 1: Kırılma Anları ve Fiyat Hareketliliği

Kaynak: Boyer, Pannese & Iannone, 2023

Şekil 1, Wirecard'ın pay senedi fiyat hareketliliğini ve şirkete ilişkin önemli kırılma anlarını göstermektedir. Hızlı gelişim sürecinin ardından Wirecard şirketi 2018'de Commerzbank'ın yerine DAX endeksinde girdiğinde fiyatın yaklaşık 200 avro olduğu görülmektedir. Yaklaşık olarak 2 yıllık süre içinde iddiaların yoğunlaşmasıyla KPMG firmasının denetim sonucu ile birlikte Wirecard çöküşü gerçekleşmiştir. Wirecard şirketinin, yolsuzluk haberini takiben 3 işlem gününde yaklaşık yüzde 80'den fazla değer kaybettiği görülmektedir. Ayrıca güncel piyasa verilerine göre, firma piyasa değerinin neredeyse hepsini kaybettiği gözlemlenmiştir (YahooFinance, 2024).

3.3.1. Dış Denetçilerin Wirecard Skandalını Belirleyememesi

BaFin kurumunun Wirecard davasında denetçi olarak başarısız olmasının nedeni, öne sürülen iddiaların doğruluğunu araştırmak yerine 'yurt dışından' gelen iddialara karşı ülke imajını koruma önyargısı olduğu düşünülmektedir. Ancak yapılan gözlemler, Wirecard skandalının münferit bir olay olmaktan ziyade, uluslararası ekonomik rekabet bağlamında Avrupa Birliği'nin (AB) tek pazarındaki ulusal olarak organize edilmiş denetimin

yapısal eksikliklerini gün yüzüne çıkarmaktadır. Ulusal denetçiler kendi ülkelerinde uluslararası rekabet eden firmaların denetimini yaparken milli duygularla hareket edebilmektedirler. Bu durum denetçilerin firmaları ve ülkelerini koruma iç güdüsüyle hareket etmesinden kaynaklı olarak rasyonel davranış sergileyemediklerini göstermektedir. Dolayısıyla ulusal düzeydeki politik tepkiler, gelecekte benzer denetim hoşgörüsü ile incelenen vakaların önlenmesi için yeterli olmayacaktır. Bu doğrultuda, Wirecard skandalı Avrupa düzeyinde sermaye piyasaları denetiminin birleştirilmesi için bir argüman sunmaktadır (Jakubeit, 2021). Dolayısıyla ön yargılı olarak yapılan bir denetimin sağlıklı bir şekilde tamamlanması mümkün değildir. Bu sebeple dış denetçilerin Wirecard vakasını önceden belirleyememesinin bazı nedenleri olduğu düşünülmektedir. Bunlar Jo vd., (2021) tarafından aşağıdaki gibi ifade edilmiştir;

- Güven Sorumluluklarının İhlali: Wirecard şirketinin dış denetim firması EY'nin, Wirecard'ın alacaklılarının ve hissedarlarının çıkarlarını korumaya yönelik güven sorumluluklarını yeterince yerine getiremediği ve/veya ihmal ettiği düşünülmektedir. EY tarafından, Wirecard'ın 2016-2018 arasında Singapur'un OCBC⁷ Bankası'ndaki nakit varlıklarının, banka tarafından direkt doğrulanmaması durumu, ihmalin bir örneğini oluşturmaktadır.
- Eksik ve niteliksiz denetim; gazeteciler tarafından gündeme getirilen muhasebe tutarsızlıkları, cevaplanması gereken sorularla beraber ciddi şüpheleri ortaya çıkarmıştır. Fakat bu dönemlerde EY denetim firmasının, Wirecard işletmesinin denetimlerini niteliksiz bir şekilde gerçekleştirdiği düşünülmektedir. Bu durum finansal tabloların kapsamlı bir şekilde incelenmesinde ve potansiyel uyarı işaretlerinin belirlenmesinde eksik kalındığının bir göstergesidir.
- Eksik denetim, Wirecard dolandırıcılığını daha önce ortaya çıkartma potansiyeli ve sinyalleri varken EY firması denetim metodolojisindeki eksiklik ve yetersizlik nedeniyle bu duruma cevap vermede çok geç kalmıştır. Bu gecikme, aldatıcı uygulamaların devam etmesine yol açmış ve skandalla sonuçlanmasına neden olmuştur.
- EY firması, yeterli denetim prosedürleri işletmiş olsaydı bu suiistimallerin büyümeden gün yüzüne çıkmasına katkıda bulunabilirdi. Fakat EY firması son zamanlarda, Almanya'da Wirecard yatırımcıları tarafından başlatılan bir toplu dava ve Almanya'nın küçük yatırımcıları

7 Singapur'da bankacılık faaliyetleri sürdüren OCBC, "Oversea-Chinese Banking Corporation" kelimelerinin kısaltımıdır.

koruma derneği (SdK⁸) tarafından sunulan suç iddialarıyla karşı karşıyadır. Bahsedilen bütün bu faktörlerin birleşimi, etkileşimi ve denetim sürecindeki kayda değer gecikmelerin olması, Wirecard sahtekârlığının uzun bir süre tespit edilmemesine neden olmuş ve skandalla sonuçlanmıştır.

Ayrıca gizli kabul edilen 150'den fazla EY iç dokümanına atıfta bulunulması, denetim firmasının mesleki yönergeleri tam olarak uygulamadığı, kritik sorularda yönetici direktörlerin sözlü güvencelerine güvendiği ve dolandırıcılık göstergelerini tespit etmekte başarısız olduğu düşünülmektedir. EY denetçisinin raporunda ortaya çıkan; senetlerin alacak hesaplarının vade tarihlerine uymaması, önemli işlemler için bağımsız bir üçüncü taraftan onay yerine yöneticilerin sözlü onay yapması ve bu durumun denetim standartlarına uymaması, yönetim ve denetim raporlarının, üçüncü taraflarla yapılan faaliyetleri ayrıntılı olarak açıklamaması, Wirecard şirketini iflasa götüren yoldaki şüpheleri ciddi şekilde artıran önemli eksiklikler olduğu düşünülmektedir (Teichmann, vd., 2023). Eğer BaFin özel bir denetim başlatabilseydi ve daha dikkatli olsaydı skandalı çok daha önce ortaya çıkarabilme potansiyeli mevcuttu (Hippeli, 2021). Fakat BaFin ve EY kurumlarının, Wirecard'ın belgelerini yeterince yakından incelememesinin ve uygulama zafiyeti göstermelerinin, denetimi başarısız kıldığı düşünülmektedir. Ayrıca Wirecard vakasının hatadan daha öte bir durum olduğu ya çok taraflı bir suiistimalin ya da zincirleme bir dolandırıcılık faaliyetinin olduğu şüphelerini artırmaktadır.

Dolayısıyla Wirecard skandalı, kurumsal firma ve piyasa denetiminde özellikle piyasa bütünlüğünü ve yatırımcıların korunmasında görülen eksiklikleri ve zayıflıkları ortaya çıkarmıştır. Ayrıca Almanya'da ve Avrupa genelinde daha fazla reforma ihtiyaç duyulduğunu göstermektedir (Bartelt & Hommel, 2021).

3.3.2. Wirecard Firmasının Çöküşü

Frankfurt Borsası'nda işlem gören en büyük 40 Alman şirketinin yer aldığı blue-chip (mavi fiş) endeksi olan DAX'ın bir üyesinin iflas etmesi ilk kez yaşanan bir vakadır (Teichmann vd., 2023). Bahsedilen zayıf denetim, kayıp ve gizli veriler, iş etiği sorunları, istifa ve iflas başvuruları Wirecard'ı çöküşe sürükleyen önemli kilometre taşlarından bazılarıdır. Wirecard şirketinin çöküşü "*Almanya'nın Enron'u*" olarak ifade edilmektedir (Jo vd., 2021).

8 SdK, Almanca "Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger" kelimelerinin kısaltımından oluşmaktadır. İngilizce "The small shareholder association" olarak ifade edilmektedir (Jakubeit, 2021).

Ayrıca Wirecard skandalı, Frankfurt Finans Zirvesi'nde yapılan tartışmaya da dâhil olmuştur. Alman ekonomi gazetesi Handelsblatt'ın haberine göre; yapılan bu zirvede BaFin Başkanı Felix Hufeld, “Bu tam bir felaket” ifadesini kullanarak, ortaya çıkan bu skandalın kalite ve güvenilirliğin ön planda olduğu Almanya gibi bir ülkede yaşanmasının kendisini şoka uğrattığını belirtmiştir. Ayrıca bu skandala ilişkin kendi kurumunu da eleştiren Hufeld, “Benim kurumum da dahil olmak üzere birçok özel ve kamu kurumunun, bunun olmasını engelleyecek kadar etkili olmadığını” savunmuştur. Frankfurt Finans Zirvesi'ne online katılan ve o dönemin Almanya Maliye Bakanı olan Olaf Scholz da Wirecard skandalı yüzünden yasal bir değişikliğe gerek olmadığını belirtmiş ve düzenleyici kurumların çok çalıştıklarını ve işlerini yaptıklarını söylemiştir (Euronews, 2020).

3.4. Wirecard Vakasının Genel Sonuçları

Geçmişte muhasebe dolandırıcılıkları ve şirket skandalları yaşanmış olsa da Wirecard skandalını diğer vakalardan ayıran bazı özellikleri mevcuttur. İlk olarak 1,9 milyar avro (2,1 milyar dolar) miktarındaki çok büyük fonun kayıp olması, mali tutarsızlığın büyüklüğü açısından Wirecard vakasını, önceki vakalardan ayıran önemli bir fark olduğu ifade edilmektedir. Diğer fark ise sektörün bozulması açısından ele alınabilir. Geleneksel bankacılık sektöründe yenilikçi ödeme çözümleri sunan Wirecard'ın, bir bozguna olarak nitelendirilmesi diğer FinTech şirketlere olan ilginin değişmesine ve bu şirketlerin faaliyetlerindeki risklere ve olası güvenlik açıklıklarına şüphe ile yaklaşılmasına neden olmuştur (Subburayan vd., 2023).

Ayrıca Wirecard skandalı, düzenleme ve denetlemedeki önemli bazı eksiklikleri de ortaya çıkarmıştır. Alman düzenleyici ve denetleyici otoriteler, dolandırıcılığı tespit edemedikleri ve önleyemedikleri için bazı eleştirilere maruz kalmışlardır. Ayrıca düzenleyici sistemlerin etkinliği, gelişmiş izleme ve uygulama ihtiyacı hakkında cevaplanması gereken sorular ortaya çıkmıştır. Bunların yanında Wirecard faaliyetlerinin birçok ülkeyi kapsamı açısından skandalın küresel etkileri de meydana gelmiştir. Skandal, sadece çalışanları ve yatırımcıları etkilemekle kalmamış; aynı zamanda dünya çapındaki finans kurumlarını, FinTech firmalarını, düzenleyicileri ve denetleyici kurumlarını ve piyasa katılımcılarını da etkilemiştir. Dahası birçok konu hakkında endişelere yol açtığı düşünülmektedir. Wirecard'ın çöküşü, şirketin finansal performansına güvenen kurumsal yatırımcılar da dâhil olmak üzere yatırımcılar için önemli kayıplara yol açmıştır ve yatırımcıların güvenini ciddi şekilde etkilemiştir. Bu farklılıklar, Wirecard vakasının kurumsal skandallar tarihinde önemli bir vaka olarak tarihe geçmesine neden olmuştur. Dolayısıyla

finans sektörünün daha fazla şeffaflık, hesap verebilirlik, regülasyon ve denetime olan ihtiyacı bir kez daha vurgulanmıştır (Subburayan vd., 2023).

Skandal sonrası Münih Mahkemesi'nde alınan bazı kararların özeti muhasebe hilelerinin ne denli kapsamlı olduğunu gösterir belge niteliğindedir. Mahkeme, Wirecard'a ait 31 Aralık 2017 ve 2018 finansal tabloların hükümsüz olduğunu karara bağlamıştır. Ayrıca 21 Haziran 2018 ve 18 Haziran 2019 tarihlerinde yapılan olağan genel kurul gündemindeki 2. maddede kabul edilen kâr payı dağıtım kararına ilişkin kararların hükümsüz olduğu karara bağlanmıştır (Münih Mahkeme Kararı, 2022).

Wirecard skandalının ardından Almanya Hükümeti, kamuoyunun güvenini yeniden inşa etmek ve finans piyasasının bütünlüğünü güçlendirmek amacıyla "Lex Wirecard" adı verilen yeni bir yasa çıkarılırken, medya sektörü ise gelecek vaat eden muhteşem firmanın çöküşünü anlatan birçok belgesel ve film yayınlamıştır. Almanca tam adı: "Gesetz zur Staerkung der Finanzmarktintegrität" olan "Lex Wirecard" yasası, denetim görev süresini ve benzer güvence hizmetlerini kısaltarak, denetçi sorumluluğunu artırmıştır. Ayrıca Alman Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu'na daha fazla yetki vermiştir (Oelrich & Siebold, 2024).

Literatürde yapılan incelemede birçok araştırma bu skandalla birlikte, Avrupa özelinde yeni düzenlemelere ve reformlara ihtiyacın duyulduğunu işaret etmektedir. Bu noktada Avrupa'da birçok kamu kurumunun yeniden yapılandırılması gündeme gelmiştir. Ayrıca yatırımcıların korunması, piyasa bütünlüğünün sağlanması ve benzer skandalların tekrar yaşanmaması araştırmaların genel görüşleridir (Langenbacher vd., 2020; Krahnert & Langenbacher 2020). Bu vaka, özellikle güvenilir kaynaklardan gelen ciddi endişeler ve iddialar ortaya çıktığında, etkili bir sermaye piyasası denetleyicisinin harekete geçmesi gerektiğini göstermektedir (Pelizzon, Langenbacher & Leuz, 2020). Ayrıca araştırmada piyasalar için önerilen bazı düzenlemeler aşağıdaki gibi özetlenebilir (Pelizzon vd., 2020);

- Bilgi akışı ve ihbarların değerlendirilmesi,
- Asimetrik bilginin varlığında kısa dönemli satış yasağı getirilmesi,
- Dış denetim,
- İç kontroller ve denetim kurulu denetimi,
- Finansal raporlamanın icrası,
- Kapsamlı piyasa gözetim yetkisi,
- Piyasa denetim ajansı,
- Avrupa piyasası denetimi.

4. Sonuç ve Öneriler

Wirecard yönetimi, yatırımcıların beklentilerini karşılamada yetersiz kaldıkları için kendilerini baskı altında hissetmişlerdir. Bu baskı şirketin büyümesi istenilen hızda olmadığından dolayı yönetimin, “sokağın beklentilerini” karşılamak adına hileye başvurduklarını göstermektedir. Şirketin gerçekte sahip olmadığı gelir ve kârları sahte rakamlarla varmış gibi gösterip yatırımcıları yanılttıkları ortaya çıkmıştır. Bu tür sahtekârlıkların ve skandalların bir daha yaşanmaması ve tekrarlanmaması için finansal düzenleme ve denetleme alanında reformların olması ve yetkililerin muhtemelen FinTech şirketleri için bazı kuralları değiştirmeleri gerektiği düşünülmektedir (Jo vd., 2021). Bu doğrultuda yapılan bir çalışmada zaman baskısı ile ahlaki davranış arasında önemli negatif ilişki olduğu tespit edilmiştir. Bu kanıt, zaman baskısı olmayan katılımcılarda daha fazla ahlaki davranış olduğunu göstermektedir (Emser, Heintzen, Beeser, Stoberock & Marquardt, 2021).

Ayrıca bu vaka, göz ardı edilemeyecek kadar büyük finansal unsurları barındırdığı için iflasın önüne geçilmesi mümkün olmamıştır (Jo vd., 2021). Bu nedenle bu vakanın hatadan ziyade klasik bir muhasebe dolandırıcılığı olduğu belirtilmektedir (Navaretti, Calzolari, Pozzolo, vd., 2020). Bunlara ek olarak muhasebe dolandırıcılığı iddiaları, FT'nin uyarıları sayesinde birkaç yıldır bilinmesine rağmen şirketin iç denetiminin, üçüncü taraf denetimlerinin ve BaFin tarafından yapılan devlet denetiminin yetersiz kaldığı görülmektedir (Möllers, 2021). Ayrıca bu skandal, tüm finans sektörünün sistemsel başarısızlığının bir işareti niteliğini taşımaktadır. Bu yüzden Wirecard vakası, uluslararası iş birliği ve uyumun daha fazla olması gerektiğini göstermektedir. Bunun yanında daha güçlü ulusal otoritelerin bulunması ve denetim firmalarının sağlam bir şekilde denetlenmesi gerekmektedir. Ayrıca bu gereksinimler halka açık olan bütün şirketler için ihtiyaç niteliğindedir (Navaretti vd., 2020).

