

## Global Malî Skandallar ve Piyasalara Yansımaları\*

Kürşat AYDOĞAN\*\*  
Mehmet Baha KARAN\*\*\*

### I. Giriş

Yirminci yüzyıl sona ererken Kuzey Amerika ve Batı Avrupa'da şahlanan malî piyasalar 2000 yılının ortalarından itibaren hızla irtifa kaybederek iki yıl içinde hatırı sayılır bir çöküş sergiledi. Örneğin, 2000 yılının Mart ayında 5000 puan seviyesinin üzerinde bir zirve yapan ABD'nin ileri teknoloji ağırlıklı şirketlerinin işlem gördüğü NASDAQ piyasası, 2002 yılının ortalarında 1500 puanın altında bir seviyeye geriledi. Piyasalardaki düşüşle birlikte ABD'nin dev firmalarının adının geçtiği büyük skandallar birbiri ardından manşetleri kaplamaya başladı. Sözünü ettiğimiz skandalların en fazla yankı yapanı hiç kuşkusuz enerji devi Enron firmasının, muhasebe denetim şirketi Arthur Andersen'i de beraberinde sürükleyerek kısa bir sürede iflâs etmesidir. Enron olayını Tyco International, Adelphia Communications, Computer Associates, Global Crossing ve nihayet telekom devi Worldcom'un hazin serüveni izledi. Fransa'da medya imparatorluğu Vivendi'nin başına gelenler de aynı seriye eklenebilir. Üstüne üstlük, genel kanı, skandallar dizisinin burada son bulmadığı, önümüzdeki aylarda bunları yenilerinin izleyeceği yönünde. Burada saydığımız her olayın kendine özgü bir yönü ve gelişimi olmakla birlikte, hepsinin ortak noktası, firmalarla ilgili malî gerçeklerin bir şekilde kamuoyundan ve piyasalardan gizlenmiş olması ve gerçeğin ortaya çıkışıyla söz konusu şirketlerin bazen yok olma derecesinde ağır bir darbe almasıdır. İşte bu noktada karşımıza çıkan soru şudur: Yaşanılan bu skandallar acaba bir ekonomik sistemin çöküşünün sinyalleri midir, yoksa serbest piyasa ekonomisinde görmeye alışık olduğumuz, aşırı hırs, yanlış yönetim, yüksek risk alma gibi sebeplerden kaynaklanan şirket iflâsları mıdır? Soruyu cevaplamak için bir taraftan olaylara geniş bir perspektiften bakarken, diğer taraftan önemli skandalların ayrıntısına girmek gerekecektir.

### II. Yönetimde Vekâlet Sorunu

Yirminci yüzyılın başlarında ekonomik hayatı yönlendiren kuruluşlar büyük sanayi şirketleri ve ulaşım, özellikle demiryolu firmalarıdır. Bunlardan sanayi dev-

\* Bu makalenin farklı versiyonları tbliğ olarak 11-14 Aralık 2002 tarihinde Süleyman Demirel Üniversitesinde yapılan Finans Eğitimi Sempozyumu'nda ve 25-28 Nisan 2002 tarihinde Kapadokya'da yapılan IV. Liberal İktisatçılar Kongresi'nde sunulmuştur.

\*\* Prof. Dr., Bilkent Üniversitesi, İşletme Fakültesi.

\*\*\* Prof. Dr., Hacettepe Üniversitesi, İİBF.

kaçar bir fırsat maliyeti vardır. Nitekim, malî skandallar sonrası reform önerileri arasında hisse opsiyonlarının carî gider olarak tanımlanması da yer almaktadır. Böyle bir uygulama durumunda, özellikle bazı büyük teknoloji şirketlerinin bilanço kârlarının ciddi ölçüde düşebileceği görülmektedir. Öte yandan, opsiyonların ma-

