

**YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

113720

**SERMAYE PİYASALARINDA İÇERİDEN
ÖĞRENENLERİN TİCARETİ ve TÜRK SERMAYE
PİYASASI ÖRNEĞİ**

Makina Yüksek Mühendisi İsmail Barış ÖZİSTEK

SBE İşletme Yönetimi Programında Hazırlanan

YÜKSEK LİSANS TEZİ

113720

Tez Danışmanı : Doç. Dr. Güler Aras (Yıldız Teknik Üniversitesi)

İSTANBUL, 2002

**T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DOKÜMANTASYON MERKEZİ**

İÇİNDEKİLER

KISALTMA LİSTESİ.....	vi
GRAFİK LİSTESİ.....	vii
TABLO LİSTESİ.....	ix
ÖZET.....	x
ABSTRACT.....	xi
GİRİŞ.....	1
1 MENKUL KIYMET PİYASALARINDA İÇERİDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİ	3
1.1 İçeriden Öğrenenlerin Ticareti'nin Tanımı	3
1.2 Bilgi ve İçerideki Bilgi.....	4
1.2.1 Materyel Bilgi.....	5
1.2.1.1 Materyelitenin Belirlenmesi	6
1.2.1.2 Materyel Bilginin Çeşitleri	8
1.2.2 Halka Açık Olmayan Bilgi	8
1.3 İçeridekiler ve Dışarıdakiler.....	10
1.4 Asimetrik Bilgi ve İçeriden Öğrenenlerin Ticareti.....	11
1.4.1 Asimetrik Bilginin Tanımı ve Asimetrik Bilgi ile Karakterize Olmuş Bazı Pazarlar ..	12
1.4.1.1 Kullanılmış Araba Pazarında Bilgi Asimetrisi ve Asimetrik Bilginin Tanımlanması	12
1.4.1.2 Sağlık Sigortası Pazarı.....	15
1.4.1.3 Diğer Bazı Alanlar	15
1.4.1.4 Kalite Belirsizliğinin Etkilerini Azaltan Faktörler.....	16
1.4.2 Menkul Kıymet Pazarlarında Asimetrik Bilgi.....	16
1.4.2.1 Ar-Ge Faaliyetleri ve İçeridekilerin Kazançları	18
1.5 Yükümlülük Teorileri	18
1.5.1 Kaçınma ya da Açıklama Teorisi.....	19
1.5.2 Suistimal Teorisi	20
1.5.3 Kural 14e-3	22
1.6 Piyasaların Gözetim ve Denetimi	22
1.6.1 Piyasa Gözetim Mekanizmaları.....	23
1.6.1.1 NASDAQ Sistemi	24
1.6.1.2 SEC'in Görevleri ve SEC İnceleme Prosedürü	25

1.7	İçeriden Öğrenenlerin Ticareti İle İlgili Görüşler	27
1.7.1	Literatürün İncelenmesi.....	27
1.7.2	İçeriden Öğrenenlerin Ticareti'nde Etik	33
1.7.3	İçeriden Öğrenenlerin Ticaretinin Şirket Hissedarlarının Birikimlerine Etkisinin Teorik ve Amprik İncelenmesi	34
1.7.4	İçeriden Öğrenenlerin Ticaretinin Sınırlandırılıp Sınırlandırılmaması.....	35
1.7.4.1	İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Sınırlandırılmamalı.....	37
1.7.4.2	İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Sınırlandırılmalı	38
1.7.4.3	Az Gelişmiş yada Gelişmekte Olan Finansal Pazarlar.....	39
1.7.5	İçeriden Öğrenenlerin Ticaretinin Sınırlandırılmasına Yönelik Yasa Uygulamaları Sonucunda Hedef Firma Hisselerinin Değerleri	40
1.7.6	İçeriden Öğrenenlerin Ticaretinin Verdiği Zarar.....	41
1.7.7	Farklı Alanlarda İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Bazı Örnekler	42
1.7.8	Açıklanan İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Bilgilerinin Kullanımı.....	45
2	ÇEŞİTLİ MENKUL KIYMET PİYASALARINDA İÇERİDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİNE İLİŞKİN DÜZENLEMELER	47
2.1	Dünyaya Genel Bir Bakış	47
2.2	Amerika.....	54
2.2.1	1933 Menkul Kıymetler Yasası	54
2.2.2	1934 Menkul Kıymet Borsaları Yasası	55
2.2.3	Williams Act, 1980.....	56
2.2.4	İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Cezaları Yasası [The Insider Trading Sanctions Act of 1984 (ITSA)].....	56
2.2.5	Menkul Kıymetlerde Hilekarlığı Önleme ve Yaptırım Yasası [(Securities Fraud Prevention and Enforcement Act of 1988, ITSFEA)]	57
2.2.6	"Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990", (SERPSR)	58
2.2.7	İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Yasası, 1998 (Insider Trading Act, 1998)	58
2.2.8	"Securities Exchange Act of 1934" Altında Genel Kurallar ve Düzenlemeler	63
2.2.8.1	"Regulation FD"	63
2.2.8.2	Kural 10b5-1	64
2.2.8.3	Kural 10b5-2	65
2.2.8.4	Yorum.....	66
2.2.9	Bilgi Karşılığı Ödül.....	67
2.3	İngiltere	67
2.4	Fransa.....	68
2.4.1	İçeriden Öğrenenlere Ait Hisse Senetlerinin Nama Yazılı olması veya Emanet Edilmesi Zorunluluğu.....	69
2.4.1.1	Denetime tabi olan kişiler:.....	69
2.4.1.2	Denetime Tabi Menkul Kıymetler:	69
2.4.2	Ayrıcalıklı Bilgilerin Kötüye Kullanılması	70
2.4.3	COB Düzenlemeleri	70

2.5	Avrupa Birliği'nde İçeriden Öğrenenlerin Ticareti	70
2.5.1	89/592/EEC Direktifi	71
2.5.1.1	İçerideki Bilgi	73
2.5.1.2	İçeriden Öğrenenlerin Ticaretine Konu Olacak Menkul Kıymet Türleri	73
2.5.1.3	İçeridekiler ve Dışarıdakiler	73
2.6	Almanya	74
2.6.1	"İçerideki"nin Anlamı	75
2.6.2	İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ile Alakalı Menkul Kıymetler	75
2.6.3	İçerideki Bilgi	75
2.7	Hong Kong	76
2.8	Japonya	76
2.9	Türkiye	77
2.10	Yorum	79
3	TÜRKİYE'DEKİ MENKUL KIYMET PİYASALARININ İNCELENMESİ	82
3.1	Araştırmanın Amacı	82
3.2	Araştırmanın Yöntemi	83
3.3	Araştırmanın Örnek Kütlesi	83
3.4	Araştırmanın Hipotezleri	87
3.5	Araştırmanın Metodolojisi	88
3.5.1	Frekans Analizi	88
3.5.1.1	Yatırımcıların Alım – Satım Özelliklerinin İncelenmesi	88
3.5.1.2	Materyelitenin Ölçümü	92
3.5.1.3	İçeriden Öğrenenlerin Ticaretine Bakışlar ve Etkileri	99
3.5.1.4	Yatırımcıların Risk Alma Derecesinin Ölçümü	108
3.5.1.5	İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ile İlgili Senaryolar	111
3.5.1.6	Bir menkul kıymet pazarı için istenmeyen senaryo	113
3.5.2	Korelasyon Analizi	114
3.5.2.1	İçeriden öğrenenlerin ticaretinin yaygınlığı ile borsanın adil ve güvenilir bir ortam sunması arasında ilişki (Soru 14 – 11)	114
3.5.2.2	İçeriden öğrenenlerin ticaretinin yaygınlığı ile yatırımcıların içeriden alacakları bir bilgiyi kullanmaları arasındaki ilişki (Soru 14 – 15)	115
3.5.2.3	Yatırımcıların bir hisse senedi alım – satımı yaparken dikkat ettikleri husular ile alım – satım aşamasında kararlarını etkileyen haberler arasındaki ilişki	117
3.5.2.4	Yatırımcıların içeriden alacakları bir bilgiyi kullanma eğilimleri ile risk alma seviyeleri arasındaki ilişki	119
3.5.3	Diskriminant Analizi	120
3.5.3.1	Bilgili ve bilgisiz yatırımcıların hisse senedi alım ya da satımı yaparken dikkat ettikleri faktörler. (Son üç soruya göre)	120

3.5.3.2	Bilgili ve bilgisiz yatırımcıların hisse senedi alım ya da satımı yaparken dikkat ettikleri faktörler. (Üçüncü Soruya Göre).....	126
3.5.3.3	Etik ve Etik dışı olarak tanımlanan yatırımcıların varsa farklılıklarının bulunması	132
3.6	Analizler Sonucunda Yorum.....	135
	SONUÇ.....	138
	KAYNAKLAR.....	142
	EKLER.....	148
Ek1.	NASDAQ Sayfasından alınan halka açık firma çalışanlarının yaptıkları işlemleri gösteren sayfanın bir örneği.	148
Ek2.	Anket Çalışmasının Örneği.....	149
	ÖZGEÇMİŞ.....	153



KISALTMA LİSTESİ

AB.	Avrupa Birliği
ABD	Amerika Birleşik Devletleri
Ar – Ge	Araştırma – Geliştirme
COB	Commission des Operations de Bourse
Çev.	Çeviren
EEC	European Economic Community
FD	Fair Disclosure (Adil Açıklama)
ITSA	Insider Trading Sanctions Act
ITSFEA	Insider Trading Securities Fraud Prevention and Enforcement Act
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İÖT	İçeriden Öğrenenlerin Ticareti
Md.	Madde
N	Veri sayısı
NASD	National Association of Securities Dealers
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotes
SDIO	Securities disclosure of interests ordinance
SEC	Security Exchange Commission
SEL	Securities and Exchange Law
SERPSR	Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
SWAT	Stockwatch Automated Tracking
US	United States.
Vs.	Vesaire

GRAFİK LİSTESİ

Grafik 1.1	Kullanılmış Araba Pazarında Beklenen Hareketler.....	14
Grafik 2.1	İçeriden Öğrenenlerin Ticareti İle İlgili Yasaların Varlığı.....	51
Grafik 2.2	İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Yasalarının Uygulanması.....	53
Grafik 2.3	Menkul Kıymet Borsalarının Yıllar İtibarıyla Gelişimi.....	55
Grafik 3.1	Demografik Değişkenler.....	85
Grafik 3.2	Katılımcıların Şehirlere Göre Yüzdesel Dağılımı.....	86
Grafik 3.3	Hisse Senetlerinin Ortalama Elde Tutulma Sürelerinin Yüzdesel Dağılımları.....	88
Grafik 3.4	Hisse Senetlerinin Elde Tutulmalarının Dönemlere Göre Yüzdesel Dağılımları.....	88
Grafik 3.5	Yatırımcıların Borsa’da Alım – Satım Yaptıkları Kanalların Dağılımları.....	91
Grafik 3.6	Alım satım kararlarının veriliş şekilleri.....	97
Grafik 3.7	Ana kütledeki yatırımcıların, kendilerinin ulaşamayacağı bilgilere sahip yatırımcılar olup olmamasına bakışı.	98
Grafik 3.8	Toplam kütledeki yatırımcıların, kendilerinin ulaşamayacağı bilgilere sahip yatırımcılar olup olmamasına bakışı.	99
Grafik 3.9	Bir kesin yatırımcının daha fazla bilgiye sahip olduğunun hissedilmesi yatırım kararlarını etkilemi sorusuna ana kütlenin verdiği cevaplar.....	99
Grafik 3.10	Bir kesin yatırımcının daha fazla bilgiye sahip olduğunun hissedilmesi yatırım kararlarını etkilemi sorusuna toplam kütlenin kütlenin verdiği cevaplar.....	100
Grafik 3.11	İMKB’nin adil ve güvenilir bir ortam sunup sunmaması konusunda ana kütlenin görüşlerinin dağılımları.....	101
Grafik 3.12	İMKB’nin adil ve güvenilir bir ortam sunup sunmaması konusunda toplam kütlenin görüşlerinin dağılımları.....	101
Grafik 3.13	Ana kütle içerisinde içeriden öğrenenlerin ticaretinin daha önce duyulma oranı.	102
Grafik 3.14	Toplam kütle içerisinde içeriden öğrenenlerin ticaretinin daha önce duyulma oranı.	102
Grafik 3.15	Ana kütle içerisindekilerin içeriden öğrenenlerin ticaretinin ülkemizdeki yasal durumu hakkındaki fikirleri.	103
Grafik 3.16	Toplam kütle içerisindekilerin içeriden öğrenenlerin ticaretinin ülkemizdeki yasal durumu hakkındaki fikirleri.....	103
Grafik 3.17	Ana kütle içerisindekilerin, halka açık firma çalışanlarının içeriden bilgi alarak borsada işlem yapmalarının yaygınlığı konusundaki düşünceleri.....	103
Grafik 3.18	Toplam kütle içerisindekilerin, halka açık firma çalışanlarının içeriden bilgi alarak borsada işlem yapmalarının yaygınlığı konusundaki düşünceleri.....	104
Grafik 3.19	Ana kütledekilerin “içeriden öğrenenlerin ticareti yaparmısınız?” sorusuna verdikleri cevapların dağılımı.....	106
Grafik 3.20	Toplam kütledekilerin “içeriden öğrenenlerin ticareti yaparmısınız?”	

	sorusuna verdikleri cevapların dağılımı.....	106
Grafik 3.21	Ana Kütlenin Risk Tercihlerinin Yüzdesel Dağılımları.....	109
Grafik 3.22	Toplam Kütlenin Risk Tercihlerinin Yüzdesel Dağılımları.....	110
Grafik 3.23	Üç Senaryoya Verilen Yanıtların Dağılımı.....	111



TABLO LİSTESİ

Tablo 2.1	Dünyadaki Menkul Kıymet Borsaları.....	47
Tablo 3.1	Demografi İstatistikleri.....	83
Tablo 3.2	Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları.....	84
Tablo 3.3	Katılımcıların Şehirlere Göre Dağılımı.....	86
Tablo 3.4	Hisse Senetlerinin Ortalama Elde Tutulma Süreleri.....	87
Tablo 3.5	3. Soruya verilen cevapların dağılımı.....	90
Tablo 3.6	Derecelendirme Ölçeği.....	92
Tablo 3.7	Hisse Senedi Alım ya da Satım Aşamasında Dikkat Edilen Bazı Faktörlerin Derecelendirilmesi.....	93
Tablo 3.8	Hisse alım ya da satım aşamasında yatırımcıların etkilendiği faktörler.....	95
Tablo 3.9	Bilgi Kaynaklarının Verilen Öneme Göre Sıralanması.....	96
Tablo 3.10	Çeşitli Araçlara Yatırım Aşamasında Öncelik Verilen Faktörlerin Değerlendirilmesi.....	108
Tablo 3.10:	Ana kütle için s11 – s14 arası korelasyon.....	114
Tablo 3.11:	Toplam kütle için s11 – s14 arası korelasyon.....	115
Tablo 3.12:	Ana kütle için s14 – s15 arası korelasyon.....	116
Tablo 3.13:	Toplam kütle için s14 – s15 arası korelasyon.....	116
Tablo 3.14:	Hisse senedi alım – satım aşamasında önem verilen faktörler ile kararları etkileyen haberler arasında korelasyon.....	117
Tablo 3.15:	Yatırımcıların içeriden öğrenenlerin ticareti eğilimleri ile risk alma seviyeleri arasındaki ilişki.....	118
Tablo 3.16:	Grup İstatistikleri.....	121
Tablo 3.17:	Grup ortalamalarının eşitliğinin testi.....	123
Tablo 3.18:	Analize Giren değişkenler.....	123
Tablo 3.19:	Yapı Matrisi.....	124
Tablo 3.20:	Sınıflandırma Sonuçları.....	125
Tablo 3.21:	Grup İstatistikleri.....	127
Tablo 3.22:	Grup ortalamalarının eşitliğinin testi.....	129
Tablo 3.23:	Analize Giren Değişkenler.....	130
Tablo 3.24:	Standardize edilmiş Kanonik Diskriminant Fonksiyon Katsayıları.....	130
Tablo 3.25:	Sınıflandırma Sonuçları.....	131
Tablo 3.26:	Grup İstatistikleri.....	133
Tablo 3.27:	Grup Ortalamalarının Eşitliğinin Testi.....	133
Tablo 3.28:	Analize Giren Değişkenler.....	134
Tablo 3.29:	Sınıflandırma Sonuçları.....	134

ÖZET

Çalışmada içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili yapılan çalışmalar, görüşler incelenmiş ve Türk Sermaye Piyasası için bir takım öneriler getirilmiştir. Türk sermaye piyasasının gelişmekte olan bir piyasa olduğu ve gelişmiş piyasalardan bazı açılardan ayrıldığı bir gerçektir. İçeriden öğrenenlerin ticareti gelişmiş piyasalarda çok sıkı bir şekilde sınırlandırılmıştır. Buna rağmen bu konuda lider konumda olan Amerika dışındaki sermaye piyasaları içeriden öğrenenlerin ticaretini önlemede bir takım sorunlar yaşamaktadırlar. İçeriden öğrenenlerin ticaretinin tesbiti çok zor bir suç olduğu görülmektedir. Yasalar ne kadar ağır olurlarsa olsunlar, yaptığımız incelemeler içeriden öğrenenlerin ticaretinin ancak mevcut yasaların uygulanabilindiği ölçüde sınırlandırıldığını göstermiştir.