Özetle; uluslararası ölçekte faaliyet gösteren Wirecard, dijital ödeme ve işleme hizmetlerinde uzmanlaşmış Avrupa'nın önde gelen en büyük Alman FinTech şirketi idi. Şirket bilançosunda 1,9 milyar avroluk nakit eksikliği, büyük bir skandala dönüşerek 25 Haziran 2020'de şirketin iflas başvurusuyla zirveye ulaşmıştır. Bu şok edici durum, şirket içinde yıllardır devam eden aldatma ve sistematik sahtekarlığın ifşa olmasına neden olmuştur. Ayrıca önemli yasal ve finansal yansımalara yol açmıştır. 19 Haziran 2020'de istifasını açıklayan CEO Markus Braun, 23 Haziran 2020 yanlış muhasebe ve piyasa manipülasyonu ile ilgili suçlamalarla tutuklanmıştır. Dolayısıyla Wirecard vakasında ortaya çıkan uyarıcı niteliğindeki kırmızı bayraklar,

denetim sorunları, dolandırıcılık, kötü yönetim ve birçok hata büyüterek skandala dönüşmüştür (Cavlak, 2020).

Bu skandalın piyasaya, yatırımcılara, finansal kurumlara ve akademi çalışmalarına örnek teşkil eden bir vaka olduğu ve önemli finansal tablo usulsüzlüklerine yol açabilecek uyarı sinyalleri sağladığı düşünülmektedir. Bununla beraber Wirecard'ın çöküşü, FinTech sektörü üzerinde endişeleri ciddi şekilde artırırken, yatırımcıların güvenini sarsmıştır. Bu durum FinTech şirketlerinin izlenmesi, düzenlenmesi ve denetlenmesi hususunda reform çağrılarını yol açmıştır. Ayrıca finansal raporlamada daha katı kurallara ve şeffaflığa duyulan ihtiyacı vurgulamıştır. Dolayısıyla bu skandal, FinTech sektöründe yatırımcılar ve paydaşlar için uyarıcı bir hikâye niteliğindedir ve yatırım yaparken potansiyel riskler hakkında önemli ip uçları vermektedir. Özetle, Wirecard'ın vakası, FinTech endüstrisinin hem potansiyelini hem de sahip olduğu riskleri gösteren hızlı bir büyüme ve ardından dramatik bir şekilde büyük bir çöküşün hikayesidir. Ayrıca kurumsal finansın ortaya çıkışından itibaren tartışılan kurumsal yönetim, bilgi asimetrisi, vekalet problemleri, piyasa etkinliği, iflas riski, finansal raporlama, derecelendirme ve denetim gibi teoriler, günümüzde de önemini koruyarak akademik tartışmaların merkezinde yer almaya devam etmektedir.

Her çalışmada olduğu gibi bu çalışmada da bazı engeller ve kısıtlar mevcuttur. İlk olarak Almanca olan kaynakların derinlemesine incelemesi yapılamamıştır. Bununla birlikte çalışma sadece kavramsal bir yaklaşım olarak ele alınmıştır. Bu noktada gelecek araştırmalar için başvuru niteliğindeki bu çalışma ampirik yapılabilecek çalışmalara ışık tutabilir. Ayrıca firmaların iflas riskini ve dolandırıcılıklarını tespit etmede yeni modellerin geliştirilebileceği inancı oluşmuştur.

Kaynakça

- Alderman, L., ve Schuetze, C. F. (2020). In a German tech giant's fall, charges of lies, spies and missing billions. *International New York Times*.
- Aven, T. (2013). On the meaning of a black swan in a risk context. *Safety science*, 57, 44-51. <https://doi.org/10.1016/j.ssci.2013.01.016>
- Azim, M., ve Sharif, M. J. (2021). Impacts of Earnings Management on Corporate Failure: A case study of Wirecard. *International Journal of Accounting & Finance Review*, 8(1), 37-49.
- Bajgorić, A., Elsaman, H., ve Gernal, L. (2021). Contribution of the supervisory board as corporate governance body in the development of the company strategy of state-owned enterprises in Bosnia and Herzegovina. *Journal of Positive Psychology and Wellbeing*, 5(3), 345-357.
- Bartelt, N. ve Hommel, U. (2021). Did Wirecard ever matter? Reflections on the structure of the German e-commerce payment service provider market, *Journal of Payments Strategy and Systems*, 15(1). 67-78.
- Beerbaum, D.O. (2021), The future of audit after the Wirecard accounting scandal – proposal for a change in the payment model, available at: SSRN3836806
- Betz, F ve Kim, M. (2021) Economic Regulation and Corporate Governance: The Case of Wirecard. *Modern Economy*, 12, 1386-1423. Doi:10.4236/me.2021.129072.
- Boyer, B.N., Pannese, D.A., ve Iannone, P.N. (2023). Wirecard and potential U.S. audit issues. *Journal of Forensic and Investigative Accounting*, 15(3).
- Callao, S., ve Jarne, J. I. (2011). El impacto de la crisis en la manipulación contable: The impact of the crisis on earnings management. *Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review*, 14(2), 59-85. [https://doi.org/10.1016/S1138-4891\(11\)70028-0](https://doi.org/10.1016/S1138-4891(11)70028-0)
- Cavlak, H. (2020). Parlayan yıldızdan ulusal utanca: Wirecard AG vak'ası. *Vak'alar 2020.*: Kavut, F.L.,(ed.). İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Muhasebe Enstitüsü.
- Dierks, Leef H. ve Tiggelbeck, Sonja (2021) "Emotional Finance: The Impact of Emotions on Investment Decisions," *Journal of New Finance:2(2)*, 3. DOI: 10.46671/2521-2486.1019 Available at: <https://jnf.ufm.edu/journal/vol2/iss2/3>
- Elçiboğa, İ.K., (2021). *Dijital Dolandırıcılığın Önlenemez Yükselişi*, Erişim Adresi: <https://fintechtime.com/2021/09/dijital-dolandiriciligin-onlenemez-yukselisi/>. Erişim Tarihi: 17.08.2024.
- Emser, A. K., Heintzen, S., Beeser, C., Stoberock, B., ve Marquardt, N. (2021). Higher, Faster, Further: Occupational Ethical Decision-Making under

- Time Pressure in Type A versus Type B Personalities. *Psychology*, 12(10), 1678-1710. <https://doi.org/10.4236/psych.2021.1210102>
- Engelen, K. C. (2021). Germany's Wirecard Scandal. *The International Economy*, 35(1), 9-12.
- Euronews (2020). *Almanya'nın en büyük finans skandalı: Wirecard iflasa başvuruyor*, Erişim Adresi: <https://tr.euronews.com/2020/06/25/almanya-n-n-en-buyuk-finans-skandal-wirecard-iflasa-basvuruyor> Erişim Tarihi: 23.08.2024
- Fatima, H., Haque, A., ve Usman, M. (2020). Is there any association between real earnings management and crash risk of stock price during uncertainty? An evidence from family-owned firms in an emerging economy. *Future Business Journal*, 6(1), 1-12. <https://doi.org/10.1186/s43093-020-00038-5>
- Heese, J., Pérez-Cavazos, G., ve Peter, C. D. (2022). When the local newspaper leaves town: The effects of local newspaper closures on corporate misconduct. *Journal of Financial Economics*, 145(2), 445-463.
- Hippeli, M. (2021). Das Finanzmarktintegritätsstärkungsgesetz (FISG) als Folge des Wirecard-Skandals: Gesetz zur Stärkung der Finanzmarktintegrität vom. *Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht*, 31(10), 549-557.
- Jakubeit, R. (2021). The Wirecard scandal and the role of BaFin. Online, Working Paper 5/2021, *Luis SEP*, 5(3), 14-19.
- Jensen, M.C., ve Meckling, W.H., (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and capital structure, *Journal of Financial Economics*(3), 305-360.
- Jo, H., Hsu, A., Llanos-Popolizio, R., ve Vergara-Vega, J. (2021). Corporate governance and financial fraud of wirecard. *European Journal of Business and Management Research*, 6(2), 96-106.
- Jourdan, J., (2023), Scandal as moral interaction: Towards a new perspective on the publicization of organizational misconduct. Gabbioneta, C., Clemente, M. & Greenwood, R. (Ed.) *Organizational Wrongdoing as the "Foundational" Grand Challenge: Definitions and Antecedents (Research in the Sociology of Organizations, Vol. 84)*, Emerald Publishing Limited, Leeds, pp. 73-93. <https://doi.org/10.1108/S0733-558X20230000084004>
- KPMG, (t.y). Tarihçe, Erişim Adresi: <https://kpmg.com/tr/tr/home/hakkimizda/organizasyon/history.html> . Erişim Tarihi: 30.08.2024
- Krahnén, J. P., ve Langenbucher, K. (2020). *The Wirecard lessons: A reform proposal for the supervision of securities markets in Europe*. SAFE Policy Letter, No. 88, Leibniz Institute for Financial Research SAFE, Frankfurt a. M.
- Langenbucher, K., Leuz, C., Krahnén, J., ve Pelizzon, L., (2020) : What are the wider supervisory implications of the Wirecard case?, SAFE White Paper,

- No. 74, ISBN 978-92-846-7442-8, Leibniz Institute for Financial Research SAFE, Frankfurt a. M., <https://doi.org/10.2861/936827>
- Lehrbass, F., Toksoy, F., ve Wörndl, F. (2022). Der Fall Wirecard: Ein Drama mit mehr als drei Akten. In: Karami, B. (eds) *Skandalfall Wirecard: Eine wissenschaftlich-fundierte interdisziplinäre Analyse*. Springer Gabler, Wiesbaden. https://doi.org/10.1007/978-3-658-35609-5_2
- Meitner, V. M. (2020). *Wirecard's Thrilla in Manila: the story so far (1)*, Erişim Adresi: <https://valuesque.com/2020/06/20/wirecards-thrilla-in-manila-the-story-so-far-1/> Erişim Tarihi: 11.08.2024.
- Mellal, M. A. (2020). Obsolescence—A review of the literature. *Technology in Society*, 63, 101347. <https://doi.org/10.1016/j.techsoc.2020.101347>
- Millan, P. L., ve Serrat, N. A. (2023). Relationship among economic crisis, stock market crashes and accounting scandals. *Intangible Capital*, 19(3), 359-378.
- Möllers, T. M. (2021). The Wirecard accounting scandal in Germany, and how the financial industry failed to spot it. *Int'l Law.*, 54(3), 325-360.
- Münih Mahkeme Kararı, (2022). *Judgment of the Munich I Regional Court I dated 05.05.2022 (File no.: 5 HK O 15710/20) in English translation*, Erişim Adresi: https://www.wirecard.com/wp-content/uploads/2023/08/Judgment-of-the-Munich-Regional-Court-I-dated-05.05.2022-5-HK-O-15710_20.pdf Erişim Tarihi: 12.07.2024
- Naik, S; ve Prasad,. (2021). Benefits of Enterprise Risk Management: A Systematic Review of Literature, *Journal of Finance and Banking Review*, 5 (4): 28 – 35. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3816365>
- Navaretti, G. B., Calzolari, G., ve Pozzolo, A. F. (2020). What are the wider supervisory implications of the Wirecard case? *Economic Governance Support Unit European Parliament: Brussels, Belgium*.
- Oelrich, S., ve Siebold, N. (2024). Media framing in Wirecard's fraud scandal: Facts, failures, and spying fraudster fantasies. *Critical Perspectives on Accounting*, 100, 102755.
- Palma, E. B. (2021). Las múltiples dimensiones de la protección a los denunciantes (whistleblowers): Lecciones del caso Wirecard. *Revista española de la transparencia*, (13), 47-57.
- Papadaki, A., ve Tzovas, C. (2017). Financial crisis and accrual and real earnings management in Europe. *Corporate Ownership & Control*, 14(3),8-19. <https://doi.org/10.22495/cocv14i3art1>
- Pelizzon, L., Langenbucher, K., ve Leuz, C. (2020). The Wirecard scandal: what needs to change, Erişim Adresi: <https://cepr.org/voxeu/columns/wirecard-scandal-what-needs-change> Erişim Tarihi: 29.07.2024
- Rajgopal, S., ve White, R. (2019). Cheating when in the hole: The case of New York City taxis. *Accounting, Organizations and Society*, 79, 101070.

- Subburayan, B., Ajekwe, C., ve Nakitende, M., (2023). Accounting Fraud and Bankruptcy: The Case of Wirecard AG: *Theory and Practice of Illegitimate Finance* (222-244). IGI Global.
- Teichmann, F. M. J., Boticiu, S. R., & Sergi, B. S. (2023). Wirecard scandal. A commentary on the biggest accounting fraud in Germany's post-war history. *Journal of Financial Crime*. DOI: 10.1108/JFC-12-2022-0301
- Veron, N. (2020). The Wirecard debacle calls for a rethink of EU, not just German, financial reporting supervision. *Bruegel-Blogs*.
- YahooFinance (2024), *Wirecard AG (WRCDF) Stock Historical Prices & Data*, Erişim Adresi: <https://finance.yahoo.com/quote/WDI.HM/history/> Erişim Tarihi: 30.08.2024.
- Yetgin, M. A. (2021). Pandeminin Almanya'daki Bilgi Teknolojileri Şirketlerine Etkisine Yönelik Bir Araştırma. *İnsan ve Toplum Bilimleri Araştırmaları Dergisi*, 10(1), 754-774.

Enron Vakası

Azize Kahramanı Koç¹

Özet

2001 yılında meydana gelen Enron skandalı sadece Amerika'yı değil aynı zamanda tüm dünyadaki finansal piyasaları önemli derecede etkileyen bir mali çöküştür. Bu çöküş ABD tarihinde yaşanan en büyük iflas aynı zamanda iş dünyasını derinden etkileyen kurumsal bir vaka olarak kabul edilmektedir. Bu olay şirket yöneticisinden şirketin bağımsız denetçisi olan Arthur Andersen'e kadar çok sayıda kişi ve kurumun suçlu bulunup ceza almasına sebep olmuştur. Yaşanan bu skandal yatırımcı güvenini olumsuz yönde etkileyerek ciddi zararlar vermiştir. Tüm emeklilik fonlarını şirket hisselerine yatıran çalışanların ve hissedarların milyarlarca dolar kaybetmesine aynı zamanda şirket çalışanlarının işsiz kalmasına sebep olmuştur. Enron skandalı işletmelerin kendi çıkarları doğrultusunda mali tablolar üzerindeki oyunlarının karanlık yüzünü ortaya çıkarmış ve denetimde şeffaflığın, kurumsal hesap verebilirliğin, tutarlılığın, güvenilir bilginin ve etik iş uygulamalarının önemini vurgulamıştır. Gerek Enron skandalı gerekse diğer işletmelerde yaşanan finansal usulsüzlüklerin tekrar yaşanmalarının engellenebilmesi için birtakım önlemler alınmıştır. Bu önlemlerin en önemlilerinden biri olan Sarbanes-Oxley Yasasıdır. Bu yasa Enron gibi büyük çaplı finansal usulsüzlüklerin tekrar yaşanmaması için ciddi önlemler alınmıştır. Bu çalışmada, büyük bir finansal manipülasyon ve muhasebe hilesi olarak bilinen Enron skandalının tarihsel geçmişi, skandalın ortaya çıkış sebebi, skandalın sonuçları ve çıkarılması gereken dersler üzerinde durulmuştur.

1. Giriş

Mali tablolar (bilanço, gelir tablosu, satışların maliyeti tablosu, fon akım tablosu, nakit akım tablosu kâr dağıtım tablosu, öz kaynaklar değişim tablosu); işletmenin finansal durumu hakkında finansal kullanıcılara bilgi vermek amacıyla oluşturulan temel göstergelerdir. Bu göstergeler yasal

1 Dr. Öğr. Üyesi, Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Uluslararası Ticaret ve Lojistik Bölümü, azizekahramani@gmail.com , 0000-0001-9340-7667

mevzuatlar, genel kabul görmüş muhasebe tebliği, muhasebe ve denetim standartları çerçevesinde hazırlanmaktadır. Ayrıca finansal kullanıcılara işletmenin finansal durumu hakkında doğru ve güvenilir bilgi vermeyi hedeflemektedir.

Geçmiş yıllarda dünyada yaşanan Worldcom, Enron, Tyco, Xerox, ve Qwest gibi işletmelerin hem muhasebe kayıtlarında hem de denetim süreçlerinde yaptıkları finansal usulsüzlükler; mali tablolara, bu tabloları hazırlamakla sorumlu olan işletme yönetimine ve en önemlisi bu tabloları denetleyen bağımsız denetim şirketlerine olan güveni derinden sarsmıştır. Bu finansal usulsüzlüklerin en önemli nedeni şirket yöneticilerin kendi çıkarlarını ön planda tutarak bilinçli olarak yapmış oldukları muhasebe manipülasyonlarıdır (Altınbay ve Ünal 2022: 218).

Sistemin unsurları, görev ve sorumluluklarının tamamının kötüye kullanılmasından dolayı hem piyasa sistemine hem de bu sistemdeki işletmelere karşı bir güven kaybı meydana gelmiştir. Ayrıca muhasebe-denetim gibi uzman sistemlere, piyasalara ve yatırım araçlarına karşı gerçekleşen güvensizlik durumu modern yaşamı gittikçe zor bir duruma getirmiştir. Çünkü insanların doğrudan gözlem yaparak bilgi sahibi olmaları imkânsız hale gelmiştir. Dolayısıyla güven, sistemin önemli bir unsuru olarak kabul edilmekte ve sistemin etkinliğini doğrudan etkilemektedir. Enron olayı, piyasalar ve uzman sistemler üzerinden sistemin riskinin sınırlı olmadığını ve kontrol altına alınamayacağını düşündürmüştür, bu durum skandalın ayrıntılı bir şekilde incelenmesine neden olmuştur (Sağlar ve Kandemir 2007: 22).

