

## BÖLÜM 4

# FİNANSAL PİYASALARDA İÇERİDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİ'NİN İŞLETME YÖNETİMİ, FİNANSAL PİYASALAR, EKONOMİ VE HUKUK BAĞLAMINDA DEĞERLENDİRİLMESİ

**Barış AKSOY<sup>1</sup>**

### GİRİŞ

Şeffaf ve etkin bir piyasa ile amaçlanan, bilginin aynı miktarda ve eşanlı olarak yatırımcılara dağıtılması ve bilginin fiyatlara olduğu gibi yansması beklenmektedir. Bilginin düzenli ve güvenilir akışı, yatırımcıların kararlarını güçlendirerek yatırımcılar arasında fırsat eşitliği yaratan sağlıklı bir finansal piyasanın temel şartı olarak görülmektedir. Menkul kıymet fiyatlarının, kamuya açıklanmış bilgilerin yanı sıra kamuya açık olmayan bilgilerinde yansıttığının varsayıldığı “güçlü etkinlik formunda” bulunan piyasada, bilginin her yatırımcıya eşit dağıldığı ve hiçbir yatırımcının bu bilgiyi kullanarak diğerinden daha fazla kâr edemeyeceği kabul edilmiştir. Finansal piyasalardaki temel sorunlardan biri olan içeriden öğrenenlerin ticareti ile piyasaların şeffaflığı engellenmekte ve yatırımcıların piyasaya olan güveni sarsılmaktadır. Bu nedenle yurt dışındaki birçok piyasada, içerideki bilgilerin yatırımcılara doğru ve zamanında aktarılmasıyla bilginin tekelleşmesi engellenerek bazı kişilerin ayrıcalıklı bilgiyi kullanmaları yasaklanmaktadır (Esen, 2016).

Finansal piyasalarda, Amerikan Menkul Kıymetler Borsası'nın (SEC) 10b-5 kuralı kapsamındaki ilk tanıma göre, menkul kıymet ihraç eden bir işletme ile herhangi sebepten dolayı güvene dayalı veya özel ilişkisi olan, işletmenin henüz kamuya açık olmayan bilgisinin farkında olan ve bu bilgiye doğrudan veya dolaylı ulaşabilen kişiler “içeriden öğrenenler” olarak belirtilmektedir. İçeriden öğrenenlere örnek olarak şirketteki pozisyonları nedeniyle içerideki bilgiye rahatlıkla ulaşabilecek, ayrıcalıklı bilgiyi kullanarak haksız kâr etme veya zarardan sakınma potansiyeline sahip olan yöneticiler, çalışanlar ve büyük hissedarlar verilebilir. İşletme ile geçici ya da devamlı ilişki içerisinde olan müşavirler, muhasebeciler,

---

<sup>1</sup> Dr. Öğr. Üyesi, Sivas Cumhuriyet Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Finans AD., baksoy@cumhuriyet.edu.tr

yatırım danışmanları, avukatlar, aracılardan içerideki bilgiyi kullanarak görevlerini ifa ettiklerinden dolayı işletme ile özel bir güven ilişkisi içerisinde oldukları kabul edilmektedir (Esen, 2016).

Nitelikleri itibarıyla benzer olan ve piyasada fiyatları aşağı veya yukarı yönde hareket ettiren bilgilerin yayınlanmasından önce gerçekleşen kârlı, zamanında yapılan işlemler, işlemlerin ve işlem yapan tarafların gerçeklerine ve belirli özelliklerine bağlı olarak düzenleyici makamlar tarafından farklı muamele görmesine neden olabilmektedir. İçeriden öğrenenlerin ticareti yasalarının uygulanmasının likiditeyi iyileştirdiği ve sermaye maliyetini azalttığı göz önüne alındığında bu konular sermaye piyasalarının işleyişi ile ilgili olduğu için önemlidir (Adams, Perry & Mahoney, 2018).

Bu çalışma finansal piyasalarda içeriden öğrenenlerin ticaretini işletme yönetimi, finansal piyasalar, ekonomi ve hukuk yönünden ele almaktadır. Yurt içi ve yurt dışı literatür incelemesinde içeriden öğrenenlerin ticareti konusunda hukuki, işletme yönetimi perspektifinden bakan, borsalara dolayısı ile genel olarak ekonomiye olan etkilerinin tartışıldığı bir çalışmaya rastlanmamıştır. Bu nedenle bu çalışmanın literatüre değer katacağı düşünülmektedir. Çalışmanın ikinci bölümde içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili kavramsal çerçeveye yer verilmiş, üçüncü bölümde içeriden öğrenenlerin ticareti konusu hukuki yönden değerlendirilmiş, dördüncü bölümde içeriden öğrenenlerin ticareti işletme yönetimi açısından ele alınmış, beşinci bölümde içeriden öğrenenlerin ticareti kavramı finansal piyasalar ve ekonomi yönünden irdelenmiş ve altıncı bölüm olan sonuç kısmında ise genel değerlendirme yapılmış ve içeriden öğrenenlerin ticareti konusunda yapılacak olan çalışmalarda değinilmesinin literatüre değer katabileceği hususlardan bahsedilmiştir.

## **İÇERİDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİ İLE İLGİLİ KAVRAMSAL ÇERÇEVE**

İçeriden öğrenenlerin ticaretinin finansal piyasalar ve ekonomi üzerindeki zararlı etkileri literatürde çok fazla araştırılan konulardan birisidir. Bununla birlikte, kaynakları kısıtlı olan düzenleyiciler, içeriden öğrenenlerin ticaretini tespit etme ve içeriden öğrenenlerin ticareti yasalarını uygulama konusunda büyük bir zorlukla karşı karşıyadır. İçeriden öğrenenlerin ticareti davalarının kovuşturulması ve içeriden öğrenen kişilerin mahkum edilmesinde bazı zorluklar bulunmaktadır. Bu konuda yapılan bir araştırmaya göre, borsaya sahip ülkelerin %80'inden fazlasında içeriden öğrenenlerin ticareti kanunları mevcuttur, ancak bunların yaklaşık %40'unda kovuşturma yapılmıştır. İşleri daha da kötüleştiren, içeriden öğrenenlerin ticareti ihlallerini denetleme görevi, büyük ölçüde ABD'deki Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC) gibi piyasa düzenleyicilerinin omuzlarına

yüklenmiştir (Liu & ark., 2020).

Türk sermaye piyasası mevzuatına göre içeriden öğrenenlerin ticareti; sermaye piyasalarında faaliyet gösteren katılımcılar arasında fırsat eşitliğini zedeleyecek şekilde, kendisine veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla, kendi malvarlığına fayda sağlamak veya bir zararı ortadan kaldırmak şeklinde tanımlanmıştır. İçeriden öğrenenlerin ticaretine konu olan bilgiler ise sermaye piyasası araçlarının değerini önemli ölçüde etkileyebilecek kamuya açık bilgiler şeklinde tanımlanmaktadır. İçeriden öğrenenler; ihraççıların, sermaye piyasası kurumlarının (aracılar, denetim firmaları, yatırım fonları, yatırım şirketleri vb.) veya bunların bağlı veya hakim kuruluşlarının yönetim kurulu başkan ve üyeleri, müdürleri, iç denetçileri ve diğer personeli ve bunların dışında mesleklerini veya görevlerini yerine getirirken bilgi sahibi olma konumunda bulunan kişiler ile bunlarla doğrudan veya dolaylı ilişkileri nedeniyle bilgi sahibi olma konumunda bulunan kişilerdir. Halka açık şirketler, şirketin sermaye yapısında ve kontrolünde meydana gelen değişiklikler, duran varlıkların alımı, satımı ve kiralanması, şirketin faaliyetlerinde, yatırımlarında, mali yapısında veya iştiraklerinde meydana gelen değişiklikler ve idari konulardaki değişiklikler gibi hususları Sermaye Piyasası Kurulu ve işlem gördüğü borsanın uygun gördüğü belirli platformlara açıklamak zorundadır. Menkul kıymetlerin fiyat/hacminde olağan dışı hareketler olması durumunda şirketler, menkul kıymetlerin fiyatını etkileyebilecek herhangi bir olay varsa bunları derhal kamuoyuna açıklamalıdır. Bu bilgilerin açıklanması SPK'ya ve ilgili borsaya bildirilmek suretiyle yapılır, işlem seansı sırasında duyurulur ve borsa bülteninde yayınlanır. SPK ayrıca bu özel durumları yayınlar ve gerekli gördüğü takdirde şirketlerden bu bilgileri basında yayınlamasını isteyebilir (IOSCO, 2003).