İçeriden öğrenenlerin ticareti Türk sermaye piyasasında da yasalar ile sınırlandırılmış durumdadır. Ancak yasaların yetersizliği ile takip ve uygulamada ki yetersizlik yatırımcıları bu konuda duyarsızlığa itmiştir. Güven sorunu yaşayan piyasalarda geline en kötü nokta burada da görülmektedir. Yatırımcılar çoğu içeriden öğrenenlerin ticareti çok normal bir olaymış gibi işlemlerini yapmaktadırlar. Bu durum da ister istemez yatırımlarda bir indirime sebebiyet verecektir. Çalışmada fikirlerimizi 481 kişi üzerinde yaptığımız anket çalışması ile desteklemekteyiz. Çalışma göstermiştir ki, Türkiye'deki yatırımcılar sermaye piyasasına yüksek oran da güvensizlik duymaktadırlar, ve %88'i içeriden öğrenenlerin ticaretinin piyasada yaygın bir şekilde yapıldığını düşünmektedir.

ABSTRACT

This research works on the studies, ideas on insider trading, and provides some arguments for Turkish equity markets. An important point is, Turkish capital market differs from some other developed markets. In most developed markets insider trading is regulated, but in most countries except USA have some problems of detecting and collecting evidence for illegal insider trading. Our studies show that it's hard to regulate insider trading and markets can provide solutions as much as they can detect insider trading.

In Turkish capital markets insider trading is regulated by laws. But as a result of the narrow scope of the rules and inadequate persecution efforts investors give no importance to insider trading. This is a market having trust and confidence problem. Investors behave like insider trading is a common and normal event. This will cause a discount in investments. In this study ideas are supported with a questionnaire applied on 481 people. This research shows that most of the investors do not trust the İstanbul Stock Exchange and 88% of investors believe insider trading is present widely in the market.



GİRİŞ

Yatırımcıların kaynaklarını sermaye piyasalarına aktarmaları bu piyasaların oluşturdukları ortamın güvenilirliğine ve adilliğine çok yakından bağlıdır. İşlem yaptığı piyasada bazı sebeplerden ötürü haksızlığa uğradığını, eşit şartlarda yarışmadığını düşünen kişi yatırımlarında bir indirim gidecektir. İçeriden öğrenenlerin ticareti de bu tip düşünceleri oluşturan temel unsurlardan biridir.

Çalışmada içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili görüşler, yapılan çalışmalar, ve çeşitli ülkelerdeki düzenlemeler incelenmiştir. Çalışmada daha ayrıntılı görülebileceği gibi, içeriden öğrenenlerin ticareti konusunda çok farklı görüşler yer almaktadır. Ufak bir kesim sınırlandırılmamalı derken, büyük bir kesim ise kesinlikle sınırlandırma taraftarıdır. İçeriden öğrenenlerin ticaretine etik açıdan bakmanın yanı sıra, ekonomik etkileride çeşitli çalışmalarda incelenmektedir.

Bu çalışmanın hazırlanması aşamasında çok sayıda literature ve içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin çeşitli ampirik çalışma incelenmiştir. Fakat bu tip çalışmalarda kullanılan verilerin ülkemizde erişilmesi olanağı yoktur. Bir çok ülkede içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili yapılan takipler, incelemeler sonucunda ortaya çıkarılan veriler araştırmacılara sunulurken ülkemizde gizlilik prensibi nedeniyle bu tip bilgiler açıklanmamakta ve dolayısıyla bu tip bir ampirik çalışma olanaksız hale gelmektedir.

Araştırmada içeriden öğrenenlerin çalışması ile ilgili bir anket çalışması yer almaktadır. Anket toplam 481 kişi üzerinde uygulanmıştır. Bunlarda 402 kişi hedeflediğimiz Borsa'da en az bir kere işlem yapmış kişilerdir. Anket sonucunda elde edilenler çalışma içerisinde ayrıntılı biçimde yer almaktadır. Fakat özet olarak söylenebilecek şey, yatırımcılarda borsaya ve sisteme karşı ciddi bir güvensizlik olduğudur. Katılanların %74'ünün ise yasak olduğunu ve cezasını bildiği halde içeriden öğrenenlerin ticareti yaparım demesi ilginçtir.

Çalışmanın birinci bölümünde içeriden öğrenenlerin ticareti'nin anlamı, yorumlanması, ve bu konuda literatürde yer alan görüşler yer almaktadır. Ayrıca bu bölümde içeriden öğrenenlerin ticareti konusu ile yakinen alakalı olan asimetrik bilgi konusu ele alınmıştır. İkinci

bölümde ise çeşitli menkul kıymet piyasalarında içeriden öğrenenlerin ticaretini sınırlandırıcı mevzuatlar incelenmiştir. Bu piyasalardan özellikle içeriden öğrenenlerin ticareti konusunda üst düzey çalışmalar yapılan, ve yasadışı içeriden öğrenenlerin ticaretinin sıkı bir şekilde takip edilip, her sene yasalar karşısına dünya ortalamasının çok üzerinde sayıda vaka getiren Amerika'nın mevzuatları ayrıntılı biçimde incelenmiştir. Üçüncü bölümde ise anket çalışması ve elde edilen verilerle ilgili analizler yer almaktadır. Daha sonra elde edilen tüm bilgiler toparlanarak Türkiye için çeşitli öneriler getirilmiştir.



1 MENKUL KIYMET PİYASALARINDA İÇERİDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİ

Menkul kıymet piyasalarında içeriden öğrenenlerin ticareti zaman geçtikçe önem kazanan, dikkatlerin yoğunlaştığı ve özellikle piyasalar etkinleştikçe çok daha fazla izlenilmesi gereken bir konudur. Bu bölümde öncelikle içeriden öğrenenlerin ticaretinin tanımlanması yapılacak, daha sonra bu tanım genişletilecek ve bu tanımın içi doldurulmaya çalışılacaktır. Bu konunun kapsamı, tanımın neler içerdiği, bu konu hakkındaki literatürdeki görüşler, farklı bakış açıları bölüm içerisinde yer almaktadır.

1.1 İçeriden Öğrenenlerin Ticareti'nin Tanımı

İçeriden öğrenenlerin ticaretinin aslında gerçek anlamda bir tanımını yapmak mümkün değildir. Bu terimi yeterli derecede açıklamak oldukça zordur. SEC yetkilileri de geçmişte uzun süre içeriden öğrenenlerin ticareti terimini tanımlamayı reddettiler. Daha sonraları SEC komisyon üyesi Irving Pollack bir konuşmada içeriden öğrenenlerin ticaretini “İçeriden öğrenenlerin ticaretini tanımlayamazsınız, fakat gördüğünüz zaman bilirsiniz”.¹ şeklinde tanımladı.

Amerikalılar menkul kıymet pazarlarına ticari bankalara yaptıklarından yaklaşık iki kat fazla yatırım yapmışlardır. Bu durum insanların pazara ne derece büyük güven ve inanç duyduğunun göstergesidir. Yatırımcılar sermayelerini yatırırken bir açıdan geleceklerini de riske atmaktadırlar. Bu riskin alınmasındaki temel dayanak pazarın düzgün işlediğine olan inançtır.²

Piyasaya olan güvenin yaratılmasında ve yatırımcı haklarının savunulmasında içeriden öğrenenlerin ticaretine de çok büyük önem verilmektedir. Bu konudaki çalışmalar uzun yıllardan beri Amerika’da çok yoğun bir şekilde yapılmaktadır ve burada kullanacağımız tanımda bir Amerikan yorumu olarak karşımıza çıkmaktadır, fakat tüm dünyaca kabul görmüş bir tanımdır.

¹ “Defining insider trading”, *Dun’s Business Month*, Şubat 1984, s.11.

² Securities and Exchange Commission, “Insider Trading – A U.S. Perspective”, http://rider.wharton.upenn.edu/waldfogi/SEC_speech.htm#Footnote_48, (24/10/2001).

İçeriden öğrenenlerin ticareti terimi her ne kadar yatırımcılar, işittiklerinde yasadışı bir işlem olarak algılasalarda hem yasal, hem de yasadışı hareket içerir.

Yasal versiyon, firma yönetici ve çalışanlarının kendi firmalarının hisselerini alıp satmalarıdır. Farklı ülkelerde yasalarda ve prosedürlerde farklılıklar olsa da, içeriden öğrenenlerin ticareti konusunda örneğin en büyük çabayı harcayan Amerika'da halka açık şirketlerde çalışan içeridekiler, kendi firmaları hisseleri üzerinde işlem yaptıklarında bu işlemleri SEC'e (Securities and Exchange Commission)³ bildirmek zorundadırlar.

Yasadışı içeriden öğrenenlerin ticareti ise, bir menkul kıymet ile ilgili halka açık olmayan materyel bir bilgiye sahipken, bir güven yada güvenilirlik ilişkisini, veya itimada dayanan bir görevi ihlal etmek suretiyle bir menkul kıymet üzerinde alış yada satış işlemi yapmaktır.⁴ İçeriden öğrenenlerin ticareti sınırlamaları aynı zamanda bu tip bilgiyi "fısıldamayı", "fısıldanan" kişiler tarafından ilgili menkul kıymet üzerinde işlem yapmayı, ve bu tip kişiler tarafından bilginin kötüye kullanılmasını da kapsamaktadır.⁵

Yasadışı içeriden öğrenenlerin tanımı her ne kadar kısa bir paragrafta yapılabilinse de kapsadığı anlam çok geniş bir biçimde incelenmelidir. İlerleyen bölümlerde bu tanımın içindeki her ifade geniş bir biçimde ele alınacaktır.

1.2 Bilgi ve İçerideki Bilgi

Gelişen yeni olay ve etkileşimler, yeni bilgi üretiminin kaynağını oluşturmaktadır. Bilgi, öğrenildiğinde insanların yaklaşımlarını değiştirmelerine ve karar süreçlerini gözden geçirmelerine sebep olur. Genellikle herkesin aynı derecede ve eş zamanda bilgilenmesini sağlamak mümkün olamamaktadır. Dolayısıyla bazı kişiler bulundukları konum ve statüleri itibariyle bilgiye diğerlerinden daha önce ulaşabilmektedirler.

³ Securities and Exchange Commission : Amerikan Sermaye Piyasası Kurulu.

⁴ U.S. Securities and Exchange Commission, "Insider Trading", <http://www.sec.gov/answers/insider.htm>, (11/9/2001).

⁵ U.S. Securities and Exchange Commission, "Insider Trading: Information on Bounties", <http://www.sec.gov/divisions/enforce/insider.htm>, (11/9/2001).

Menkul kıymet piyasalarında da, yatırım kararı aşamasında, piyasadaki bilgilere diğerlerinden önce ulaşan kişi veya kuruluşlar pozisyon alma ve menfaat sağlama önceliğini elde edebilmektedirler. Şirketlerin faaliyetlerine ve finansal yapılarına ilişkin ortaya çıkan yeni gelişmeler, ilgili şirkete ait hisse senedi fiyatlarını değiştirecek niteliğe sahiptir. Menkul kıymetin piyasa fiyatı, menkul kıymete ilişkin bilginin etki gücü nispetinde değişmekte ve menkul kıymete yeni bir fiyat düzeyi kazandırmaktadır.⁶

Şirket iç ve dış gelişmelerine ilişkin özel bilgilerin kamuya resmen açıklanması öncesindeki şekli, “içerideki bilgi” olarak tanımlanmaktadır. Bu bilgi, açıklanması halinde menkul kıymetin piyasa fiyatını belirgin bir şekilde değiştirme gücüne sahip olabilir. Bu şekilde bir güce sahip olan bilgiye “materyel” bilgi diyoruz. Menkul kıymetin piyasa değerindeki değişim, menkul kıymet işlemini yapanların menfaatlerinin de değişmesi sonucunu doğuracaktır.

Aşağıdaki bölümde bilginin materyel ve halka açık olup olmama durumları incelenmektedir.

1.2.1 Materyel Bilgi

İlerleyen bölümlerde ayrıntılı bir şekilde inceleyeceğimiz yükümlülük teorilerinden “Kaçınma yada Açıklama” teorisi bir kişiyi sorumlu tutabilmek için halka açık olmayan materyel bilgiye ihtiyaç duyar. İçeridekiler yada fısıldananlar böyle bir bilgiyi kullanıp, pazarda işlem yaparak haksız fayda sağlayanlardır. Bu tip bir fayda iki koşulun sağlanması halinde gerçekleşir.

- 1) Bilgi pazarda bazı yatırımcılar tarafından bilinmemeli.
- 2) Bilgi halkça bilinir hale geldiğinde fiyatta etki yaratabilecek güçte olmalı.

Fakat unutulmaması gereken bir konu içeriden öğrenenlerin ticaretinin basit bir şekilde gerçekleşmediğidir. İçerideki zaten belli bir konuda bilgisi, tecrübesi olan kişidir ve dolayısıyla bazı şeyleri öngörebilir. Bu noktada yapılan bir işlemin öngörü yada halka açık olmayan

⁶ Meral Varış Tezcanlı, *İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyonlar*, İstanbul: İMKB Yayınları, 1996, ss. 11-13

materyel bilginin ticareti olup olmadığını tayin etmek, bir sınır çizmek çok güçtür. Normal işlemlerin içerisinde içeridekilerin yasadışı işlemlerini çekmek güçlü al-sat kararları verebilecek öngörüş ve tecrübe olduğunda zordur.⁷

1.2.1.1 Materyelitenin Belirlenmesi

Materyel bilginin standart tanımı için “TSC Industries Inc. – Northway”⁸ davasındaki yüksek mahkeme kararı kabul görmektedir. Buna göre; içeridekinin elinde tuttuğu unsur (bilgi) pazardaki herhangi bir mantıklı yatırımcı tarafından işlem yaparken dikkate alınacaksa, bu bilgi herhangi bir mantıklı yatırımcıya verildiğinde ve diğer bilgilerle birleştirildiğinde menkul kıymet üzerinde bir yeniden değerlemeye sebebiyet verecekse materyeldir. Bu tanım literatürde TSC standardı olarak yer almaktadır.⁹ “halka açıklansaydı hisse üzerinde anlamlı bir etki yaparmıydı” yaklaşımı daha sonra Batı Avrupa’da da benimsenmiştir.

Bir çok içeriden öğrenenlerin ticareti olayında materyel olup olmama şüphesi çok azdır. Genellikle durum çok bellidir. İşletmenin değişimi, satın alınması, birleşme, tender offer¹⁰ gibi durumlar dramatik şekilde hisse fiyatlarını etkiler. İçeriden öğrenenlerin ticareti araştırmalarının çoğunluğu bu tip olaylarda gerçekleşir, çünkü bunlardan sağlanan fayda büyük olur. Suçlama yapmak bilgi biraz daha “yumuşak” ve daha az anlam ifade ettiğinde zorlaşır.

Materyelitenin tartışıldığı olaylarda genellikle tipik olarak sorgulanan, bilginin hisse fiyatlarını sadece oynatma olasılığı bulunmasıdır. Örneğin bir olayda, bir petrol şirketi bir yörede petrol olduğunu anlıyor ve değerli olup olmadığını anlamak için arama yapacak. Bu noktada içeridekiler alım yapıyor. Daha petrol olup olmayacağı belli değil. Bu bilgi materyel görülmeyebilir fakat materyeldir. Zira %25’lik petrol çıkarma ihtimali bile olsa alınabilececek bir risk olarak bakılabilir. Çünkü petrol çıkarsa hisse fiyatları kesin olarak yükselecek. Ayrıca

⁷ Donald C. LangeVoart, *Insider Trading : Regulatipns, Enforcements & Prevention*, NewYork: Clark Boardman Callaghan Press, 1996, ss. 5_1-5_3.

⁸ “TSC Industries Inc. - Northway”, 427 U.S. 438, (1976)

⁹ LangeVoart, s.5_2

¹⁰ Tender offer: Bankaların ve özellikle yatırım bankalarının şirketlere borç karşılığı para vermesidir.

bu bilgi o an halka açık olsa başka mantıklı yatırımcılarda bu riski alabilirler. “Olasılık derecesi” testi mahkemelerce kullanılan bir yöntemdir.¹¹

Olasılık derecesi testi materyeliteyi belirlemek kadar materyel olmamayıda belirler. Genellikle işlem anında bilginin oluşma olasılığının çok düşük olması onu çizginin materyel olmama yönüne kaydıracaktır.

Materyeliteyi belirlemede mahkemeler çeşitli yöntemler kullanmaktadırlar. Mevcut pazar tepkisinin ölçülmesi başlıca yollardan biridir. Bilgi halka açıklandığında pazarın verdiği tepkiye, fiyatlardaki oynamaya bakılarak materyelite belirlenebilir. Fakat bir tepki görülmemesi bilginin materyel olmadığı anlamına gelmez.

İkinci bir kanıt şekli ise içerideki yada fısıldanan tarafından alım – satım yapılmış olmasıdır. Mesela görevi gereği bazı firmaları inceleyen ve değerleyen profesyonel bir analist geniş bilgi kaynaklarına sahiptir. Yakınlarına “al – sat” gibi önerileri bir takım halka açık olmayan bilgi aldıktan sonra vermesi kesin bir kanıt değildir. Çünkü bu öneriler kendi şahsi görüşleride olabilir. Fakat “SEC -. Geon Industries Inc.” davasında mahkeme sanığın bir içerideki ile görüşmeden önce firmanın hisselerine hiç ilgi göstermemesi verisini dikkate almıştır.¹²

Mahkemeler tarafından dikkate alınan bir üçüncü faktörde bilginin tutulma şeklidir. İlgili kişi tarafından gösterilen bilgiyi saklı tutma çabaları onun materyelliğine bir kanıttır.

Birine fikir yada öneri verirken bilginin materyel yada materyel olmadığı konusunda şüphe varsa en iyi ayıraç: eğer bilgi kişileri alma yada satma konusunda düşündürecekse verilmemelidir.¹³

¹¹ LangeVoart, s.5_5.