leri çoğunlukla kurucu sahipleri tarafından bizzat yönetilmekte ve finansman için sermaye piyasalarından nispeten az ölçüde yararlanmaktaydılar. Şirketlerin büyümesiyle birlikte yönetimde önemli değişiklikler kendini gösterdi. Ticarî bankaların sanayi şirketlerine iştirak edemediği ABD ve İngiltere'de büyüyen firmalar finansman ihtiyacını daha büyük ölçüde sermaye piyasalarından temin etmeye başladılar. Halka açılma, beraberinde sahiplik ile yöneticilik fonksiyonlarının birbirinden ayrılmasını getirdi. Öte yandan, bankaların iştirakleri ve sermaye piyasası faaliyetleri üzerinde daha az kısıtlamaların bulunduğu kıta Avrupası ve Japonya'da ticarî bankalar ve sanayi şirketleri arasında farklı bir ilişki modeli gelişti. Bu ülkelerde bankalar, sanayi şirketlerinin hem sahibidir hem de bu şirketleri kredilerle desteklerler. Sermaye piyasalarının yaygın finansman kaynağı olduğu durumlarda, şirket sahipliğiyle yöneticiliğin ayrışması iki grup arasında çıkar çatışmasına sebep oldu: Bir tarafta risk alarak şirketin hissesine yatırım yapan, ancak şirketi yönetecek bilgi, deneyim ve paya sahip olmayan hissedarlar; öte tarafta, profesyonel olarak şirketi yönetmek üzere işe alınmış yöneticiler. Daha teknik bir ifadeyle, bu yönetim modelinde hissedarlar şirketin idaresi için profesyonel yöneticilere vekâlet vererek onlardan kendileri için en iyi sonucu verecek biçimde şirketin yönetilmesini talep etmektedirler. Oysa, beşerî sermayesini ortaya koymuş olan vekil, yani yönetici her zaman hissedarın çıkarını gözetmek yerine, bazı durumlarda kendi menfaatini öne çıkarabilir. Yöneticinin kendi kısa dönemli çıkarı için yapabileceği suiistimale karşı bazı maliyetlerle önlemler almak mümkündür. Bunun için, her şeyden önce şirketin, hissedarlarına, potansiyel yatırımcılarına ve borç verenlere zamanında ve doğru bilgi vermesi gerekir. Piyasaların bilgilendirilmesi finansal muhasebe ile gerçekleştirilir. Şirketler kendileri ile ilgili malî bilgileri, yani sahip oldukları varlıkları, kârlılıklarını, borçluluklarını, likidite durumlarını ve verimlik seviyelerini dönemselsel olarak piyasalara açıkladıkları malî tablolarla duyururlar. Açıklanan tabloların gerçeği yansıtip yansıtmadığı bağımsız muhasebe denetim firmaları tarafından denetlenir. İşte bu sebeple, malî tabloların içeriği ve denetlemenin güvenilirliği malî piyasalardan fon temin edilen sistem için hayati öneme sahiptir. Piyasaların malî tablolar ve hele bağımsız denetim konusunda kuşku duymaları tüm piyasa hareketlerinin temelini konulmuş bir dinamit gibidir. Az sonra daha ayrıntılı olarak inceleyeceğimiz gibi, son malî skandallar, finansal muhasebenin fonksiyonunu ne ölçüde yerine getirdiğinin sorgulanmaya başlamasına yol açmıştır.

Finansal muhasebenin, doğru ve güvenilir bilgi sağlaması yine de, az önce bahsettiğimiz hissedar-yönetici çıkar çatışmasını kökünden ortadan kaldırmaz. Evet, bu yolla yöneticinin yolsuzlukları denetim altına alınır ve hissedarlarla borç verenler kendilerini daha güvenli hissedebilirler, ancak uzun vadeli çıkarlar arası çelişkiler hâlâ mevcuttur. Örneğin, farklı risk profiline sahip olduklarından, hissedarın lehine olan bir yatırım kararı kendi meslekî kariyerini riske sokmak istemeyen yöneticiler tarafından göz ardı edilebilir. Farklı şirketlerde küçük hisselerle sahip olan yatırımcılar portföy çeşitlenmesi yoluyla firmaya özgü riskten korunmaktadırlar. Oysa yönetici, beşerî sermayesini değişik firmalar arasında çeşitlendiremediğinden bu tür riske karşı korumasızdır. O hâlde toplam riski yüksek bir yatırım projesi için karar alırken, riskin tamamına maruz olan yönetici projeye yatırım yapmayacaktır. Oysa çeşitlenme yoluyla toplam riskin bir bölümüne karşı kendini güvenceye almış hissedarın çıkarı projeye yatırım yapılması yönündedir.