SPK, içeriden öğrenenlerin ticareti faaliyetinde bulunan herkesin organize ve düzenlemeye tabi menkul kıymetler piyasasında işlem yapmasını önlemek için gerekli tedbirleri almaya yetkilidir. İçeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili hususlar idari yaptırıma tabidir. SPK, içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin olarak, failden bağımsız olarak idari işlem başlatır ve yürütür. SPK uzmanları, Sermaye Piyasası Kanunu ve menkul kıymetler piyasasına ilişkin diğer mevzuat çerçevesinde ihraççılar, menkul kıymetler piyasası kurumları, bunların bağlı ortaklıkları ve diğer gerçek veya tüzel kişilerden konuyla ilgili bilgileri (yazılı veya sözlü) istemeye yetkili olup, ilgili kurumların bu bilgileri SPK'ya vermeleri zorunludur. SPK, içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin idari işlemler çerçevesinde, davada delil teşkil edebilecek şeylerin (belge veya diğer nesnelere) teslim edilmesini ve alıkonmasını talep edebilir (IOSCO, 2003).

Borsa İstanbul (BİST), piyasa gözetimi sırasında hisse senedi fiyatlarında/

hacminde olağan dışı hareketler tespit ettiğinde, BİST’de işlem gören şirketlerden, açıklanmayan bir bilgi olup olmadığını teyit etmelerini zorunlu kılıyor. İdari yaptırım uygulanması, cezai yaptırım uygulanma olasılığını ortadan kaldırmaz. Ayrıca, SPK’nın verdiği yetki çerçevesinde, doğrudan veya dolaylı olarak içeriden öğrenenlerin ticaretine veya manipülasyonuna karışan gerçek veya tüzel kişilerin borsalarda ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda geçici veya kalıcı olarak işlem yapmasını engelleyecek tedbirler alabilir ve uygulayabilir (IOSCO, 2003).

Tablo 1’de gelişmiş ve gelişmekte olan bazı ülke borsalarının kuruluş tarihi, 1997 yılı sonu itibari ile kayıtlı şirket sayıları, bilişim yasalarının hangi tarihten itibaren var olduğu, resmi serbestleşme tarihi verilmiştir.

Tablo 1. Gelişmiş ve gelişmekte olan bazı ülke borsalarının yapısı							
Ülke	Ana borsanın kuruluşu	Ana Borsadaki Şirket Listeleri (1997 sonu)	Ana Borsanın Piyasa Kapitalizasyonu (1997 sonunda milyar ABD doları)	Ana Borsada Dolar Hacmi (1997’de milyar ABD doları)	Ana Borsada Ciro	Bilişim Yasalarının Varlığı	Resmi Serbestleşme Tarihi
Kanada	1878	1420	568	304	0,54	1966	12/69’dan önce
Fransa	1826	717	676,3	394,9	0,58	1967	12/69’dan önce
Almanya	1585	1461	825,2	1966,4	2,38	1994	12/69’dan önce
Japonya	1878	1805	2160,58	834,45	0,39	1988	1.12.1980
İngiltere	1773	2157	1996,225	833,194	0,42	1980	12/69’dan önce
ABD	1792	2691	8879,631	5777,6	0,65	1934	12/69’dan önce
Arjantin	1854	107	59,2	37,8	0,64	1991	1.11.1989
Brezilya	1890	536	255,4	191,1	0,75	1976	1.5.1991
Hindistan	1875	5843	127,72	49,9	0,39	1992	1.11.1992
Türkiye	1866	258	61,095	58,104	0,95	1981	1.8.1989

Kaynak: Bhattacharya & Daou (2002)

İçeriden öğrenenlerin yasadışı ticaretinin ne olduğu konusunda uzun süredir devam eden görüş ayrılığı, yasayı tespit etmek ve uygulamakla görevli düzenleyici makamlara zorluklar getirmektedir. Bu durum aynı zamanda içeriden öğrenenlerin ticareti olaylarının kovuşturulmasının nadir olmasının nedenlerinden biridir. Hem hisse senedi hem de opsiyon piyasalarında satın almaların duyurulmasından önce hisse senedi fiyatlarında yükselişler gözlemlenebilmektedir. İçeriden öğre-

nenlerin ticaretiyle ilgili yasal belirsizlik ve ticaret faaliyetinden elde edilen ikinci derece kanıtlar göz önüne alındığında, bir ihbarcı olmadıkça veya alım satımların boyutu büyük ve zamanlaması kusursuz olmadıkça içeriden öğrenenlerin alım satımlarını tespit etmek neredeyse imkansızdır (Adams, Perry & Mahoney, 2018).

İçeriden öğrenenlerin ticaretinin hukuk, işletme yönetimi, finansal piyasalar ve genel olarak ekonomiye olan etkilerinin tartışıldığı bir çalışmaya yurt içi ve yurt dışında rastlanmamıştır. Bu nedenle bu çalışmanın literatüre katkı sağlayacağı beklenmektedir. Bu çalışma konusuna çok yakın olmasa da ilgili olduğu düşünülen bazı çalışmalara aşağıda yer verilmiştir.

Bhattacharya & Daouk (2002) içeriden öğrenenlerin ticaretine karşı yasaklar bir ülkedeki öz sermaye maliyetini etkiler mi? sorusunun cevabını aramışlardır. Bu çalışmada içeriden öğrenenlerin ticareti yasalarının öz sermaye maliyeti üzerindeki etkisini dört farklı yaklaşım kullanarak ölçmüşlerdir. İçeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin kanunların yürürlüğe girmesinden sonra ortalama getirilerin düştüğünü, ancak bu düşüşün ilk kovuşturma sonrasında gözlenen düşüşten daha az olduğunu bulmuşlardır. Cironun, içeriden öğrenenlerin ticaretinin uygulanmasından sonra arttığı, ancak içeriden öğrenenlerin ticareti yasalarının yürürlüğe girmesinden sonra fazla değişmediği bulunmuştur. Bir dünya faktörü, bir yerel faktör, bir döviz faktörü, bir likidite faktörü, bir serbestleşme göstergesi ve bir hissedar hakları göstergesi gibi değişkenleri kontrol ettikten sonra, yaptırımın öz sermaye maliyeti üzerinde olumsuz bir etkisi olduğunu bulmuşlardır. Serbestleşme göstergesini kontrol ettikten sonra, içeriden öğrenenlerin ticareti yasalarının öz sermaye maliyeti üzerinde önemsiz bir etkisi olduğunu bulmuşlardır. Öte yandan, yaptırımın olumsuz ve önemli bir etkisi vardır. Serbestleşme göstergesi gibi diğer değişkenleri kontrol ettikten sonra, içeriden öğrenenlerin ticareti yasalarının ülke kredi notları üzerinde önemsiz bir etkisi olduğunu görmüşlerdir. Öte yandan, yaptırımın ülke kredi notları üzerinde olumlu ve anlamlı bir etkisi vardır. Özetlemek gerekirse, hangi yaklaşım kullanılırsa kullanılsın, içeriden öğrenenlerin ticareti uygulamasının öz sermaye maliyetinde önemli bir düşüş gösterdiği sonucuna ulaşmışlardır.

Hazen (2010) kurumsal içeriden bilgi sahibi olmayan piyasa katılımcılarının kamuya açık olmayan önemli bilgiler edindiği zaman meydana gelen dış ticareti incelemektedir. Çalışma, bu bilgilere dayanarak menkul kıymet işlemlerine giren ve girmeyen yabancılar arasındaki ayrımı araştırmaktadır. Ticaret yasakları, bilgileri gizli tutmak için bir mütevellî görevi altında olmasalar bile, belirli bireyleri uygun şekilde “dışarıdan ticaret” kapsamına almaktadır.

Yadav (2015) CDS piyasalarının içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin geleneksel doktrin ve teoriyi nasıl hızla sorgulanır hale getirdiğini ortaya koymaktadır. Borç verenlerin CDS ticareti yaptığı yerlerde, genellikle borçlulara ait çok büyük bilgi rezervlerine erişimlerinin olduğu bilinmektedir. Doktrinel olarak, bu pazarlar tasarım ve ekonomik işlevleriyle mevcut yasalara meydan okuyor gibi görünmektedir. Bu çalışma hissedarların borç odaklı büyümenin meyvelerinden olan CDS ticaretinden yararlanabileceklerini göstermektedir.