¹² LangeVoart, s.5_8.

¹³ LangeVoart, s.5_9.

1.2.1.2 Materyel Bilginin Çeşitleri

Aslında hiç bir sınır olmaksızın hissenin değerini etkileyebilecek her türlü bilgi materyeldir. Bir yatırımcı sadece hisse senedinin fiyatını kesinlikle değiştirecek ve al – sat kararını etkileyecek bilgiyle değil aynı zamanda kesinliği olmasada mantıklı bir yatırımı spekülatif bir yatırıma çevirebilecek bilgiyle de ilgilenir.

Önemli olan bilginin, mevcut diğer bilgilerin ışığında yatırımcılara anlamlı gelmesidir. Örneğin “yeni bir ürünün tanıtımının yapılacak olması” gibi halka açık olmayan bir bilgi yatırımcılara bir şey ifade etmiyor olabilir. Fakat bu bilgiyi elde eden uzman bir kişi kişisel tecrübe ve araştırmalarından, haberin ilgili firma hisselerini arttıracak olduğunu düşünebilir, veya bilebilir. Bu kişi işlem yapmaktan alı konulmamalıdır. Her ne kadar bilgi kişi açısından materyel olsa da, pazardaki mantıklı yatırımcı için materyel değildir. Dolayısıyla anlistler içeridekilerden ufak bilgiler alıp onları birleştirir ve yatırım kararlarını şekillendirir (bilgi parçaları materyel görünmezken). Anlattığımız senaryoda da analisti bir faydaya götüren içerideki ile olan teması değil, asıl kendi becerisidir.¹⁴

1.2.2 Halka Açık Olmayan Bilgi

Bilgi genel olarak yatırımcılara açık değilse halka açık değildir. “Etkin Pazar” hipotezine göre bilgi belli sayıda yatırımcının eline ulaştığında (yada az sayıdaki büyük kapital kontrol edenlere) menkul kıymedin fiyatı bir konsensusu yansıtır. Bu olduğunda içeriden öğrenenlerin ticaretinden elde edilebilecek kazanç biter. “U.S. - Libera”¹⁵ davasından ortaya çıkan sonuç: “Section 10(b)”¹⁶ göre bilginin hiç bir halka duyurusunun yapılmamasına ve sadece az sayıdaki insan tarafından bilinmesine rağmen halka açık bilgi olduğunun kabul edilebileceğidir. Ana tema kaç kişinin bilgiye ulaştığı değil, ulaşanların işlemlerinin bilgiyi hisse senedi fiyatının içine tamamen dahil edip etmediğidir.¹⁷

¹⁴ LangeVoart, s.5_9.

¹⁵ “U.S. - Libera”, 989 F.2d 596 (2. celse, 1993).

¹⁶ Section 16(b) = İçeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili Amerika’daki yasalardaki bir madde. Bu maddenin içeriğini görmek için Bölüm 2’ye bakınız.

¹⁷ LangeVoart, s.5.12

Tanımda kullanılan “tamamen” kelimesi çok önemlidir. İçerideki bilgi halka açıklandıktan sonra bir süre beklenmelidir. Açıklamadan iki dakika sonra işlem yapmaya izin verecek bir yasa boşluğu bulunmamalıdır. Amaç pazara açıklanan bilginin hisse fiyatındaki yerini almasıdır. Tabii buradada ne kadar zaman beklenmesi gerektiği problemi ortaya çıkıyor. Çok ilgi çekici ve büyük bir firmaya ait bir bilgi sabah açıklandığında içeridekiler son seansın son saatlerinde işlem yapma hakkını kazanabilirlerken, küçük firmaya ait çok dikkat çekici olmayan bir bilgi çok daha geç pazara yayılabilir.

Bilginin pazara tam olarak yayılmasını tesbit etmede en duyarlı yaklaşım, fiyatın durağan bir seviyeye ulaşmasının bilginin açıklanmasında sonra ne kadar sürdüğüdür. Bu “SEC -. MacDonald”ın¹⁸ ilk davasında kabul edilen metoddur. İçeridekinin pazara girmesinin ne kadar zaman yasak olduğunun belirlenmesi önemli bir konudur.

Bir yerde yayınlanmasa bile belirli bir kesim tarafından bilinen bir bilgi halka açık sayılabilir. Çok yakında açıklanacak bir bilgide “halka açık olmayan – materyel” olmayabilir, çünkü mantıklı yatırımcılar böyle bir açıklama beklentisi içine girmiş olabilirler. Dolayısıyla “Toplam bilgi ”, bilgi kısa süre sonra açıklandığında değişmez. Ama ortalıkta dolaşan iki firmanın birleşeceği dedikoduları, bunun gerçek olduğunu bilen içeridekileri bu bilgiye dayanarak oynayabilir yapmaz.

İçerideki konumundaki bir kişi bilgi tamamen yayılana kadar işlem yapamaz. Bu konuda 24 saatten 1 haftaya kadar çeşitli görüşler bulunmaktadır. Amerika’da “Insider Trading Act, 1998” ile içerideki bilginin halka açık sayılabilme şartları sıralanmıştır. Bu yasanın tüm detayları Bölüm 2’de yer almaktadır. Fakat, yasalar bir yana, bilginin önemine göre halka açık olma süresinin değiştiğini söyleyebiliriz. Örneğin bir kazanç ilanına ait bir bilgi ilgili borsanın yayın organında canlı yayınlanmasından saatler yada en geç bir gün sonra hisse fiyatlarında tamamen yer alacağından bilgi artık halka açık sayılabilir. Bu tip bir organda yer almayan, ancak bir dergi yada bültende yayınlanan daha az önemli bir bilgi daha geç halka açık hale gelmiş olabilir.

¹⁸ “SEC -. MacDonald”, 699 F.2d 47, (1. celse, 1982).

1.3 İçeridekiler ve Dışarıdakiler

Mesleki görevleri yada pozisyonları gereği bir şirketin menkul kıymetleri ile yakından ilgili ve henüz kamuya açıklanmamış kıymetli bilgilere erişebilen ve kendi çıkarları doğrultusunda kullanma potansiyeline sahip olanlar “içerdekiler” (insider) olarak belirtilmektedir.

İçerideki kişi olmayı belirleyici kriter, şirketle olan bağlantı veya bilgi kaynağına erişim yakınlığıdır. Ülkelerin konuya ilişkin düzenlemelerinde içeridekiler “birinci dereceden içerdekiler” ve “ikinci dereceden içerdekiler” olarak genelde iki grupta ele alınmaktadır. Birinci dereceden içerdekiler şirketle doğrudan bir ilişki içerisinde olup meslek ve görevlerinin gereklerini yerine getirirken şirketin faaliyetleri ile gizli bilgileri öğrenme imkanına sahip kişilerdir. Bunlar aynı zamanda birinci dereceden “güvenilir olma” ve bağlı olduğu şirkette “sadakat” içerisinde çalışma yükümlülüğü taşımaktadır. Şirket hakkında ki gizli bilgilere dolaylı olarak erişebilen kişiler ise ikinci dereceden içerdekiler grubunda toplanmaktadır. Özellikle birinci dereceden kişilerle bu türlü bir ilişkinin varlığı kesin olmalıdır.¹⁹

Yönetim kurulu başkan ve üyeleri ile genel müdür, yöneticiler ve ayrıca tüzel kişiliklerin temsilcileri birinci dereceden içerdekiler olarak kabul edilmektedir. Yatırım bankaları personeli, hukuk ve mali danışmanlık şirketlerinin çalışanları, aracılar, komisyoncular v.s. gibi, içerideki bilgiyi birinci derecedeki içerilerden öğrenen diğer herkes, ikinci dereceden içerdekiler olmaktadır. Bazı ülke düzenlemelerinde, yöneticilerin aileleri, akraba ve hısımları da ikinci dereceden içerdekiler grubuna dahil edilebilmektedir.

Şirket hisse senetlerine ilişkin nitelikli bilgilere doğrudan ulaşamayan, ancak içerdekiler aracılığı ile söz konusu bilgiyi öğrenmek suretiyle menkul kıymet işlemi yapabilme potansiyeline sahip olanlar dışarıdaki içerdekiler” yada “ikinci dereceden içerdekiler olarak tanımlanmaktadır”.

Örneğin, İngiltere’deki mevzuat; belli bir tarihte yada belli bir tarihten önceki son altı ay içerisinde şirket içerisinde çalışan yada şirketle bağlantısı olan kişileri içerdekiler olarak

¹⁹ Tezcanlı, ss.14-16

belirlenmiştir. Almanya da ise, işverenin yanısıra şirket hisselerinin %25'inden fazlasına sahip olan hissedarlar da içeridekiler grubuna girmektedirler.²⁰

Amerika'da ise SEC tarafından getirilen içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili davaların suçlanan taraflarına örnekler verirsek;

- Özel, gizli şirket gelişmelerini öğrendikten sonra şirket hisseleri üzerinde işlem yapan şirket yönetim kurulu üyeleri, müdürleri, ve çalışanları;
- Bu tip bilgiyi aldıktan sonra buna dayanarak işlem yapan yönetici, müdür ve çalışanların arkadaşları, iş ortakları, aile üyeleri ve diğer “fısıldananlar”;
- Şirkete servis sağlamaları için bu tip bilgilerin verildiği, hukuk, banka, danışmanlık ve basım firmalarının çalışanlarından hisseler üzerinde işlem yapanlar;
- Devletteki görevleri dolayısıyla bu tip bilgileri öğrenen devlet görevlileri; ve
- İşverenlerinden aldıkları gizli bilginin avantajını kullanan ve suistimal eden diğer kişiler.²¹

SEC'in tanımına göre; yönetim kurulu başkanı, yönetim kurulu üyeleri, yöneticiler, bilgiye ulaşabilecek pozisyonundaki çalışanlar ve firmanın hissesinin %10'dan fazlasını elinde tutan hissedarlar içeridekilerdir.

1.4 Asimetrik Bilgi ve İçeriden Öğrenenlerin Ticareti

Asimetrik bilgi aslında sadece içeriden öğrenenlerin ticareti konusu ile ilgili değil, tüm pazarlar için geçerli olan bir konudur. Finans, ekonomi çevreleri genellikle analizlerini yaparken piyasanın mükemmel şekilde ve homojen bilgi ile karakterize olduğunu kabul etmekteydiler. Bilginin asimetrik dağıldığı önemsenmeyecek bir ayrıntı gibi görülüyordu.

Oysa ki geçen zaman içerisinde bilginin asimetrik dağılımının ne denli önemli olduğu ortaya çıktı. Tüm alıcı ve satıcıların aldıkları ve sattıkları ürün hakkında tüm bilgiye sahip

²⁰ Ülkelerdeki çeşitli düzenlemeler için bkz. Bölüm 2

²¹ U.S. Securities and Exchange Commission, “Insider Trading”, <http://www.sec.gov/answers/insider.htm>, (11/9/2001).

oldukları kabulünün aksine, aslında bir çok pazarda alıcı yada satıcı, işlemin tarafları olan firma yada kişiler aynı bilgiye sahip değiller. Bir taraf diğerinden fazla yada farklı şeyler biliyor.

G. Akerlof, M. Spence ve J. Stiglitz asimetrik bilginin var olduğu pazarlar için yaptıkları analizlerde, asimetrik bilginin nasıl ve niçin önemli olduğunu farklı pazarlarda gösteren çalışmalarıyla 2001 Nobel ödülünü aldılar.²²

1.4.1 Asimetrik Bilginin Tanımı ve Asimetrik Bilgi ile Karakterize Olmuş Bazı Pazarlar

Sıklıkla pazarların asimetrik bilgi ile karakterize olduğu görülmektedir. Asimetrik bilgi problemi çok farklı durumlarda ortaya çıkabilmektedir; birisi kullanılmış araba aldığı, bir işveren farklı yeteneklerdeki çalışanları işe aldığı, farklı risk seviyelerindeki kişiler sigortalandığında, farklı tip firmalara kredi sağlandığında, ya da hissedarlar yöneticilere kendi şirketleri için kazanç elde etmede güvendiklerinde ortaya çıkmaktadır. Asimetrik bilgi problemi ortaya çıktığında pazar dengesi genellikle ilk en iyi değerinden sapar.²³

1.4.1.1 Kullanılmış Araba Pazarında Bilgi Asimetrisi ve Asimetrik Bilginin Tanımlanması

Asimetrik bilginin gösterimlerinin en çok bilineni 1970 yılındaki Akerlof'un "The Market for Lemons" makalesidir. Bu makale başlı başına asimetrik bilgiyi en iyi ve çarpıcı biçimde açıklamaktadır.

Makalede kullanılmış araba pazarı ile problemin anafikri yakalanılmış. Kolay anlaşılabilinmesi için,

- Yeni – Kullanılmış
- İyi – Kötü (Limon),

²² "Nobel Prize for Asymmetric Information", www.economics.about.com/library/weekly/aa102301.htm, (22/01/2002).

²³ Charles R. Schnitzlen, "Call and continuous Tradin Mechanisms under Asymmetric information", *The journal of Finance*, v.51, 1996.

araba pazarında ise satıcı arabanın “Limon” olup olmadığını bilir. Alıcı ise satın alma aşamasında anlamayabilir. Yani bilgide bir asimetri doğar.²⁴

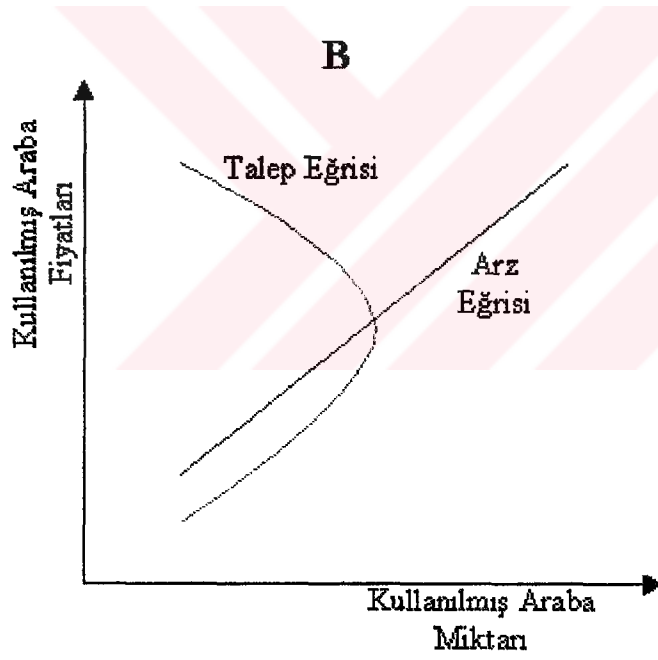
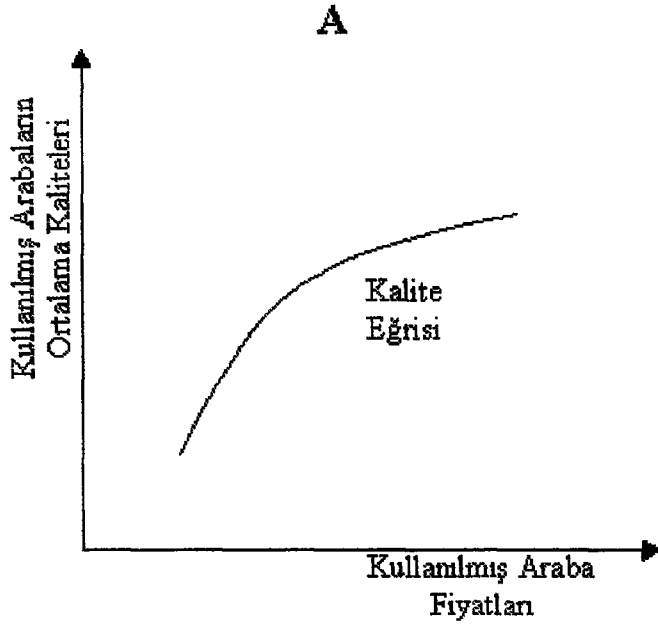
Stiglitz’de kendi kitabında aynı senaryoyu kullanarak asimetrik bilgiyi açıklamaktadır. Aylık kullanılmış bir araba yenisinden yaklaşık %20 ucuza gider. Tabii ki arabalar bu sürede eskimezler, yeni araba alma zevkinin bir değeri muhakkak vardır fakat bu kadar olmaması gerektiği düşünülür.

Akerlof bu durum için mükemmel olmayan bilgiye dayanan basit bir açıklama getiriyor. Bazı arabalar alındıktan ancak bir süre sonra anlaşılacak gizli kusurlara sahiptirler. Bunlar limonlar olarak tanımlanır. Limonlara sahip olanlar, biran önce ondan kurtulmak için fiyat kırıp satmaya çalışacaklar, fiyat düştükçe iyi durumdaki arabaların satıcıları düşük fiyata satmak yerine ellerinde tutmaya karar verebilirler. Bu da pazardaki ortalama kaliteyi düşürecektir. Fiyatın düşmesi bir “ters – seçim” etkisi yaratır. Fiyatın düşmesi beraberinde kalitenin düşmesinide getirdiğinden alıcılar tarafından istenmeyen bir durumdur ve satıcılar azalır.

Bu durum Gresham Kanunu ile açıklanmaktadır. Alım – satımı yapılan bir çok araba limon olacağından iyi arabalar hiç pazara girmeyebilir. Yani kötü iyiyi pazardan atar.²⁵ Grafik 1.1’de, anlatılan görüşleri desekleyen grafikler görülmektedir.

²⁴ George A. Akerlof, “The Market for “Lemons”: Quality, Uncertainty and The Market Mechanism”, *Quarterly Journal of Economics*, v.80,1970, ss. 488-500.