Çalışmada kavramsal çerçeve başlığı altında finansal manipülasyon, Ponzi finansmanı, finansal başarısızlık ve iflas, finansal istikrarsızlık ve Minsky, hile, hile üçgeni ve spekülasyon kavramları teorik açıdan ele alınmıştır. Ayrıca çalışmanın ana temasını oluşturan Enron Vakası ile ilgili hem ulusal hem de uluslararası literatüre yer verilmiştir. Ardından Enron Vaka Analizi başlığı altında dünyada yaşanan finansal usulsüzlüklerden biri olan Enron skandalı'nın ortaya çıkış sebebi, sonuçları ve çıkarılması gereken dersler Vaka Analizi ile açıklanmıştır.

2. Kavramsal Çerçeve ve Literatür

Son yıllarda yaşanan finansal skandal dalgası finansal tablo dolandırıcılığının farkındalığını artırmaktadır. Finansal tablo dolandırıcılığı, yalnızca bireysel yatırımcılar üzerinde değil, küresel ekonomilerin genel istikrarı üzerinde de hızla artan olumsuz etkilere yol açmıştır. Association of Certified Fraud Examiners (ACFE) finansal tablo dolandırıcılığını; “*yanıltıcı*

olan ve sunulan tüm bilgilerle birlikte değerlendirildiğinde okuyucunun yargısını veya kararını değiştirmesine veya değiştirmesine neden olacak önemli gerçeklerin veya muhasebe verilerinin kasıtlı, bilinçli bir şekilde yanlış beyan edilmesi veya ihmal edilmesi” olarak tanımlanmaktadır (Zhou ve Kapoor, 2011: 570). ACFE tarafından 2014 yılında yapılan araştırmaya göre, en fazla yapılan hileler sırasıyla; %73 ile mali tablo hileleri, %18 ile yolsuzluk ve %9 ile varlıkların kötüye kullanımıdır. Bu nedenle, üç (3) tür hile (dolandırıcılık) olduğu söylenebilir. Bunların içerisinde en zararlı olan hilenin mali tablo hilesi olduğu kabul edilmektedir (Tarjo ve Herawati, 2015: 924).

Muhasebe hileleri, mali tablolarda yanıltıcı bilgilere kasıtlı olarak yer verilmesi, farklı kazanımlara ulaşmak ve birtakım usulsüzlükleri örtbas etmek amacıyla yapılan işlemler olarak ifade edilmektedir. Bilerek ve isteyerek işletme varlıklarının çalınp veya yanlış kullanılması olarak bilinen hilelerin ortaya çıkması, işletmelerin mali tablolarının sonuçlarını değiştirebilmekte, aynı zamanda bu tablolar aracılığıyla yatırım kararı verecek olan yatırımcıların da kararlarını etkileyebilmektedir (Karabınar ve Akyel, 2009: 691). 1940 yılında Donald R. Cressey yapmış olduğu doktora tez çalışmasında zimmetine para geçiren 200 tutuklu ile yapmış olduğu görüşme neticesinde çalışanları hile yapmaya yönlendiren sebeplerin neler olduğunu açıklayan bir teori ortaya koymuştur. Bu teori yıllar geçtikçe hile üçgeni olarak bilinir hale gelmiştir. Bu üçgen Teşvik/Baskı, Fırsat ve Davranış/Rasyonalizasyon’u (Haklı Çıkarma) temsil etmektedir (Coenen, 2008: 11; Schucter ve Levi, 2016: 108; Wells, 2017: 7). Baskı, işletme yöneticilerinin ya da çalışanlarının bazı durumlardan (para hırsı, güzel yaşama isteği, haksızlığa uğradığını düşünme vb.) dolayı hile yapmak istemeleri olarak tanımlanmaktadır (Dinç, 2019: 122). Hile üçgenin bir diğer unsuru olan fırsat, çalışanların işyerlerinde hile yapmaya olanak sağlaması olarak ifade edilmektedir. Kurumsal yapıların daha karmaşık hale gelmesi, yöneticilerin daha geniş bir çalışan ve işlev yelpazesinden sorumlu olması durumu, bireysel çalışanlara daha fazla erişim ve kontrol sağlamıştır. Kaynaklara ve verilere erişimin artması aynı zamanda şirketlerin işlevsel alanları üzerindeki kontrolün artması, mesleki dolandırıcılık yapmanın her zamankinden daha kolay olabileceği bir durum yaratmıştır. Hile üçgeninin son parçası ise rasyonalizasyondur. Rasyonalizasyon ise, bir çalışanın hile davranışının kendi zihninde ‘tamam’ olduğunu belirlediği süreç olarak ifade edilmektedir. Bu süreçte kişiler kendilerini haklı olarak görmektedirler (Coenen, 2008: 12). Hile olaylarının artışı potansiyel yatırımcılar için ciddi bir endişe kaynağıdır çünkü hileli finansal raporlar şirketin itibarı ve piyasa değeri üzerinde önemli bir boyutta olumsuz etki yaratmaktadır (Huang vd., 2017: 1343). İşletmelerde meydana gelebilecek hilelerin engellenebilmesi için etkin bir iç kontrol sistemine ihtiyaç duyulmaktadır (Hatunoğlu, vd., 2012: 177).

Günümüzde teknolojinin hızlı bir şekilde gelişmesi ve değişmesi iş dünyasında da etkisini göstermektedir. Önceki yıllara oranla rekabet her geçen gün artmaktadır. Serbest piyasa ve rekabetçi fiyat sistemi başarılı işletmeleri etkilemezken, rekabetle mücadele edemeyen şirketleri finansal başarısızlıklara ve iflaslara kadar sürükleyebilmektedir (Karacan ve Savcı, 2011: 41). Başarısızlık, bir işletmenin vadesi geldiğinde finansal yükümlülüklerini ödeyememesi olarak tanımlanmaktadır. Operasyonel olarak, bir işletmenin iflas, tahvil temerrüdü, banka hesabının eksiye düşmesi veya imtiyazlı hisse senedi temettüsünün ödenmemesi olaylarından herhangi birini yaşaması durumunda başarısız olduğu söylenmektedir (Baver, 1966: 71). Başka bir ifadeyle finansal başarısızlık; işletmelerin nakit varlıklarının cari borçlarını karşılayamaması, varlıklarının değerinin uzun vadede borçlarını karşılamada yetersiz olması durumu olarak ifade edilmektedir. İşletmenin bu durumu alacaklılarını, kredi verenlerini, paydaşlarını ve ilişkili diğer taraflarını da olumsuz etkilemektedir (Yazıcı, 2019: 708). İflas ise, finansal başarısızlığın son aşaması olarak bilinmekte olup, işletmenin diğer fonksiyonları ile birlikte veya bir ölçüde onlara bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. İşletmenin başarısızlık nedenleri işletmeye bağlı nedenler (özkaynak yetersizliği, finansal kaldıraç derecesinin artması, kuruluş yerinin hatalı seçilmesi, duran varlıklara gereğinden fazla yatırım yapılması, teknolojinin izlenememesi vb.) ve işletme dışından kaynaklanan nedenler (doğal çevre, ekonomik çevre, toplumsal çevre, yasal veya politik çevre) olmak üzere ikiyi ayrılmaktadır (Sayılğan, 2019: 465).

Manipülasyon birçok yöntem kullanılarak gerçekleştirilen ve piyasa uygulamalarıyla birlikte hızlıca şekil değiştiren, aynı zamanda çeşitlilik ve değişkenlik arz eden işlemler olarak bilinmektedir (Şensoy, 2013: 390). Finansal bilgi manipülasyonları, finansal bilgi kullanıcılarına işletmelerin gerçek faaliyet sonuçlarının ve finansal durumlarının aktarılamamasına neden olmaktadır. Ayrıca şirket hissedarlarının zarara uğramalarına ve güvenlerinin sarsılmasını da olumsuz açıdan etkilemektedir (Küçükkoçoğlu ve Küçüksozen, 2005: 161).

Finansal istikrarsızlık, cari üretim fiyatlarına nispeten varlık fiyatlarında ani değişikliklerin meydana geldiği bir süreç olarak bilinmektedir. Finansal istikrarsızlık hipotezi, neoklasik senteze, yani günümüzün standart ekonomik teorisine bir alternatiftir. İstikrarsızlığı kapitalist bir ekonominin normal işleyişinin bir sonucu olarak açıklamak üzere tasarlanmıştır. Finansal istikrarsızlık hipotezi zengindir. Sadece ciddi iş çevrimlerinin açıklamasını sunmakla kalmaz, aynı zamanda para arzının, hükümetin mali duruşunun veya sendikaların uygunsuz davranışlarının ötesine geçen durgun enflasyonun açıklamalarını da sunmaktadır. Göreceli fiyatların oluşumunu toplam

talebin bileşimiyle bütünleştirmektedir. Finansal istikrarsızlık hipotezinde, kârların kapitalist bir ekonominin işleyişindeki yaygın rolü açıkça ortaya konulmaktadır. Kârlar, geçmiş finansal taahhütleri doğrulayan nakit akışları sağlayarak finansal sistemi ve finansal ilişkilerin yapısını destekleyen fiyatların bir parçası olarak kabul edilmektedir (Minsky, 2016: 94-95). Ayrıca, Minsky finansal sistemin istikrarsızlığının ölçümünde; Hedge, Spekülatif ve Ponzi Finansman kavramlarından faydalanmaktadır. Hedge finansman yapısı; tüm dönemler içerisinde nakit gelirlerin nakit ödeme yükümlülüklerinden fazla olması durumu olarak ifade edilmektedir. Kısa vadeli borcu neredeyse hiç olmayan ve çoğunlukla öz sermaye yükümlülükleri olan kârlı bir işletme hedge finansman birimi olarak ifade edilebilir. Spekülatif finansman; bazı dönemlerde (genellikle kısa vadede) nakit girişi nakit çıkışı karşılayamaması olarak tanımlanmaktadır. Son olarak Ponzi finansmanı ise; çoğu zaman nakit çıkışların nakit girişlerden fazla olması durumudur. Bir “Ponzi” birimi, vadesi geçmiş araçlar üzerindeki taahhütleri karşılamak için borcunu artırmak zorunda kalmaktadır (Minsky, 1977: 9-10).

Çalışmanın ana temasını oluşturan Enron skandalı ile ilgili ulusal ve uluslararası literatürde yapılmış çalışmalara aşağıda yer verilmiştir.

Petrick ve Scherer (2003) tarafından yapılan çalışmada, yöneticiler tarafından dürüstlük kapasitesinin doğası, değeri ve ihmal edilmesi ve Enron yönetici uygulamalarının çeşitli paydaşlar üzerindeki olumsuz etkileri açıklanmıştır. Özellikle davranışsal ve ahlaki karmaşıklık, gelecekteki Enron benzeri yönetsel suistimal olasılığını azaltmak için yönetim ve etik teorilerinin rekabet eden değerlerini dengelemek için nasıl kullanılabilirliği ele alınmıştır. Son olarak, yönetimin dürüstlük kapasitesini iyileştirmek için üç olumlu eylem adımı önerilmiştir ve mağdur Enron paydaşları için çözümler önerilmiştir.

Sağlar ve Kandemir (2007) çalışmalarında, Enron olayının muhasebe hilesi mi, sistem hatası mı? olduğunu daha önce gerçekleşmiş olan önemli araştırma ve çalışmalar ele alınarak incelenmiştir. Enron'un sistematik bir hata olduğu ve aynı nedenle oluşan benzer hataları engellemek amacıyla yapılacak politika önerilerinin daha genel bir bakış açısıyla ele alınıp iktisadi ve mali sistemin unsurlarının tümünü ve en önemlisi makro ekonomi ve piyasa boyutlarını da içermesi gerektiği düşüncesi ortaya koyulmuş savunulmuştur.

Nelson, vd., (2008) tarafından yapılmış çalışmada, Enron belgelerinin imha edildiğinin ifşa edilmesinin ardından gelen negatif müşteri hisse senedi getirilerinin, Andersen'in itibarının kaybından ziyade kafa karıştırıcı etkilere atfedilebileceği hipotezi test edilmiştir.

Li (2010) çalışmasında, yönetim, çıkar çatışması ve muhasebe dolandırıcılığı dahil olmak üzere Enron olayının nedenini ayrıntılı olarak analiz etmiştir.

Ailon (2011) çalışmasında, Enron skandalının tetiklediği refleksiv söyleme odaklanarak, 1997-2007'de popüler American Business Week'te yayınlanan Enron ile ilgili makalelerin temellendirilmiş bir analizini sunmuştur. Analiz, Enron'un yükselişini, düşüşünü ve o dönemde tarihin en büyük iflasını incelemiştir.

Azibi vd., (2011) tarafından yapılmış çalışmada, Fransız verileri kullanılarak denetim kalitesi ile kurumsal yatırımcıların özellikleri arasındaki ilişkiyi incelenmiştir. Enron skandalından sonra, Fransız kurumsal yatırımcıların 4 büyük denetim firmasına ilişkin algısı değişmiştir.

Cernuşca (2011) çalışmada, Enron skandalını ve bunun ani sonuçlarını ve ayrıca birkaç dolandırıcılık skandalının sonucu olarak çıkarılan yeni mevzuat olan Sarbanes-Oxley Yasası incelenmiştir.

Da Silveria (2013) çalışmasında, Enron çöküşünün nedenlerini, 2007-2008'deki küresel mali krizle birlikte ortaya çıkan on kurumsal skandalla ilişkili ortak nedenlerle karşılaştırmış ve yatırımcılar tarafından gözlemlenebilecek "kırmızı bayrakları" ve Enron davasından çıkarılacak ana dersleri sunarak sonuca varmıştır.

Dinç ve Cengiz (2014) tarafından yapılmış çalışmada, 2001 yılında ortaya çıkmış olan Enron skandalı kavramsal olarak ele alınmıştır. Araştırma sonucunda denetçi etiği ile hata ve hile kavramları arasında önemli derecede ilişki olduğu tespit edilmiştir.

Karavardar (2016) çalışmasında, kanıtsal ağ yaklaşımı (KAY) ile denetimde hile riskinin gösterilmesini amaçlamıştır. Çalışmanın uygulama bölümünde, 1996-2001 döneminde Enron'un hile üçgeni faktörlerine ait denetim kanıtları ele alınmıştır. Ayrıca Enron'un iflası sonrası yürürlüğe giren AICPA SAS No:99 ve PCAOB AS No:12 gereksinimleri vurgulanmıştır.

Aslan (2018) çalışmasında, işletmeler için önemli olan iç kontrol ve iç denetim kavramlarını Enron vakasının çıkış nedeni ve doğurduğu sonuçları ele alarak açıklamıştır.

Sendyona (2020) çalışmasında, Enron şirketinin finansal dolandırıcılığını ve iflasını erken tespit etmek ve durdurmak için kaçırılmış bir fırsatın olduğunu kanıtını ortaya koymayı amaçlamaktadır. Analiz sonuçları Enron şirketinin iflası yol açan mali dolandırıcılıklara bulaştığını ve etkili bir kurumsal yönetim sisteminin olsaydı 1998 yılında mali dolandırıcılığı ve iflası tespit edip durdurabileceğinin kanıtını sunmaktadır.

Ayboğa (2021) çalışmasında, Enron olayının yalnızca ABD ile sınırlı olmadığını aynı zamanda tüm dünyada çeşitli değişimlere neden olduğunu, sistem, ilke ve hukuk açısından etkilerinin neler olduğunu ayrıca bu konu ile ilgili yapılan düzenlemeleri incelemiştir.

Liu vd., (2021) tarafından yapılmış çalışmada, Enron mali dolandırıcılıklarında Özel Amaçlı Kuruluş'un (SPE) rolünü incelemeyi amaçlamışlardır. Ayrıca, SPE'nin Çin pazarındaki uygulamasını incelemişler ve gelecekteki gelişimini tartışmışlardır. Enron üzerinde bir vaka çalışması yürütülmüş ve Çin'deki mevcut SPE'lerin mevcut uygulamaları incelenmiştir. Sonuçlar, SPE'lerin Enron'un büyümesini kolaylaştırdığını ve başarısızlığına katkıda bulunduğunu, ayrıca SPE'nin mali yanlış raporlamanın maliyetini düşürebileceğini göstermiştir.

Khan vd., (2022) çalışmada, Enron vakası bir örnek olarak kullanılarak bir şirketin çöküşüne katkıda bulunan faktörler araştırılmış ve olabilecek tutarsızlıklara değinilmiştir.

Koban ve Karakaya (2022) çalışmalarında, Enron vakasının kurumsal yönetim, bağımsız denetim, kurumsal risk yönetimi, iç denetim ve iç kontrol yapılarının gelişim süreci etkilerine yer vermişlerdir.

Mohansan (2024) makale çalışmasında, eleştirel bir şekilde Enron'un çöküşüne neden olan faktörler değerlendirilmekte ve çöküşün iş dünyası için kalıcı derslerin neler olduğu konusu ele alınmaktadır.

Turunen (2024) çalışmada, kapsamlı bir literatür incelemesi kullanarak Enron'un çöküşünü araştırmaktadır. Çalışmanın temel bulguları, Enron'un çöküşünün denetim, muhasebe ve kurum kültüründe yapılan çok sayıda farklı hatadan kaynaklandığını göstermektedir.