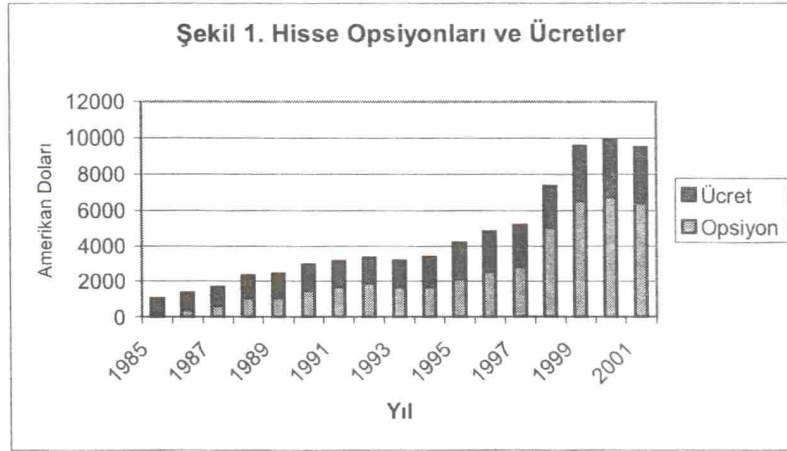
Piyasalar uzun dönemli çıkar çatışmasının çözümüne yönelik bazı çözümler üretmişlerdir. Bunlardan birincisi, firmanın potansiyelini kullanamayan yöneticilerin yönetim kurulu tarafından görevden alınmasıdır. Ancak, bilindiği gibi, yönetim kurulları çoğu zaman hissedarların ve şirketin uzun dönemli çıkarlarını kollamak yerine yöneticilerin amacına hizmet etmekte, alınan stratejik kararlar üzerinde fazla etkili olmamaktadır. Piyasada gelişen diğer bir çözüm ise, yöneticilerin şirket birleşmeleri yoluyla risk dağıtımını sağlamalarıdır. Burada birleşen şirketler farklı sektörlerde faaliyet gösteren firmalar olmalıdır, aksi hâlde çeşitlenme yoluyla risk dağıtımını mümkün olmayacaktır. Risk dağıtım amacıyla farklı alanlara yatırım yapmak çoğu zaman firmanın esas faaliyet alanı dışına çıkmasıyla verimsiz ve başarısız girişimlere sebep olup kaynak israfına yol açabilir. ABD'de 60'lı yıllarda görülen şirket birleşmeleri böyle bir spekülâtif dalgaya yol açmış, ancak hissedarlar bu işten zararlı çıkmışlardır.

Piyasaların yönetici-hissedar çelişmesini gidermek için son buluşu hisse opsiyonlarıdır. Bu uygulamada yöneticilere maaşlarının yanı sıra belli sayıda şirket hisselerini sabit bir fiyata satın alma hakkı verilir. Bu sabit fiyat genellikle hisselerin o sıradaki cari piyasa fiyatı civarındadır. İleride hisselerin piyasa fiyatının yükselmesi durumunda opsiyon sahibi yönetici, sabit fiyattan aldığı şirket hisselerinden yeni cari fiyatla sabit fiyat farkı kadar kâr elde edecektir. ABD'deki mevzuata göre, şirketler, isterlerse kendi hisselerini piyasalardan satın alabildikleri için ellerinde yöneticilere vermek (sabit fiyattan satmak), şirket birleşmelerinde ödeme aracı olarak kullanmak amacıyla kendi hisselerini bulundurlurlar. Kendi yönettiği şirketinden avantajlı fiyata hisse satın alma hakkı bulunan yöneticinin çıkarı hisselerin piyasa fiyatının sürekli yükselmesidir. Bu da yöneticinin amacıyla hissedarın çıkarının örtüşmesi anlamına gelir. İşte bu sebeple, yöneticiler, tanım yerindeyse, kraldan fazla kralcı kesilmişler ve dikkatlerini hisse senedi piyasasına yoğunlaştırmışlardır. Bu süreçte bazı yöneticilerin piyasayı izlemenin ötesinde, onu manipüle ederek kendilerine çıkar sağlamaları çok şaşırtıcı olmamalıdır. Manüpülasyon genellikle, şirketle ilgili doğru olmayan bilgileri piyasalara aktarmak biçiminde gerçekleşmektedir. Enron örneğinde görüldüğü gibi, kötü gidişi önceden sezen bazı üst yöneticiler bir taraftan kendi hisselerini satarken, şirketin diğer çalışanlarına sahip oldukları hisseleri muhafaza etmelerini tavsiye etmemişlerdir.