Adams, Perry & Mahoney (2018) SEC'den benzer firmalarla yapılan ve farklı muamele ile sonuçlanan iki birleşme duyurusu etrafında alım opsiyonu ticaretini kullanarak, düzenleyicilerin ve savcılarının etik olmayan içeriden öğrenenlerin ticaretini belirleme ve uygulama konusundaki mücadelesini göstermişlerdir. Bu çalışma yasa dışı olan ve etik olmayan içeriden öğrenenlerin ticaretini tespit etmenin ve uygulamanın zorluklarını vurgulamaktadır. İki benzer satın alma duyurusu etrafında gerçekleşen alım opsiyonu işlemlerini kullanarak, alım satım faaliyetini incelemişler ve bir işlemin neden yasadışı ve etik olmayan içeriden öğrenenlerin ticareti olarak belirlendiğini, diğer işlemlerin neden böyle olmadığını tahmin etmişlerdir. Bu araştırma, yasal ve etik belirsizlik göz önüne alındığında, içeriden öğrenenlerin ticaretinin ve yaptırım yönlerinin belirlenmesiyle ilişkili etik doğası ve zorluğunu tartışmaya katkıda bulunmaktadır.

## **İÇERİDEN ÖĞRENEENLERİN TİCARETİ'NİN HUKUKİ YÖNDEN DEĞERLENDİRİLMESİ**

Hukuk alanındaki araştırmacılar ve uygulayıcılar, seçkin iş liderleri, ekonomistler, finans gazetecileri ve halk 1800'lerin sonlarından başlayarak yirminci yüzyılın başlarına kadar şirket yöneticilerinin üstün bilgilerini ticari amaçlarla kullanmalarına izin vermenin uygunluğunu sorgulamaya başlamışlardır. Bu argümanlar genellikle ahlaka dayalıydı, ancak hukuk eleştirmenleri ve destekçileri aynı zamanda modern vekalet maliyeti ve mülkiyet hakları argümanlarını da gündeme getirmiştir. Kamuoyunda içeriden öğrenenlerin ticaretinin yaygınlığı hakkındaki görüşler, menkul kıymet piyasalarının verimsizliği hakkındaki görüşlerle ve sıradan yatırımcıların neden menkul kıymetler piyasalarına yatırım yapmaktan kaçınmaları gerektiğine dair tavsiyelerle yakından bağlantılıdır (Perino, 2019).

Sokrates bize, etik olmayan bir tüccarın motivasyonlarını bilmeden eylemlerinin tespit edilmesiyle ilgili sorunlar olduğunu söyledi. Sokrates'e göre, herhangi bir eylemi gerçekleştirirken göz önünde bulundurması gereken hususun iyi bir adam gibi ya da kötü bir adam gibi doğru ya da yanlış hareket edilip edilmediğidir. Bu nedenle, örneğin birleşme duyurusuna yol açan işlem hacmi ve getirilerini

analiz ederek bir işlemin etik yapısını belirlemek, bizi kolaylıkla yanlış sonuçlara götürebilmektedir. İstatistikler tek başına etik davranışı belirlemek için yeterli değildir. Bunun bir nedeni, yasadışı içeriden öğrenenlerin ticaretinin tanımı etrafındaki yasal belirsizliğin etik belirsizlik yaratmasıdır. Etik olmayan içeriden öğrenenlerin ticaretinin tespit edilmesindeki zorluğun ikinci bir nedeni, içeriden öğrenenlerin ticaretinin etiği üzerine yapılan araştırmaların da belirsiz sonuçlara ulaşmasıdır. İçeriden öğrenenlerin ticaretinin göz ardı edilmesi gerektiği sonucuna varan argümanlar vardır (Adams, Perry & Mahoney, 2018).

İçeriden öğrenenlerin ticareti bir zamanlar Amerika Birleşik Devletleri'ne özgü bir sorun olmasa da bir endişe kaynağı olarak görülüyordu. Son yıllarda yabancı içeriden öğrenenlerin ticareti yasalarının kabul edilmesi ve geliştirilmesi bunun aksini göstermektedir. Başka hiçbir ülke içeriden öğrenenlerin ticaretinin soruşturulması ve kovuşturulması konusunda Amerika Birleşik Devletleri ile aynı kararlılığı göstermemiş olsa da, yurtdışındaki gelişmeler içeriden öğrenenlerin ticaretinin adil ticaretin temel ilkeleriyle tutarsız olduğu ve cezalandırılması gerektiği konusunda artan uluslararası fikir birliğini yansıtmaktadır (Pitt & Hardison, 1992).

Birçok ülkede içeriden öğrenenlerin ticaretine uzun süredir devam eden kayıtsızlık göz önüne alındığında, içeriden öğrenenlerin ticaretini yasaklama veya uygulamaya karşı atıl yasalari yürürlüğe koyma telaşı çok daha çarpıcıdır. Çoğu ülkeyi içeriden öğrenenlerin ticaretini engellemeye motive eden üç temel faktör görünmektedir: rekabetçi baskılar, uluslararası yaptırım çabaları ve teknolojik gelişmelerdir (Pitt & Hardison, 1992).

Çeşitli içeriden öğrenenlerin ticareti yasaklarının özünü karşılaştırmadan önce, yasağın kaynağındaki farkı belirtmekte fayda vardır. AB Direktifinin yanı sıra Avustralya, Japonya ve Amerika Birleşik Devletleri gibi birçok ülkede tasarlanan ve AB Direktifinden kaynaklanan yasağın kaynağı, özellikle içeriden öğrenenlerin ticaretini ele alan mevzuattır. Çoğunlukla, Amerika Birleşik Devletleri'nde içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin yasak, daha da geniş bir yasal hüküm uyarınca bir idari kurum tarafından kabul edilen geniş bir dolandırıcılık karşıtı kuralın idari ve yargısal yorumlarından kaynaklanmaktadır (Gevurtz, 2002).

İçeriden öğrenenlerin ticaretini yasaklayan yasaların hangi davranışları yasakladığı konusunda kesin bir durum bulunmamaktadır. Bunun nedeni, dünyadaki içeriden öğrenenlerin ticareti yasaklarının, içeriden öğrenenin, bilgiyi açıklamadan hisse senedi alıp satmasının ne zaman yasa dışı olduğu konusunda farklılık göstermesidir. Bu farklılığa örnek olarak, Tablo 2'de Amerika Birleşik Devletleri, Avrupa Birliği, Avustralya ve Japonya'daki içeriden öğrenenlerin ticareti yasakla-

rının karşılaştırılması verilmektedir (Gevurtz, 2002).

<b>Tablo 2. ABD, Avrupa Birliği, Avustralya ve Japonya'daki içeriden öğrenenlerin ticareti yasaklarının karşılaştırılması</b>				
	<b>Amerika Birleşik Devletleri</b>	<b>Avrupa Birliği</b>	<b>AVUSTRALYA</b>	<b>JAPONYA</b>
<b>BİLGİ TÜRÜ</b>	Halka açık olmayan bilgi	Halka açık olmayan bilgi fiyatı etkilemesi muhtemel Kesin ihraççı veya güvenlikle ilgili	Halka açık olmayan bilgi	Halka açık olmayan bilgi Önemli gerçekler
Kapsadığı Kişiler	Geleneksel içeridekiler	Birincil içerdekiler a) İçerideki bilgilere sahip olan yöneticiler b) Hissedarlar c) Bilgi yoluyla erişim, iş, meslek görevler İkincil içeridekiler (birincil içerdekilerden doğrudan veya dolaylı olarak bilgi)	İçeriden bilgi sahibi olan herkes	İlişkili taraflar İhale teklif sahibi ile ilgili doğrudan ilişkili taraftan bilgi
Yasak eylemler	Menfaat için ticaret veya bahşiş	Birincil: normal iş dışında ticaret veya bahşiş İkincil: ticaret	Ticaret veya bahşiş	Ticaret
Amaç	Bilmeli veya ihlal etmeli	Gerçeklerin tam bilgisi	İçeriden gelen bilgilerin (ve bu bilgilerle ticaret yapması muhtemel olduğunun) bilinebilmesi gerekir.	Bilmek

Kaynak: (Gevurtz, 2002)

Bazen, ticarete kullanılan bilgilerin halka açık olup olmadığı hakkında sorular ortaya çıkar. Aslında, Japonlar ve Avrupa Birliği, bilginin kamuya açık olup olmadığı sorusu ile ilgili bazı ilginç yaklaşımlar izlemiştir. Örneğin, Japonya'da mesele, yatırım yapan kamunun söz konusu gerçekleri gerçekten bilip bilmediğine bakılmaksızın, şirketin söz konusu gerçekleri Bakanlar Kurulu Kararında belirtilen kriterlere uygun olarak açıklayıp açıklamadığı ile ilgilidir. AB Direk-



tifi'nin gerekçeleri, kamuya açık verilerden elde edilen bir analizin kamuya açık olmayan bilgileri oluşturmadığını belirtmektedir. Bununla birlikte, çok daha sık görülen anlaşmazlık alanı, kamuya açık olmayan bilgilerin yasağı tetikleyecek kadar önemli olduğunda ortaya çıkmaktadır.