²⁵ Joseph E. Stiglitz, *Stiglitz Economics*, NewYork: Norton company, 1993, ss.497-499.



Grafik 1.1: Kullanılmış Araba Pazarında Beklenen Hareketler

Kaynak: Joseph E. Stiglitz, **Stiglitz Economics**, NewYork: Norton Company, 1993, s.498

Grafik 1.1 (a)'da kullanılmış arabaların kalitesi yükseldikçe fiyatların arttığı görülüyor. (b) şeklinde ise garip bir talep eğrisi var. fiyat yüksekken talep daha fazla, çünkü kalite yüksektir.

1.4.1.2 Sağlık Sigortası Pazarı

Sağlık sigortası sektörü de asimetrik bilginin anlamlı derecede önemli olduğu bir pazardır. Burada otomobil pazarının aksine, sigorta poliçesi alıcısı kendi sağlığını ve taşıdığı riskleri sigorta satıcısından çok daha iyi biliyor. Örneğin gerçekten iyi (ve pahalı) bir sigorta poliçesi satan bir firma sadece hastalıklı yada riskli (sigara içenler, yarışçılar, gökyüzü dalgıçları, vs.) kişilerin aldığını görecektir. Bu da durumu firma için kazançlı olmaktan çıkaracaktır. Poliçe ne kadar pahalı olursa o kadar riskli kişi alacak, fakat diğerleri almayacaktır.

Bu bakış açısıyla sigorta firmaları 65 yaşın üstündeki kişilere police satmamayı tercih etmekte. Bu şekilde ters seçim problemi ortaya çıkmaktadır. Risk artınca primin pahalılaşması lazım, pahalılaşınca da sadece hastalıklı kişiler poliçeyi alıyor.

1.4.1.3 Diğer Bazı Alanlar

Özellikle gelişmemiş ülkelerde kredi pazarında asimetrik bilginin etkisi görülmektedir. Örneğin bir bankanın kredi vermeyeceği bir çiftçi ya da balıkçıya o bölgedeki bir toprak ağası kredi verirse, bölgeyi, yapılan işi, ve riski daha iyi bildiği için parasını alacağını da daha iyi bilir.²⁶

Asimetrik bilgi hayatın çok farklı alanlarında da karşımıza çıkmaktadır. Örneğin uluslararası alanda yapılan yardımlarda da asimetrik bilgiden kaynaklanan problemler yaşanmaktadır. Zor durumdaki ülkelere yardım yapılırken, bu yardım daha çok yine zenginlere gitmekte ve istenilen yere pek azı ulaşmaktadır. Daha az ihtiyacı olan yardımı alırken, daha çok ihtiyacı olan bilgidaki asimetrinin bedelini ödemektedir.²⁷

²⁶ George A. Akerlof, "The Market for "Lemons": Quality, Uncertainty and The Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, v.80, 1970, ss. 488-500.

²⁷ Marie-Francoise Calmette ve Mauren Kilkenny, "International charity under asymmetric information", *Economic Letters*, v.74, 2001, ss. 107-111

1.4.1.4 Kalite Belirsizliğinin Etkilerini Azaltan Faktörler

Bazı araçlar kalite belirsizliğinin etkilerini ortadan kaldıracaktır. Örneğin;

- Garantiler,
- Hotel, restoran zincirleri,
- Diploma, Ph.D, Nobel Ödülü, vs. (Eğitim ve iş hayatı kendine özgü “marka isimlere sahiptir),
- Marka isminin iyiliği,
- Lisanslar (Doktor, avukat, berberlerin, vs. lisanslanması).²⁸

1.4.2 Menkul Kıymet Pazarlarında Asimetrik Bilgi

Bilgiye erişimin yatırımcılar arasında eşit olmaması menkul kıymetlerin alım – satım oranlarının ve elde edilen gelirlerin yatırımcılar arasında farklı dağılmasına yol açacaktır. Özellikle halka açıklanma öncesinde bilgilere erişme yeteneğine sahip yatırımcılar diğer yatırımcılara göre ekstra bir fayda sağlayacaklardır. Asimetrik olarak dağılmış bilgi ve “efektif pazarlar” akademik çevrelerin de ilgisini çekmekte ve araştırmalara konu olmaktadır. SEC gibi kurumlar bu fenomeni yenmek amacıyla halka açıklamaları belli kurallara ve zorunluluklara bağlamakta ve içeridekilerin alım – satım aktivitelerini sınırlamakta, denetlemektedir.

Menkul kıymet pazarında denge fiyatlarını talep oluşturmaktadır. Çalışmalar menkul kıymetlere olan bireysel talebin bir çok faktörden etkilendiğini göstermiştir. Bu faktörler;

- bilginin yarattığı inançlar,
- menkul kıymetlerin fiyatları,
- gelir,
- risk tercihleri,
- fırsatların kullanımı,
- vergiler ve,
- işlem için pazar mekanizması, şeklinde sıralanabilir.²⁹

²⁸ George A. Akerlof, “The Market for “Lemons”: Quality, Uncertainty and The Market Mechanism”, *Quarterly Journal of Economics*, v.80, 1970, ss. 488-500.

Morse çalışmasında kısa dönemde ki talebin sadece yeni bilgilere dayanan inançlar ve hisse fiyatlarından etkileneneğini kabul etmektedir. Bilgilenmiş yatırımcılar yenilenmiş inançları ile yeni bilgilerini bilgi sahibi olmayan yatırımcılara karşı alım – satım yapmada kullanmak isteyeceklerdir. Dolayısıyla asimetrik dağılmış bilginin bir etkisi işlemdir. Bilgi almış bir yatırımcı bir hissenin beklenen fiyatını değiştirecek bir haber almışsa buna göre bu hissedar elinde tuttuğu miktarı değiştirecektir.

Copeland pazarda ki farklı kısımlara bilgilerin belli aralıklarla ulaşması ile beklenen fiyatları analiz etmiştir. Her birey bilgiyi aldıkça inançlarını gözden geçirir ve eğer mevcut fiyatlar yeni inancını yansıtmıyorsa talebini değiştirir.³⁰

Basit bir yatırımcı talebi modeli, fiyat değişimleri ile işlem hacmi arasında ilişki olduğunu gösterir. Özel bilgili yatırımcılar ise bu bilgi ışığında fiyat bilgiyi yansıtmaya kadar işlem yapacaklardır. Araştırmalar özel bilgiye dayanarak başarılı alım – satım yapmanın menkul kıymet pazarlarında kısa periyotlarda olduğu argümanını desteklemektedir.³¹

Menkul kıymet piyasalarında daha iyi bilgilenmiş bireylerden sadece içerdeki anılamamız gerekir. Bazı yatırımcıların belli varlıkların değerini tahmin edebilmek, gerçek değerini belirlemek amacıyla kaynaklarını bu varlıklarla ilgili bilgileri elde etme üzerine yoğunlaştırmaları çok doğaldır. Firma aktiviteleri, ürün pazarları, teknolojiler, yönetim, ulusal ekonomi üzerine yapılan araştırmalar bazılarını daha iyi bilgilenmiş hale getirebilir. Bu kişiler haliyle elde ettikleri bilgiden fayda sağlamak için alım – satım yapacaklardır. Pazarda bu şekilde farklı bilgilere sahip yatırımcılar arasında bir alışveriş olacaktır. Sonuçta ise menkul kıymet fiyatları daha fazla bilgiyi yansıtacaktır Zira daha iyi bilgilenmiş kişilerin işlem yapmaları bilginin artık fiyatların içinde yer alması anlamına gelmektedir.³²

²⁹ Dale Morse, "Asymmetrical Information in Securities Markets and Trading Volume": *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v.15, 1980, ss. 1129-1148.

³⁰ Thomas Copeland, "A Model of Asset Trading under the Assumption of Sequential Information Arrival", *Journal of Finance*, v.31, 1976, ss. 1149-1168.

³¹ Dale Morse, "Asymmetrical Information in Securities Markets and Trading Volume": *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v.15, 1980, ss. 1129-1148.

³² Robert A. Schwartz, *Global Equity Markets, Technological Competition, and Regulatory Challenges*, New York: 1995, Irwin Publishing, ss. 277-281.

1.4.2.1 Ar-Ge Faaliyetleri ve İçeridekilerin Kazançları

İçeridekilerin kazançlarının potansiyel bir kaynağı olarak dikkatler araştırma ve geliştirme faaliyetleri üzerinde yoğunlaşmaktadır. Gittikçe önemi artan, fakat çok az açıklanan Ar-Ge faaliyetleri bilgi asimetrisi oluşturan ciddi bir kaynaktır.

Yapılan bir çalışmada 1985-1997 yılları arasında ar-ge bölümü olan firmalardaki içeridekilerin kazançları, ar-ge bölümü olmayan firmaların içeridekilerine göre anlamlı derecede fazla çıkmıştır.³³

Ar-Ge faaliyetlerini bilgi asimetrisinin bariz bir sebebi olarak gördüğümüzde, Ar-Ge firmalarındaki içeridekilerin işlemlerinin açıklanmasına yatırımcıların daha güçlü reaksiyon göstereceğini beklememiz mantıklı olacaktır. Yapılan araştırmada Ar-Ge'li firmaların yöneticilerinin belli bir dönemde Ar-Ge'siz firma yöneticilerine göre anlamlı derecede fazla kazanç elde etmesi Ar-Ge bilgilerinin içeriden alınması ve değerlendirilerek kazanca dönüştürülmesi konusundaki hipotezleri desteklemektedir.

1.5 Yükümlülük Teorileri

Bu bölümde öncelikle Amerika'da halka açık olmayan materyel bilgiye sahipken alım – satım yapanlara karşı bir dava oluşturulurken federal yasaların dayandığı üç ayrı bağımsız teoriye yer verilecektir. Bu ana teoriler dünyadaki içeriden öğrenenlerin ticaretine karşı oluşturulan yasalarda da dikkate alınan, geçerli olan ifadelerdir. Dolayısıyla içeriden öğrenenlerin ticaretinin sınırlandırılması ve önlenmesi dendiğinde bu teorilerin bilinmesi gerektiğini düşünmekteyiz.

³³ David Aboody ve Baruch Lev, "Information Asymmetry, R&d, ve Insider Gains", *Journal of Finance*, v.55, 2000, ss. 2747-2767.

1.5.1 Kaçınma ya da Açıklama Teorisi

Kaçınma yada açıklama teorisi 1980'lere kadar federal menkul kıymet yasaları ve SEC kuralı 10b-5³⁴ altında içeriden öğrenenlerin ticareti vakalarında dava oluşturulurken dayandırılan tek teoriydi.

Komisyonun, bir firma yöneticisinden aldığı halka açık olmayan bilgiye sahipken işlem yaptığı tesbit edilen bir brokerın kural 10b-5'i ihlal ettiğine yönelik verdiği kararda yaptığı uyarılma kaçınma ya da açıklama teorisini güzel tanımlamaktadır: İçeridekiler ya da “geçici” ya da yapıcı “yapıcı” içeridekiler olarak tanımlanabilecek kimseler, halka açık olmayan materyel bilgiye sahiplerse işlem yapmadan önce bunu açıklamalılar ya da bilgi halka yayılana kadar işlem yapmaktan kaçınmalılar.³⁵ Bu açıklama daha sonra Texas Gulf Sulphur Co. davasında komisyonun cümleleriyle desteklenmiştir. Komisyon burada da hiç kimsenin içerideki bilginin faydasını kullanarak işlem yapamayacağını, çünkü bunun pazardaki diğer tüm alıcı ve satıcıların dolandırılması anlamına geleceğini vurgulamıştır.

Kaçınma ya da açıklama teorisinin özü, “...eğer birisi pazardaki yatırımcılara karşı güvene dayanan bir görevi varsa...” cümlesinde yatmaktadır.³⁶

1980 yılı Amerikan ekonomik tarihinde çok sıradışı bir yıl olmuştur. Meydana gelen yüksek sayıdaki ele geçirme ve birleşme olayları ile içeriden öğrenenlerin ticareti yüksek düzeylere çıkarken yüksek mahkeme bölüm 10(b) ve kural 10b-5'in içeriden öğrenenlerin ticareti anlamında kapsamını daraltmıştır. 1980 yılındaki “Chiarella -. United States” vakasında yüksek mahkeme;

- Kuralın hakim olan anlayışını esasen değiştirdi,
- İçeriden öğrenenlerin ticareti teorisine daha geniş açıklık getirdi, ve,
- Uygulanabilirlik açısını daralttı.

³⁴ Kural 10b-5: Bkz. Bölüm 2.

³⁵ Securities and Exchange Commission, “Insider Trading – A U.S. Perspective”, http://rider.wharton.upenn.edu/waldfogi/SEC_speech.htm#Footnote_48, (24/10/2001).

³⁶ Donald C. Langevoort, *Insider Trading : Regulatipns, Enforcements & Prevention*, NewYork: Clark Boardman Callaghan Press, 1996, s. 1_16.

Chiarella 1975 ve 1976 yıllarında NewYork'ta bir finansal basımevinde çalışan kişidir. 1980 yılındaki "Chiarella -. United States" vakasında Chiarella'nın çeşitli birleşme ve ele geçirme olaylarında bilgiyi önceden alıp buna dayalı işlem yaptığı gerekçesiyle dava açılmıştır. Bu olayları içeren ve arttırmaların yer aldığı belgeler basımevine gönderilmiş fakat ilgili firmaların isimleri son baskıya kadar gönderilmeyerek yanlış isim kullanılmış ya da boş bırakılmış. Fakat Chiarella dökümanları tarayarak ilgili firmaların isimlerini bulmuş ve bu bilgiye dayanarak işlem yapmış. Bu metodla 14 ayda 30.000\$ civarında fayda sağladığı belirlenmiş.³⁷

Dava basım görevlisinin, ona hisseleri satan insanları dolandırdığı teorisi üzerine kurulmuştur. Suçlama Yüksek Mahkeme tarafından tersine çevrilerek, halka açık olmayan materyel bilgiye dayanarak işlem yapmanın başlı başına anti-dolandırıcılık uygulamaları çerçevesinde yükümlülük yaratmayacağına, çünkü basım sorumlusunun kendinin ilgili hissedarlara hiçbir sorumluluğunun bulunmadığına karar verilmiştir. Bu olayda zanlı elde ettiği gizli bilgiyi "suistimal" etmiş ve kendi çıkarları için yanlış bir şekilde kullanmıştır.³⁸

1.5.2 Suistimal Teorisi

Chiarella vakasından sonra da kaçınma ya da açıklama teorisi klasik içeriden öğrenenlerin ticareti davalarında iyi çalışmıştır. Fakat bir takım suistimal durumlarını yakalamada yetersiz kalmıştır. Örneğin birisi A firmasına ait içerideki bir bilgiyi A firması dışından bir kaynaktan sağlarsa yada içerideki itimadi görevini ihmal etmeyecek şekilde bilgi aktarırsa kaçınma ya da açıklama teorisi dışında kalmaktadır.

Bu tip durumlarla uğraşabilmek için 1981'den beri kural 10b-5 kapsamında suistimal teorisi kabul edildi. Teoriyi basitçe tanımlarsak; bir kişi kendisine çeşitli yollarla verilen gizli bilgiyi kendisine fayda sağlayacak şekilde finansal varlıkların alım satımında kullanırsa dolandırıcılık yapmış olur. Bu teori kaçınma ya da açıklama teorisinden bir açıdan dramatik bir

³⁷ David L. Ratner ve Thomas Lee Hazen, *Securities Regulation – Cases and Materials*, NewYork: West Publishin Co., 1996, ss.634-635.

³⁸ Securities and Exchange Commission, "Insider Trading – A U.S. Perspective", http://rider.wharton.upenn.edu/waldfogi/SEC_speech.htm#Footnote_48, (24/10/2001).

şekilde farklıdır. Sahtekarlık davalının beraber işlem yaptığı kişi üstünde değil, ona bilgiye erişimi sağlayan kişinin üstündedir, ve davalının itimadi görev borcu olduğu kişiye karşıdır.³⁹

Örneğin, bir yatırım bankası çalışanı firma Y'nin firma X'e bir tender offer teklifinde bulunduğunu öğreniyor, ve bu bilgi ışığında fayda sağlayacak işlem yapıyor. X firmasının hissedarlarına karşı hiç bir itimadi görevi olmadığı için kaçınma ya da açıklama teorisine ihlal etmiş olmuyor. Fakat kendi patronuna ve Y firmasına karşı gizli bilgiden fayda sağlamaktan itimadi yükümlülüğü bulunmaktadır ve suistimal teorisine göre kural 10b-5 ihlal edilmiş olur.

Bir borsa oyuncusu olan Newman, 1981'de iki yatırım bankacısından aldığı bir birleşme haberi içeren halka açık olmayan materyel bilgiye dayanarak işlem yapmaktan yargılanmış. İlgili firma hissedarlarına hiç bir itimada dayalı görevi bulunmadığını ileri sürerek kendini savunsada “suistimal” teorisi kapsamında suçlu bulunmuştur.⁴⁰

Bu teori 1995'e kadar sorunsuz işliyordu. Fakat 1995 ve 1996 yıllarında iki mahkeme suistimal teorisini reddettiler. Gerekçelerini, teorinin “ne eksik sunum ne de açıklamama gerektirmemesi” ve “suistimal teorisinin, nedenlerine 10(b) bölümünün “bir varlığın alım ya da satımı ile ilişkili olması” gerekliliğine bağlı kalmaması” nedenlerine dayandırdılar. Bu tarihten sonra içeriden öğrenenlerin ticaretinin bu teoriler altında kapsamının genişliği, sınırları tartışılmaya başlandı.

