

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 örneklemini 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 kuruluşu 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 alınamayacağından 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 gerçekleştirilmesi 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: Unhedgable 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., Calayođlu, 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.