Amerika Birleşik Devletleri ve Avustralya'da izlenen yaklaşım, davalar ortaya çıktıkça mahkemelerin uygulayacağı geniş bir standart belirlemektir. Amerika Birleşik Devletleri'nde, bilgi "önemli" olmalıdır. Bu makul bir yatırımcının, hisse senedi alıp satma konusunda karar verirken bilgileri önemli bulacağı anlamına gelir. Benzer şekilde, Avustralya'da, bilgiler makul bir kişinin bekleyebileceği şekilde olmalıdır. Hisse senedinin fiyatı veya değeri üzerinde önemli bir etkiye sahip olması veya bilgilerin, hisse senedi alıp satma konusunda yatırımcıları etkilemesi muhtemeldir. Bu kadar geniş bir standartla ilgili sorun, uygulamasının son derece gerçeklere duyarlı ve vakaya özel olması, bu da davaları çözmeyi potansiyel olarak daha zor hale getirmesi ve içerdekilerin ticaretten önce bilgileri ifşa etmeleri gerekip gerekmediğine karar vermelerini sağlamasından ileri gelmektedir. Bilgiler kesin olmalı, işlem gören menkul kıymetin ihraççısıyla veya menkul kıymetin kendisiyle ilgili olmalı ve ticareti yapılan menkul kıymetin fiyatı üzerinde önemli bir etkiye sahip olması muhtemel olmalıdır. Japon hukuku çok daha fazla özgüllük sağlamaya çalışır. Japon içeriden öğrenenlerin ticareti tüzüğü, içeriden öğrenenlerin ticareti yasağını tetikleyebilecek önemli gerçeklerin bir listesini içermektedir (Gevurtz, 2002).

Sermaye dolandırıcılıklarının ve kötü niyetli ticaret davranışlarının izlenmesi, tüccarların ve firmaların davranışlarının düzeltilmesi için değişikliklerin uygulanması, günümüz finansal piyasalarında giderek artan bir şekilde öncelik olarak görülmektedir. Birçok hükümet ve finans kurumu, piyasalarının bütünlüğünü korumak ve adil ticaret uygulamalarını teşvik etmek için sermaye ve kaynaklara yatırım yapmaktadır. Tüm sermaye dolandırıcılığı türleri arasında, içeriden öğrenenlerin ticareti, tespit edilmesi en zor olanlardan biridir ve bu nedenle bir mahkemede kanıtlanması en zor olanıdır (Gupta & Hossain, 2011).

İçeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin yasal ve etik sınırlar belirsiz olmaya devam etse de, içeriden öğrenenlerin ticareti yasalarının uygulanmasının, sermaye maliyetlerinin düşürülmesi ve likiditenin iyileştirilmesi yoluyla piyasalar üzerinde olumlu etkileri olduğu gösterilmiştir. Şüpheli alım satım faaliyetlerini ortaya çıkarmak için analitik araçlar kullanılabilse de, kanıtlar yine de ikinci dereceden olacaktır (Adams, Perry & Mahoney, 2018).

Piyasa alım satım verilerinin, bilgilendirilmiş alım satım faaliyeti ile ilişkili bilgiler taşıdığı tespit edilebilmektedir. Gözlemciler, bilgili tüccarları belirlemek için bu

bilgileri tanımakta ve kullanmakta kısmen başarılıdır. İçeriden bilgi ticareti çoğu yargı bölgesinde yasalarca yasaklandığından, bu konuyu ampirik veriler kullanarak incelemek zordur. Ayrıca, tüm gelişmiş sermaye piyasalarında bu tür düzenlemeler bulunduğundan, içeriden öğrenenlerin ticareti düzenlemesi olmadan bir piyasanın karşı olgularını incelemek de mümkün değildir (Stöckl & Palan, 2018).

Borsalarda işlem gören şirketler, bildirimlerini elektronik bilgi ifşa sistemi aracılığıyla ilan etmekle yükümlüdür. Elektronik Açıklama Sistemi, borsada işlem gören şirketlerin tüm yatırımcılara gerçek zamanlı olarak bilgi açıklamalarını yöneten elektronik platformlara örnektir. Bu platformlar, mevzuat ve menkul kıymetler kanunu uyarınca raporlanması gereken kurumsal içeriden öğrenenlerin işlemleri ve varlıkları hakkında güncel bilgiler sağlamaktadır. Piyasa gözetim sistemleri esas olarak birleşme ve satın almalar, ihale teklifleri, kazanç raporları gibi önemli kurumsal olaylar ve ticari faaliyetleri izlemeye ve incelemeye odaklanmaktadır. Menkul kıymetler piyasasında anormal fiyat hareketleri veya alım satım hacimleri meydana gelirse, gözetim sistemi yetkililerin piyasa bağlamında alım satım faaliyetlerini anlamalarına yardımcı olmakta ve derinlemesine soruşturma için yasa dışı alım satım uygulamaları hakkında ön kanıtlar sağlamaktadır (Esen, Bilgiç & Başdaş, 2019).

Yasa dışı içeriden öğrenenlerin ticareti, eşzamanlı olarak tespit edilmesi çok zor bir ekonomik suçtur. Vakaların çoğu, bir kurumsal içeriden öğrenenlerin, ticaret sırasında kamuya açık olmayan materyalleri kötüye kullandığını kanıtlamak için ikinci derece kanıtların kullanılmasını içermektedir. Yetkililer, içeriden öğrenenlerin işlemleri, yatırımcı ipuçları, tanıklar, basında çıkan haberler, muhbirler ve gayri resmi soruşturmalar dâhil olmak üzere birçok veri kaynağından delil elde ederek bir soruşturma süreci geliştirmektedir. Şüpheli işlemlerin büyüklük, fiyat ve işlem tarihi gibi çeşitli ticari özelliklere göre belirlenmesi, yasadışı içeriden öğrenenlerin ticareti soruşturmalarının adımlarından biridir (Esen, Bilgiç & Başdaş, 2019).

Yenilikçi finansal piyasalar, içeriden öğrenenlerin ticareti yükümlülüğünün denenmiş ve test edilmiş kavramlarını hızla çökertmektedir. Düzenleyicilerin yeni sorunlar için eski yasalara başvurması gibi, piyasa uygulamalarının incelenmesi, geleneksel paradigmanın artık kolay uyum sağlamadığını ortaya koymaktadır. Kredi türevleri piyasasında içeriden öğrenenlerin ticaretinin gecikmesi, doktrin ve politikanın bu yeniliklere ayak uydurmadığını ortaya koymaktadır (Yadav, 2015).

Piyasaların daha fazla uluslararası hale gelmesi, daha rekabetçi hale gelmesi anlamına gelmektedir. Bir ulusun pazarlarında yaygın olan içeriden öğrenenlerin ticareti çoğu zaman o pazarın yabancı katılımcılar için çekiciliğini bozduğundan,

rekabetçi baskılar içeriden öğrenenlerin ticaretini yasaklayan yasaların kabul edilmesine veya mevcut yasaların daha sıkı uygulanmasına yol açabilmektedir. Uluslararası dilde, içeriden öğrenenlerin ticareti genellikle “şeffaf” pazarlara, prosedürlere ve ticaret standartlarına sahip, yabancı yatırımcılar için adil ve anlaşılır olan pazarlara duyulan ihtiyaçla tutarsız olduğu için kınanmaktadır (Pitt & Hardison, 1992).

İçeriden öğrenenlerin ticaretinin kurbanlı bir suç olup olmadığı, bunun nasıl düzenleneceği sorusunu çözmez. Bununla birlikte, eğer mağdurları varsa, toplumun içeriden öğrenenlerin ticaretini katı bir şekilde düzenlemesi daha olasıdır. Aslında, borsa içeriden öğrenenlerin ticaretinin her eyleminin belirli kurbanları vardır. Bu kurbanlar, içeriden öğrenenlerin ticareti olmasa daha iyi durumda olanlardır (Wang, 2000).