1997'de SEC ve teori için “United States -. O'Hagan” davası zaferle sonuçlandı. O'Hagan bir avukatlık firmasının ortağıydı ve Pillsbury Şirketinin genel hisseleri için bir tender offer'da Grand Met Firmasını temsil ediyorlardı. Bu durumdan faydalanan O'Hagan Pillsbury hisselerini opsiyonlu olarak toplayıp, tender offer'dan sonra da satarak 4 milyon dolar kar sağladı. O'Hagan kendisinin ve firmasının Pillsbury'e karşı hiç bir itimadi görevi olmadığını ve

³⁹ Donald C. Langevoort, *Insider Trading : Regulations, Enforcements & Prevention*, New York: Clark Boardman Callaghan Press, 1996, s. 1_18.

⁴⁰ Securities and Exchange Commission, “Insider Trading – A U.S. Perspective”, http://rider.wharton.upenn.edu/waldfogi/SEC_speech.htm#Footnote_48, Dava No: 664 F.2d 12 (2d Cir. 1981), (10/02/2002).

Pillsbury hisselerini halka açık olmayan materyel bilgiye dayanarak almasının bir suç doğurmayacağını savundu.⁴¹

Mahkeme O'Hagan'ın tezlerini reddederek, suistimal teorisine dayanarak Kural 10b-5'i ihlal ettiğine karar vermiştir.⁴²

1.5.3 Kural 14e-3

Tanımlamalarını yaptığımız iki teori genel hukuk kapsamındayken Kural 14e-3 "tender" teklifleriyle spesifik olarak ilgilenir.

Kural 14e-3, teklifi veren ya da hedef firmadan direk ya da endirek şekilde elde edilmiş bir "tender" teklifi başlangıcı ile ilgili halka açık olmayan materyel bilgiye sahip her hangi bir kişinin hedef firma hisselerinde işlem yapmasını yasaklar. Alıcının işlemi yapılabilir, öngörülebilir bile olsa bu tip bilginin aktarılmasını da kanunsuz kılar. Buradaki önemli nokta diğer iki teorinin aksine herhangi birinin itimadi görevinin ihmalinin gerekmemesidir.⁴³

1.6 Piyasaların Gözetim ve Denetimi

Piyasayı gözetlemedeki temel amaç, piyasa ile ilgili verilere zamanında ulaşarak kaydetmektir. Bu şekilde yapılacak bir ihbar yada olağan bir gelişmede geri dönülüp işlemler incelenip yasalara aykırı, içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili bir işlemin olup olmadığı araştırılabilir. Tabii bunun dışında toplanan veriler uzmanlar tarafından devamlı kontrol edildiğinden ve broker ve dealer'lar gibi piyasa işlemcileri bu şekilde devamlı gözetim altında tutulduğundan menkul kıymet ticaretinin kurallara göre yapılması sağlanır. Aslında piyasaların

⁴¹ Securities and Exchange Commission, "Insider Trading – A U.S. Perspective", http://rider.wharton.upenn.edu/waldfogi/SEC_speech.htm#Footnote_48, Dava No: 117 S. Ct. 2199 (1997), (10/02/2002).

⁴² Aslında bu dava suistimal teorisinin ihlali dışında Kural 14e-3'ü de başlı başına ihlal etmektedir.

⁴³ Donald C. LangeVoart, *Insider Trading : Regulations, Enforcements & Prevention*, NewYork: Clark Boardman Callaghan Press, 1996, s. 1_19.

gözetimi pazarları düzenleyen yasalardan çok daha önemli bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Zira istenildiği kadar sıkı, caydırıcı yasalar konursa konsun bu yasaların uygulanabilmesi için ihlallerin tesbiti ve davaların açılabilmesi için delillerin toplanması gereklidir. Özellikle yasadışı içeriden öğrenenlerin ticaretinin ispatı oldukça güç olduğundan gözetim çok önemlidir. Örneğin 1800'lü yıllarda içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili ilk yasaları çıkaran İngiltere'de 1800 – 1998 yılları arasında sadece 17 dava açılmış ve 12'sinde içeridekilere karşı yaptırım uygulanmışken, Amerika'da sadece 1997 yılında 53 dava sonuçlanmıştır. SEC içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili yılda yaklaşık 400-500 dava hazırlamaktadır.

1.6.1 Piyasa Gözetim Mekanizmaları

Genel anlamda gözetim sistemi menkul kıymet piyasalarının düzgün işleyişini sağlamaya yönelik aktiviteler bütününden oluşmaktadır. Menkul kıymet alım-satım işlemlerinin piyasa işleyiş kurallarına uygun olarak yapılması kontrol edilmekte ve değerlendirilmektedir. Bu faaliyetler şu şekilde belirtilebilir:

- Menkul kıymetler ilişkin veri ve istatistiklerin bir bilgi bankasında toplanması ve istenildiği anda ulaşılması,
- Menkul kıymet işlemleri süresince ve sonrasında alım-satım emirleri, fiyat, işlem, ve miktar hacmi incelemelerinin yapılması ve genel piyasa göstergeleri ile trendlerinin sürekli olarak takip edilmesi,
- Aracı kuruluş faaliyetlerinin incelenmesi,
- Ekonomik göstergeler ile menkul kıymet işlemleri arasındaki ilişkilerin ortaya konulması ve gözden geçirilmesi,
- Piyasa hareketlerinin spekülasyon, içerideki bilgi kullanımı veya piyasa manipülasyonları gibi yasal olmayan faaliyetlerin incelenmesi ve
- Genel bir ön inceleme ve değerlendirme sonucunda şüpheli işlemlerin tesbit edilmesi sonrasında inceleme alanını daraltarak detaylı tetkikler yapılması.⁴⁴

⁴⁴ Tezcanlı, s.186

Gözetim sistemlerine duyulan ihtiyaç menkul kıymet piyasalarında çıkabilecek kriz koşullarının tahmin edilmesi ve değişen piyasa koşullarının idaresini kolaylaştırmasından kaynaklanmaktadır. Örnek olarak ABD’de Menkul Kıymet İşlecileri Ulusal Birliği (National Association of Securities Dealers, NASD) oldukça gelişmiş, çağdaş “online” gözetim sistemini kullanarak NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotes) Menkul Kıymet İşlecileri Otomatik Kotasyon Ulusal Birliği’nin bütün işlemleri her yönüyle izlenmektedir. NASDAQ sistemi, her hisse senedinin eşzamanlı fiyatı ve işlem hacmi için önceden belirlenen limitlerden oluşmaktadır. Olağandışı bir işlem faaliyeti sonucu otomatik olarak erken uyarı ölçümleri hemen harekete geçmekte ve NASD’ın Piyasa Gözetim Bölümü’ne alarm vermektedir. Gelen bu uyarı sinyali ile, gözetim uzmanları olağandışı işlemi araştırmaya başlamaktadır.⁴⁵

NASDAQ ve SEC internet sayfalarında onlara içeriden işlem ve manipülasyon hakkında bilgisi bulunanların ihbar etmesi istenmektedir. SEC içeriden öğrenenlerin ticareti konusunda ihbarda bulunanları ikramiye ile ödüllendirmektedir. Toplum zararına olacak bir işlemi çözmede, yakalamada kullanılacak bilgi verenler, işlem ile gerçekleşen haksız kazancın yüzde onundan fazla olmamak koşulu ile ödüllendirilirler.⁴⁶

1.6.1.1 NASDAQ Sistemi

NASDAQ’ın Piyasa Gözetim Bölümü (Stock Watch Automated Tracking, SWAT) günde ortalama 150000 işlem ve 40000 fiyat hareketini izleme kapasitesine sahiptir. Sistem NASDAQ’ta işlem gören şirketlerin geçmişteki bilgilerinde göz önüne alarak içeriden oynama veya manipülasyon durumlarında ilgili şirketlerin seans içindeki alım-satımının durdurulması yönünde yetkili kişilere alarm vermektedir.

Nasdaq’ın internet sayfasında da görülebileceği gibi NASDAQ’ta işlem yapan içeridekilerin tüm kayıtları tutulmakta ve bu bilgiler halka açık şekilde yayınlanmaktadır.

⁴⁵ Tezcanlı, s.187

⁴⁶ SEC, “Insider Trading: Information on Bounties”, 09/01/1998, <http://www.sec.gov/enforce/insider.htm>, (12/11/2000).

“Yatırımcı işlem yapacağı zaman o anki içeridekilerin hareketlerini görmek ister”⁴⁷ görüşüne uygun bir hizmet verilmektedir. NASDAQ sayfasında rasgele bir ad yazımı sonucunda bu ad ile kayıtlı kişiler ve bunlardan birinin yaptığı işlemler ile ilgili bilgiler Ek1’de verilmiştir. Buradan bilgilerin ne kadar halka açık hale getirildiğini görebiliyoruz.

NASDAQ gözetim sistemi içerisinde üç farklı komite yer almaktadır. Bunlar:

- NASD Bölgesel Yönetim Komiteleri
 - Piyasa Gözetim Komitesi ve
 - Ulusal Yönetim Komitesidir.
- NASD Bölgesel Yönetim Komiteleri: 11 NASD bölgesinde yöresel olarak seçilen üyeleri kapsamaktadır. Bu komiteler bölge ekiplerinin inceleme raporlarını değerlendirmekte ve disiplin önlemlerini belirlemektedirler.
- Piyasa Gözetim Komitesi: Komite piyasa uygulamalarına yönelik inceleme yapan piyasa gözetim ve yürütme gruplarından gelen soruşturma sonuçlarına göre pozisyon almaktadır.
- Ulusal Yönetim komitesi: NASD Kurul üyelerinden oluşmaktadır. Komite, Bölge Yönetim Komitesi ile Piyasa Gözetim Komitesi’nin disiplin kararlarının aynı olduğunu ve ulusal bazda, bulgu ve yaptırımlarında tutarlı olduğunu varsaymaktadır.

1.6.1.2 SEC’in Görevleri ve SEC İnceleme Prosedürü⁴⁸

Amerikan sermaye piyasası kurulu olarak da adlandırabileceğimiz SEC’in birincil görevi yatırımcıyı korumak ve piyasaların doğruluğunu, bütünlüğünü sürekli kılmaktır.

ABD’de menkul kıymet pazarını korumaya yönelik yasalar ve kurallar ana olarak bir büyük yada tek başına ufak bir yatırımcının almayı planladıkları hisse ile ilgili temel tüm bilgilere ulaşmasını sağlamaya yöneliktir. Bu amaçta SEC halka açık firmaların anlamlı tüm finansal ve diğer bilgilerini açıklayarak bir bilgi havuzu oluşturmaya ihtiyaç duyar.

⁴⁷ NASDAQ, “Institutional Holders and Insider Search”, 2000, <http://www.nasdaq.com/asp/ownership.asp>, (12/11/2000).

⁴⁸ U.S. Securities and Exchange Commission, “The Investor’s Advocate: How The SEC Protects Investors and Maintains Market Integrity”, 08/08/2000, <http://www.sec.gov/asec/wwwsec.htm>, (11 Kasım 2000).

SEC, menkul kıymet pazarı yasalarını çiğneyerek işlem yapanları takip ederek yatırımcıların haklarını korumaktadır. Bu şekilde her yıl 400-500 uygulama getirmektedir.

SEC tarafından yapılan soruşturmalar yasa ihlali kuşkusu doğduğunda başlatılmaktadır. SEC haber vermeye gerek duymaksızın aracı kuruluşlara giderek gerekli incelemeler yapma yetkisine sahiptir. İnceleme ve soruşturmalarda üç tür mevzuat hükümlerine aykırılığa rastlanmaktadır.

- SEC'e yapılan kayıt bilgilerinde yanlış beyanda bulunmak,
- Menkul kıymet işlemlerine ilişkin yanlış bilgi vermek ve
- Fiyatlandırmalarda hileli davranmak.⁴⁹

Cezalandırma işlemi SEC ihtar verme, kovuşturma açma veya idari yöntemlere başvurabilmektedir. 1984 tarihli yasa ile SEC'in dava açma yetkileri artırılmıştır.

SEC'in içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili dava açmakla birlikte ceza davası açma yetkisi bulunmamaktadır. Kovuşturmaya gerek duyulması halinde eldeki deliller Adalet Bakanlığı ve Savcılığa iletilmektedir. Yapılan incelemeler sonucunda içeriden öğrenenlerin ticaretinin tesbiti durumunda cezai yaptırımlar uygulanabilmektedir. Bunun tesbitinde bilgi veren ve ihbar eden kişiler etkili olmaktadır. İhbar edenler arasında genelde piyasada işlem yapan profesyoneller ve yatırımcılar yer almaktadır. SEC ve SEC'in düzenlemelerine tabi kurumlar tarafından yapılan piyasa gözetim ve denetim mekanizmalarıda içeriden öğrenenlerin ticaretinin tesbitinde ve önleyici tedbirlerin alınmasında etkili olmaktadır. Menkul Kıymet Borsaları ve Menkul Kıymet Komisyoncuları Ulusal Birliğinin (NASDAQ) gözetim uzmanlarıda şüpheli işlemleri araştırmaktadırlar. Şüpheli işlemler belirlendiğinde menkul kıymet işlemlerinde bulunan aracı kurumlar, müşterilerine ilişkin belgeleri SEC'e vermekle yükümlüdür.

İçeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin faaliyetleri yürütenler, firma yöneticileri ve çalışanlarına ait bilgileri eşleştirme sistemi ve otomatik tarama yöntemi ile araştırmaktadır. Aracı kurumlar bilgileri düzenli olarak SEC'e bildirmek zorundadır. SEC, incelemelerini belli bir

⁴⁹ R.W. Jennings, March, Coffee, **The Securities Regulation: Cases and Materials**, Seventh Ed., Mineola New York, Foundation-Press, 1982.

gizlilik içerisinde yürütür. Bir araştırmanın varlığı SEC tarafından doğrulanamaz veya red edilemez. İhbarda bulunan kişiye soruşturmanın seyri konusunda bilgi verilemez.

1.7 İçeriden Öğrenenlerin Ticareti İle İlgili Görüşler

1.7.1 Literatürün İncelenmesi

İçerden öğrenenlerin ticareti temelde iki açıdan tartışılmaktadır. Birincisi etik açıdan yanlış olup olmamasıdır ki bu konuda genel görüş içeriden öğrenenlerin ticaretinin etik dışı olduğu yönündedir. Bu konuda ilerleyen bölümlerde daha ayrıntılı bilgi verilecektir. Diğer çalışmalar ise verdiği zarar, haksız rekabet yaratıp yaratmadığı, piyasaya zarar verip vermediği gibi ekonomik açılar üzerinedir. Literatür tarandığında ortaya çıkan genel görüntü bence içeriden öğrenenlerin ticaretinin ekonomik açıdan zarar vermediği ortaya konulduğu noktada sınırlandırma, takip etme gibi girişimlerin hiç birinin yapılmayacağıdır.

İçerden öğrenenlerin ticareti tartışmalarının başladığı nokta “adillik”tir. Akerlof 1970 yılındaki meşhur makalesinde asimetrik bilgi ve etkilerini özellikle kullanılmış araba pazarı örneğinden yola çıkarak çok güzel tanımlamıştır. Fakat kullanılmış araba pazarı finansal pazarlardan farklı olarak iyi tanımlanmış bir pazardır.

Manne 1966 yılındaki makalesinde içeriden öğrenenlerin ticaretine bakışını şöyle açıklıyor: “İçeridekilerin kazancı birinin yaptığı bir harcama karşılığında oluşmaz. İçerden öğrenenlerin ticaretine karşı dile getirilen suçlama içeridekiler kazanıyorken birinin de para kaybediyor olması gereğidir ki, aslında gerçekçi bir yaklaşım değildir.”⁵⁰

⁵⁰ G. Henry Manne, “Insider Trading and The Stock Market”, NewYork: Free Press, 1966, s.61.

Carlton ve Fischel (1983), Dennert (1991), Fishman ve Hagerty (1992), Leland (1992), Estrada (1995), Fried (1998), gibi birçok araştırmacı içeriden öğrenenlerin ticaretini yasaklamanın faydalarını ve zararlarını hem ekonomik hem de yasal açıdan tartışmaktadırlar.⁵¹

Finnerty (1976), Jaffe (1974), Lorie ve Niederhoffer (1968), Seyhun (1986) ve diğerleri içeriden öğrenenlerin ticareti üzerine emprik açıdan önemli çalışmalar yapmışlar, içeridekilerin anormal getiriler elde ettiklerini ortaya koymuşlardır. Dan Givoly ve Dan Palmon çalışmalarında içeridekilerin işlemlerinin anormal getirilerinin ilgili haberlerin çıkmasıyla mı ya da içeridekilerin işlemleri sayesinde yayılan bilgi ile mi olduğunu analiz etmişler ve anormal getirilerin daha çok işlemlerin duyulması ile alakalı olduğunu bulmuşlardır.⁵²

Efektif pazar hipotezinin güçlü – formu tüm özel ve genel bilginin ilgili menkul kıymetin pazar fiyatına yansıdığını kabul eder. Güçlü – form aynı zamanda pazar katılımcıları anlamında hiç bir bireyin bilgiye monopolistik erişiminden dolayı diğerlerinden daha fazla fayda bekleyemeyeceğini kabul eder. Güçlü formu test etmenin bir yolu içeridekilerin pazardaki işlemleri ile ortalamada daha yüksek bir getiri sağlayıp sağlamadıklarını incelemektir. Finnerty 1976 yılındaki çalışmasında NYSE firmalarının Ocak 1969 – Aralık 1972 dönemindeki SEC’te kayıtlı işlemlerini incelemiştir. Sonuçlar içeridekilerin pazar performansının üzerine çıkabildikleri göstermektedir.⁵³

Genellikle anlaşıldığı üzerine içeriden öğrenenlerin ticareti özel bilgiye sahip kişilerin bunu açıklamadan bu bilgiye dayanarak alım – satım yapması şeklinde tanımlanır. Öte yandan Grossman ve Stiglitz (1981), ve Kyle (1985) çalışmalarında bilginin sadece işlem yoluyla yayıldığını öne sürmüşlerdir.