3. Enron Vaka Analizi

Kenneth Lay, 1985 yılında Houston Natural Gas ve Internorth adlı iki doğal gaz boru hattı şirketinin birleşmesiyle Enron'u kurmuştur (Thomas, 2002: 1). Enron ABD'de en uzun boru hattı şebekesine sahip şirket olmuştur (Heavly ve Palepu, 2003: 4). Birleşme sürecinde, Enron büyük bir borca girmiştir. Şirket varlığını sürdürebilmek amacıyla kâr ve nakit akışı yaratmak için yeni ve yenilikçi bir iş stratejisi geliştirmek zorunda kalmıştır. Kenneth Lay, Enron'un iş stratejisini geliştirmesine yardımcı olması için McKinsey & Co.'yu işe almış, ayrıca Jeffrey Skilling adlı genç bir danışmanı da görevlendirmiştir (Thomas, 2002: 1). 1985'te bir doğal gaz boru hattı şirketi olarak kurulan şirket, sadece gaz değil aynı zamanda elektrik de alıp satan, enerji santralleri ve kamu hizmetleri inşa etmek için

yurtdışına açılan ve sonunda çevrimiçi emtia ticareti yapan bir enerji ticaret şirketine dönüşmüştür. 2000 yılında gelirleri 101 milyar dolara ulaşarak ABD'nin yedinci büyük şirketi olarak yerini almıştır (Boje, vd., 2004: 766). Enron temelde enerji alanında faaliyetlerine başlasa da işletme faaliyetlerini sürdürdüğü dönemde hiç tecrübesinin olmadığı ve birbirinden farklı alanlara da (elektrik ve su tesisleri, sigorta, kağıt üretim ve işletme fabrikaları) yatırımlar yapmıştır. Bu durum Enron'un hem işletme çalışanlarına hem de yatırımcılarına ve diğer tüm paydaşlarına zarar vermesine sebep olmuştur (Koban ve Karakaya, 2022: 93). 1980'lerin başına kadar doğal gaz piyasası tam rekabet koşullarında sürdürülmekteydi, 80'li yılların ortalarından itibaren ek serbestleştirme düzenlemeleriyle fiyatları serbestleştiren ve üreticiler ile boru hatları arasında daha esnek düzenlemelere müsaade eden değişiklikler spot piyasa işlemlerinin daha yaygın hale gelmesini sağlamış “al ya da öde” sözleşmelerinin yerini spot piyasa almış ve bu piyasada meydana gelen işlem sayısında hızlı bir artış yaşanmıştır. 1990'a gelindiğinde, gaz satışlarının %75'i uzun vadeli sözleşmeler yerine spot fiyatlarla yapılmıştır. Bu düzenleyici değişiklikler neticesinde Enron, artan gaz arzından ve esneklikten kâr elde etmiştir (Heavly ve Palepu, 2003: 5). 1990'lar boyunca Enron, hem yerel işletmelerde hem de yabancı faaliyetlerde önemli bir büyüme göstermiştir (Khan, vd., 2022:16). Enron doğal gaz piyasasındaki etkinliğini artırabilmek ve hızlı bir şekilde büyümek amacıyla çeşitlilik stratejisini benimsemiştir. Enerji tesislerinin inşası ve yönetimiyle ilgili uluslararası projeler üstlenmiştir. 16 yılın ardından 2001 yılına gelindiğinde Enron, yalnızca ABD piyasalarında değil aynı zamanda uluslararası alanda elektrik santralleri, kağıt ve hamur tesisleri, boru hatları, geniş bant varlıkları ve su santralleri gibi doğrudan enerji piyasalarında etkinliği amaçlayan aynı zamanda aynı ürün ve hizmetler için finansal piyasalarda kapsamlı bir şekilde işlem yapan bir şirket haline gelmiştir (Heavly ve Palepu, 2003: 5).

Tablo 1: Enron'un Satış, Kâr ve Fortune 500 sıralaması (Yıllık Satışlara Göre)

(\$ Milyon)	2000	1999	1998	1997	1996	1995
Satışlar	100.789	40.112	31.260	20.273	13.289	9.189
Kâr	979	893	703	105	584	520
Fortune 500 Sıralaması	7	18	27	57	94	141

Kaynak: Schilit ve Perler, 2010: 6

Enron, Fortune dergisinin 500 en büyük şirket listesinde AT&T ve IBM gibi devleri geride bırakarak, 2000 yılında yedinci sırada yerini almıştır. Sadece beş kısa yılda, Enron'un geliri mucizevi bir şekilde 10 kat artmıştır (1995'te 9,2 milyar dolardan 2000'de 100,8 milyar dolara yükselmiştir).

Diğer taraftan Enron büyük şirketlerle birlikte listeye girmesine rağmen, kârları satışlarla orantılı olarak artmamış, bu durum oldukça sıra dışı bir durum olarak bilinmekte ve muhasebe hilelerinin kesin bir uyarı işareti olarak kabul edilmektedir. Örneğin, satışlar %10 artarsa, yatırımcılar genellikle sabit marjlara sahip bir işletmede giderlerin ve kârların benzer bir miktarda artmasını beklerler. Enron'da, satışların aşırı derecede artması ve kârların neredeyse hiç hareket etmemesi dışında mantıklı bir düzen bulunmamaktadır. 2000 yılında, satışlar %150'den fazla artarken, kârlar Tablo 1'de gösterildiği gibi %10'dan az artmıştır. Enron, net gelirinde 586 milyon dolarlık bir azalma açıkladığında ve hissedarlarının öz sermayesinde 1,2 milyar dolarlık bir azalma olduğunda işler daha da kötüye gitmeye başlamıştır. Yatırımcılar kaçmaya başlamış ve Enron'un hisse senedi fiyatı ciddi oranda düşmüştür. Enron'un son düşüşünden önce, kredi derecelendirme kuruluşları notunu düşürmüştür. Aralık 2001'in başlarında, Enron yaklaşık 65 milyar dolarlık varlıkla iflas başvurusunda bulunmuştur (Schilit ve Perler, 2010: 6). Şirketin çöküşüne birtakım olaylar katkıda bulunmuştur. Bunlar; şirketin mali işlerini raporlamada şeffaf olmaması, milyarlarca dolarlık ihmal edilmiş yükümlülük ve zararları açığa çıkaran mali beyanlardır (Thomas, 2002: 1). 31 Aralık 2000'de Enron'un hissesi 83,13 dolardan fiyatlanmış ve piyasa değeri 60 milyar doları aşmıştır, bu da kazancın 70 katı ve defter değerinin altı katına denk gelmektedir, bu oran borsanın şirketin gelecek beklentileriyle ilgili yüksek beklentilerinin bir göstergesi olarak kabul edilmektedir. Enron, Fortune dergisinin en çok hayranlık duyulan şirketler anketinde Amerika'nın en yenilikçi büyük şirketi olarak derecelendirilmiştir. Fakat bir yıl içinde Enron'un imajı yerle bir olmuş ve hisse senedi fiyatı ciddi oranda düşüş yaşamıştır (Stiglitz, 2004: 218). Thomas'a (2002) göre, Enron'un hisse senedi fiyatının düşmesi, hissedarların yaklaşık 11 milyar dolar kaybetmesine neden olmuştur.

Ekim 2001'de ortaya çıkan Enron skandalı, sonunda Houston, Teksas merkezli bir Amerikan enerji şirketi olan Enron'un iflasına ve dünyanın en büyük beş denetim ve muhasebe ortaklığından biri olan Arthur Andersen'in feshedilmesine yol açmıştır (Li, 2010: 37). Enron skandalı, finansal tabloların manipüle edilmesi, içeriden bilgi ticareti ve muhasebe dolandırıcılığını içeren tarihin en büyük kurumsal dolandırıcılık vakalarından biriydi. Bir zamanlar dünyanın en büyük enerji şirketlerinden biri olan Enron, üst düzey yöneticilerin şirketin kazançlarını ve hisse senedi fiyatını şişirmek için etik olmayan ve yasadışı uygulamalara giriştiğinin ortaya çıkmasının ardından 2001 yılında çökmüştür. Skandalın, birçok kişi için iş ve yatırım kaybının yanı sıra kurumsal yönetim ve finansal raporlama uygulamalarının daha fazla incelenmesi gibi önemli sonuçları doğurmuştur. Vaka, kurumsal

yönetimde şeffaflığın, hesap verebilirliğin ve etik liderliğin önemini ve gelecekteki suistimalleri önlemek için etkili düzenleyici denetime olan ihtiyacı vurgulamaktadır. Enron skandalı, etik olmayan davranışların kontrol edilmediğinde en başarılı şirketlerin bile tökezleyebileceğini bir kez daha hatırlatmaktadır (Deb ve Deb, 2023: 94).

2001'in sonunda, Kaliforniya krizinin zirvesindeyken, Enron'un hisse senedi fiyatı düşmüş ve mali manevraları açığa çıkmıştır. Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC) şirketin kayıtlarını araştırmaya başladığında, Enron'un denetçisi Arthur Andersen'in çalışanları ilgili belgeleri yok etmişlerdir. Sonuç olarak muhasebe firması Adalet Bakanlığı tarafından suçlanmış ve çökmüştür. Enron Aralık 2001'de iflas etmiş ve iflası o zamanlar tarihin en büyük iflası olarak kabul edilmiştir (Ailon, 2011:146, Mohandas, 2024: 38). Enron'un iflası yalnızca ABD finans sistemini etkilememiş, aynı zamanda yatırımcılarına yüklemiş olduğu milyarlarca dolarlık zararın yanı sıra on binlerce çalışanın işsiz kalmasına, paydaşlarına ve tedarikçilerine verdiği zarar, bağımsız denetim mesleğine yönelik önemli etkileri ve bunun yanı sıra yatırımcıda oluşan güven kaybı gibi ciddi sosyal boyutları da içeren ağır maliyetli bir ders niteliğindedir (Koban ve Karakaya, 2022: 92). ABD'deki Enron çöküşü muhasebe mesleği, hissedarlar, paydaşlar ve ABD ekonomisi üzerinde ABD'deki diğer tüm vakalardan daha fazla tahribata yol açmıştır. Enron'un ABD ekonomisine maliyetinin 2002'de 64 milyar ABD doları olacağı tahmin edilmiştir. Ayrıca Enron olayının ABD milli gelirini izleyen iki yılda % 0,67 oranında düşüreceği hesaplanmıştır. GSYİH'deki bu azalma, 35 milyar ABD doları üretim kaybına ve bu dönemde 4500 doğrudan iş kaybına yol açmıştır. Bu tahminler, tamamen şirket hisselerine yatırmış olan emeklilik fonlarını kaybeden Enron çalışanlarının uğradığı yıkıcı kayıpları hesaba katmamıştır (Arnold ve Large, 2004: 752). 2001'in sonunda bildirilen mali durumunun büyük ölçüde kurumsallaşmış, sistematik ve yaratıcı bir şekilde planlanmış muhasebe dolandırıcılığı tarafından sürdürüldüğü ortaya çıkmıştır (Li, 2010: 37). Enron'un kullandığı en popüler tekniklerden biri bilanço dışı işlemlerdir. Bu işlemler, bilançosundan borç ve varlıkları özel amaçlı kuruluşlara aktarmaktır. Bu kuruluşlar, şirketin gerçek mali durumunu gizleyerek kâr uydurmak için kullanılmaktadır. Ayrıca, Enron "piyasa değerine göre" muhasebe kullanmakta ve bu da şirketin uzun vadeli sözleşmelerin beklenen değerine dayalı gelecekteki kârları gerçekleşmeden kaydetmesine olanak sağlamaktadır. Böylece Enron, gerçekte bu kazançlar elde edilmemiş olsa bile kısa vadede kâr beyan edebiliyordu. Enron, mali hesaplarının görünümünü iyileştirmek ve nakit akışı sağlamak için gelecekteki enerji sözleşmesi kazançlarının satışı gibi karmaşık mali işlemlerden de

faaydalanmaktadır. Bu işlemler ise dışarıdan anlaşılması ve değerdendirilmesi zor olacak bir şekilde tasarlanmaktadır (Deb ve Deb, 2023: 95).

Enron olayı gerek nedenleri gerekse yöntemleri ve sonuçlarıyla birlikte bir bütün olarak incelendiğinde, olay bir muhasebe hilesi olarak görünmektedir. Enron olayı suçunun mimarları, yönetim kurulu başkanı, genel müdür ve mali işler müdürüdür. Suçun gerçekleştirilmesinde kullanılan yöntemler, borcu gizlemek, kazancı olduğundan fazla gösterip şişirmek için kasıtlı olarak özel amaçlı varlıklar oluşturmak ve kaynak yaratmaktır. Suçun yönlendirilmesi, yatırımcıları şirketin borcu ve kârlılığı durumu hakkında yanlış bilgilendirip yönlendirmek ve aldatmaktır. İzleme kurumsal yönetim eksikliği ve etkisiz denetim işlevleridir. Enron'un sonuçları, iflas başvurusunda bulunması, paydaşları tarafından açılan 20'den fazla toplu dava ve piyasa değerdinde yaşanan 60 milyar dolardan fazla kayıptır (Rezace, 2002: 281). Diğer taraftan Enron şirketinin ani çöküşü, bağımsız denetim şirketlerinin, muhasebe sisteminin ve denetçilerin sorgulanmasına neden olmuştur. Enron'un çöküşünde temel olarak; *“şirketin yoğun olarak kullandığı Özel Amaçlı Varlıkların muhasebeleştirilmesindeki hata ve hileler, şirketin şarta bağlı yükümlülüklerin değerdemesindeki ve muhasebeleştirilmesindeki hatalar, şirketin faaliyetinin son yıllarında yoğun olarak kullandığı türev araçlar ile enerji satış sözleşmelerinin makul değerdlerinin tespitinde ve muhasebeleştirilmesinde yapılan hatalar”* olmak üzere üç önemli husus ön plana çıkmıştır (Ayboğa, 2021: 184). Enron'un çöküşü, kurumsal yönetimin doğası ve nasıl yürütülmesi gerektiği konusunda bir dizi sorunu gündeme getirmiş (Khan, vd., 2022: 16), basit bir mali çöküşün ötesine geçerek, kurumsal yönetim ve sorumluluğun algılanma biçimini kökten değerdirmiştir (Mohandas, 2024: 36).

ABD tarihindeki en büyük iflası olan Enron vakası, hissedarlar için 70 milyar dolar parasal kayıp ve binlerce çalışanın işten çıkarılmasına sebep olmuştur. Birçok yönetici suçlu bulunmuş ve suçlarının bedelini ödemek için federal hapisanelere kapatılmıştır. Yöneticiler nispeten kısa cezalar aldılar ve banka hesaplarında milyonlarca dolarla ayrıldılar. Enron çöküşününün asıl ödeyicileri hissedarları ve çalışanları olmuştur (Turunen, 2024: 37). Beş Büyük muhasebe firmasından biri olan Andersen, Enron'un mali tablolarını denetleyen denetim kuruluşuydu. Bu denetim firması, denetim başarısızlıkları ve denetim kanıtlarını ortadan kaldırdığı için suçlanmıştır. Mahkemenin Andersen'in adaletin engellenmesi suçundan dolayı vermiş olduğu suçlu kararı, Andersen'in denetim uygulamasını etkili bir şekilde sona erdirmiş ve Andersen'in eyalet lisanslarından vazgeçmesine neden olmuştur. Andersen suçunun karşısında bir yargıç tarafından 5 yıl denetimli serbestlik ve 500.000 dolar para cezasına çarptırılmıştır (Rezace, 2002: 286). Enron davası, kontrolsüz kurumsal hırs, etik olmayan muhasebe uygulamaları ve

bilanço dışı finansmana çok fazla güvenmenin tehlikeleri konusunda bir uyarı niteliğindedir. Çöküş, finans sektöründe şeffaflığın, güçlü kurumsal yönetimin ve etik davranışın gerekliliğini bir kez daha ortaya koymaktadır (Mohansan, 2024: 38).

Ayboğa (2021) Enron skandalından çıkarılması gereken dersleri; kamusal otorite, muhasebe bilgi sistemi ve yatırımcı olmak üzere üç çıkar grubu açısından değerlendirmiştir. Kamusal otorite açısından; Enron vakasından çıkarılması gereken ilk ders, denetim mesleğini kamusal otoritenin yeniden düzenlemesi gerektiğidir. Muhasebe bilgi sistemi açısından; Denetim firmasının tarafsız olması gerektiği, dolayısıyla denetleyeceği firmayla finansal açıdan herhangi bir ilişkisinin olmaması gerekmektedir. Muhasebe bilgi sistemi açısından Enron olayı değerlendirildiğinde Andersen'in aynı zamanda şirketin danışman firması olması çıkar çatışmasına neden olmaktadır. Çünkü denetçi firma, muhasebe açısından meydana gelen sorunları açık bir şekilde beyan edip rapor yayımlarsa bu durum danışman firmanın gelirlerinin düşmesini tetiklemektedir. Son olarak yatırımcı açısından ise; hem Enron yöneticilerinin hem de dış denetçilerin, 21.000 Enron çalışanına ve yatırımcılara yalan söyledikleri acı bir gerçektir. Yatırımcıların da bu olumsuzluk da payı olduğu açık bir şekilde ortadadır. Çünkü, çalışanlar emeklilik fonlarının çoğunu kendi şirketlerine yatırarak büyük bir risk almışlardır. Diğer önemli bir hata ise diğer yatırımcıların bu konuda ihtiyatlı davranmaması ve mevcut hukuki yapının yardımcı olmamasıdır (Ayboğa, 2021: 183).