Bazı durumlarda yasanın yeterince uzağa ulaşmadığını, diğer durumlarda ise yasanın çok ileri gittiği savunulabilmektedir. İlk olarak, içeriden bilgi alan bir muhbirin, ihbardan önce içeridekilerin her türlü menfaati sağladığını hükümetten göstermesini talep etmek bir hatadır. Bahşış verenin bağış yapan veya uygun bir şekilde açıklanmış bilgilerin kötü niyetli alıcısı olarak basit durumu yeterli olmalıdır. Genel pay seviyelerini yükseltmeyi amaçlayan şirket politikalarına uygun olarak bu bilgileri açıklayan içeriden doğrudan veya dolaylı olarak bilgi alan analistlere karşı kesin bilgilerin kötüye kullanılması nedeniyle cezai kovuşturma başlatılıp başlatılmayacağına karar vermek çok daha zordur (Epstein, 2016).

Becker’in klasik ekonomik suç teorisine göre bir suç işlenip işlenmeyeceğine karar vermeden önce maliyetler ve faydalar tartılmaktadır. Bundan, olası bir suçlunun beklenen faydasını değiştirerek yasa dışı içeriden öğrenenlerin ticaretini caydırmanın iki yolu vardır. Birincisi cezanın şiddetini artırmaktır. Diğeri ise tespitinin kesinliğini artırmaktır. Davranış deneylerinden elde edilen sonuçlar, tespitinin kesinliğinin ağır cezadan bile daha güçlü bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Bir tahmin modeli daha hızlı ve daha kesin yaptırım eylemleriyle sonuçlanabileceğinden, beraberindeki caydırıcı etkinin dolaylı olarak sosyal refaha fayda sağlayabileceğine inanılmaktadır (Liu & ark., 2020).

## **İÇERİDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİ’NİN İŞLETME YÖNETİMİ AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ**

Yöneticilerin bir şirketin değişen servetinden kâr etmelerine izin verildiğinde, içeriden öğrenenlerin ticaretinin kurumsal yatırımı engelleyebileceği savunulmuştur. Hangi durumda olursa olsun, şirket içindekilerin hisse değerindeki artış ve düşüşlerden fayda sağlamak için firmaları için daha riskli yatırımları seçme olasılığı daha yüksektir. Bunun bilincinde olan hissedarlar, sermaye harcamaları-

nı daha az destekleyecek ve firma düzeyindeki doğrudan yatırımın ekonomik olarak optimal seviyesinin altına düşmesine neden olacaktır. Son argüman, içeriden öğrenenlerin ticaretinin karşı taraf üzerindeki etkisiyle ve kişisel kayıpla ilgilidir (Clacher, Hillier & Lhaopadchan, 2009).

Hisse senedi fiyatları içeriden öğrenenlerin ticaretinde yer alan bilgileri yansıtabilecek şekilde değişebilse bile, içeriden öğrenenlerin satma kararının alıcısı ve içeriden öğrenenlerin satın alma kararının satıcısı ticaretten kişisel olarak etkilenecektir. Piyasadaki içeriden öğrenenlerin oranı arttıkça, kaybeden dış yatırımcıların sayısı da artacak ve bu da genel yatırımcı güveninde bir düşüşe neden olacaktır. Geçmişteki kötü deneyimlerden kaynaklanan bireysel duyguların birikmesi nedeniyle piyasanın toplam etkinliği düşecektir. Kurumsal içeriden öğrenenlerin ticareti, yıllık mali tabloların önemini de azaltabilmektedir. Mali tablolar, bir şirketin ticari faaliyetlerine ilişkin güvenilir mali bilgilerin ana kaynağı olmalıdır. Kurumsal içeriden öğrenenlerin ticaretinden kaynaklanan bilgiler, finansal tabloların güvenilirliğini etkilemeyecek olsa da, bunların alaka düzeyini ve güncelliğini azaltacaktır (Clacher, Hillier & Lhaopadchan, 2009).

İçeriden öğrenenlerin ticareti araştırmasındaki ikinci ana tema, firmaya özel bilgi olayları etrafındaki içeriden öğrenenlerin ticareti davranışının analizi ve içeriden öğrenenlerin ticareti ile duyuru arasındaki etkileşim ile ilgilidir. Finansal sinyal teorisi, fiyata duyarlı haberlerin açıklanmasından önce bilinçli ticaretin piyasayı yanlış fiyatlandırma konusunda bilgilendirdiğini ve bu nedenle piyasanın buna uygun tepki vereceğini önermektedir. Fiyata duyarlı haber olaylarına örnek olarak birleşme duyuruları, beklenmeyen kazanç duyuruları ve temettü değişiklikleri sayılabilir (Clacher, Hillier & Lhaopadchan, 2009).

İçeriden öğrenenlerin ticareti yasa dışı olmasına ve geniş çapta kınanmasına rağmen, inatçı bir azınlık hala bunu yöneticilere tazminat ödemenin ve yeniliği teşvik etmenin etkili bir yöntemi olarak savunmaktadır. Bununla birlikte, bu savunmalar önemli ölçüde içeriden öğrenenlerin zenginliğinin içeriden öğrenenlerin ticaretinin kapsamını kısıtladığını varsaymaktadır. Buna göre bu azınlık, içerideki tüccarlar tarafından, dışarıdakiler pahasına gerçekleştirilen anormal kârların, nadiren dışarıdakilerin etkilenen hisse senedinden kaçmasına neden olacak kadar büyük olduğunu savunmaktadırlar. Benzer şekilde, içeriden öğrenenlerin ticaretinden elde edilen potansiyel kazançların nadiren büyük olduğu belirtilmektedir. Bu nedenle, içeriden öğrenenlerin ticareti, hissedarlar için ani kayıplarını aşan faydalar sağlamaktadır görüşü dile getirilmektedir (Dent, 2013).

İçeriden öğrenenlerin ticaretinin yasaklanması gerektiği görüşündekiler içeriden öğrenenlerin ticaretine izin verilseydi, içeriden öğrenenlerin servetiyle sı-

nırlandırılmayacağı, çünkü içeriden öğrenenlerin dışarıdan yeterince bilgi avantajlarından tam olarak yararlanmak için finansman edinebileceği görüşündedir. Bunu yaparken, içeridekiler kaçınılmaz olarak diğer yatırımcıları dışlayacak ve zarar etmelerine neden olacaklardır. Hisse senedi piyasaları, ortadan kalkmasa bile büyük ölçüde küçülecektir. Devasa ticari kar olasılığı yöneticileri birçok kararı değiştirmeye teşvik edecek ve bu da firmanın zarar etmesine yol açacaktır. Kurumsal gözlemcilerin bunu tespit etmesi neredeyse imkânsızdır. Diğer hissedarlara verilen zarar, içeriden öğrenenlerin ticaretinden elde edilecek herhangi bir faydadan çok daha fazla olacaktır. Buna göre, içeriden öğrenenlerin ticareti savunulamaz şekilde görüşler ileri sürülmektedir (Dent, 2013).

İçeriden öğrenenlerin ticaretine herhangi bir kısıtlama olmaksızın izin verilseydi, içeridekiler ticaretleri için dış finansman aramakta özgür olurdu. Bunu yapmaları için teşvik açıktır. Yabancılar zaten “marjlı” hisse senedi ticareti için borç para alırlar, bu nedenle mantıksal olarak, içeridekiler de benzer bir şekilde borç alabilirler. Aslında, içeridekiler, dışarıdakilere göre çok daha fazla borçlanmak için hem iradeye hem de araçlara sahip olacaktır. Etkin bir menkul kıymetler piyasasında, eğer varsa, çok az sayıda yabancı, sürekli olarak piyasayı yenebilir. Bir avuç yabancı düzenli olarak piyasadan daha iyi performans gösterebilir, borç verenler onları kolayca tanımlayamaz (Dent, 2013).