### III. Vekâlet Sorununa Çözüm: Hisse Senedi Opsiyonları

80'li yılların ortalarından itibaren hisse opsiyonlarının kullanımı çok yaygınlaşmıştır. Aşağıda yer alan grafiğe göre, ABD'nin en büyük 50 şirketindeki ortalama üst yönetici ücreti 80'lerin ortasında 1 milyon dolar civarındayken günümüzde 11 milyon dolar dolayına yükselmiş olup, bu rakamın yaklaşık üçte ikisi hisse opsiyonlarından oluşmaktadır. Hisse opsiyonları önemli boyutlarına rağmen malî tablolara masraf olarak yansıtılmamaktadır. Kuramsal olarak bu opsiyonlar hissedarlardan yöneticiye varlık transferi olsalar da, muhasebe standartları hisse opsiyonlarını masraf olarak görmemektedir. Zira, hisse opsiyonu şirket tarafından nakit ödeme içermez. Oysa bunların hisselerin cari fiyatıyla sabit fiyatı arasındaki fark kadar bir fırsat maliyeti vardır. Nitekim, malî skandallar sonrası reform önerileri arasında hisse opsiyonlarının cari gider olarak tanımlanması da yer almaktadır. Böyle bir uygulama durumunda, özellikle bazı büyük teknoloji şirketlerinin bilanço kârlarının ciddi ölçüde düşebileceği görülmektedir. Öte yandan, opsiyonların ma-

liyetini verildiği anda çok kolay değildir. Muhasebe meslek örgütleri hisse opsiyonlarının ne şekilde masraf olarak gösterileceği hususunu yoğun biçimde tartışmaktadırlar.



(Kaynak: *Business Week*, 24/6/2002)

**Tablo 1. Hisse Opsiyonlarının Kârlılığa Etkisi**

Firma	2001 Net Kâr (Zarar) (ABD Doları)	
	Opsiyon gideri düşülmemiş	Opsiyon gideri düşülmüş
MICROSOFT	7,721	5,459
CISCO SYSTEMS	(1,014)	(2,705)
NORTEL NETWORKS	(24,307)	(25,953)
AOL TIME WARNER	(4,921)	(6,352)
IBM	7,723	6,484
INTEL	1,291	254
LUCENT TECHNOLOGIES	(14,170)	(15,144)
YAHOO!	(93)	(983)
MERRILL LYNCH	573	(281)
SIEBEL SYSTEMS	255	(467)
HEWLETT-PACKARD	624	(65)
BROADCOM	(2,742)	(3,408)
J P MORGAN CHASE	1,719	1,097

(Kaynak: *BW* 29/7/2002)

Harvard İşletmecilik Fakültesi'nden Rakesh Khunara'ya göre, bu dönem içinde yönetici kapitalizminden yatırımcı kapitalizmine bir geçiş yaşanmıştır. Yönetici kapitalizmi döneminde bir amaç etrafında takım hâlinde çalışan şirket yöneticileri, yatırımcı kapitalizmi döneminde yerlerini yüksek ücretle şirket dışından transfer edilip karizmatik kişilikleriyle piyasalarda hisse fiyatını yükseltmeyi amaçlayan yıldızlara bırakmışlardır. Yeni dönemde en üst düzey yöneticinin gücü arttığı ölçüde yönetim kurullarının fonksiyonu da giderek azalmış, bir yöneticinin deyimiyile,