Dünyada yaşanan bu skandallar neticesinde muhasebe hilelerini engellemek için birtakım düzenlemelere ihtiyaç duyulmuştur. Bu düzenlemelerden biri olan ve Amerika'da Enron olayı sonrası SEC tarafından çıkarılan Sarbanes-Oxley Yasası'nda başta kurumsal yönetim olmak üzere, yeni muhasebe ve denetim düzeni ile ilgili olarak düzenlemeler yapılmıştır. Bu düzenlemeler; *PCAOB (Kamu Gözetim Kurulu)'un oluşturulmuştur; denetlenen firmalarda defter tutma vb. hizmetler yasaklanmıştır; hukuki danışmanlık hizmetleri yasaklanmıştır; denetlenen firmada iç denetim sağlanması hizmeti yasaklanmıştır; hile ile ilgili yeni federal suçların oluşturulmasını* içermektedir (Dinç ve Cengiz, 2014: 225). Bu yasanın amacı, yatırımcı nezdinde ABD'de halka açık firmaların daha güvenilir hale getirilmesini sağlamaktır. Bu amaç doğrultusunda, gerek işletme yönetim kurullarına ve yönetimlerine gerekse de bağımsız denetçilere önemli sorumluluklar getirilmiştir. Yayımlanan bu yasa ABD'de yatırım piyasasına pozitif yönde katkı sağlamış ve Enron gibi büyük çaplı hile vakalarının tekrar yaşanmaması için ciddi açıdan bir engel görevi üstlenmiştir (Koban ve Karakaya, 2022: 103). Yasa, birtakım amaçlar doğrultusunda kapsamlı önlemler sağlamıştır. Bunlar; kurumsal yönetim

ve hesap verebilirlik için daha yüksek standartlar oluşturmak, muhasebe mesleği için bağımsız bir düzenleyici çerçeve oluşturmak, finansal raporların kalitesini ve şeffaflığını artırmak, kurumsal suçlular için ağır medeni ve cezai cezalar geliştirmek, kurumsal ihbarcılar için koruma sağlamaktır (Wells, 2017: 309). Bunun yanı sıra Sarbanes-Oxley Yasası, denetim komitelerinin (1) dış denetçilerin atanması, tazmini ve çalışmalarının denetiminden doğrudan sorumlu olmasını; (2) yönetim kurulunun bağımsız üyelerinden oluşmasını; (3) danışman tutma yetkisine sahip olmasını; (4) dış denetçiler tarafından sağlanan izin verilen denetim dışı hizmetleri önceden onaylamasını; (5) çalışan ihbarcılarının muhasebe ve denetim konularıyla ilgili endişelerini iletmeleri için prosedürler oluşturmasını; (6) denetim komitesinin en az bir üyesinin mali uzman olduğunu açıklamasını; (7) bağımsız denetçilerden muhasebe uygulamaları hakkında düzenli raporlar almasını; ve (8) şirket avukatlarının menkul kıymetler yasalarının önemli bir ihlali veya emanet görevinin ihlaline dair kanıt raporlarını almasını gerektirmektedir (Rezaee, 2005: 291). Ayrıca Enron olayı, muhasebe standartları, iyileştirilmiş kurumsal yönetim ve düzenleyici denetime yönelik olan ihtiyacı da ortaya çıkarmıştır. Bunun yanı sıra bu önemli yönleri ihmal etmenin de işletmelere nasıl tehlikeleri doğuracağını bir kez daha hatırlatmıştır. Enron skandalı, kurumsal operasyonlarda şeffaflığın, hesap verebilirliğin ve etik davranışın kritik öneminin belirgin bir örneği olarak kabul edilmektedir. İş uygulamalarının bütünlüğünü sağlamak için bağımsız denetim sistemlerine, güçlü kurumsal yönetim mekanizmalarına ve etkili düzenleyici çerçevelere olan ihtiyacı vurgulamaktadır. Enron'un çöküşünden alınan dersler günümüzün iş ortamında yankılanmaya devam etmekte, aynı zamanda şirket yöneticilerini, bağımsız deneticileri ve diğer paydaşları iyi kurumsal yönetimi, etik davranışı ve şeffaflığı teşvik etmeye yönlendirmektedir. Bu doğrultuda hareket edilerek tüm paydaşlar için sağlıklı ve güvenli iş ortamı yaratılabilmektedir (Mohandas, 2024: 36).

4. Sonuç ve Öneriler

Yakın tarihin en bilinen finansal dolandırıcılıklarından biri olan Enron skandalının birden fazla kuruluşun işini doğru bir şekilde yapmaması, kısa vadeli kazançlar elde etme isteği ve aşırı rekabetçi politikası nedenleri sonucu olarak ortaya çıktığı söylenebilir. Yaşanan bu durum denetçilerin bağımsız ve şeffaf olması gerektiğini, objektif ve özenli davranarak Enron'un hatalı muhasebe uygulamalarını engellemeleri gerektiğini ortaya koymuştur. Ayrıca Enron'un yönetim kurulunun da tarafsız olmaması çöküşü etkileyen bir diğer neden olarak kabul edilmektedir. Yönetim tarafsız ve proaktif olmalıdır. Turunen (2024) Enron'un çöküşünün tek nedenini belirlemenin zor olduğunu birden fazla nedenin sonucu üzerinde etkili olduğunu vurgulamıştır.

Buradaki temel çıkarımın etik ikilem ve tüm bunların neden gerçekleştiğini ortaya koyulması gerektiğini ifade etmiştir. Enron kararlarının ağırlıklı insanlar tarafından alındığını belirtmiştir. Son olarak ne kadar yasa çıkarılırsa çıkarılsın, şirketler denetimlerine ve iç kontrollerine ne kadar yatırım yapmaya çalışırsa çalışsın ve şirketler için ne kadar çok güvenlik seçeneği olursa olsun, önünde sonunda etiğin, kararları veren insanlara kalacağını vurgulamıştır. Sağlar ve Kandemir (2007), Enron olayı sonuçları çerçevesinde mevcut muhasebe ilkelerinin ve özellikle tam açıklama, önemlilik ve özün önceliği ilkelerinin gerçek anlamda uygulanmasını vurgulamışlardır. Bunun yanı sıra kural bazlı rejimin ilke bazlı rejim ile desteklenmesi ve bu çerçevede şirketlere hesap verme sorumluluğu ve daha çok inisiyatif verilmesi çözüm önerisi sunmuşlardır.

Dünyada yaşanan finansal dolandırıcılık olaylarının engellenebilmesi için bir dizi düzenleyici ve yasal değişikliklere ihtiyaç duyulmuştur. Enron skandalı neticesinde ise kurumsal yönetimi geliştirmek, dolandırıcılık ve finansal tablolardaki hileli uygulamaları engellemek için Sarbanes-Oxley Yasası çıkarılmıştır. Bu yasanın amacı halka açık şirketlerin daha güvenilir hale getirilebilmesi için kurumsal yönetim ve finansal raporlama standartlarının güçlendirilmesini sağlayarak hem işletme yöneticilerine hem de bağımsız denetçilere sorumluluklar yüklemektir. Ayrıca bu yasa denetim işlevlerinin güvenilirliğini artırmayı, muhasebe politikalarını derinlemesine incelemeyi, finansal tabloların doğruluğunu ve kalitesini artırmayı, mali bilgileri daha güvenilir duruma getirmeyi, mali tablo dolandırıcılığı ve usulsüzlüklerini ortadan kaldırmayı da hedeflemektedir. Bunun yanı sıra bu yasa ile birlikte muhasebe mesleğinde bağımsız bir denetim oluşturulmuş, yatırımcıların piyasalara olan güveni yeniden elde edilmiş kurumsal yönetim ve hesap verebilirlik sağlanmıştır. Bu doğrultuda bu yasa ile Enron gibi dünyadaki finans piyasasında büyük yankılar uyandıran finansal dolandırıcılıkların önüne geçilmek istenmektedir. Deb ve Deb (2023), Sarbanes-Oxley Yasası ile bilanço dışı işlemler daha sıkı incelemeye tabi tutulduğunu belirtmiştir. Ayrıca işletmelerin dolandırıcılığa karşı daha güçlü iç kontrollere sahip olmalarının bu yasa ile zorunlu kılındığını vurgulamıştır. Cernuşca (2011) Sarbanes-Oxley Yasası ile finansal raporlamada etiğe odaklanmanın yatırımcıların bazı şirketlere olan güveninin artmasında etkili olduğunu ifade etmiştir.

Enron'un hisse fiyatlarındaki ani düşüş yatırımcıların zarar görmesine ve varlıklarının değerinin düşmesine, binlerce çalışanın işsiz kalmasına ve emeklilik fonlarının tamamını kaybetmesine sebep olmuştur. Bu durum dünya çapında finans sektöründe yankı uyandırarak yüzlerce firmayı olumsuz etkilemiştir. Enron skandalı; denetimde şeffaflık eksikliği,

bilanço dışı işlemlerin kullanılması, milyarlarca dolarlık ihmal edilmiş yükümlülük, borcu gizlemek, zayıf kurumsal yönetim, kazancı olduğundan fazla göstermek, açgözlülük ve yolsuzluk, kontrolsüz kurumsal hırs faktörlerinin birleşiminin bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Bunun yanı sıra Enron skandalı düzenleyici denetim eksikliklerini, hesap verebilirliğin, dürüstlüğün ve daha sıkı denetimin önemini de gün yüzüne çıkarmıştır. Tüm bu çöküş nedenleri, işletmelerde sağlam kurumsal yönetimin, iç ve dış denetimin bağımsız, tutarlı ve şeffaf bir şekilde yapılması gerekliliğini, etik kuralların uygulanmasının önemini bir kez daha hatırlatmıştır. Yönetimden çalışanlara, denetim kuruluşlarından işletmelere finans desteği sağlayan bankalara, şirket içi avukatlardan analistlere kadar tüm kuruluşların tarafsız bir şekilde işini doğru yapması gerekliliği ortaya çıkmıştır. Ayrıca finansal tablolar hazırlanırken muhasebenin on iki temel ilkesinin gerçek anlamı ile uygulanması gerekliliğini gün yüzüne çıkarmış ve bu ilkelerin göz ardı edilmesinin nasıl tehlikeleri doğuracağını bir kez daha hatırlatmıştır. Enron olayından çıkarılması gereken bir diğer ders ise (Deb ve Deb, 2023: 95); uzun vadeli sürdürülebilirlik yerine kısa vadeli kârları tercih etmenin doğuracağı tehlikelerdir.

Bu çalışmada Finansal manipülasyon, finansal başarısızlık ve iflas, Ponzi finansmanı, hile, spekülasyon, finansal istikrarsızlık ve Minsky gibi kavramlar teorik olarak açıklanmıştır. Ardından dünyada büyük yankı uyandıran finansal dolandırıcılıklardan biri olan Enron Skandalı'nın ortaya çıkış nedenleri, doğurduğu sonuçlar ve çıkarılması gereken dersler değerlendirilerek bu tarz skandalların engellenebilmesi için gereken çözüm önerileri sunulmuş literatüre katkı sağlanmıştır.

Kaynakça

- Ailon, G. (2011). Mapping the Cultural Grammar of Reflexivity: The case of the Enron Scandal. *Economy and Society*, 40(1), 141-166.1
- Altınbay, A., ve Ünal, O. (2022). Muhasebe Manipülasyonu Yöntemi Olarak Yaratıcı Muhasebe. *Ekonomi Maliye İşletme Dergisi*, 5(1), 217-232.
- Aslan, Y. (2018). İç Kontrol ve İç Denetim Mekanizmasının Gerekliliği: Enron Vakası. *Uluslararası Batı Karadeniz Sosyal ve Beşeri Bilimler Dergisi*, 2(2), 168-177.
- Ayboğa, H. (2021). 20. Yılında Enron Olayının Değerlendirilmesi, Muhasebe-Hukuk İlişkilerine Etkisi ve Yapılan Düzenlemeler. *Uluslararası Beşeri ve Sosyal Bilimler İnceleme Dergisi*, 5(2), 169-179.
- Azibi, J., Tondeur, H., and Rajhi, M. T. (2011). Auditor Choice and Institutional Investor Characteristics After the Enron Scandal in The French Context. *International Journal of Economics and Accounting*, 2(1), 32-52.
- Beaver, W. H. (1966), Financial Ratios as Predictors of Failure, *Journal of Accounting Research*, 4, Empirical Research in Accounting: Selected Studies, 71-102.
- Boje, D. M., Rosile, G. A., Durant, R. A., and Luhman, J. T. (2004). Enron spectacles: A critical dramaturgical analysis. *Organization Studies*, 25(5), 751-774.
- Ceruşca, L. (2011). Ethics in Accounting: the Consequences of the Enron Scandal. *Agricultural Management / Lucrari Stiintifice Seria I, Management*, 13(3), 35-43.
- Coenen, T. L. (2008). *Essentials of corporate fraud*. John Wiley & Sons.
- Da Silveira, A. D. M. (2013). The Enron Scandal A Decade Later: Lessons Learned.
- Deb, S. S., & Deb, S. (2023). The Rise and Fall of Enron: A Cautionary Tale Of Corporate Greed And Betrayal. *International Journal of Multidisciplinary Research and Growth Evaluation*, 4(5), 94-100.
- Dinç, E. (2019). Denetimde Risk Planlaması ve Önemlilik. *Atatürk Üniversitesi-AOE, Ed. Dursun, A. ISBN: 978-605-7894-87-8*, 110-133.
- Dinç, Y., ve Cengiz, S. (2014). Muhasebe Denetiminde Hata ve Hilenin Denetçi Etiği Açısından İncelenmesi: Enron Skandalı Örneği. *Çankırı Karatekin Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 5(1), 221-236.
- Hatunoğlu, Z., Koca, N., ve Kılılı, M. (2012). İç Kontrolün Muhasebe Sistemindeki Hata ve Hilelerin Önlenmesindeki Rolü Üzerine Bir Alan Çalışması. *Mustafa Kemal Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 9(20), 169-189.
- Healy, P. M., and Palepu, K. G. (2003). The fall of Enron. *Journal of economic perspectives*, 17(2), 3-26.

- Huang, S. Y., Lin, C. C., Chiu, A. A., and Yen, D. C. (2017). Fraud detection using fraud triangle risk factors. *Information Systems Frontiers*, 19, 1343-1356.
- Karabınar, S. ve Akyel, N. (2009). Hileler ve Muhasebe Denetimindeki Yeri, 1.Uluslararası Balkanlar Tarih ve Kültür Kongresi, 10-16 Mayıs, Priştine-Kosova.
- Karavardar, A. (2016). Hile Riskinin Tayini İçin Kanıtsal Ağ Kullanımı: Enron Vakası Uygulaması-Use of Evidential Framework For Fraud Risk: An Application of Enron Case. *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 8(17), 243-265.
- Khan, M. A., Khan, U. N., Jamali, A. K., & Jamshed, J. (2022). The Factors Contributing to a Corporation's Demise: An Analysis of Enron. *Journal of Management Practices, Humanities and Social Sciences*, 6(2), 15-21.
- Koban, A. O., ve Karakaya, G. (2022). Enron Vakası'nın Denetim, Risk Yönetimi ve İç Kontrol İlkeleri Çerçevesinde İncelenmesi. *Denetişim*, (24), 91-106.
- Küçükkocaoğlu, G., ve Küçüksözen, C. (2005). Gerçeğe Aykırı Finansal Tabloların Ortaya Çıkarılması: IMKB Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Çalışma. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (28), 160-171.
- Li, Y. (2010). The Case Analysis of the Scandal of Enron. *International Journal of business and management*, 5(10), 37-41.
- Liu, S., Lu, L., & Wu, Y. (2021). The Role of SPEs in the Enron Scandal and Its Implications for China. In *2021 International Conference on Financial Management and Economic Transition (FMET 2021)*, Atlantis Press, 1-6.
- Minsky Ph D, H. P. (1977). A Theory of Systemic Fragility. https://digitalcommons.bard.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1230&context=hm_archive
Erişim Tarihi: 26.07.2024
- Minsky, H. (2016). *Can It Happen Again?: Essays on Instability and Finance*. Routledge.
- Mohandas, A. A. (2024). Unravelling the Enron Scandal: Analysing Failures, Regulatory Responses, and Ongoing Lessons in 2023. *VOLUME 2 IS-SUE XIII*, 36.
- Nelson, K. K., Price, R. A., and Rountree, B. R. (2008). The Market Reaction to Arthur Andersen's Role in The Enron Scandal: Loss of Reputation or Confounding Effects?. *Journal of Accounting and Economics*, 46(2-3), 279-293.
- Petrick, J. A., and Scherer, R. F. (2003). The Enron Scandal and The Neglect of Management Integrity Capacity. *American Journal of Business*, 18(1), 37-50.
- Rezaee, Z. (2005). Causes, Consequences, and Deterrence of Financial Statement Fraud. *Critical Perspectives on Accounting*, 16(3), 277-298.