İçeriden öğrenenlerin ticareti yasal olsaydı bu durum, dezavantajlı yabancıları borsalardan uzaklaştıracak ve böylece şirketlerin kamu mülkiyetini önemli ölçüde azaltacaktır. Bireysel şirketler, içeriden öğrenenlerin ticaretini kendi başlarına engellemek için araçlardan ve teşviklerden yoksundur. İçeriden alınan bilgilere, kendi hesabına ticarete kullanılabilecek şirkete ait bir mal olarak muamele etmek de akıllıca olmaz. Şirketlerin, hissedarlarının menfaati için faaliyet göstermeleri, onları başka bir seçim çevresinin veya hissedarların bir alt kümesinin menfaati için kandırmamaları gerekmektedir. Buna göre, içeriden öğrenenlerin ticaretini yasallaştırmak için makul bir neden bulunmamaktadır görüşü dile getirilmektedir (Dent, 2013).

Tüm halka açık şirketlerin denetlenmiş mali tabloları ve ilgili denetim bulgularını açıklaması gerekmektedir. Mali tablo denetimlerinin bilgi asimetrisini azalttığı ve acente çatışmalarını azalttığı genel olarak kabul edilse de, yöneticiler genellikle denetim raporunun içeriğinden kamuoyundan çok önce haberdardır. Bu nedenle, mali tablo denetimlerinin temel amacı hissedarları korumak olsa da, denetim sürecinin istenmeyen bir sonucu, şirket içindekilere geçici bir bilgi avantajı sağlamasıdır. Denetim süreci, dış denetçi, yönetim ve yönetim kurulu arasındaki bir müzakereyi temsil etmektedir. Denetim süreci boyunca denetçi, yönetim

ve yönetim kurulu ile sık sık iletişim halindedir ve ön bulgular, denetim düzeltmeleri ve standart bir niteliksiz denetim raporundaki olası değişiklikler hakkında sürekli güncellemeler sağlamaktadır. Denetçi, denetimin sonuçlandığı tarihe veya “denetim raporu tarihine” yakın bir tarihte nihai raporun içeriği hakkında kurula resmi olarak brifing vermekte ve daha sonra raporu kamuya açıklamaktadır. Böylece, aradan geçen dönemde, şirket içindekiler, denetim bulgularıyla ilgili kamuya açık olmayan önemli bilgilere sahip olacaklardır (Arif & ark., 2018).

Birleşme ve satın alma faaliyetlerinin gerçekleştiği oldukça rekabetçi sektörlerde içeriden öğrenenlerin ticaretinin daha olası olduğu görülmektedir. Düzenleyiciler için bir karar destek sistemi sunmanın yanı sıra, yalnızca bir tahmin modelinin varlığı, gelecekteki fırsatçı içeriden öğrenenlerin ticaretini caydırabilecektir. İçeriden öğrenenlerin ticaretini tahmin etmek, diğer kurumsal dolandırıcılık biçimlerinin ortaya çıkmasına da yardımcı olabilecektir. Araştırmalar, fırsatçı içeriden öğrenenlerin ticaretinin, kazanç yönetimi gibi diğer kurumsal yanlış davranış biçimleriyle el ele gittiğini göstermiştir. İçeriden öğrenenlerin ticaretinin büyüklüğü genellikle diğer sorunların ciddiyetini yansıtır. İçerideki birçok kişi, kendilerinin veya meslektaşlarının yaptığı bir sahtekarlıkla yüzüzce işlem yapabilmektedir. Bununla birlikte, bu yanlış davranışlar hissedarlar için daha büyük tehditler oluşturabilir ve tüm ekonomide büyük refah kaybına neden olabilir. Bu nedenle, fırsatçı içeriden öğrenenlerin ticaretini tahmin edebilmek, devam eden ve gelecekteki kurumsal dolandırıcılık hakkında bir fikir verebilir (Liu & ark., 2020).

Başlangıç olarak, davranış deneyleri, bilgilendirilmiş içeriden öğrenenlerin ticareti gibi etik olmayan davranışların rastgele olmadığını göstermiştir. Birçok belirli kanallar, içeriden öğrenenlerin ticareti davranışının öngörülebilirliğine katkıda bulunabilir. İlk olarak, finansal belgeler, yöneticilerin genellikle eylemlerini önceden bildirebilen kişisel teşvikleri hakkında ipuçları içermektedir. Yönetimsel ifşaatın kalitesi, devam eden içeriden öğrenenlerin ticareti kararlarını ortaya çıkarabilir. Yöneticiler bilgi avantajlarını sürdürmek istediklerinden, daha düşük kaliteli bir bilgi paylaşımı, gelecekte içeriden öğrenenlerin satın alınmasıyla ilişkilidir. İkincisi, finansal raporlar, firma yönetiminin belirli eylem ve politikalarının etik olmayan bir çalışma ortamına yol açabileceği şekilde, iç kontroldeki zayıflıkları gösterebilir. Ayrıca, belirli iş kültürlerinin dürüstlük normunu zayıflatması ve dürüst olmayan davranışları teşvik etmesi daha olasıdır ve bir firmanın etik kültürü mali raporuna yansıtılabilir. Son olarak, şirket içindekiler, kendi teşvikleri için, iflas gibi önemli olaylardan önce ticaret yapma eğilimine sahiptir; bu maddi olayların makine öğrenimi modelleri kullanılarak tahmin edilebilir olduğu bilinmektedir (Liu & ark., 2020).

Laboratuvar deneyleri ve ampirik çalışmaların izole bir faktörün nedensel etkilerini nasıl tahmin edebileceği gibi, bir makine öğrenimi modeli, fırsatçı içeriden öğrenenlerin ticareti davranışından önce tarihsel verilerden modeller türetebilmelidir. Mali metinlerin, özellikle kurumsal yıllık dosyalamalar, bir makine öğrenimi modeli için önemli bir bilgi kaynağı olarak kullanılabilir. Teorik olarak, bilgi manipülasyon teorisi, fırsatçı ticaret yapma eğiliminde olan içeridekilerin, yatırımcıların yanlış çıkarımlar yapma olasılığının daha yüksek olması için ilgili bilgileri saklamaya yönelik teşviklere sahip olacağını iddia etmektedir (Liu & ark., 2020).

İçeriden öğrenenlerin ticaretine yönelik yasak, kredi temerrüt takasları (CDS'ler) gibi türevlerin faaliyet gösterdiği piyasalarda giderek çağdışı hale gelmektedir. Borç verenler bu araçları, verdikleri kredilerin kredi riskini takas etmek için kullanırlar. Tasarım gereği, CDS'ler, borç verenlerin içeriden öğrenenlerin neye benzediğine güvendiği sürece, içeriden öğrenenlerin ticareti yasalarını altüst ediyor gibi görünmektedir. Aynı zamanda, CDS piyasalarında içeriden öğrenilen bilgilerin kullanılmasından kaynaklanan zarar, mevcut içtihatla öngörülen zararlardan farklı olabilir. İçeriden öğrenenlerin ticaretinin geleneksel hesabında, hissedarlar bilgili içeridekilere karşı sistematik olarak kaybeder. Ancak CDS ticaretinde, borçlu şirketin hissedarları, bu şirketin daha ucuz krediye ve daha düşük fonlama maliyetlerine erişimi olduğu durumlarda kazananlar olarak ortaya çıkabilir. Bu nedenle, karmaşık türev piyasaları tarafından canlandırılan bir dünyada içeriden öğrenenlerin ticaretinin verimlilik ve refah etkilerinin daha sağlam, teorik bir hesabının yanı sıra geleneksel teorinin kapsamlı bir şekilde yeniden düşünülmesi gerekmektedir (Yadav, 2015).

## **İÇERİDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİ'NİN FİNANSAL PİYASALAR VE EKONOMİ AÇISINDAN DEĞERLENDİRİLMESİ**

İçeriden öğrenenlerin ticareti, genellikle yüzyılın başındaki hisse senedi piyasalarında yaygın olduğuna inanılsa da, evrensel olarak hoş görülüyordu. Halka açık şirketlerde uygulama oldukça tartışmalıydı. Bu tartışmalar, halka açık şirketlerin büyümesi ve borsanın nasıl işlediğine dair görüşlerdeki değişim ile aynı zamana denk geldi. İçeriden öğrenenlerin ticaretiyle ilgili yirminci yüzyılın başlarındaki tartışma, hem bilgideki mülkiyet haklarına ilişkin modern argümanları hem de içeriden öğrenenlerin ticaretinin borsa katılımı üzerindeki etkisine ve manipülasyon ile piyasa verimsizliğine ilişkin daha eski fikirleri öne çıkarmıştır (Perino, 2019).