Finansal literatür içeriden öğrenenlerin ticaretinin etkilerini inceleyen bir çok emprik çalışma ile doludur (Leftwich ve Verrecchia (1983), Moran (1984), Manove (1989), Bagnoli ve

⁵¹ Sugato Chakravarty ve John J. McConnell, “ Does Insider Trading Really Move Stock Prices?”, *Journal of Financial and Quantative Analysis*, v.34, 1999, ss. 191-209.

⁵² Dan Givoly ve Dan Palmon, “Insider Trading and The Exploitation of Inside Information: Some Empirical Evidence”, *Journal of Buiseness*, v.58, 1985, ss.69-87.

⁵³ Joseph E. Finnerty, “Insiders and Market Efficiency”, *The Journal Of Finance*, v.31, 1976, ss. 1141 – 1148.

Khanna (1992), Noe (1995)).⁵⁴ Maulbroek (1992) yasadışı içerden öğrenenlerin ticaretine yönelik SEC datalarını kullanarak yaptığı çalışmada içeridekilerin aşırı getirisinin ortalama %3 olduğunu ve ilgili hisselerin fiyatlarının içerideki bilginin açıklanması ile %40-50 oynadığını tesbit etmiştir.

Ferreira (1995), firma içeridekilerinin kendi firma hisseleri üzerinde işlem yaparak anormal getiriler elde ettiklerini göstermiştir. Çalışmasında içeridekilerin farklı pazar şartlarına nasıl tepkiler gösterdikleri belirlenmeye çalışılmıştır. Deliller içeridekilerin üstün bilgiye sahip olduğunu ve kendi firma hisseleri üzerinde işlem yaparak bilgiyi kullandıklarını ortaya koymaktadır. Bir firmanın siparişlerinin azalıp – arttığı bilgisine içeridekiler rahatlıkla ulaşırken içeridekilerin bu değişimin bir olaydan ya da pazardaki bir gelişmeden kaynaklanıp kaynaklanmadığını bilmelerine gerek yoktur. Çalışmada özellikle boğa ve ayı piyasalarını takip eden dönemlerde içeridekilerin anlamlı anormal getirileri bulunmuştur.⁵⁵

Lawrence, bir rasyonel beklentiler ekonomisinde içeriden öğrenenlerin ticaretini incelemiş, rasyonel güvenilirliği tekrar formüle etmeye çalışmıştır. Dışarıdakiler, içeridekilerin kendilerine karşı bir avantaj yakaladıklarını düşünürse yatırımlarını azaltırlar görüşünü savunmaktadır. İçeridekilerin kaçacak bir yol bulmaları halinde içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili sınırlamalardan faydalanacaklarını öne sürmektedir. Yine Lawrence da, Grossman, Stiglitz ve Kyle gibi “ekonomik etkinliğin” içerden öğrenenlerin ticareti ile zıt yönde hareket ettiğini belirtmektedir. İçerden öğrenenlerin ticareti olursa hisse fiyatlarının tüm bilgiyi daha hızlı yansıtacağını öne sürer.⁵⁶

İçerden öğrenenlerin ticaretinin tüm teorik çalışmalarında bilginin eşit dağılmamasının menkul kıymet pazarlarını nasıl etkilediğinin analizi yapılmalıdır. Jaffe ve Winkler (1976), Copeland ve Galer (1983), Golsten ve Milgrom (1985) bilgilenmiş spekülasyonun arz – talep aralığını arttırdığını göstermişlerdir.

⁵⁴ E. Mine Çınar, “The Issue of Insider Trading in Law and Economics: Lessons for Emerging Financial Markets in the World”, *Journal of Business Ethics*, v.19, 1999, ss.345-353.

⁵⁵ Eurica J. Ferreira, “Insider Trading Activity, Different Market Regiments, and Abnormal Returns”, *The Financial Review*, v.30, 1995, ss. 193-210.

⁵⁶ M. Ausubel Lawrence, “Insider Trading In A Rational Expectations Economy”, *The American Economic Review*, v.80, 1990, ss.1022-1041.

Benabau ve Laraque (1992), çalışmalarında bir çok çeşitli kişinin (firma yöneticileri, gurular, gazeteciler) özel bilgileriyle halka açık bilgiyi ve menkul kıymet fiyatlarını yanlış yönlendirici duyurularla manipüle edebileceklerini, fakat bu yeteneklerinin uzun vadede halkın kendilerine tanıdıkları kredibilite ile limitli olduğunu öne sürmektedirler.⁵⁷

İçeriden öğrenenlerin ticareti üzerine empririk araştırmalar firma duyuruları zamanlarında oluşan anormal içerden öğrenenlerin ticareti aktivitelerine yoğunlaşmaktadır. Bu bağlamda araştırmalar spesifik firma olaylarına bağlı kalabilmektedir. Örneğin, Seyhun ve Bradley (1997) NewYork Borsası (NYSE) ve Amerikan Borsası'nda (AMEX) yer alan ve 1975-1992 yılları arasında iflas eden firmalarda içeridekilerin alım-satım aktivitelerini incelemişlerdir. Sonuçta iflas duyurusundan önce anlamlı derecede içeridekilerin satışı gözlenmiştir. Öte yandan büyük risk içerdiğinden ötürü içeridekilerin büyük fiyat hareketleri öncesinde işlem yapmadıkları düşünüyor. Örneğin, Ma çalışmasında iflas haberlerinden önce anlamlı derecede içeridekilerin aktivitesini bulamamıştır.⁵⁸

Dennert, çalışmasında içeriden öğrenenlerin ticareti üzerine bazı temel görüşlere yer vermektedir. Bunları sıralarsak:

- Sınırlandırılmayan içerden öğrenenlerin ticareti finansal piyasaların çöküşüne yol açacaktır. “Bilgilenmiş işlemciler”e karşı yatırımcılar işlem yapmaktan kaçacaktır.
- Herkese açık bir kaynaktan alındığı sürece üstün bir bilgiye dayanarak işlem yapılabilir.
- İçeriden öğrenenlerin ticaretini sınırlayıcı koşullar, bir görevin, güven ya da güvenilirliğin ihlali varsa söz konusudur. Modern kapitalist ekonomide yöneticilerin itimada dayanan görevleri ekonominin işlerliğinin sağlanmasındaki ana garantidir.
- İçeriden öğrenenlerin ticaretinin mağdurları işlem yapanlardır. Her yatırımcı içerden öğrenenlerin ticarinden etkilenmez. Belli bir peryotta satmak zorunda

⁵⁷ Roland Benabou ve Guy Laroque, “Using Privileged Information to Manipulate Markets: Insiders, Gurus, and Credibility”, *The quarterly Journal of Economics*, 1992, ss.921-955.

⁵⁸ Yulong Ma, “Insider Trading behavior prior to Chapter 11 bankruptcy announcements”, *Journal of Business Research*, v.54, 2001, ss.63-70.

olanlar ve likit durumda olup da bunu riskli bir varlıkta değerlendirmek isteyenler etkilenebilir.

- İçeriden öğrenenlerin ticaretinden en çok likidite işlemcileri etkilenir. İçeriden öğrenenlerin ticaretinin varlığını düşünüyorlarsa alım – satım miktarlarını değiştireceklerdir, bu da maliyetleri yükseltir. King ve Roell'in (1981) de dediği gibi içerden öğrenenlerin ticaretinin asıl zararı burada ortaya çıkar. Yatırımcıların böyle bir olay varmış gibi hareket etmesi maliyetleri artırır.
- Aslında tüm tartışma içeridekilerin ve dışarıdakilerin arasında gelirin paylaşılması üzerinedir.
- Üstün bilgiye dayanarak hiç kimse fayda sağlamamalıdır.
- Mahkemelerin karşılaştığı ana problemlerden biri direkt mağdurların olmamasıdır.⁵⁹

Utbal Bhattacharya ve Hazem Daouk 2000 yılındaki çalışmalarında dünyadaki 103 ülke borsalarını inceleyip buralarda içeriden öğrenenlerin ticaretini sınırlayan yasalar olup olmadığını ve olanlarında da hangilerinin yasaları uyguladığını araştırmışlar. Çalışmada dört farklı yaklaşıma göre içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili sınırlama çalışmalarının hisse fiyatını arttırıp arttırmayacağı inceleniyor. Sonuçlar çok kesinlikle olmasa da içeriden öğrenenlerin ticaretini sınırlayan yasa çıktıktan sonra değil ama bu yasaya dayanan ilk uygulama yapıldıktan sonra varlık maliyetinin istatistiksel ve ekonomik olarak anlamlı düzeyde düştüğünü gösteriyor. Ayrıca direkt bağlantı bulunmamasına rağmen incelemeler ilk yasa uygulamasından sonra ülke ratinglerinin yükseldiğini gösteriyor.⁶⁰

İçeriden öğrenenlerin ticaretinin önlenmesinde firmaların uyguladıkları politikalar ve getirdikleri sınırlamalarda oldukça önemli yer tutmaktadır. Seyhun 1990'da yaptığı bir çalışmada firmaların sadece dörtte birinin içeriden öğrenenlerin ticaretini önlemeye yönelik çalıştığını ortaya koymuştur (Amerika için). 1996'da yapılan bir çalışmada ise firmaların %92'sinin içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili bir politikaları olduğu ve % 78'inin içeriden öğrenenlerin ticaretini açık bir şekilde sınırladığı ortaya konmuştur. Firmaların en çok kullandığı

⁵⁹ Jurgen Dennert, "Insider Trading", KYKLOS, v.44, ss. 181-202.

⁶⁰ Utbal Bhattacharya ve Hazem Daouk, "The World Price of Insider Trading", *Journal of Finance*.

sınırlandırma yöntemi “blockout” peryodlarının uygulanmasıdır. Bu peryodlar dahilinde firma çalışanları kendi firma hisseleri üzerinde bir işlem kesinlikle yapamaz. 15 ağustos 1996’da SEC tarafından yürürlüğe konulan yasa ile de firmalar sadece kazanç duyuruları dışında temettü duyuruları, birleşmeler, iflas sözleşmeleri, yönetim kurulu toplantıları, çeyreklerin sonu gibi önemli dönemlerde de “blockout” peryodları uygulayabilmektedirler.⁶¹ Yine Peggy Staff Abram’a ait başka bir çalışmada içerden öğrenenlerin ticaretine yönelik firmaların nasıl bir efektif politika uygulamaları gerektiği incelenmiştir. Firmaların ne gibi önelemler alması ve değişen kurallara istinaden ne gibi eğitim politikaları izelemeleri gerektiği tartışılmıştır.

Persons (1997) çalışmasında SEC’in içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili yasa uygulamalarının hedef firmaların hisse değerleri üzerindeki etkisini inceliyor. Bu konuda iki hipotez öne sürüyor. Birincisi SEC’in bir yaptırım açıklaması ilgili firma hisse değerini düşürür. İkincisi ise, böyle bir açıklamaya olan pazar reaksiyonu ile 6 faktör arasında bir ilişki olduğu. Bu faktörler;

- firma büyüklüğü,
- firma büyüklüğüne göre işlem hacmi,
- firmanın bir inceleme ya da yargılama içinde olup olmaması,
- firma ya da çalışanlarının bir yaptırım ile karşı karşıya olup olmamaları,
- Yaptırımın ITSA 1984 ya da ITSFEA 1988 altında olup olmaması,
- Finansal basında yaptırımın yer alıp almaması, şeklinde tanımlanmaktadır.

Çalışmada sonuç olarak SEC’in bir firma ya da çalışanları hakkında ki yaptırım açıklaması hisse değerlerini negatif etkilediği ve özellikle küçük firmalarda negatif etkinin büyüdüğünü ortaya koymaktadır.⁶²

⁶¹ J.C. Bettis, vd., “Corporate Policies Restricting Trading by Insiders”, *Journal of Financial Economics*, v.57, 2000, ss.191-220.

⁶² Obeua S. Persons, “SEC’s Insider Trading Enforcements and Target Firm’s Stock Values”, *Journal of Business Research*, v.39, 1997, ss.187-194.

1.7.2 İçeriden Öğrenenlerin Ticareti'nde Etik

Ma, 1998 yılındaki makalesinde içeriden öğrenenlerin ticaretinin akedemik, finans ve devlet çevreleri tarafından hep etik açıdan bakıldığını, fakat gerçek anlamda ne gibi zararlar verip vermediğinin incelenmediğini söylemektedir. Dobson (1993) ise, finansta etik üzerindeki notlarına göre, birinin etik yada etik dışı olduğu hareketleri izlenerek değil, hareketlere olan motivasyonu izlenerek anlaşılır. Poitras 1994 yılındaki çalışmasında etik ve hisse sahiplerinin kazanç maksimizasyonu prensibi arasındaki ilişkiyi analiz etmiştir. Belirtilmesi gereken bir nokta, içeriden öğrenenlerin ticareti hissedarların zenginliğini arttırıcı yönde etki yapsaydı hissedarlar tarafından dışlanmazdı.

Bir örnekle etik anlayışına daha ayrıntılı bakabiliriz. Diyelim ki, Vermont'ta turlarken bir çiftçinin kapısında antik bir bank gördüm. Şehirde 2500\$'a satacağımı biliyorum ve çok eminim. Çiftçiye 75\$ önerdim ve aldım. Adam gerçeği bilse daha fazla para isterdi, fakat bilgiyi açıklamadım. Dolayısıyla bilgi avantajından gelir elde ettim. Şimdi sorumuz "Ben etik dışı mıyım?". Çoğu insan olmadığımı söylerdi. Bu bankı kaçta satacağımı bilirken moralman bu bilgiyi söylemeye zorlanmadım. Benle alışveriş yapan birine kesinlikle igisini çekecek bir bilgiyi vermede moralman zorlanmadım. Bu durum Dobson'un (1993) etik tanımına göre tamamen etik dışıdır, çünkü moralman bilgiyi vermeye zorlama olmasada, tanıma göre hareketlerden çok motivasyon önemli olduğundan, bu örnekte kişisel bir materyel kazanç hırsı ile motivasyon söz konusudur.⁶³

Kısacası içeriden öğrenenlerin ticaretinde etik ekonomik bir unsur olarak karşımıza çıkmaktadır. Eğer bir yönetici içeriden öğrenenlerin ticaretinin firma değerini yükselteceğini düşünüyorsa o zaman etik dışı olmayabilir gibi yorumlanabilir. Zira, eğer içeriden öğrenenlerin ticareti sadece firma değerini, dolayısıyla hissedarların gelirlerini yükseltseydi etik dışı olarak görülmeyecekti, hatta desteklenen, istenen bir unsur olacaktı. Fakat içeriden öğrenenlerin ticareti asla tek taraflı bir kazanç sağlamayacağından, muhakkak bundan zarar görecektir, kaybı olacak yatırımcılar olacağından öne süren varsayım tamamen teorik kalmak zorundadır.

⁶³ Yulong Ma, "Where Should The Line Be Drawn on Insider Trading Ethics", *Journal of Business Ethics*, v.1, 1998, ss. 67-75.

1.7.3 İçeriden Öğrenenlerin Ticaretinin Şirket Hissedarlarının Birikimlerine Etkisinin Teorik ve Amprik İncelenmesi

İçeriden öğrenenlerin ticaretinin hissedarların birikimlerine etkisi hem emprik, hemde teorik açıdan bir çok çalışmada yer almaktadır. Bir çok emprik çalışma pazarın nasıl reaksiyon göstereceğine yönelikken, teorik çalışmalarda daha çok içeriden öğrenenlerin ticaretinin firma değerini azaltıp arttıracaklarını incelemektedir.

Seyhun (1986), içeridekilerin içeriden öğrenenlerin ticaretinin vuku bulduğu günden sonraki 100 gün içerisinde %3 normal dışı getiri sağladıklarını ortaya koymuştur.⁶⁴ Aynı zamanda Lin ve Howe 1990 yılındaki çalışmalarında farklı peryodlarda yaptıkları incelemelerde içeriden öğrenenlerin ticaretinden sonra anlamlı normal dışı getiriler tesbit etmişlerdir. Çalışmalar içeriden öğrenenlerin ticaretinin firma hissedarlarının gelirleri üzerinde bir etkisi olduğuna dair emprik kanıtlar sunmaktadırlar.

Şirket duyuruları öncesindeki içeriden öğrenenlerin ticareti aktivitelerine odaklanan çalışmalar oldukça fazladır. Örneğin Karpoff ve Lee (1991) şirket duyuruları öncesi içeriden öğrenenlerin ticaretini araştırmış ve yöneticilerin daha fazla net satış yaptıklarını yada kendi firmalarının hisseleri ile oynadıklarını göstermişlerdir.⁶⁵ Yine aynı konuyu inceleyen Lee (1992), içeridekilerin duyurular öncesi anlamlı anormal alış ve satışlarını göstermiştir. Bu tip emprik çalışmalar içeridekilerin işlem zamanlarında stratejik biçimde kontrol edebildiklerini göstermektedir.

Teorik kısımda da içeriden öğrenenlerin ticaretinin firma değerine ve sosyoekonomik faydaya etkisi üzerine çok sayıda çalışma yapılmıştır. Carlton ve Fischel (1983) içeriden öğrenenlerin ticaretinin firma değerini arttırdığını savunurken, Manove (1989) ve Ausubel (1990) firma değerini düşürdüğünü savunmaktadır. Öte yandan John ve Mishra (1990) ile John

⁶⁴ Nejat Seyhun, "Insider profits, Costs of Trading and Market Efficiency", *Journal of Financial Economics*, v.16, 1986, ss.189-212.