- Sağlar, J., & Kandemir, C. (2007). Enron Olayı: Muhasebe Hilesi mi, Sistem Hatası mı?. Çukurova Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 11(1), 20-39.
- Sayılğan, G. (2019). Soru ve Cevaplarıyla İşletme Finansmanı. *Siyasal Kitabevi, 8. Baskı, Ankara*.
- Schilit, H. M., & Perler, J. (2010). *Financial Shenanigans Third Edition*. McGraw-Hill.
- Schuchter, A., and Levi, M. (2016). The fraud triangle revisited. *Security Journal, 29*, 107-121.
- Sendyona, C. C. (2020). Enron Scandal: Evidence of A Missed Opportunity to Detect and Halt Fraud and Bankruptcy. *European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research, 8(5)*, 54-65.
- Stiglitz, J. E. (2004). *The roaring nineties: a new history of the world's most prosperous decade*. WW Norton & Company.
- Şensoy, A. D. (2013). Manipülasyon; Piyasa Dolandırıcılığı Suçu, Uygulanacak Tedbirler ve Yaptırımlar. *Ankara Barosu Dergisi, (3)*, 371-399.
- Tarjo and Herawati, N. (2015). *Application of Beneish M-Score Models and Data Mining to Detect Financial Fraud*, *Procedia - Social and Behavioral Sciences, 211*, 924-930.
- Thomas, C. W. (2002). The Rise and Fall of Enron. *Journal of Accountancy-New York-, 193(4)*, 41-52.
- Turunen, E. (2024). Enron Crisis: Corporate Deception, Regulatory Failures, and Lessons Learned. Lappeenranta–Lahti University of Technology LUT Bachelor's Programme in Strategic Finance, Bachelor's thesis.
- Wells, J. T. (2017). *Corporate fraud handbook: Prevention and detection*. John Wiley & Sons.
- Yazıcı, R. (2019). Türkiye'deki İşletme Faaliyetlerinde Riskleri Zamanında Öngörebilmek ve Önlem Alabilmek İçin Getirilen Düzenlemelere Bakış ve Öneriler. *XI. International Balkan and Near Eastern Social Sciences Congress Series, Tekirdağ / Turkey, (9-10 Mart)*, 706-720.
- Zhou, W., and Kapoor, G. (2011). Detecting evolutionary financial statement fraud. *Decision Support Systems, 50(3)*, 570-575.

WorldCom Skandalı

Ceyda Yerdelen Kaygın¹

Özet

Dünya çapında sürdürülebilir finansal sistemin oluşturulması; şirketlerin muhasebe kurallarını uygulaması ve finansal tablo dolandırıcılığının önüne geçilmesiyle sağlanabilir. Finansal tabloların güvenilirliği, şeffaflığı ve tekdüzeliği sadece şirketlerin finansal performanslarının belirlenmesi için değil aynı zamanda şirketler ile ilgili karar verme süreçlerinde finansal bilgi kullanıcıları için de oldukça önemlidir. Finansal tablolarda yer alan rakamlar manipüle edilerek; menkul kıymetlerin aşırı fiyatlandırılması, şirketlerin aşırı borçlanması, şirketlerin iflastan kaçınması, şirketlerin düşük faizli borç almaları, yöneticilerin suni performans artışları, yöneticilerin ikramiye ve terfi almaları gibi başlangıçta olumlu durumların oluşturulması mümkündür. Ancak şirketlerin finansal tablo dolandırıcılığının ortaya çıkmasıyla birlikte söz konusu olumlu durumlar tersine dönmektedir.

WorldCom skandalı; şirketlerin finansal tablolarının güvenilirliğinde şeffaflığın önemini vurgulayan ve finansal tablo dolandırıcılığı konu alan araştırmalar için sağlam bir zemin oluşturmaktadır. Bu nedenle çalışmada, Worldcom skandalı ile ilgili literatür taraması yapılarak skandalın değerlendirilmesi amaçlanmıştır. Yapılan çalışmada; şirketin tarihçesi, skandalın ortaya çıkışı ve etkileri ile skandala yönelik alınan önemler ayrıntılı olarak ele alınarak incelenmiştir.

Bir telekomünikasyon şirketi olan WorldCom'un iflası, şirketlerin finansal raporlama sürecinin güvenilirliği konusunda endişeler oluşturmasının yanı sıra finansal raporlama sürecinde yöneticiler, denetçiler, düzenleyiciler ve analistlerin süreç içerisindeki rollerine de dikkat çekmektedir.

1 Doç. Dr. Kafkas Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Uluslararası Ticaret ve Lojistik Bölümü, ceydayerdelenkaygin@gmail.com, 0000-0001-9544-9991.

1. Giriş

Finansal bilgi kullanıcıları; şirketlere ait belirli dönemlerde yayınlanan finansal tabloları inceleyerek şirketlerin finansal durumları ve faaliyet sonuçları gibi konularda bilgi edinmektedirler (Santos vd., 2018: 1091). Küreselleşme ile birlikte yatırımcılar; farklı ülkelerdeki şirketlere yatırım yaparak yabancı sermayenin bir ülkeden diğerine serbestçe akışında etkili bir faktör olarak görülmektedirler. Bu bağlamda yatırımcılar; şirketlerin finansal tablolarının uluslararası finansal raporlama standartları uygun olarak hazırlanmasının yanı sıra şirketlerin bağımsız ve yetkili taraflarca denetlenmesini talep etmektedirler (Öğüt vd., 2009: 5419).

Finansal tablolar, karar alma süreci için ana bilgi kaynaklarından biri olsa da yöneticiler; finansal raporlamada ve mali işlemleri yapılandırma, şirketlerin temel ekonomik performansı hakkında bazı paydaşları yanıltmak veya muhasebe rakamlarına bağlı sözleşme sonuçları etkilemek için finansal raporlarda değişiklikler yapmaktadırlar (Healy & Wahlen, 1999: 368). Başka bir ifadeyle yöneticiler; kendi çıkarlarını maksimize etmek için finansal bilgi kullanıcılarını finansal bilgi manipülasyonu ile yanıltabilirler. Hileli finansal raporlama ve muhasebe manipülasyonu olarak da adlandırılan finansal bilgi manipülasyonu genellikle finansal tablolardaki bilgileri kasıtlı olarak çarpıtma eylemi olarak ifade edilmektedir (Trussel, 2003: 167). AICPA'ya göre (According to the American Institute of Certified Public Accountants) finansal bilgi manipülasyonu; mali tabloların hazırlandığı muhasebe kayıtlarının veya destekleyici belgelerin manipüle edilerek kasıtlı olarak değiştirilmesi veya muhasebe bilgilerin mali tablolarında kasıtlı olarak yer verilmemesi olarak tanımlanmaktadır. Finansal tablo dolandırıcılığı yapmanın nedenleri arasında; hisse senedi performansını iyileştirmek, vergi yükümlülüklerini azaltmak veya yönetimsel baskı nedeniyle performansı abartma girişimi gibi durumlar yer almaktadır (Ravisankar vd., 2011: 492).

Finansal tablolardaki muhasebe kayıtlarının çarpıtılması, sahte işlem veya muhasebe ilkelerinin yanlış uygulanması gibi hileli işlemler piyasa, yatırımcılar ve kamuoyu üzerinde tahribat etkisi yaratabilir (Hastuti, 2015: 222). Küçük bir bilgi manipülasyonu büyük bir fiyat hareketini tetikleyebilir (Wang & Zheng, 2023: 5). Finansal dolandırıcılık, finans sektörüne olan güveni azaltabilir, ekonomileri istikrarsızlaştırabilir ve insanların yaşam maliyetlerini etkileyebilir (West & Bhattacharya, 2016: 47). Bu nedenle şirketlerin finansal tabloların hazırlanması sürecinde etik, iç denetim ve bağımsız denetim mekanizmalarının sağlıklı yürütülmesi oldukça önem arz eden bir durumdur.

Bu çalışmada finansal tablo dolandırıcılığının bilenen örneklerinden biri olan WorldCom şirketinin incelenmesi amaçlanmıştır. Söz konusu amaç doğrultusunda literatür taraması yapılmış ve çalışma beş bölüm olarak hazırlanmıştır. Birinci bölümde karar vermede etkili olan şirketlerin finansal tablolarının öneminin açıklandığı giriş bölümü yer almaktadır. İkinci bölümde finansal dolandırıcılığın tanımı ve türleri hakkında bilgi verilmiştir. Üçüncü bölümde WorldCom şirketi ile ilgili yapılan literatür taraması sunulmuştur. Dördüncü bölümde WorldCom şirketinin tarihçesi, skandalın ortaya çıkışı ve etkileri ile skandala yönelik alınan önlemler ayrıntılı olarak ele alınmıştır. Beşinci bölümde ise sonuç ve değerlendirmeye yer verilmiştir.

2. Finansal Dolandırıcılığın Türleri

Finansal dolandırıcılık, mali kazanç elde etmek amacıyla yasa dışı yöntemlerin veya uygulamaların kasıtlı olarak kullanılması olarak tanımlanabilir (West & Bhattacharya, 2016: 47). Finansal dolandırıcılık; kredi kartı dolandırıcılığı, menkul kıymetler ve emtia dolandırıcılığı, finansal tablo dolandırıcılığı, sigorta dolandırıcılığı, ipotek dolandırıcılığı ve kara para aklama olmak üzere 6 başlıkta ele alınmaktadır (Gill vd., 2005; Zhou & Kapoor, 2011; West & Bhattacharya, 2016).

Kredi Kartı Dolandırıcılığı: Kredi kartlarının sahiplerine ulaşmadan önce ele geçirilmesi, kart kullanıcılarının kişisel bilgilerinin elde edilerek sahte kartların oluşturulması veya kartın klonlanarak posta, telefon ve internet aracılığıyla işlemler yapılması şeklinde gerçekleştirilmektedir (Bhattacharyya vd., 2011: 603). E-ticaret ve diğer birçok çevrimiçi site, çevrimiçi ödeme modlarının artmasıyla birlikte çevrimiçi dolandırıcılık riski ve kredi kartı dolandırıcılığı riskinde artış gözlemlenmiştir (Dornadula & Geetha, 2019: 631).

Menkul Kıymetler ve Emtia Dolandırıcılığı: Bir kişinin yanlış bilgilere dayanarak herhangi bir şirkete yatırım yapmak için kandırıldığı çeşitli yöntemleri ifade etmektedir (Ngai vd., 2011: 561). Başka bir ifadeyle, menkul kıymetler ve emtia dolandırıcılığı; piyasa manipülasyonu yoluyla hırsızlık, menkul kıymet hesaplarından hırsızlık ve elektronik dolandırıcılık olarak tanımlanmaktadır (West & Bhattacharya, 2016: 50-51). Günümüzde karşılaşılan en yaygın menkul kıymet ve emtia dolandırıcılıkları piyasa manipülasyonu ile gerçekleşmektedir. Menkul kıymetler ve emtia dolandırıcılığı; yüksek getirili yatırım dolandırıcılığı, Ponzi planı, piramit planı, Prime Bank planı, avans ücreti dolandırıcılığı, hedge fonu dolandırıcılığı, emtia dolandırıcılığı, döviz dolandırıcılığı, aracı kurum zimmetine geçirme ve gün sonu ticareti olmak üzere birçok farklı şekilde gerçekleştirilmektedir (FBI Mali Suçlar Raporu, 2007).

Finansal Tablo Dolandırıcılığı: Muhasebe döngüsü, bir işletmenin veya organizasyonun işlemlerini analiz etme, kaydetme, sınıflandırma, özetleme ve raporlama prosedürlerini içermektedir. Muhasebe döngüsünün son ürünü olan finansal tablolar, bir şirketin finansal pozisyonunun ve periyodik performansının göstergesidir (Albrecht vd., 2015: 804). Bu nedenle finansal tablo dolandırıcılığı; bireyleri, kuruluşları ve toplumu olumsuz etkileyen bir dolandırıcılık türüdür. Finansal tablo dolandırıcılığı; (1) muhasebe kayıtlarının manipüle edilmesi, (2) mali tablolardaki işlemlerin, hesapların veya diğer önemli bilgilerin kasıtlı olarak ihmal edilmesi veya (3) işletme işlemlerini ölçmek, tanımak, raporlamak ve ifşa etmek için kullanılan muhasebe ilkelerinin, politikalarının ve prosedürlerinin yanlış uygulanması olmak üzere üç farklı açıdan ele alınabilir (Rezaee, 2005: 279; Zhou & Kapoor, 2011: 570).

Sigorta Dolandırıcılığı: Günümüzde sigorta şirketleri; sermaye tasarruflarının toplanması, biriktirilmesi ve yönetilmesi gibi temel işlevleri nedeniyle uluslararası finans piyasalarında çok önemli kurumsal yatırımcılar ve kilit oyuncular haline gelmiştir (Viaene & Dedene, 2004: 313). Sigorta dolandırıcılığı; kasıtlı hayali bir talepte bulunmak, bir talebe ekstra maddeler eklemek veya meşru haktan daha fazlasını elde etme niyetiyle dürüst olmamak olarak tanımlanabilir (Gill vd., 2005:73). Sigorta dolandırıcılığı genellikle sigorta şirketlerinin poliçe sahiplerinin aksine, iddia edilen kazaların gerçekten meydana gelip gelmediğini belirleyememesi durumunda ortaya çıkmaktadır (Okura, 2013: 120).

İpotek Dolandırıcılığı: İpotek dolandırıcılığı; mülkün değerinden hileli bir şekilde para çekmek için mülk değerlerinin yapay olarak artırılması suçudur (Carswell & Bachtel, 2009: 350). Başka bir ifadeyle ipotek dolandırıcılığı; genellikle bir krediyi finanse etmek, satın almak veya güvence altına almak için yanlış beyanların, yanlış tanımların veya eksikliklerin kasıtlı kullanımı olarak tanımlanmaktadır (Von Lampe, 2008: 302).

Kara Para Aklama: Kara para aklama; kirli paranın kaynağının değiştirilerek, kara parayı yasal göstermek ve daha sonra kullanılabilir, transfer edilebilir ve pazarlanabilir hale getirme faaliyetidir (He, 2010: 15). Kara para aklama, yasadışı paranın meşru parayla karıştırılarak meşru görünmesi sürecidir (Korejo vd., 2021: 725-726).

3. Literatür Taraması

WorldCom firmasıyla ilgili geçmişten günümüze kronolojik biçimde literatürdeki çalışmalar hakkında bilgi verilmiştir.

Harmantzis (2004), araştırmasında WorldCom ve Amerika Birleşik Devletleri'ndeki telekomünikasyon hizmetleri sektörü hakkında ayrıntılı tartışma sunmaktadır. Altman'ın Z-Skor Modeli'nin büyük şirketlerin iflastan korunmak için uygulanabilirliğini tespit etmiştir.

Unerman & O'Dwyer (2004), Anthony Giddens'in teorilerini kullanarak Enron, WorldCom ve Andersen şirketlerinin 2001 ve 2002 yıllarındaki muhasebe ve denetim başarısızlıklarını analiz etmişlerdir. Araştırmada denetim ve muhasebe sistemlerine olan güvenin giderek azaldığı ve bununla ilişkili olarak kurumsal yatırım araçlarında yatırımcıların risk algılarının arttığını gözlemlemişlerdir.

Zekany vd., (2004), çalışmalarında WorldCom vakasının incelenmesinde birincil odak noktası olan finansal muhasebe sorunlarını belirleyerek muhasebe dolandırıcılığını önlemede iç kontroller, iç denetim, dış denetim ve denetim komitesi gibi güvenlik önlemlerine kısaca değinmişlerdir.

Akhigbe vd., (2005), WorldCom iflasının kurumsal yatırımcılar ve alacaklılar açısından finansal kuruluşlar üzerindeki değerlendirme etkilerini incelemişlerdir. Araştırma sonucunda WorldCom'un iflasına yol açan olaylar dizisinin, kurumsal yatırımcıların ve alacaklıların hisse senedi fiyatlarında çok az etkisi olduğu ancak büyük rakiplerin listelenmelerinde önemli bir etkisi olduğu sonucuna varmışlardır.

Carcello vd., (2005), Enron ve WorldCom skandalları sırasında iç denetimdeki değişiklikleri, ilgili yasa koyucu, iç kontrol ve kurumsal yönetime odaklanmasını ele alarak analiz etmişlerdir. Yapılan analiz sonucunda; daha küçük şirketlerde daha büyük bütçe artışları, daha fazla finansal kaynağa (yani daha güçlü işletme nakit akışları) veya daha fazla likidite riski olan şirketlerde (yani daha düşük cari oranlar) daha büyük bütçe ve personel artışları ile iç denetimdeki değişiklikte sektör farklılıkları hakkında bazı kanıtlar elde etmişlerdir.

Reber & Gower (2006), Enron ve WorldCom şirketlerine ait basın bültenlerini web sitelerinden toplayarak incelemişlerdir. İnceleme sonucunda her iki şirketinde iyi bir iletişim stratejisi olmadığını tespit etmişlerdir. Araştırmada ayrıca hukuki ve halkla ilişkiler kriz iletişim stratejilerinin bulanıklaştığına dair ek kanıtlar sunmuşlardır.