Sistematik riskin düşük olduğu etkin bir piyasada menkul kıymetlerin doğru fiyatlandırılabilmesinin temel koşulu, bilginin kamuya açıklanması yani yatırım-

cuların bilgiye eşit olarak ulaşımıdır. Piyasalardaki bilgi kaynaklı problemlerden biri olan içeriden öğrenenler ticareti ile piyasaların şeffaflığı engellenmekte, yatırımcıların piyasaya olan güvenleri sarsılmaktadır. Bu sebeple dünya üzerindeki birçok piyasada içerideki bilgilerin yatırımcılara doğru ve zamanında aktarılmasıyla bilginin tekelleşmesinin engellenmesi amaçlanmakta, herkes tarafından bilinmeyen ayrıcalıklı bilginin menkul kıymet alım-satım işlemlerinde kullanımı yasaklanmaktadır (Esen, 2016).

Halka açık şirketlerin pek çok yöneticisi ve yetkilisi, kesinlikle kamuya açık olmayan önemli bilgiler üzerinde ticaret yapma kabiliyetini konumlarının bir şartı olarak gördüler ve en azından bazı çevrelerde, bunun doğal, kaçınılmaz bir hisse senedi özelliği olarak kabul edildiğine dair kanıt bulmak zor değildir. Daha geniş pazar katılımını teşvik etmek için, iş dünyası liderleri, mevcut bilgi paylaşımı uygulamalarını değiştirerek yanıt vermeye başlarken, ekonomistler, hisse senetlerini “işçi tasarruflarının güvenli yatırım biçimleri” haline getirmek için içeriden öğrenenlerin ticaretini sınırlandırmayı savunmaktadırlar (Perino, 2019).

Bir kişinin içeriden bilgiye sahip olması için şirket yöneticisi olması gerekmez. Aile üyeleri, kayınvalideler ve arkadaşlar genellikle şirket sırlarını duyabilirler. Psikologlar, hastalarından gelecekteki birleşme haberlerini duyabilirler. Kapıcılar, çöp kutularından hassas malzemeleri alabilirler. Avukatlar meslektaşlarından önemli haberlere kulak misafiri olabilirler. Teröristler, saldırılar hakkında önceden bilgi sahibi olabilirler. İçeriden öğrenenlerin ticareti konusunda üzerinde durulması gereken bir grup ise işletme ile çeşitli sebeplerden dolayı bağı kopmuş (emeklilik, istifa, şirket değişikliği) yönetici ve çalışanlardır. Söz konusu grubun işlemleri yakından takip edilmeli ve denetlenen iş ağı sürekli olarak güncellenmelidir (Esen, 2016).

İnsanlar içeriden bilgi alışverişi yaptıklarında, ticaret verilerinde bunun sili izlerini bırakırlar. İşlem hacimleri genellikle alışılmadık derecede yüksektir. Fiyat hareketleri olağandışıdır. Opsiyon ticareti, çeşitli sözleşme türleri arasında olağandışı bir şekilde dağılmıştır. Bu, içeriden öğrenenlerin ticareti sinyallerinin normal ticaretin gürültüsü tarafından bastırılmasının muhtemel olduğu yoğun işlem gören hisse senetlerinin aksine özellikle “az işlem gören” menkul kıymetler (genellikle düşük işlem hacmine sahip olanlar) için geçerlidir. Çünkü bu tür menkul kıymetlerde az miktarda içeriden öğrenenlerin ticareti, genel ticaret üzerinde daha büyük bir etkiye sahiptir (Donoho, 2004).

Borsa suistimali üç temel yolla gerçekleşebilir: 1) Fiyatı etkilemek için finansal söylentinin serbest bırakıldığı bilgi tabanlı manipülasyon; 2) Öz sermaye arzının/ talebinin manipülasyonu yapmak için sıkıştırıldığı eyleme dayalı manipülasyon; ve



3) Manipülasyonun sadece alım satım yoluyla yapıldığı ve yasa dışı olarak sınıflandırılmasını zorlaştıran ticarete dayalı manipülasyondur. Yasadışı içeriden öğrenenlerin ticareti çoğunlukla alım satım yoluyla yapılmakta ve bu da içeriden öğrenenlerin ticaretinin tespit edilmesini veya tahmin edilmesini zorlaştırmaktadır. Ayrıca, fiyat manipülasyonu tek bir işlemde tespit edilemez. Bunun yerine, zaman içinde gelişen, manipülasyon davranışlarının çok sayıda normal kayıtlarla karıştırıldığında açık olmadığı bir dizi eylem ve manipülasyon stratejisinden oluşur. Manipülatör grupları, borsa gözetimi için büyük bir zorluk olan hisse senedi fiyatını manipüle etmek için birbirleriyle işbirliği yaparlar (Islam, Ghafoor & Eberle, 2018).

Henüz, kurumsal içeriden öğrenenlerin ticaretinin finansal piyasalar için faydalı olup olmadığı veya canlılıklarına zarar verip vermediği konusunda bir fikir birliği yoktur. Pratik açıdan, iki karşıt görüş, ekonomik teori (yani bilgi kalitesi) veya hukuk teorisi (yani, piyasaların eşitliği ve adaleti) üzerine kurulmuştur. Açıkça, bu, kurumsal içeriden öğrenenlerin ticaretinin yararları ve dezavantajlarına ilişkin argümanın gelişme şeklini etkileyecektir (Clacher, Hillier & Lhaopadchan, 2009). İçeriden öğrenenlerin ticaretinin duyurulması durumunda muhtemelen yatırımcı güvenini artırmak için hiçbir şey yapmaz; sadece günlük olarak gerçekleşen bu tür işlemlerin yüksek hacmini dünyaya ilan eder. Piyasa etkinliğini desteklemek, içeriden öğrenenlerin ticaretinin düzenlenmesi için daha önce belirtilmemiş olsa da ikna edici bir gerekçe sağlar (Comeau, 2006).

Düzenleyiciler, şüphe çekmek için iyi zamanlanmış büyük bir işleme ve davalarını yapmak için bir ihbarcıya ihtiyaç duyuyorlardı. Aksi takdirde, bu işlemler ve diğerleri, düzenleyicilerin yasal ve etik davranışları etkili bir şekilde belirlemesini zorlaştıran spekülasyon gürültüsüne karışabilmektedir. Piyasa etkinliğinin lehinde veya aleyhinde olsanız da, mevcut piyasa fiyatlarının bir varlığın "gerçek" piyasa değerini yansıtmayı yansıtmadığını belirlemek için kullandığınız varlık fiyatlandırma modelini de tartışmanız gerekecektir. Çabalarınızı, daha önemli olduğunu düşündüğünüz tartışma üzerinde yoğunlaştırmak istiyorsunuz, ancak varlık fiyatlandırma modelinizde kullandığınız varsayımları savunan ikincil tartışmaya saplanıp kaldınız. Aynı doğrultuda, düzenleyiciler içeriden öğrenenlerin ticaretinin etik sonuçları hakkında bir tartışma yapmak istiyorlar, ancak aynı zamanda yasadışı içeriden öğrenenlerin ticaretinin gerçekten gerçekleşip gerçekleşmediğini de tartışmak zorunda kalacaklar ve bu argümanın yasal geçmişi en iyi ihtimalle belirsizdir (Adams, Perry & Mahoney, 2018).

Bir yandan, içeriden öğrenenlerin potansiyel kârı bilgi asimetrisine bağlı olduğundan, analistler ve meslektaşlar tarafından yakından izlenen oldukça rekabetçi ortamlarda rant elde etme olasılıkları daha düşüktür. Öte yandan, kısmen akran-

lardan gelen rekabetçi baskılarla somutlaşan karmaşık bir ortam, içeridekilerin bilgi avantajlarından yararlanmaları için fırsatlar yaratır. Bunun nedeni, önceden alınan önleyici tedbirlerin gecikmesi olabilir. Benzer tanımlara sahip firmaların, ürün pazarı sinerjileri nedeniyle birleşme ve satın alma anlaşmalarına girme olasılığı daha yüksektir. Bilgilendirilmiş içeriden öğrenenlerin ticareti, bu birleşme ve satın alma duyurularından önce yaygındır. Ayrıca, firmaların dosyalamalarındaki değişiklikler de değerli bilgiler taşır (Liu & ark., 2020).

İçeriden öğrenenlerin ticareti hukukunda yatırımcının korunması ve piyasa etkinliği arasındaki geleneksel rekabet, CDS piyasalarında aşırı basitleştirme olduğunu ortaya çıkardı. Daha derin bir reform olmadan, mevcut doktrin ve politika, sürekli değişen, hızla genişleyen bir finans piyasasına karşı sabit kalacaktır. Bu kısmi korumanın maliyetleri ölçülemez. Her zaman, yatırımcılara ve piyasa istikrarına verilen zararın maliyetlerini yansıtır (Yadav, 2015).