"yönetim kurulu toplantı odası içinde ölü balıkların yüzdüğü bir akvaryuma dönüşmüştür" (*Business Week*, 24 Haziran 2002). İşte bu ortamda, kısa dönemde malî piyasaları etkilemek için her şeyin mubah hâle geldiğini görüyoruz. İlk olarak kamuya açıklanan malî tablolar piyasaların hoşuna gidecek biçimde makyajlanmaya başlanmıştır. Tabii bu noktada, malî tablolardaki makyaja göz yumacak olan serbest denetçilerin olurlarına ihtiyaç belirmektedir. Denetim şirketinin onayını sağlamak engeli, aynı şirketin danışmanlık hizmeti veren birimlerinin yol göstermesi sayesinde aşılmıştır. Örneğin, Enron olayında denetim şirketi Arthur Andersen'in danışmanlık kolu Andersen Consulting, Enron'a birtakım yükümlülüklerini ne şekilde bilânço dışına çıkarabileceğini göstermiş, denetim birimi de önerilen yöntemleri muhasebe standartlarına uygun bulmuştur. Böylece, Enron'un yüksek borçları malî tablolara yansımamıştır. Andersen Consulting firmasının Enron'dan yüklü bir danışmanlık ücreti aldığını belirtmenin gereği yok elbette. Öte yandan, Worldcom örneğinde gördüğümüz gibi, bazı firmalar yine piyasalardaki beklentileri karşılamak ve hatta aşmak için "agresif muhasebe" uygulamalarıyla carî bilânço kârlarını yüksek gösterebilmişlerdir. Bunu yaparken de, Enron'daki karmaşık yöntemler yerine muhasebede çok daha basit kural ihlallerini benimsemişlerdir. Örneğin, Worldcom'da carî dönem giderlerinin bir bölümü aktifleştirilerek dönem kârı 3.8 milyar dolar fazla gösterilmiştir.

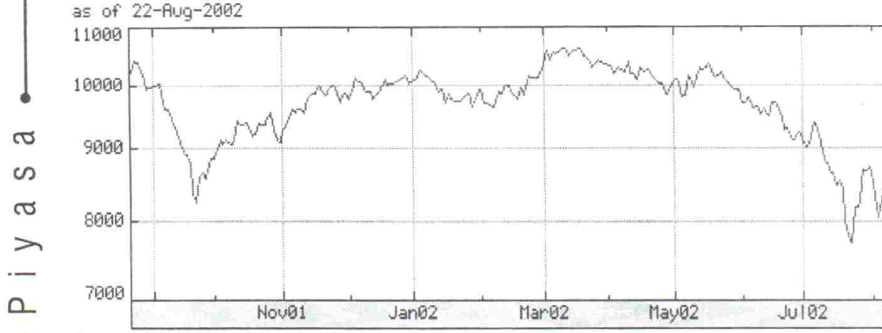
#### IV. Malî Piyasalarda Görülen Balonlar

Sözünü etmiş olduğumuz skandalların tek başına 1990'lı yılların ikinci yarısında malî piyasalarda ortaya çıkan balonun sebebi olduğunu söylemek yanlıştır. Zaten balonun patlaması skandalların kamuoyuna yansımalarından önce olmuş ve skandalların açıklanması piyasalarda şok edici düşüselere yol açmamıştır (Bkz. aşağıdaki grafik). Skandallar ortaya çıkmadan önce malî piyasalarda oluşan balonun bir ölçüde skandalları tetiklediğini söylemek mümkündür. Nitekim, tarihte de bu hep böyle olmuş, malî piyasalarda patlayan balonlar sonrası birtakım muhasebe hileleri gün ışığına çıkarılmıştır, bunu soruşturmalar ve bazı iflâslar izlemiştir. (WSJ 11/2/2002, *Burst Bubbles Expose..*) Spekülâtif balonlar oluşurken piyasaların kârlılık gibi temel şirket göstergelerine ilişkin beklentilerini boşa çıkarmak istemeyen bazı yöneticiler, işe vitrinlemeyle başlayıp muhasebe hileleriyle devam etmişlerdir. Şişen fiyatların haklı çıkarılması için şirketin çok hızlı büyümesi gerekir. Bunu sağlayabilmenin yolu, piyasalardan finansman sağlayarak yeni yatırımlar yapmak veya başka şirketlerle birleşmektir. Ancak bunlar yapılırken amaç büyüme olduğundan yatırımın veya birleşmenin kârlılığı göz ardı edilebilmektedir. Finansman sağlamak içinse şirketin kârlılığını yüksek, borçluluk oranını da düşük gösterme güdüsü hâkim olacaktır. Tabii gerçek olmayan unsurlar sonunda ortaya çıkacağından balonların patlaması ve skandalların ortaya çıkışının birlikte olması kaçınılmazdır.