Kuhn & Sutton (2006), WorldCom dolandırıcılığını yeniden ele alarak dolandırıcılık işlemlerinin erken tespiti için gerekli analitik izlemeyi sağlayacak bir sürekli güvence modeli tasarlamışlardır. Araştırmacılar geliştirdikleri modelden yararlanarak WorldCom yönetimi tarafından yürütülen temel dolandırıcılık yöntemlerini incelemişlerdir.

Özbirecikli (2006), çalışmasında denetçi tarafından kusurun tespit edilmesi, kusurun nedeni, sorumlusunun belirlenmesi ve kusurun düzeltilmemesi durumunda denetçinin görüşü Enron ve WorldCom gibi şirketlerin yolsuzluk vakalarını ele alarak raporlama sürecini kapsayan üç aşamalı bir model oluşturmuştur.

Soltani (2014), Enron, WorldCom ve HealthSouth Amerikan şirketleri ile Parmalat, Royal Ahold ve Vivendi Universal Avrupa şirketlerinin kurumsal başarısızlığının karşılaştırmalı analizini yapmıştır. Araştırmada vaka analizi dolandırıcılık perspektifi ile şirkete özgü özellikler (sahiplik yapısı) ve çevresel bağlam (medya ile akademik literatürdeki kapsam, düzenleyici ve kurumsal yönetim çerçeveleri) açısından ele alınmıştır. Analiz sonucunda, Avrupa ve ABD arasında siyasi kurumlar, yasalar ve düzenlemeler ile yönetim uygulamaları açısından büyük farklılıklar olmasına rağmen, şirketler arasında dolandırıcılık üçgeni perspektifinden yapılan analizde önemli benzerlikler de gözlemlenmiştir.

Yardımcıoğlu vd., (2015), Enron ve WorldCom şirketlerinin yolsuzluk vakaları ve muhasebe hileleri ile ilgili vakaları inceleyerek işletmeler açısından etik kurallarının belirlenmesi ve iç kontrol sisteminin oluşturulmasının önemini ortaya koymuşlardır.

Heracleous & Werres (2016), WorldCom ve Nortel Networks şirketlerinin uyumsuzlukları ve nihayetinde iflasa yol açan faktörleri derinlemesine bir vaka analizi ile incelemişlerdir.

Ndekugri & Twum-Danso (2019), WorldCom, Adelphia, Enron ve Tyco şirketlerinin etik sorunlarını muhasebe standartları ile ele almışlardır. Araştırmada; WorldCom, Adelphia, Enron ve Tyco şirketlerinin net gelirinin abartıldığı, CEO'lar ve CFO'lar tarafından şirket fonlarının kötüye kullanılmasına yol açan şirket giderlerinin eksik beyan edildiği ve şirketlerin muhasebe standartlarına aykırı davrandıkları tespit edilmiştir.

Ganschow vd., (2020), çalışmasında WorldCom dolandırıcılık vakasının ekonomik ve sosyal sonuçlarını ele almıştır. Araştırmada WorldCom skandalının günümüze kadar olan etkileri ekonomik teoriler ve pratik örnekler kullanılarak ayrıntılı olarak açıklanmıştır.

Çakalı (2022), ABD'de telekomünikasyon sektöründe faaliyet gösteren ve dünya çapında önemli olan telekomünikasyon şirketlerinden WorldCom şirketinin iflasını kurumsal yönetimin kavramsal temellerini dikkate alarak vekâlet sorunu perspektifinde incelemiştir.

4. WorldCom Skandalının İncelenmesi

WorldCom skandalının incelenmesi; WorldCom şirketinin tarihçesi, skandalın ortaya çıkışı ve etkileri ile skandala yönelik alınan önemler olmak üzere üç başlıkta ele alınmıştır.

4.1. WorldCom Şirketinin Tarihçesi

WorldCom şirketinin geçmişi 1983 yılında Murray Waldron ve William Rector tarafından kurulan LDDS (Long-Distance Discount Service) isimli şirkete kadar uzanmaktadır. 1985 yılında Bernard Ebbers şirkete CEO olarak atanmıştır. LDDS şirketi, 1989 yılında Advantage Companies Inc. şirketini satın alarak ilk kez halka açılmıştır (Pandey & Verma, 2005: 55).

LDDS şirketi, 1993 yılında Resurgens Communications Group ve Metromedia Communications, 1994 yılında IDB Communications Group Inc., 1995 yılında Williams Telecommunications Group şirketlerini satın almıştır (Gershon & Alhassan, 2004: 10; Soltani, 2014: 262). LDDS şirketinin ismi 1995 yılında önce World Com daha sonra WorldCom olarak değiştirilmiştir. LDDS şirketi, 1996 yılında MFS Communications Company 1998 yılında MCI Communications, Brooks Fibre Properties, CompuServe ile ANS Communications Inc. şirketlerini satın alarak bünyesine katmıştır (Reber & Gower, 2006: 2019). MCI şirketiyle birleşmesinden sonra WorldCom şirketin adı MCI WorldCom olarak değiştirilmiştir. MCI WorldCom şirketi 1999 yılında SkyTel Communications şirketini satın alarak birleşme ve satın almalar yoluyla hızla büyüyen ABD'nin en büyük telekomünikasyon şirketlerinden biri olmuştur (Stonham, 1998: 323; Kaplan & Kiron, 2004: 9).

Skandalın yaşandığı 2002 yılına gelindiğinde ise Ebbers'in büyüme stratejisiyle WorldCom, yaklaşık 65 ülkede faaliyet gösteren ve Fortune 500 listesine göre telekomünikasyon sektörünün dördüncü büyük şirketi olan uluslararası bir şirket haline gelmiştir (Pandey & Verma, 2005: 51).

4.2. WorldCom Skandalının Ortaya Çıkışı ve Etkileri

WorldCom, agresif bir satın alma stratejisi uygulayarak çok sayıda şirketi satın alma işlemini başarıyla tamamlayıp, sadece ABD'nin değil dünyanın da internet veri trafiğini yöneten şirketlerden birisi olmuştur (Ebbers, 2012: 4). WorldCom yöneticileri, hisse senedi ve borç karşılığında satın almaya yönelik bir birleşme stratejisi benimsemişlerdir. WorldCom şirketinin hisse senedi, telekomünikasyon balonunun patlamasından önceki yıl olan Haziran 1999'da 64,51 dolara kadar yükselmiştir (Harmantzis, 2004: 6). WorldCom

şirketinin hisse senetlerinin kısa sürede değer kazanması büyüme stratejisi için gerekli kaynak temininde önemli bir faktör olarak değerlendirilmektedir.

4 Ekim 1999'da MCI WorldCom ve Sprint şirketleri birleşme kararı almışlardır. Ancak ABD ve Avrupa'daki düzenleyici kurumlar iki şirketin iş faaliyetlerinin büyük bir kısmının örtüşmesi ve bu durumun rekabet etkileri konusunda endişe verici olması nedeniyle Antitröst Yasası gereği tekelleşmenin önüne geçmek için bu birleşme kararını onaylamamışlardır (Pelcovits, 2004: 101). Telekomünikasyon sektöründe yaşanan hızlı teknolojik yenilik ve yeni hizmet geliştirme potansiyeli, yatırımcıların iştahının kabarmasına neden olmuştur (Kaplan & Kiron, 2004: 12). Sektörün yatırımcıların dikkatini çekmesiyle birlikte telekomünikasyon şirketleri büyük miktarda hisse senedi ihracına, borçlanma ve banka kredisi akışına yönelmişlerdir. Telekomünikasyon sektörü için abartının çok ileri gittiği anlaşıldığında ise sektörel beklentiler daha gerçekçi seviyelere dönmüş ve yatırımcılar çok daha ihtiyatlı hale gelmişlerdir. Telekomünikasyon balonunun patlamasının ardından şirketler ciddi şekilde tahrip edilmiş, bilançolar ve büyük miktarda kârsız sabit varlıklarla baş başa kalmışlardır (Lenain & Paltridge, 2003: 4). Telekomünikasyon şirketlerinin; borçlarının ve giderlerinin birikmesi, borsada internet balonunun patlamasına, şirketlerin satışlarında ve gelirlerinde azalma olması gibi sektörel birçok olumsuzluğun yaşanmasında etkili olmuştur (Henry, 2002; Cheng, vd 2003: 65). Yaşanılan sektörel olumsuzluklar nedeniyle 1999 yılında WorldCom'un gelir artışında yavaşlama başlamış, giderleri artmış ve buna bağlı olarak WorldCom'un hisse senedi fiyatları değer kaybetmiştir. WorldCom yöneticileri kazanç tahminlerini karşılamak amacıyla çeşitli hileli maliyet düşürücü ve gelir artırıcı muhasebe hileleri ile çöküşü 2002 yılına kadar geciktirmişlerdir (Kuhn & Sutton, 2006: 62).

WorldCom şirketinin en büyük gider kalemini, ağ tesislerine erişim için üçüncü taraflara ödenen hat maliyetleri oluşturmaktadır. WorldCom şirketi 1990 yılından beri üçüncü tarafların ağlarına erişim sağlamak için çok sayıda uzun vadeli kiralama sözleşmesi imzalamıştır. Genel kabul görmüş muhasebe ilkeleri uyarınca bu maliyetlerin şirketin gelir tablosunda gider olarak kaydedilmesi gerekmektedir (D'Antonio, 2021: 94-95). Ancak WorldCom şirketinin, masraflarını hileli bir şekilde aktifleştirerek kaydetmesi Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kârın (FAVÖK) gerçek değerinden fazla hesaplanmasına sebep olmuştur (Zekany vd., 2004: 109). Analistler ve sektör gözlemcileri tarafından yakından takip edilen ve WorldCom'un en önemli performans göstergesi olan E/R oranı (hat maliyeti harcamaları/gelirler) üzerinde yanıltıcı bir etki oluşturmuştur (Kaplan & Kiron, 2004: 12).

WorldCom skandalının ortaya çıkışı ve WorldCom şirketinin sürdürülebilirliği konusunda endişeye işaret eden olaylar aşağıda kronolojik olarak sıralanmıştır (Akhigbe vd., 2005: 51);

- 6 Şubat 2002: Agresif muhasebe uygulamalarına ilişkin endişelerin oluşması,

- 1 Mart 2002: SEC'den muhasebe prosedürleri ve memurlara verilen kredilerle ilgili bilgi talebi yapılması,

- 3 Nisan 2002: Toplam iş gücünün %4 azaltılması,

- 22 Nisan 2002: Standard & Poor's ve Moody's kredi notunu düşürmesi,

- 30 Nisan 2002: WorldCom CEO'su Bernard Ebbers'in istifa etmesi,

- 9 Mayıs 2002: Standard & Poor's ve Moody's kredi notunu düşürmesi,

- 21 Mayıs 2002: Temettü ödemeleri ve iki takip hissesinin ortadan kaldırılması,

- 4 Haziran 2002: Varlık ve iş birimlerinin satışının yapılması,

- 25 Haziran 2002: 2001'den başlayarak beş çeyrekte 3,8 milyar dolarlık giderin hileli muhasebe kaydının çıkması,

- 1 Temmuz 2002: Rezerv hesaplarının iptali ile ilgili daha fazla dolandırıcılık belirtisi olması ve borç verenler WorldCom'a temerrüt nedeniyle derhal geri ödeme talep edebileceklerini bildirmesi,

- 19 Temmuz 2002: İflas başvurusunun bir sonraki iş gününde yapılması.

ABD'nin en büyük muhasebe skandallarından biri olan WorldCom skandalının yaşandığı dönemde WorldCom şirketi; IP ağları, kablosuz mesajlaşma, ticari uzak mesafe ve yerel ses hizmetleri, uluslararası iletişim hizmetleri, müşterilerin iletişim sistemlerinin tasarlanması ve yönetilmesi gibi uluslararası telekomünikasyon hizmetlerini sağlayıcısı konumunda olduğu bilinmektedir (Sadka, 2006: 452-453). Mart 2002'de ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC - Securities and Exchange Commission) WorldCom şirketinden; itiraz edilen faturalar ve satış komisyonları, toptan müşterilerle ilgili kazançları, birleşmeler için muhasebe politikaları, CEO'ya verilen kredileri, WorldCom'un bilgisayar sistemlerinin MCI ile entegrasyonu ve WorldCom'un Wall Street analistlerinin kazanç beklentilerini izlemesini içeren bir dizi finansal raporlama konusu hakkında veri talep etmiştir (Lyke & Jickling, 2002: 3). 25 Haziran 2002 yılında WorldCom şirketi 2001 yılı ve 2002 yılının ilk çeyreğindeki kazançlarını 3,8 milyar dolardan fazla abarttığını duyurmasının ardından 26 Haziran'da

ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC) WorldCom şirketini büyük muhasebe dolandırıcılığıyla suçlamıştır (Pandey & Verma, 2005: 54).

WorldCom skandalının ortaya çıkmasıyla birlikte yapılan incelemede şirketin varlıkları, gelirleri ve giderlerinin gerçeği yansıtmadığı tespit edilmiştir. Başka bir ifadeyle WorldCom'un 2001 ve 2002'nin ilk çeyreğine ait finansal tablolarında açıkladığı kârın aslında var olmadığı ve şirketin bu dönemlerde zarar ettiği ortaya çıkmıştır (Giroux, 2008: 1205). 25 Haziran 2002'de WorldCom'un gerçekte yarım milyar dolarlık bir zararı olmasına rağmen 3 milyar dolarlık bir kâr beyan ederek finansal tablolarındaki rakamlarının hileli raporlandığı belirlenmiştir (D'Antonio, 2021: 98). Soruşturmadan sonra şirkete ait toplam 11 milyar dolarlık yanlış beyan olduğu tespit edilmiştir (Ashraf, 2011: 1). WorldCom şirketine ait SEC soruşturma raporundan yıllar itibariyle elde edilen beyanlar Tablo 1'de sunulmuştur.

Tablo 1: WorldCom Şirketinin Komisyona Yaptığı Dosyalamalardaki Yanlış Beyanlar

Komisyona Sunulan Form	Raporlanan Hat Maliyetleri	Raporlanan Gelirler (Vergiler ve Azınlık Payları Öncesi)	Gerçek Hat Maliyetleri	Gerçek Gelirler (Vergiler ve Azınlık Payları Öncesi)
3. Q. 2000	3,867 milyar \$	1,736 milyar \$	4,695 milyar \$	908 milyon \$
2000	15,462 milyar \$	7,568 milyar \$	16,697 milyar \$	6,333 milyar \$
1. Q. 2001	4,108 milyar \$	988 milyon \$	4,879 milyar \$	217 milyon \$
2. Q. 2001	3,73 milyar \$	159 milyon \$	4,29 milyar \$	401 milyon \$ zarar
3. Q. 2001	3,745 milyar \$	845 milyon \$	4,488 milyar \$	102 milyon \$
2001	14,739 milyar \$	2,393 milyar \$	17,754 milyar \$	622 milyon \$ zarar
1. Q. 2002	3,479 milyar \$	240 milyon \$	4,297 milyar \$	578 milyon \$ zarar

Kaynak: SEC Soruşturma Raporu, 31 Mart 2003.

26 Haziran 2002'de ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC), yapılan inceleme sonucunda WorldCom şirketine dolandırıcılık davası açarak; şirketin varlıklarını elden çıkarmasını, belgeleri imha etmesini ve üst düzey yöneticilere olağanüstü ödemeler yapmasını engellemek için bir mahkeme kararı çıkartmıştır (Lyke & Jickling, 2002: 1).

4.3. WorldCom Skandalına Yönelik Alınan Önlemler

Kurumsal yönetimin amacı, şirketin hissedarlarını ve paydaşlarını korumak, şirketin uzun vadeli varlığını güvence altına almak, şirketlerin faaliyetlerini belirli ilkeler ışığında sağlıklı bir şekilde yürütmesini sağlamak

ve kurumsal skandalları önlemektir (Çakalı, 2022: 28). WorldCom skandalı ile birlikte kurumsal yönetimin önemi dikkate alınarak Enron, WorldCom, Xerox gibi Amerikan şirketlerinde meydana gelen usulsüzlüklerin tekrarını önlemek amacıyla, 2002'de ABD'de Sarbanes-Oxley (SOX) yasası çıkartılmış olup, bu yasa adli muhasebenin bir meslek olarak gelişiminde ve yer edinmesinde bir dönüm noktası olmuştur (Çabuk & Yücel, 2012: 31). Sarbanes-Oxley yasasının içeriğinde aşağıda verilen hükümler yer almaktadır (Gornik-Tomaszewski & McCarthy, 2005: 16-18):

- Kamu Şirketleri Muhasebe Denetim Kurulu'nun (PCAOB) kurulması,
- Halka açık şirketleri denetleyen muhasebe firmaları için kayıt zorunluluğu,
- Halka açık şirketlerin denetimleri için standart belirlemesi,
- PCAOB'ye kayıtlı denetim firmalarının faaliyetlerinin düzenli olarak denetlenerek yasa ve standartlara aykırılık ihtimalinin araştırılması,
- Şirket yönetimine değil dış denetçiler aracılığıyla şirket yönetim kurulunun denetim komitesine rapor sunulması,
- Dış denetçisi tarafından sağlanan tüm hizmetlerin denetim komitesi tarafından onaylanması,
- Dış denetçinin denetim müşterilerine belirli denetim dışı hizmetler sunmasının yasaklanması,
- Denetim ortaklarının rotasyonu ve denetçilerin müşteri istihdamının kısıtlanması,
- Yönetim tarafından mali raporlamaya ilişkin iç kontrol yapısı ve prosedürlerinin etkinliğine ilişkin değerlendirmeler ve beyanlar verilmesi,
- Şirketin mali tablolarının doğruluğuna ilişkin şirketin CEO'su ve CFO'su tarafından onay verilmesi.