⁶⁵ J. Karpoff ve D. Lee, "Insider Trading Before New Issue Announcements", *Financial Management*, v.20, 1991, ss. 18-26.

ve Lang (1991) içeriden öğrenenlerin ticaretinin şirket duyuruları ile birlikte stratejik kullanımını tartışmaktadırlar.⁶⁶

1.7.4 İçeriden Öğrenenlerin Ticaretinin Sınırlandırılıp Sınırlandırılmaması

“İçeriden öğrenenlerin ticareti finansal pazarlar için iyimidir?” sorusuna 1934’de Amerikan kongresi “Hayır” yanıtını verdiğinden beri Amerika’da içeriden öğrenenlerin ticareti SEC tarafından denetlenmekte ve sınırlandırılmaktadır. Her ne kadar İngiltere’de bu konuda daha önceden çalışmalar başlamışsa da bu konuda lider Amerika ve SEC olmuştur. Bazı ülkeler Amerika’yı izlerken bazılarında uzunca bir süre içeriden öğrenenlerin ticaretini sınırlandırmamayı tercih ettiler ve bu konuda sınırlama getirmenin faydaları akademik ve finans çevrelerinde uzun tartışmalara konu oldu (Manne (1966), Carlton ve Fischel (1983), Easterbook (1985), Glosten (1988), Bajeux ve Rocher (1989), Manove (1989) çalışmaları örnek olarak verilebilir).

Her ne kadar içeriden öğrenenlerin ticaretini yasadışı ve yasal olarak ikiye ayırsak da ve günümüzde bir çok ülkede iyi yada kötü yasadışı içeriden öğrenenlerin ticareti tanımı yapıp, buna karşı sınırlandırmalar, cezalar uygulansada içeriden öğrenenlerin ticaretinin sınırlandırılıp, sınırlandırılmaması hala bir tartışma konusudur. İçeriden öğrenenlerin ticaretinin hissedarların birikimlerine etkisine ait literatüre değindiğimiz önceki bölümde de görüldüğü gibi henüz bu ticaretin firma değerine hangi yönde etki yaptığı konusunda bile bir mütabakata varılmamıştır.

İçeriden öğrenenlerin ticareti üzerine yapılan tartışmalar genellikle iki zemine oturmaktadır.

1. Bireyler farklı bilgilendiklerinde ticaret yapmak adil midir?
2. İçeriden öğrenenlerin ticaretini serbest bırakmak ekonomik olarak verimli midir?⁶⁷

“Securities Exchange Act of 1934” içeriden öğrenenlerin ticaretinin adil olmadığı öngörüsüyle sınırlamalar getirmiştir. Görüşler herhangi bir ticaret esnasında taraflardan birinin

⁶⁶ Yulong Ma, “Where Should The Line Be Drawn on Insider Trading Ethics”, *Journal of Business Ethics*, v.17, 1998, ss.67-75.

⁶⁷ Hayne E. Leland, “Insider Trading: Should It Be Prohibited?”, *Journal of Political Economy*, v.100, 1992, ss. 859-887.

diğerinden daha iyi bilgilenmiş olmasının adil olmadığı yönündedir. Fakat kişisel bilgiye dayanan tüm işlemlerin yasaklanması söz konusu olamaz. Bu bağlamda eldeki bilginin adil, dürüst olup olmaması arasındaki çizgi yasal tartışmalardaki konuyu oluşturmaktadır.

Tartışmaların doğasını anlamak amacıyla içeriden öğrenenlerin ticaretinin artıları ve eksileri konusundaki genel görüşleri ele alırsak:

Artılar

- İçeriden öğrenenlerin ticareti varlık fiyatları içine yeni ve faydalı bilgi getirecektir. Karar vericiler (Portföy yöneticileri ve firmaların gerçek yatırım kararlarını veren yöneticileri), fiyatlar daha iyi bilgiyi yansıttıklarında riski düşürüp, performansı geliştirebilirler.
- Azalan risk sayesinde varlık fiyatları daha yüksek olacak ve daha fazla gerçek yatırım meydana gelecek.

Eksiler

- Pazar adil olmadığından dolayı dışarıdaki yatırımcılar daha az yatırım yapacak. Varlık fiyatları daha az olacak ve daha az gerçek yatırım meydana gelecek.
- Pazar likiditesi düşecek, dolayısıyla ömürleri boyunca ya da bilgiye dayanmayan diğer nedenlerle işlem yapmak zorunda olan diğer yatırımcıların dezavantajı olacak.
- İçeriden öğrenenlerin ticareti mevcut hisse fiyatlarını daha dalgalı bir hale getirecek, ve bundan sonraki aşamada da likidite ihtiyacı olanları yaralamaya başlayacak.⁶⁸

Lealand 1992 yılındaki makalesinde içeriden öğrenenlerin ticaretinin artılarının ve eksilerinin geçerliliğini değerlendirecek bir model ortaya koymayı amaçlamıştır. Bu çalışmada içeriden öğrenenlerin ticaretine izin verilen ve verilmeyen pazarlarda denge fiyatları ve gelir düzeyi karşılaştırılmıştır. İçeriden öğrenenlerin ticareti yasak olduğunda içerideki bilginin fiyatlar ya da kararlar tarafından yansıtılmayacağı kabul edilmiştir.

Analizler farklı bilgilenmiş yatırımcılar modeli ile başlamaktadır. Modelleme Grossman(1976), Grossman ve Stiglitz (1980), Hellwig (1980), ve Bray (1981)'den bu yana

⁶⁸ Hayne E. Leland, "Insider Trading: Should It Be Prohibited?", *Journal of Political Economy*, v.100, 1992, ss. 859-887.

gelmektedir. İçerideki işlemcinin monopol gücünü ele aldığımızda model doğasında Grinblat ve Ross (1985), ve Kyle (1985) modellerine benzerlik göstermektedir.

Glosten (1988) ve Bajeux ve Rochet (1989) pazarlardaki gelir düzeyini içeriden öğrenenlerin ticareti ile, fakat üretimi hesaba katmadan yapmışlar, ve içeriden öğrenenlerin ticaretinin likidite i lemcilerine zarar verdiğini ortaya koymuşlardır.

Lealand'in (1992)  alışmasında aldığı sonuçlar içeriden öğrenenlerin ticaretinin artıları ve eksileri konusundaki görüşleri doğrulamaktadır. Bunlar;

- Hisse fiyatları içeriden öğrenenlerin ticaretine izin verildiğinde daha m kemm l şekilde bilgiyi yansıtır.
- İçeriden   renenlerin ticareti dışardaki yatırımcılar için beklenen getiriyi ve riski düşürür. Bazı durumlarda dışardaki yatırımcılar ortalamada daha fazla hisse talep edebilirler (içeriden öğrenenlerin ticaretine izin verildiğinde). Fakat görülen sonuç, dışardaki yatırımcıların genel kazançlarını (refahlarının) daima daha düşük olacağıdır.
- İçeriden   renenlerin ticaretine izin verildiğinde pazarların likiditesi düşecek, dolayısıyla likidite işlemcileri en çok zararı g recektirler.
- Toplam gelir düzeyi içeriden öğrenenlerin ticareti ile artma yada azalma gösterebilir.

1.7.4.1 İçeriden   renenlerin Ticareti Sınırlandırılmamalı

Sınırlandırılmama görüşünü savunanlar içeriden öğrenenlerin ticaretinin daha çok ekonomiye hizmet ettiğini düşünmekteler. Martin ve Peterson (1991), içeriden öğrenenlerin ticaretinin kendisini yasaklamanın etik dışı olduğunu söylüyorlar. İ eridekilerinde kendi sahip oldukları bilgiye, görüşe, ve yargılara göre işlem yapma hakkı olduğunu söylüyorlar.⁶⁹ İçeriden   renelerin ticaretinin girişimciliği cesaretlendirdiği ve dolayısıyla ekonomik aktiviteleri geliştireceği yönünde görüşler bulunmakta.

⁶⁹ Yulong Ma, "Where Should The Line Be Drawn on Insider Trading Ethics", *Journal of Business Ethics*, v.17, 1998, ss. 67-75.

1.7.4.2 İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Sınırlandırılmalı

Aslında etik açıdan içeriden öğrenenlerin ticaretinin sınırlandırılması akademik ve finans çevrelerinin büyük bölümü tarafından kabul görmüştür. Görüşler belli noktalar etrafında birleşmektedir. Örneğin, Werhane (1989) içeriden öğrenenlerin ticaretinin bir serbest pazarın verimli ve uygun işlemlerini bozduğunu savunmakta⁷⁰

Moore (1990) yöneticilerle hissedarlar arasındaki ilişkiyi tanımlarken “fiduciary” kelimesini kullanmıştır, yani itimada dayanan ilişki olarak nitelemiştir. İçeriden öğrenenlerin ticaretinin yasaklanması için gerçek sebebin Amerikan iş dünyasındaki itimada dayanan ilişkinin altını oyması olduğunu savunmaktadır.⁷¹

Seyhun (1986), içeridekilerin içeriden öğrenenlerin ticaretinin vuku bulduğu günden sonraki 100 gün içerisinde %3 normal dışı getiri sağladıklarını ortaya koymuştur.⁷² Aynı zamanda Lin ve Howe 1990 yılındaki çalışmalarında tezgah üstü piyasalar için farklı periyotlarda yaptıkları incelemelerde içeriden öğrenenlerin ticaretinden sonra anlamlı normal dışı getiriler tesbit etmişlerdir. Çalışmalar içeriden öğrenenlerin ticaretinin firma hissedarlarının gelirleri üzerinde bir etkisi olduğuna dair amprik kanıtlar sunmaktadırlar.

İçeriden öğrenenlerin ticareti serbest bırakıldığında pazarın likiditesi düşer. Gözlemlenmemiş, rasgele, ani hareketlere fiyatlar normalden fazla tepki verir, çünkü yatırımcılar bu hareketlerin içeridekilerin sahip oldukları bilgilere dayanarak yaptıkları hareketler olduğunu düşünürler. Bu şartlar altında da en büyük zararı gerçekte bu tip bilgilere dayanmada işlem yapan likidite işlemcileri görürler. Dışarıdaki yatırımcılar genel olarak beklenen getirileri düştüğü için zarar görürler. Daha iyi bilgilenmiş kişilere karşı işlem yapıyor pozisyonuna geçerler. Tabii bu sırada aldıkları risk dereceside düşmektedir, çünkü fiyatlar daha fazla bilgi yansıtırlar.

⁷⁰ P.H. Werhane, “The Ethics of Insider Trading”, *Journal of Business Ethics*, v.8, 1989, ss. 841-845.

⁷¹ J. Moore, “What Is Really Unethical about Insider Trading”, *Journal of Business Ethics*, v.9, 1990, ss.171-182.

⁷² Nejat Seyhun, “Insider profits, Costs of Trading and Market Efficiency”, *Journal of Financial Economics*, v.16, 1986, ss.189-212.

İçeriden öğrenenlerin ticareti yatırımcının güveninin ve pazar bütünlüğünün, adilliğinin altını oyduğu düşünüldüğünden, SEC, içeriden öğrenenlerin ticareti ihlallerinin tesbitini ve soruşturmasını öncelikli uygulama konusu olarak belirlemiştir.

1.7.4.3 Az Gelişmiş yada Gelişmekte Olan Finansal Pazarlar

Tipik olarak daha az gelişmiş finansal piyasalarda içeriden öğrenenlerin ticareti daha fazla tolere edilmektedir. Az gelişmiş pazarlar genellikle, gelecek daha yüksek fiyat dalgalanmalarıyla ve muhtemelen yatırımcıların taşıdıkları daha büyük riskler ile karakterize olmuşlardır.

Yatırımcıların menkul kıymetleri elde tutmayı emeklilik için iyi bir alternatif yada gelir düzenleyici olarak gördüğü üst düzeyde gelişmiş finansal pazarlarda likidite işlemcileri çok daha önemlidir. İçeriden öğrenenlerin ticaretinin de özellikle likidite işlemcilerine zararlı olduğunu biliyoruz.

Az gelişmiş finansal pazarlarda firma dışında oluşan süper bilgi oranı daha yüksektir. Dolayısıyla yatırım seviyesi menkul kıymet pazar fiyatına daha duyarlı olacaktır.

Ayrıca, belki de en önemli nokta az gelişmiş pazarların içeriden öğrenenlerin ticaretinden daha eşit bir şekilde zarar görebilecekleri, fakat sınırlamaları uygulamanın basitçe imkansız olduğudur.⁷³

⁷³ Hayne E. Leland, "Insider Trading: Should It Be Prohibited?", *Journal of Political Economy*, v.100, 1992, ss. 859-887.

1.7.5 İçeriden Öğrenenlerin Ticaretinin Sınırlandırılmasına Yönelik Yasa Uygulamaları Sonucunda Hedef Firma Hisselerinin Değerleri

Menkul kıymet borsalarının yetkili otoritelerinin temel görevi pazardaki bütünlüğü, pazara olan güvenilirliği sağlamaktır. Amaç tüm yatırımcıların adil bir ortamda haksız rekabete maruz kalmadan, aldatılmadan işlem yapabilmelerinin teminidir. Fransa’da COB, Türkiye’de SPK, Amerika’da SEC gibi kuruluşlar bu amaçlarla çeşitli düzenlemeler uygularlar.

Düzenleme alanında SEC’in uygulama aktiviteleri çeşitli çalışmalarla incelenmiştir. Smith, Stettler ve Beedles (1984), Howe ve Schlarbaum (1986) SEC’in çeşitli uygulamalarına ve verdiği cezalarına pazarın reaksiyonunu incelemişler. Feroz, Park ve Pastene ise 1991’de muhasebe ve denetleme uygulamaları açıklamalarının finansal ve pazar etkilerini araştırmışlar. Persons ise 1993 yılında SEC’in içeriden öğrenenlerin ticareti uygulamalarının hedef firma hisse değerlerini nasıl etkilediğini araştırmış.

Persons’ın çalışmasında SEC’in içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili uygulama duyurusunun hedef firma yada hedef kişilerin çalıştıkları firma hisseleri üzerindeki etkisi inceleniyor. Sonuçlar hedef firmaların hisse fiyatları üzerinde yasadışı içeriden öğrenenlerin ticaretinin negatif etkisi olduğunu gösteriyor. Bu sonuçlar yatırımcıların SEC’in duyurularına önem verdiğini ve içeriden öğrenenlerin ticaretinin istenmeyen bir olay olduğunu ortaya koyuyor. Tabii aynı zamanda SEC’in uygulamalarının halkın güvenini kazanmada önemli bir mekanizma olduğunu da ortaya koyuyor. Çalışmada ikinci olarak da uygulamalarda hangi faktörlerin daha büyük negatif hisse fiyatı etkileriyle ilişkilendirildiği araştırılıyor. Küçük firmalarda hisse değerlerinin negatif yönde daha fazla etkilendiğini görülmekte. Bu birazda küçük firmalarda içeriden öğrenenlerin ticaretinin yakalanmasına daha zor bakılmasından ya da medyada daha az yer almasından kaynaklanmakta. Özellikle 1984 ve 1988 yasalarından (ITSA ve ITSFEA) sonra içeriden öğrenenlerin ticareti uygulamalarında daha büyük pazar reaksiyonu daha küçük firmalar ile ilişkilendirilmiş.⁷⁴

⁷⁴ Obeua S. Persons, “SEC’s Insider Trading Enforcements and Target Firms’ Stock Values”, *Journal Of Business Research*, v.39, 1997, ss. 187-194.

1.7.6 İçeriden Öğrenenlerin Ticaretinin Verdiği Zarar

İçeriden öğrenenlerin ticareti için iki temel yönden zarar verdiği söylenebilir. Bir görüş yatırımcıların yanlış fiyattan işlem yaptıkları, diğer görüş ise yatırımcıların kötü bir alış yada satış yaptığı yönündedir.

Ufak bir örnek vermek gerekirse; bir yatırımcı elindeki hisseyi 10\$'dan satıyor ama içeriden öğrenen halka açıklanmayan bilgilerde hissenin artacağını biliyor. Hisse 15\$'a çıktığında içeriden öğrenen net 5\$ haksız kazanç elde ederken 10\$'a satan zarar etmiş oluyor.

Yatırımcılar sahip oldukları tahviller dolayısıyla pazarın kalitesine oldukça önem verirler. Bu pazarların daha iyi işlemesi, yatırımcılara ellerindekileri kısa dönemde uygun fiyatlarla daha iyi idare etme olanağı sağlar. Yatırımcılar işlem yaptıkları pazara güvenlerini kaybettiklerinde, işlemlerini içeriden öğrenenlerin ticareti gibi yasadışı hareketler devamlı oluyormuş gibi yaparlar. Bu da bir menkul kıymet pazarı için olabilecek en zararlı şeylerden biridir.⁷⁵

Normal bir yatırımcının zararı hikayesinde güvenilir bir tahvil pazarında yatırımcının güvenini içeriden öğrenenlerin ticareti'nin zedelediği düşüncesine kapılmak zordur. Fakat yatırımcılarda içeriden öğrenenin bilgiye ulaşmadaki inanılmaz üstünlüğü bir kıskançlık, dolayısıyla kızgınlık yaratır. Güvenin kaybolması borsaların performansı ile de ilgilidir. Örneğin Amerika'da seksenlerin ortalarında ardı ardına patlayan içeriden öğrenenlerin ticareti skandalları yatırımcılarda bunun doğal bir işlem, uygulama olduğu hissi yaratmıştı.⁷⁶

Moore içeriden öğrenenlerin ticaretinin mağduru olmayan bir suç olmadığını fakat mağdurun kim olduğunun ve verilen zararın boyutunun ne olduğunun anlaşılmasının güç olduğunu ileri sürmektedir. Bu zararların bireysel yatırımcıların hislerine bağlı olduğunu ve belirlemenin zor olduğunu söylemektedir.⁷⁷

⁷⁵ Jonathan R. Macey, *Insider Trading, Economics, Politics and Policy*, Washington D.C.: The AEI Press Publisher for The American Enterprise Institute, 1991, s.7

⁷⁶ Stephen M. Bainbridge, "Insider Trading" *Encyclopedia of Law and Economics*, 1998, <http://allserv.rug.ac.be/~gdegeest/5650art.htm>, (9 Kasım 2000).