1. Enron 618 milyon dolar zarar açıklıyor, SEC soruşturma açıyor.
2. Enron iflâsını ilân ediyor.
3. Global Crossing iflâsını ilân ediyor.
4. SEC Adelfia'nın muhasebe uygulamaları konusunda soruşturma açıyor.
5. Worldcom 3.8 milyar dolar fazla kâr açıkladığını ilân ediyor.

Muhasebe skandallarının ardından hisse değerleri en fazla etkilenenler, tahmin edilebileceği gibi, borçluluğu yüksek ve çok sayıda şirket satın alan firmalar olmuştur. Şirket birleşmeleri sonrası kârlarını muhasebe oyunlarıyla şişirdiğinden kuşku-



**Şekil 2. Hisse Senedi Piyasasının Skandallara Tepkisi**

66

lanılan şirketler fiyat düşüşünden en fazla etkilenmişlerdir. Örneğin S&P 500 şirketleri arasında en fazla şirket birleşmesini gerçekleştiren 20 firma 2002 yılının ilk çeyreğinde endeksten %15 daha kötü bir performans sergilemiştir.

Bugüne kadar ortaya çıkan skandallarla gündeme gelen uygulamaların ne ölçüde yaygın olduğu sıkça sorulmaktadır. Evet, kâr hırsı, piyasaların baskısı gibi sebeplerle gerçekleri gizlemeye çalışanlar yukarıda ismini saydığımız şirketlerden mi ibarettir, yoksa halının altında daha çok pislik mi gizlenmiştir? Bunun cevabını tam olarak bilmemize imkân yok. Ancak, gerçek durumunu gizlemiş olan başka şirketlerin de olduğu kesindir. ABD'de SEC'e bilgi veren binlerce şirketten normal koşullarda 50 kadarı her yıl malî tablolarında yanlışlık olduğu gerekçesiyle düzeltme yaparlar. 2002 yılı için bu rakamın 250 şirkete ulaşması beklenmektedir. 1998-2000 yılları arasında bildirilen toplam kâr düzeltmesi 5.8 milyar dolar iken, sadece Wordcom ve Xerox firmalarının 2001 yılı düzeltmeleri bu rakama yaklaşmaktadır.

Kötü niyetli uygulama sonucu muhasebe yanlışlıklarının ortaya çıkması, hem hisse senedi piyasalarının hem de kredi piyasalarının sert tepkisine sebep olmaktadır. Hatanın açıklanmasıyla bazı şirketler için iflâs süreci de başlamıştır. Süreci tetikleyen, malî piyasalardan firmaya her türlü fon akımının durmasıdır. Genelde borçlanmalarda teminat olarak kullanılan şirket hisseleri de hızla değer yitirmektedir. Böylece, zaten yüksek borç altına girmiş olan şirket kısa vadeli yükümlülüklerini yerine getirememekte, yeniden yapılandırmaya doğru iflâs talebinde bulunmaktadır. Şu ana kadar tarihte kaydedilen en büyük iki iflâs odağındaki Worldcom ve Enron, aynen böyle bir süreçten geçmişlerdir. Bunlardan telekom devi Worldcom 1999 yılında yüksek teknolojide şişen balonla birlikte 120 milyar dolar piyasa değerine ulaşmış, ancak başka bir telekom devi Sprint ile birleşmesi suya düşünce hızla değer kaybedip piyasa değeri 20 milyar dolar inmiştir. Bu noktada kâr açıklamaya devam ederken Mart 2002'de SEC tarafından takibe alındığı açıklanmış ve bunu 25 Haziran 2002'deki muhasebe hilesi itirafı izlemiştir. Geline nokta Worldcom hisselerinin değeri neredeyse sıfıra dayanmıştır.