Sarbanes-Oxley yasası ile hisseleri borsada işlem gören şirketlere ait sunulan finansal bilgilerin doğruluğunun ve güvenilirliğinin artırılmasının yanı sıra hileli işlemlerin cezalandırılması ve kurumsal skandalların önlenmesi hedeflenmiştir (Coates, 2007: 91; Kecskés, 2016: 27). Başka bir ifadeyle SOX yasası; üst düzey yönetimin kuralları esnetmesi, yetersiz iç kontrol yapısı, yetersiz bağımsız denetim, görev ayırımına uyulmaması vb. durumlarda iç ve dış denetçileri, üst düzey yönetimi ve diğer ilgili tarafların denetim ve yasal uygulanabilirlik kazanmaları sağlaması konusunda bir düzen oluşturmaktadır (Moeller, 2014: 1).

5. Sonuç

Finansal tablolar; şirketlerin performansını belirlemek, gelecekte sağlayabileceği getiriye tahmin etmek ve şirketleri değerlendirmek için kullanılmaktadır. Bu nedenle şirketlerin finansal tablolarındaki hesapların doğruluğu işletme sahipleri ve yöneticiler başta olmak üzere çalışanlar, hissedarlar, yatırımcılar, kreditorler, araştırmacılar gibi finansal bilgi kullanıcıları için oldukça önemlidir. Bilindiği üzere finansal tablo dolandırıcılığı; satış gelirini ve net geliri artırmak için kayıtların bilerek tahrif edilmesi şeklinde tanımlamak mümkündür. Şirketler gelirleri artırma, giderleri azaltma, kurumsal varlıkların değerini artırma ve yükümlülükleri azaltma yoluyla finansal manipülasyon yapabilirler. Bu araştırmada, finansal tablo dolandırıcılığının en iyi örneklerinden biri olan WorldCom skandalı hakkında literatür taraması yapılarak skandalın değerlendirilmesi amaçlanmış ve elde edilen sonuçlar aşağıdaki şekilde sıralanmıştır;

- Finansal tablo dolandırıcılığı üst yönetim baskısıyla gerçekleştirilebilir. Beresford vd. (2003), üst yönetimden gelen baskıların, şirket içinde dürüstlük, doğruluk veya etik kuralların ihlal edildiği agresif ve rekabetçi bir şirket kültürü oluşmasına neden olduğunu vurgulamışlardır.

- Hileli finansal raporlama yoluyla şirketin finansal durumu farklı gösterilebilir. Sadka (2006), hileli finansal raporlamanın, WorldCom'un hisse senetlerinin aşırı fiyatlandırılmasına, şirketin aşırı borçlanmasına, iflastan kaçınmasına ve düşük faizli borç bulmasında etkili olduğunu ifade etmiştir.

- İşletmelerde kurumsal yönetim sürecinin tamamlanamaması da işletmelerin başarısızlığında önemlidir. Romar ve Calkins (2006), WorldCom şirketinin satın alma yoluyla büyüme stratejileri, kıdemli yöneticilerin kredi kullanımları, muhasebe suistimalleri ve hileli işlem kayıtları bir bütün olarak başarısız kurumsal yönetimin bir sonucu olarak ortaya çıktığını belirtmişlerdir.

- Girişimcilerin, işletmelerini profesyonel yöneticiler tarafından yönetilmesi için yönetimi devretmeleri de şirketlerin başarısızlığında etkili olmaktadır. Çakalı (2022), yöneticilerin kişisel çıkarlarını ön planda tutarak şirketi yönetmesinin neden olduğu vekalet sorununun, şirketin iflasında etkili olduğunu tespit etmiştir.

- Şirketlerin iç kontrol mekanizmalarının etkin olmaması başarısızlıklarına yol açabilmektedir. Herath ve Freeman (2012), şirketin zayıf kurumsal yönetimden kaynaklanan iç kontrol uygulamalarının eksikliğinin kurumsal başarısızlıkların başlıca nedeni olarak kabul edildiğini belirtmişlerdir.

- Yöneticilerin ve çalışanların, kişisel çıkar sağlamak için yanıltıcı bilgi vermeleri veya aktarılması gereken bilgileri iletmemeleri nedeniyle finansal bilgi kullanıcılar yanlış kararlar alabilirler. Ganschow vd. (2020), dolandırıcılığın bir yandan üst düzey yöneticilerin kişisel çıkarlarına dayalı yanlış kararlar vermesi diğer yandan da gelir elde etmek isteyen Wall Street analistlerinin kasıtlı olarak yanlış bilgi vermesiyle ortaya çıkan örgütsel davranıştan kaynaklandığını belirtmişlerdir.

- Hisse değeri artan şirketler, bu durumu iç kaynak olarak kullanabilirler. Romar ve Calkins (2006) ile Beresford vd. (2003), WorldCom şirketinin sürekli artan hisse senedi fiyatlarının satın alma yoluyla büyümenin finansmanında şirkete iç kaynak oluşturduğunu ifade etmişlerdir.

- Başarısız olan veya yolsuzluk skandalları ile gündeme gelen işletmelerin paydaşları da bu durumdan olumsuz etkilenirler. Gershon ve Alhassan (2004), WorldCom skandalı ile bankaların, emeklilik fonlarının, yatırım fonlarının ve Bank of America, Citigroup, Deutsche Bank ve JP Morgan Chase gibi diğer finansal hizmet şirketlerinin de kaybedenler arasında yer aldıklarını tespit etmişlerdir.

Şirketlerin faaliyetlerini sağlıklı bir şekilde gerçekleştirmeleri; piyasaların, ülke ekonomilerinin ve finansal sistemin sürdürülebilirliği açısından oldukça önemlidir. Şirketler nakit akışı sağlamak ve kâr elde etmek için hileli finansal tablolar düzenlemek yerine yenilikçi bir iş stratejisi geliştirerek varlıklarını sürdürebilirler. Araştırmadan elde edilen sonuçlar bir bütün olarak ele alınıp değerlendirildiğinde, WorldCom skandalının iki önemli sonucu olduğu tespit edilmiştir. Bunlardan ilki, finansal bilgi kullanıcıları için finansal raporlama sürecinin güvenilirliğinin öneminin vurgulanmasıdır. İkincisi ise, finansal raporlama sürecinde yöneticilerin, denetçilerin, düzenleyicilerin ve analistlerin üstlendikleri rollerinin sürece etkisinin belirlenmesidir.

Kaynakça

- Akhigbe, A., Martin, A. D., & Whyte, A. M. (2005). Contagion effects of the world's largest bankruptcy: the case of WorldCom. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 45(1), 48-64.
- Albrecht, C., Holland, D., Malagueño, R., Dolan, S., & Tzafirir, S. (2015). The role of power in financial statement fraud schemes. *Journal of Business Ethics*, 131, 803-813.
- American Institute of Certified Public Accountants (AICPA). (2002). Consideration of fraud in a financial statement audit. In AICPA (Eds.), *Statement on Auditing Standards*, No.99, New York:Author.
- Ashraf, J. (2011). The accounting fraud at WorldCom the causes, the characteristics, the consequences, and the lessons learned. <https://stars.library.ucf.edu/honorstheses1990-2015/1107/>
- Beresford, D. R., Katzenbach, N., & Rogers, C. (2003). Report of investigation by the special investigative committee of the board of directors of WorldCom, Inc. *Clinton, Miss.: Worldcom Incorporated*.
- Bhattacharyya, S., Jha, S., Tharakunnel, K., & Westland, J. C. (2011). Data mining for credit card fraud: A comparative study. *Decision Support Systems*, 50(3), 602-613.
- Carcello, J. V., Hermanson, D. R., & Raghunandan, K. (2005). Changes in internal auditing during the time of the major US accounting scandals. *International Journal of Auditing*, 9(2), 117-127.
- Carswell, A. T., & Bachtel, D. C. (2009). Mortgage fraud: A risk factor analysis of affected communities. *Crime, Law and Social Change*, 52, 347-364.
- Cheng, J. Z., Tsyu, J. Z., & Hsiao-Cheng, D. Y. (2003). Boom and gloom in the global telecommunications industry. *Technology in Society*, 25(1), 65-81.
- Coates IV, J. C. (2007). The goals and promise of the Sarbanes–Oxley Act. *Journal of Economic Perspectives*, 21(1), 91-116.
- Çabuk, A., & Yücel, E. (2012). Adli muhasebecilik mesleği ve Türkiye’de uygulanabilirliğine yönelik bir araştırma. *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, (54), 27-50.
- Çakalı, K. R. (2022). Agency problem in corporate governance: worldcom case. *İşletme*, 3(1), 15-31.
- D’Antonio, R. (2021). The WorldCom fraud under the COSO framework analysis. <http://dspace.unive.it/handle/10579/19791>
- Dornadula, V. N., & Geetha, S. (2019). Credit card fraud detection using machine learning algorithms. *Procedia Computer Science*, 165, 631-641.
- Ebbers, B. (2012). Ebbers, B. (2012). The Fall of WorldCom and the Rise of Corporate Whistleblowing. *Business Government and Society*.

- FBI (2007), Federal Bureau of Investigation, Financial Crimes Report to the Public Fiscal Year, Department of Justice, United States, https://www.fbi.gov/stats-services/publications/fcs_report2007
- Ganschow, K., Kulemann, L., Ripp, F., & Zastrow, L. (2020). What do we know about the financial consequences of the WorldCom accounting scandal?. *Management Studies*, 10(2), 39-49.
- Gershon, R. A., & Alhassan, A. D. (2004, May). AOL Time Warner & World-Com Inc. Corporate Governance and Diffusion of Authority. In *Ponencia presentada en la 6th World Media Economics Conference, Montreal, Canada*.
- Gill, K. M., Woolley, A., & Gill, M. (2005). Insurance fraud: the business as a victim?. In *Crime At Work: Studies in Security and Crime Prevention*, London: Palgrave Macmillan UK.
- Giroux, G. (2008). What Went Wrong?: Accounting Fraud and Lessons from the Recent Scandals. *Social Research: An International Quarterly*, 75(4), 1205-1238.
- Gornik-Tomaszewski, S., & Mccarthy, I. N. (2005). Response to corporate fraud in the United States and Europe. *Review of Business*, 26(2), 15.
- Harmantzis, F. (2004). Inside the Telecom Crash: Bankruptcies, Fallacies and Scandals-a Closer Look at the Worldcom Case. (March 30, 2004).
- Hastuti, T. D. (2015). Manipulation detection in financial statements. *International Journal of Humanities and Management Sciences (IJHMS)*, 3(2), 222-229.
- He, P. (2010). A typological study on money laundering. *Journal of Money Laundering Control*, 13(1), 15-32.
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383.
- Henry, S. (2002). *The Dinner Club: How the Masters of the Internet Universe Rode the Rise and Fall of the Greatest Boom in History*. Simon and Schuster.
- Heracleous, L., & Werres, K. (2016). On the road to disaster: Strategic misalignments and corporate failure. *Long Range Planning*, 49(4), 491-506.
- Herath, S. K., & Freeman, S. E. (2012). Corporate governance: a research analysis. *African Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 1(1), 87-100.
- Kaplan, R. S., & Kiron, D. (2004). *Accounting fraud at WorldCom (9-104)*. MA: Harvard Business School.
- Kecskés, A. (2016). The Sarbanes-Oxley act from a legislative viewpoint. *The Theory and Practice of Legislation*, 4(1), 27-43.
- Korejo, M. S., Rajamanickam, R., & Md. Said, M. H. (2021). The concept of money laundering: a quest for legal definition. *Journal of Money Laundering Control*, 24(4), 725-736.

- Kuhn, J. R., & Sutton, S. G. (2006). Learning from WorldCom: Implications for fraud detection through continuous assurance. *Journal of Emerging Technologies in Accounting*, 3(1), 61-80.
- Lenain, P., & Paltridge, S. (2003). After the telecommunications bubble. <https://www.oecd-ilibrary.org/content/paper/311813664474>
- Lyke, B., & Jickling, M. (2002). WorldCom: The accounting scandal. In Congressional Research Service Report for Congress, August, 29, 1-6.
- Moeller, R. R. (2004). Sarbanes-Oxley and the New Internal Auditing Rules. John Wiley&Sons
- Ndekugri, A., & Twum-Danso, E. (2019). Curbing corporate scandals for global business success. *Journal of Finance, Accounting and Management*, 10(1), 1-8.
- Ngai, E. W., Hu, Y., Wong, Y. H., Chen, Y., & Sun, X. (2011). The application of data mining techniques in financial fraud detection: A classification framework and an academic review of literature. *Decision Support Systems*, 50(3), 559-569.
- Okura, M. (2013). The relationship between moral hazard and insurance fraud. *The Journal of Risk Finance*, 14(2), 120-128.
- Ögüt, H., Aktaş, R., Alp, A., & Doğanay, M. M. (2009). Prediction of financial information manipulation by using support vector machine and probabilistic neural network. *Expert Systems with Applications*, 36(3), 5419-5423.
- Özbirecikli, M. (2006). Bağımsız denetçinin müşteri firmanın yolsuzluk eylemi karşısındaki tutumu: Şirket yolsuzluk vakaları ve yasal düzenlemeler çerçevesinde bir inceleme. *Muhasebe ve Denetim Bakışı*, (18), 1-18.
- Pandey, S. C., & Verma, P. (2005). Organizational decline and turnaround: insights from the Worldcom case. *Vision*, 9(2), 51-65.
- Pelcovits, M. D. (2004). The Long Distance Industry: One Merger Too Many? MCI WorldCom and Sprint (2000). *The Antitrust Resolution: Economics, Competition, and Policy*, 101-127.
- Ravisankar, P., Ravi, V., Rao, G. R., & Bose, I. (2011). Detection of financial statement fraud and feature selection using data mining techniques. *Decision Support Systems*, 50(2), 491-500.
- Reber, B. H., & Gower, K. K. (2006). Avow or Avoid? The Public Communication Strategies of Enron and WorldCom. *Journal of Promotion Management*, 12(3-4), 215-239.
- Rezaee, Z. (2005). Causes, consequences, and deterrence of financial statement fraud. *Critical Perspectives on Accounting*, 16(3), 277-298.
- Romar, E. J., & Calkins, M. (2006). Worldcom case study update. University of Massachusetts-Boston, 9, 2016.

- Sadka, G. (2006). The economic consequences of accounting fraud in product markets: Theory and a case from the US telecommunications industry (WorldCom). *American Law and Economics Review*, 8(3), 439-475.
- Santos, J. P. F. D., Pires, A. M. M., & Fernandes, P. O. (2018). The importance to financial information in the decision-making process in company's family structure. *Contaduría y administración*, 63(SPE2), 1091-1113.
- Soltani, B. (2014). The anatomy of corporate fraud: A comparative analysis of high profile American and European corporate scandals. *Journal of Business Ethics*, 120, 251-274.
- Stonham, P. (1998). Takeover frenzy in telecoms: the case of MCI WorldCom.: Part one: competitive strategies. *European Management Journal*, 16(3), 318-326.
- Trussel, J. (2003). Assessing Potential Accounting Manipulation: the Financial Characteristics of Charitable Organizations with Higher than Expected Program-Spending Ratios. *Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly*, 32(4), 616-634.
- Unerman, J., & O'Dwyer, B. (2004). Enron, WorldCom, Andersen et al.: a challenge to modernity. *Critical Perspectives on Accounting*, 15(6-7), 971-993.
- Viaene, S., & Dedene, G. (2004). Insurance fraud: Issues and challenges. *The Geneva Papers on Risk and Insurance-Issues and Practice*, 29, 313-333.
- Von Lampe, K. (2008). Mortgage fraud and organized crime in Canada: strategic intelligence brief. *Trends Organ Crim II*, 301-308. <https://doi.org/10.1007/s12117-008-9040-2>
- Wang, B., & Zheng, S. (2023). Public information manipulation in the financial market. *Finance Research Letters*, 51, 103463.
- West, J., & Bhattacharya, M. (2016). Intelligent financial fraud detection: a comprehensive review. *Computers & Security*, 57, 47-66.
- Yardımcıoğlu, M., Koca, N., Günay, Y., & Kocamaz, H. (2015). Yolsuzluk, muhasebe hileleri ve örnekleri. *Kabramanmaraş Sütçü İmam Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 4(2), 171-188.
- Zekany, K. E., Braun, L. W., & Warder, Z. T. (2004). Behind closed doors at WorldCom: 2001. *Issues in Accounting Education*, 19(1), 101-117.
- Zhou, W., & Kapoor, G. (2011). Detecting evolutionary financial statement fraud. *Decision Support Systems*, 50(3), 570-575.

VAKA İNCELEMELERİYLE FİNANSAL MANİPÜLASYONLAR

Editör

Doç. Dr. Haşim BAĞCI

 ÖZGÜR
YAYINLARI

ISBN 978-975-447-921-8

9 789754 479218