## **SONUÇ**

Halka açık şirketlerde içeriden öğrenenlerin ticaretini kınayan yeni ortaya çıkan normlar göz önüne alındığında, gelecekteki araştırmalar yasal kuralların bu değişen piyasa normlarını yansıtmasının neden bu kadar uzun sürdüğünü açıklayabilir. Bu süre zarfında içeriden öğrenenlerin ticaretine yaklaşımın nasıl değiştiğini ve bu süreçte borsaların oynadığı rolü anlamak, aynı zamanda, dağınık hisse sahipliğinin temellerini oluşturmada yasa ve piyasa mikro yapılarının oynadığı rolü anlamamıza da katkıda bulunacaktır.

Bu çalışma finansal piyasalarda içeriden öğrenenlerin ticaretini işletme yönetimi, finansal piyasalar ve hukuk yönünden ele almaktadır. Yurt içi ve yurt dışı literatür incelemesinde içeriden öğrenenlerin ticareti konusunda hukuki yönden, işletme yönetimi perspektifinden bakan, borsalara dolayısı ile genel olarak ekonomiye olan etkilerinin tartışıldığı bir çalışmaya rastlanmamıştır. Bu nedenle çalışmanın literatüre değer katacağı düşünülmektedir.

İçeriden öğrenenlerin ticaretinin öngörülebilirliği, düzenleyicilerin gelecekteki önleme, uygulama ve soruşturma çabalarını hedeflemesine imkân tanımaktadır. Gelecekte yapılabilecek araştırmalar, yasal kısıtlamaların yokluğunda, firmaların içeriden öğrenenlerin ticaretini sınırlamak için özel sipariş mekanizmalarını ne ölçüde benimsediğini ve eğer öyleyse, bu tür firmaları bunu yapmaya yönlendiren faktörleri analiz edebilecektir. Muhasebe sistemleri ve kurumsal yönetim sistemlerinin de, firmalar ve ülkeler arasında bilgilerin paylaşılması ve içeriden öğrenenlerin ticareti kalıpları üzerinde bir etkisi olduğu bilinmektedir. Gelecek-

teki araştırmalar için ilginç bir alan, bu farklı faktörlerin içeriden öğrenenlerin ticareti ile nasıl etkileşime girdiğini incelemek olacaktır.

Bildiğimiz kadarıyla, içeriden öğrenenlerin ticaretine hesaplamalı bir bakış açısıyla bakan sadece birkaç çalışma var ve mevcut çalışmalar çoğunlukla keşif amaçlıdır. Teorik ve ampirik olarak, iddia edilen içeriden öğrenenlerin ticareti vakaları kamuya açık arşiv verilerinden tahmin edilebilmektedir. Şimdiye kadar borsa manipülasyon dolandırıcılık tespiti için çeşitli çalışmalar bulunmaktadır. Bazı yaklaşımlar akran grubu analizine dayalıdır, bazıları bağlamsal anomali tespitine, bazıları dil tabanlı metin madenciliğine dayalıdır ve bazıları finansal ontolojiyi kullanmaktadır.

Borsada yasadışı içeriden öğrenenlerin ticaretini tespit etme alanında çok az araştırma vardır. Düzenleyiciler, bir dava açmak için bir ihbarcı veya büyük bir şüpheli ticaret için pasif bir şekilde beklemek zorundadır. Bir tahmin modeli ile düzenleyiciler, gelecekteki soruşturma ve yaptırım çabalarını aktif olarak hedefleyebilir. Ayrıca, potansiyel yasadışı içeriden öğrenenlerin ticaretini tespit etme yeteneği, faydalı caydırıcı etkiler sağlayabilir. Kaynakları kısıtlı düzenleyici kurumlar için içeriden öğrenenlerin ticaretinin gerçekleştirildiği yüksek olasılıklı firmaları işaretlemek ve izlemek için tahmine dayalı modellere çok ihtiyaç vardır. Gelecekte veri madenciliği ve makine öğrenmesi yöntemleri, kümeleme yöntemleri kullanılarak içeriden öğrenenlerin ticaretinin tespit edilmesinin yanı sıra tahmine dayalı çalışmaların yapılması literatüre değer katabilecektir.

## KAYNAKLAR

- Adams, B. J., Perry, T., & Mahoney, C. (2018). The challenges of detection and enforcement of insider trading. *J Bus Ethics*, 153 (2), 375-388. Doi: 10.1007/s10551-016-3403-4
- Arif, S., Kepler, J., Schroeder, J. (2018). Audit process, private information, and insider trading. *Kelley School of Business Research Paper*, 1-43. Doi: 10.1007/s11142-022-09689-x
- Bhattacharya, U., & Daouk, H. (2002). The world price of insider trading. *The Journal of Finance*, 57(1), 75-108. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00416>
- Clacher, I., Hillier, D., & Lhaopadchan, S. (2009). Corporate insider trading: A literature review. *Revista Española De Financiación Y Contabilidad*, 38 (143), 373-397. <http://www.jstor.org/stable/42782670>
- Comeau, M. N. (2006). The hidden contradiction within insider trading regulation. *Ucla Law Review*, 1275-1302.
- Dent, G. W. (2013). Why legalized insider trading would be a disaster. *Faculty Publications*, 2, 247-273. Doi: 10.2139/ssrn.2169975
- Donoho, S. (2004). Early detection of insider trading in option markets. *Industry/Government Track Paper*, 420-429. <https://doi.org/10.1145/1014052.1014100>
- Epstein, R. A. (2016). Returning to common-law principles of insider trading after United States v. Newman. *The Yale Law Journal*, 1483-1530.
- Esen, M. (2016). Vakalarla içeriden öğrenenler ticareti tarihi ve düzenlemeleri. *Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies*, 2 (3), 158-184.

- Esen, M. F., Bilgiç, E., & Başdaş, U. (2019). How to detect illegal corporate insider trading? A data mining approach for detecting suspicious insider transactions. *Intell Sys Acc Fin Mgmt*, 26 (2), 60-70. <https://doi.org/10.1002/isaf.1446>
- Gevurtz, F. A. (2002). The Globalization of Insider Trading Prohibitions. *McGeorge School of Law Scholarly Articles*, 63-97.
- Gupta, S., & Hossain, L. (2011). Towards near-real-time detection of insider trading behaviour through social networks. *Computer Fraud & Security*, (1), 7-16. [https://doi.org/10.1016/S1361-3723\(11\)70006-9](https://doi.org/10.1016/S1361-3723(11)70006-9)
- Hazen, T. L. (2010). Identifying the duty prohibiting outsider trading on material nonpublic information. *Hastings Law Journal*, 61 (4), 881-916. <https://repository.uchastings.edu>
- Islam, S. R., Ghafoor, S. K., & Eberle, W. (2018). Mining illegal insider trading of stocks: a proactive approach. *Economics, Computer Science, Mathematics*, 1-10. Doi: 10.1109/BigData.2018.8622303
- Liu, R., Mai, F., Shan, Z.(2020). Predicting shareholder litigation on insider trading from financial text: An interpretable deep learning approach. *Information & Management*, 57 (8), 1-17. <https://doi.org/10.1016/j.im.2020.103387>
- Perino, M. A. (2019). The lost history of insider trading. *University of Illinois Law Review*, 951-1004.
- Pitt, H. L., & Hardison, D. B. (1992). Games without frontiers: trends in the international response to insider trading. *Law and Contemporary Problems*, 55 (4), 199-230. Doi: 10.2307/1192109
- Stockl, T., & Palan, S. (2018). Catch me if you can. Can human observers identify insiders in asset markets? *Journal of Economic Psychology*, 67, 1-17. Doi: 10.1016/j.joep.2018.04.004
- Wang, W. K. (2000). Stock market insider trading: victims, violators and remedies including an analogy to fraud in the sale of a used car with a generic defect. *Villanova Law Review*, 45 (1), 27-68.
- Yadav, Y. (2015). Insider trading in derivatives markets. *Georgetown Law Journal*, 381-432.
- IOSCO. (2003). İçeriden öğrenenlerin ticaret kurallarının uygulanması, belirli yargı alanlarının mevzuatı: Uluslararası menkul kıymet komisyonları organizasyonu gelişen piyasalar komitesi raporu. Madrid/Spain. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD145.pdf>