**V. Şirketlerin Değeri**

Peki nasıl oluyor da milyonlarca abonesi olan dev bir şirket çok kısa bir sürede tüm değerini yitirebiliyor? Piyasalar her türlü sağduyudan, mantıktan yoksun mu?

Eğer öyleyse serbest piyasa sisteminde kaynak dağılımını gerçekleştiren malî piyasalara nasıl güvенеceğiz? Bu sorulara cevap ararken, öncelikle, günümüzün dev şirketlerinin değerinin, geçmişten farklı olarak, nasıl oluştuğunu anlamamız gerekiyor. Yirminci yüzyılın ilk üç çeyreğinde büyük şirketler önemli miktarda fiziksel sabit sermaye yatırımlarına dayanmaktaydı. Demir çelik fabrikaları, otomotiv üreticileri, demiryolları gibi firmalar kötü yönetilseler dahi sahip oldukları makine ve teçhizat gibi donanımları üretim sürecinde kendi başlarına bir değer oluşturduğundan, gerekirse sahip değiştirerek hayatlarına devam edebiliyorlardı. Diğer bir deyişle, bu şirketlerin değerinin altında fiziksel sabit sermaye yatmakta ve ürünleri kısa sürede kullanım dışı kalmamaktadır. Böyle bir şirketin piyasa değerinin fazla oynamaması beklenir. Oysa günümüzde ileri teknoloji kullanarak hizmet üretimine yoğunlaşmış firmaların durumu daha farklıdır. Bu firmaların fizikî sabit sermaye yatırımları görece çok daha azdır. Örneğin, Worldcom'un sahip olduğu en önemli varlık, 20 milyon aboneli ve onlara hizmet veren insan kaynaklarıdır. Şirket kötü yönetilirse abonelerin bir talimatla derhal rakip bir firmaya geçmesi işten bile değildir. Keza, işe petrol boru hattı kurarak başlayan Enron'un büyümesi enerji piyasalarının deregülasyonu sonrasında yaptığı ticarî alım satım sözleşmeleri sayesinde olmuştur. Enron'un yüksek piyasa değerini yaratan kurmuş olduğu enerji alım satım ağıdır, bilgi birikimi ve organizasyon yeteneğidir. Brookings Institution tarafından yapılan bir araştırmaya göre, 1978 yılında ABD'deki büyük şirketlerin fizikî sabit varlıklarının defter değeri şirketlerin toplam piyasa değerinin %83'ünü oluştururken, bu oran 2000 yılında %30'lara düşmüştür (WSJ, 23/7/2002). Günümüzün büyük şirketlerinin piyasa değeri çoğunlukla fiziksel olmayan yazılım, patent, isim hakkı, bilgi ve organizasyon gibi unsurlardan oluşmaktadır. O hâlde böyle firmalarda fizikî olmayan varlıkların değeri aniden düşebilmekte ve aynı zamanda bu değer çok fazla oynaklık gösterebilmektedir. Dünyanın en büyük şirketlerinden Microsoft'un değerinin altında yatan nedir? Hiç kuşkusuz, bu sorunun cevabının sabit fiziksel sermaye olmadığı açıktır. Yazılım üreticisi Microsoft sahip olduğu insan kaynaklarıyla, patent ve isim hakkıyla bu değere ulaşmaktadır. Ama fiziksel olmayan varlıkların sürekliliğini sağlamak çok zordur. Rakiplerin ortaya çıkartacağı yeni bir ürün, ticarî markanın itibarını sarsacak bir olay, patent süresinin bitimi gibi sebeplerle şirketin kazanç sağlama gücü bir anda önemli bir darbe yiyebilir. Bu durumda şirketin yeniden yapılanması ve yeni sahiplerle işine devam edebilmesi zor, hatta imkânsızdır. Oysa, fiziksel sermayeye dayalı şirketlerde durum farklıdır. Örneğin, 2000 yılında kullandığı Firestone lastiklerin hatası sebebiyle kaza yaptığı belirlenen Ford Explorer tipi araçlar hem Ford hem de Firestone firmalarının itibarını önemli ölçüde sarsmış, ama hatanın giderilmesiyle beraber iki şirket de hayatlarına devam etmekte fazla zorlanmamışlardır. Ancak, yeni bir teknolojiyle anlık fotoğraf çeken makinelerin yapımcısı Polaroid firması dijital kamera ve hızlı film banyosunun ortaya çıkışıyla sahip olduğu gücü yitirmiş ve iflâs etmiştir. O hâlde günümüzde hissedarlar böyle gelişmeleri sürpriz olarak nitelememelidirler. Neticede piyasaların mantıktan yoksun biçimde hareket ettiklerini veya sağduyudan yoksun olduklarını söyleyemeyiz. Elbette yeni ortaya çıkan yapıda spekülâtif balonlar daha kolaylıkla oluşabilir. İnternet şirketleri balonunda olduğu gibi, piyasalar bir süre aşırı heyecana kapılıp bu şirketlerin değerini temel unsurların gerektirdiğinin çok üzerine çıkarabilirler ve o süre zarfında kaynakların yanlış dağılımına yol açabilirler. Fakat balonlar bir yerde sönmeye

mahkûmdur. Nitekim, her seferinde sönmüş veya patlamışlardır. Önemli olan bu krizlerin çok fazla sarsıntı olmadan atlatılabilesidir. Bunun için de yeni ekonomik yapı için bazı yeni düzenlemelerin gerekli olduğu belirtilmektedir.

Yaşanan malî skandalların 1990'lı yıllarda ortaya atılan "yeni ekonomi" kavramının da bir balon olduğunu gösterdiği öne sürülmektedir. Acaba bilgi teknolojisindeki gelişmenin mal ve hizmet üretiminde verimlilik artışı sağlamadığını söylemek gerçekçi olur mu? Hiç kuşku yok ki, firmalar kendi iş alanlarında bilgi teknolojisinden yararlandıkları ölçüde verimlilik artışı yönünde kazanımlar elde etmişlerdir. Verimlilik artışının firma değerine yansımaları spekülasyonla birlikte çok güçlü olmuş, ancak balonun sönmeye pek çok sektörde elde edilen değer artışını geri almakla beraber, tamamen yok etmemiştir. 1995- 2002 yılları arasında ABD'de malî sektörde firma değer artışı %224, sağlık sektöründe % 202, bilgi teknolojisi sektöründe %125, dayanıklı tüketim sektöründe %107 olarak gerçekleşmiştir (BW 15/7/2002).

## VI. Sonuç ve Öneriler

Ortaya çıkan skandal ve iflâslarla birlikte yeni düzenlemeler için birtakım öneriler gelmektedir. Önerilerin bir kısmı yöneticilerin yayınlanan malî tablolara ilişkin sorumluluklarıyla ilgilidir. Yöneticilerin denetimden geçmiş raporlara imza koyarak kefil olmaları ve yanıltıcı bilgilerin tespit edilmesi hâlinde cezaî sorumluluk üstlenmeleri vurgulanan hususlardır. Ayrıca, yanlış bilgi verme sonucu yöneticilerin elde ettikleri kazançları iade etmeleri, şirketten kişisel borçlanmalarının engellenmesi ve hisse opsiyonlarının genel kurul onayından geçmeleri de diğer öneriler arasındadır. Öte yandan denetim firmaları için bir üst kurul önerilmekte ve bu kurulun denetim işlevini düzenlemesi ve bu arada denetçilerin danışmanlık hizmeti vermesi konusunda sınırlar getirmesi beklenmektedir. Şirket yönetim kurullarında ise daha fazla bağımsız üyenin yer alması ve kurulun denetim firması seçiminde yetkilendirilmesi ortaya çıkan bir diğer çözüm yoludur. Görünen odur ki, piyasa psikolojisine yönelik birtakım merkezî düzenlemeler yapılacaktır. Ancak şirket yönetişimindeki esas değişikliğin mikro düzeyde zamana biraz daha yayılarak ortaya çıkması beklenmektedir.