⁷⁷ J. Moore, "What is Really Unethical About Insider Trading?", *Journal of Business Ethics*, v.9, ss.171-182.

Çınar 1999 yılındaki makalesinde içeriden öğrenenlerin ticaretinin verdiği zararı ikiye ayırmaktadır. Birincisi yapılan işlemlerde bilgiye sahip olmayan kişilerin uğradığı zararlar, ikincisi ise finansal piyasalarda içerden öğrenenlerin ticaretinin varlığının güven kaybına yol açacağıdır. Fakat Moore bu ikinci görüşü 1992 yılındaki makalesinde zayıf bir argüman olarak nitelendirmiştir.⁷⁸

İçeridekiler firma yatırımcılarının gelirlerinin bir kısmına ortak olurlar. Bu suistimal yatırım yapma konusunda cesaret kırıcıdır. “Texas Gulf Sulphur” örneğiyle açıklarsak; şirket yöneticisi şirketinin yeni bir sahada petrol bulması üzerine gidip şirket hisselerini alıyor. Fakat aslında bu buluş için yapılan çalışmaları finanse eden buluş haberini daha sonra öğrenicek olan sıradan yatırımcılardır. Manove çalışmasında dışarıdakileri sofistike (İçerden öğrenenlerin ticaretinin olduğunun farkında olanlar) ve içerden öğrenenlerin ticaretinin farkında olmayanlar diye ikiye ayırmaktadır. Farkında olmayanlar pazar getirisi oranında kazanmak isterler. Fakat içeridekilere karşı bunu kazanamazlar. İçerden öğrenenlerin ticareti bilgi taşıyıcı ve yansıtıcı olsa bile bu bilginin halka direkt açıklanması her zaman tercih edilecektir. Bu probleme çözüm bulabilmek şüphelidir. İçeridekilerin çoğu kısa – dönem işlemcileri olduğundan kısa – dönem işlemlere bir ekonomik penaltı getirilmesi yardımcı olabilir.⁷⁹

1.7.7 Farklı Alanlarda İçerden Öğrenenlerin Ticareti ve Bazı Örnekler

Aslında asimetrik bilginin sermaye piyasaları dışında etkileri sıkça görülmektedir. Fakat sermaye piyasalarında içerden öğrenenlerin ticareti dediğimizde genellikle halka açık şirketlerin çalışanlarının elde ettikleri bilgilerden fayda sağlamaları akla gelmektedir. Bunun yanı sıra yatırım bankası çalışanları, firmalar ile ilişki içindeki hukuk büroları, avukatlarda akla gelen kişilerdir. Fakat konuya biraz farklı açılardan baktığımızda karşımıza oldukça ilginç örnekler çıkabilmektedir.

⁷⁸ E. Mine Çınar, “The Issue of Insider Trading in Law and Economics: Lessons for Emerging Financial Markets in the World”, *Journal of Business Ethics*, v.19, 1999, ss.345-353.

⁷⁹ Michael Manove, “The Harm From Insider Trading and Informed Speculation”, *The Quarterly Journal of Economics*, 1989, ss. 823-845.

Örneğin dünyada uzun yıllardan beri varolan, ülkemizde de yeni yeni başlayan özellikle futbol klüplerinin halka açılmaları içerden öğrenenlerin ticareti açısından dikkat çekici bir durumdur. Bir bahis oyunu sırasında ilgili takımın iki as oyuncusunun önemli bir maçta oynayamayacak olması gizli bir haber ise buna ulaşan kişi bahis için gayet önemli bir tiyo almış olur. Takım önemli bir maçını bu iki kişinin oynamaması sonucu kaybederse hisse senetlerinin değeri düşecektir. Dolayısıyla bu bilgiyi maçtan önce edinen kişiler borsada işlem yaparak fayda sağlayabilirler. Bu noktada halka açık şirket ile ilişkideki kişiler avukatlar, vs. değil, doktorlar, antrenörler olabilmektedirler. Yine konuya paralel olarak hakem camiasıda ister istemez bu konunun içine girmiş olmaktadır. Yanlış bir düdükle bir takımın yenilmesine sebep olan bir hakem maçtan önce o takıma ait hisse senetlerini elden çıkarmışsa ya da tam tersi gibi olaylar sağlıklı işleyen bir gözetim sisteminin dikkatini çekecektir. Hakem suçlama ile karşı karşıya kalabilir, ve hatta bu tip durumlara karşın hakemlerin işlemlerinin takip altına alınması, ya da halka açık klüplerin hisse senetlerini oynamalarının yasaklanması da söz konusu olabilir. Dikkat edilmesi gereken bir husus; eğer hakemlerin klüp hisseleri üzerinde işlem yapmaları yasaklanmaz, sadece takip altına alınırsa şüpheli bir durumda hakemin futbol bilgisine, tecrübesine dayanarak mı ya da bir bilgi alarak, kasıtlı bir düdük çalacağına dayanarak işlem yaptığını ayırt etmek güç olacaktır.

Bazı firmalar gerek kanunların onlara getirdiği yükümlülüklerden dolayı olsun, gerek kendi firma prestijlerini korumak adına olsun, ya da gerekse sosyal sorumluluk anlayışı içerisinde olsun yasalardan da daha sıkı sınırlamalar çalışanlarına getirebilmektedirler. Çok sıkı işlem yasağı peryodları uygulamaktadırlar. Örneğin bu tip tavırlar sergileyenlerden bir uçak firmasında yeni bir anlaşma yapıldığının öğrenilmesi üzerine çalışanların kendi firma hisselerin almaları kesinlikle yasadışı içerden öğrenenlerin ticareti olur. Firma daha ileriye gidip henüz anlaşma yapılmadan çok önce işlem yasağı getirebilir. Fakat çalışanlar anlaşma haberini öğrendikten sonra ellerindeki rakip firma hisselerini satarlarsa? (Dünyada gerçekten iki büyük uçak üreticisi bulunmaktadır.⁸⁰

İnternetteki ilk içerden öğrenenlerin ticareti olayı John F. Freeman adlı kişinin yakalanmasıdır. Adam bir chat odasına girip iki borsa firmasının çöplerinden karıştırıp bulduğu bilgileri vermeyi öneriyor. SEC ise burayı burayı izlemekte. Bir birleşmeye ait bu haberin

⁸⁰ H. Nejat Seyhun, *Investment Intelligence from Insider Trading*, Massachusetts: MIT Press, 1998, s.27.

kullanılması sonucunda Freeman ve 16 kişiye suçlama getiriliyor ve Freeman ile birlikte iki kişi suçlu bulunarak cezaya çarptırılıyor. Freeman'ın 1997 – 2000 arasında iki şirkette özellikle birleşmeleri içeren dökümanları hazırlamakla görevli olarak çalıştığı belirleniyor. Sıklıkla geceleri çalışan Freeman'ın çöp kutularını, printer çıktılarını da karıştırarak bu süre içerisinde 23 birleşme haberini önceden ele geçirdiği ve bunları 10 kişiye fısıldadığı belirleniyor.⁸¹

SEC'in özel eğitilmiş yüz civarında elemanı bu tip durumlar için interneti taramaktalar, chat odalarını ziyaret ediyor, mesaj panolarını okuyor, ve firmaların ne dediğine bakıyorlar. Bir ipucu bulduklarında çoğu avukat 11 çalışanı olan "Office of Internet Enforcement"a bildiriyorlar.

İçeriden öğrenenlerin ticareti konusu spekülasyon ile de yakın ilişki içerisinde. Zira spekülasyon elde olmayan bir bilginin varmış gibi yayılması ya da mevcut bir bilginin hisse değerlerini istenilen yönde etkileyecek şekilde farklı yayılmasıdır. Tarihten iki örnek verirek; 1814'de bir grup insan gizlice büyük miktarda İngiliz hükümet hissesi aldılar ve Napolyon'un Londra yolunda öldüğüne dair sahte raporlar çıkarttılar. Hisseler hızlıca yükseldi ve sattılar. 1815 Waterloo savaşı sırasında haber güvercinleri sayesinde tüm kıtadan iyi bilgi aldığı bilinen banker Nathan Rothschildt şehirde dolaşarak savaşın kötü gittiği haberlerini yayıyordu ve aynı zamanda ajanları da açıkça İngiliz hükümet hisselerini satıyorlardı. Nathan ise gizlice bu hisseleri düşüğe topladı. Oysa ki savaş kazanılmak üzereydi. Bu iki örnekte de pazarda ki bilginin farklı dağılımının etkisi çok açıkça görülmektedir.⁸²

1982'de ki Anheuser-Busch'un Campbell Taggart'ı ele geçirmesi medyada ve finans çevrelerinde geniş yankı bulan bir içeriden öğrenenlerin ticareti vakası doğurmuştur. Mayıs 1982'de Busch belli sayıda ufak firmayı bünyesine katmayı planlıyor. Taggart'ta bu plan dahilindeki firmalardan biri. Haziran 8'de Busch yatırım bankasını arayıp listeyi 4'e düşürdüğünü söylüyor. 11 Haziran'da ise bir avukatlık firması ile özellikle Taggart'ı incelemesi için tutuyor. 11 – 22 Haziran arasında yatırım bankası firması, avukatlar, ve temsilciler arasında ele geçirmenin tartışıldığı bir çok telefon görüşmesi yapılıyor. Busch yöneticilerinden Paul Thayer 23 Haziran'da St.Louis'de bir yönetim kurulu toplantısında firmanın Taggart'a olan ilgisinin ağırlık kazandığı bilgisini alıyor. 30 Haziran'da ise Thayer gelişemeli Dallas'ta bir

⁸¹ "Inside The Internet", www.abpnews.com/newscenter/internetcrime/2000/06/insider0316_01.htm, (20/12/2001).

⁸² Roland Benabou ve Guy Laroque, "Using Privileged Information to Manipulate Markets: Insiders, Gurus, and Credibility", *The quarterly Journal of Economics*, 1992, ss.921-955.

broker'a söylüyor. Broker haberi aldıktan sonra Thayer ve arkadaşları ile kendisi için hisse satın alıyor. Bu Campbell Taggart hisselerinin bir grup içerideki tarafından ilk alınışı oluyor. thayer gelişen olaylardan broker'ı haberdar etmeye devam ediyor. 30 Temmuz – 2 Ağustos arasında broker bir takım yakın arkadaşlarına ve iş ortaklarına haberi geçiyor ve onlarda hisseleri alıyorlar. Ağustos 2 itibarıyla Tahhart hisse fiyatlarındaki ve işlem hacmindeki anormal yükseliş finansal komitenin dikkatini çekiyor, ve 3 Ağustos'da basına açıklama yapılmasına karar veriliyor. 1 Haziran'da 23,25\$ olan hisseler ise 38\$ düzeyine gelmiş durumda. Yapılan inceleme sonucunda 38 içeridekinin geçen zaman zarfında 265.600 hisse aldığı (Taggart'ın toplam hacminin %29'u) ve ^Ağustos'taki açıklamaya kadar hiç birinin hisse satmadığı anlaşıyor. Bu yüksek miktar bilginin çeşitli içeridekilere aktığını göstermektedir. Daha sonr gelişen olaylarda firmaların bu işin içinde olup olmadığı inceleniyor. İçeriden öğrenenlerin ticareti olduğu tahmin edilen aralıkta "Wall Street Journal" ve "Dow Jones News Wire"da birleşme ile ilgili bir haber var mı diye taranıyor. Busch hisse fiyatları birleşme anonsu yapıldığı gün %7,89 düşüyor. Bu olması yakın birleşmenin halkça bilinmediğini göstermekte. Taggart hisse fiyatlarının seyri içeriden öğrenenlerin ticareti için güçlü deliller sunmaktadırlar. Pazarın birleşmeden haberi olmadığı çok belli. Taggart olayında tüm içeridekilerin işlemlerinin ayrıntılı kayıtları bulunmakta. birleşme anonsuna kadar Busch hisselerinin reaksiyon göstermemesinden pazara direkt hiçbir bilginin ulaşmadığı söylenebilir.⁸³

1.7.8 Açıklanan İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Bilgilerinin Kullanımı

İçeriden öğrenenlerin ticareti dediğimizde dünyada önde gelen otoritelerden olan Nejat Seyhun çalışmalarını özellikle içeridekilerin işlemlerini takip ederek fayda sağlamak üzerine sürdürmektedir.

Seyhun 1998 yılında yazdığı kitabında öne sürdüğü tez içeriden öğrenenlerin ticareti sinyallerinin değerli yatırım önerileri, fikirleri vereceğidir. Gazete ve internette tabii Amerika

⁸³ Bradford Cornell ve Erik R. Sirri, "The Reaction of Investors and Stock Prices to Insider Trading", *The Journal of Finance*, v.47, 1992, ss. 1031-1059.

için içeridekilerin aktiviteleri anında duyurulmaktadır. Bu haberler yatırım kararları alırken değerlendirilebilir.

İçeridekilerin işlemlerini “hisse fiyatları artmışsa ve içeridekiler satmaya başlamışsa bizimde satmamız için iyi bir zamandır” bakış açısıyla takip edebiliriz. Öte yandan karşıt bir görüş olarak ise 1 Ocak 1985 – 30 Haziran 1992 yılları arasında içeridekiler tarafından tavsiye edilen bir portföy %118.9 kazandırırken Willshire 5000 endeksi %197.6 kazandırmıştır.⁸⁴

İçeridekilerin yasayı ihlal etmeden halka açık bilgi ile alım – satım yaparken yaptıkları hareketler dikkate alınabilir. Zira halka açık bilgiyi de kullansalar uzmanlık alanları, çalıştıkları sektördeki tecrübeleri onlara daha doğru hareketler yaptırır.⁸⁵

İçeridekilerin işlemlerinin izlenmesi, aynı firmadaki içeridekilerin ya da aynı iş kolundaki rakip firmaların içeridekilerinin izlenmesi yatırım için değerli bilgiler ortaya çıkaracaktır. Tabii bazı içeridekilerin açıkladıkları işlemlerini kamufülaj gibi kullandıkları, öte yandan diğer kişilerin üzerinden gerçek işlemlerini yaptıkları bilinmektedir. Analiz esnasında tüm olasılıklar dikkate alınmalıdır.

Seyhun 1988 yılındaki çalışmasında SEC’ten elde ettiği 1975-1981 yılları arasındaki içeridekiler tarafından yapılan 1.5 milyon işlem datasını kullanmıştır. Çalışmasında içeriden öğrenenlerin ticareti verilerinin gelecekteki pazar getirisini yorumlamada kullanılıp kullanılamayacağını incelemektedir.⁸⁶

⁸⁴ Seyhun, ss. 11-25

⁸⁵ Seyhun, ss. 31

⁸⁶ Nejat Seyhun, “The Information Content of Aggregate Insider Trading”, *Journal Of Business*, v.61, 1988, ss.1-24.

2 ÇEŞİTLİ MENKUL KIYMET PİYASALARINDA İÇERİDEN ÖĞRENERLERİN TİCARETİNE İLİŞKİN DÜZENLEMELER

2.1 Dünyaya Genel Bir Bakış

Borsaların web sayfaları olup olmasını globalizasyon için bir kriter olarak alırsak incelemeye değer 103 ülkedeki durum tablo 2.1’de verilmiştir. Tabloda ülkelerin borsalarının kuruluş tarihi, içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili kanunun eğer varsa yürürlüğe giriş tarihi ve bu kanuna dayanarak yapılan ilk uygulamanın tarihi yer almaktadır. Daha sonraki grafiklerde de tablodaki veriler değerlendirilmektedir.

Tablo 2.1: Dünyadaki Menkul Kıymet Borsaları

Ülkeler	Borsanın Kuruluş Tarihi	Borsaya Kayıtlı Sayısı (sonu)	Firma (1997 Yürürlüğe Giriş Tarihi)	İÖT Yasasının İlk Uygulanması
Gelişmiş	Ülkeler			
Avustralya	1859	1216	1991	1966
Avusturya	1771	109	1993	---
Belçika	1801	141	1990	1994
Canada	1878	1420	1966	1976
Danimarka	1919	237	1991	1996
Finlandiya	1912	127	1989	1993
Fransa	1826	717	1967	1975
Almanya	1585	1461	1994	1995
Hong Kong	1891	658	1991	1994
İrlanda	1793	69	1990	---
İtalya	1808	209	1991	1996
Japonya	1878	1805	1988	1990
Lüksemburg	1929	62	1991	---
Hollanda	1600	434	1989	1994
Yeni Zelanda	1870	146	1988	---
Norveç	1819	196	1985	1990
Singapur	1930	294	1973	1978
İspanya	1831	133	1994	1998

Ülkeler	Borsanın Kuruluş Tarihi	Borsaya Kayıtlı Sayısı (sonu)	Firma (1997)	İÖT Yasalarının Yürürlüğe Giriş Tarihi	İÖT Yasasının İlk Uygulanması
İsveç	1863	261		1971	1990
İsviçre	1938	216		1988	1995
Büyük Britanya	1773	2157		1980	1981
ABD	1792	2691		1934	1961

Gelişmekte	Olan Ülkeler	(Emerging	Markets)	
Arjantin	1854	107	1991	1995
Bahreyn	1987	42	1990	---
Barbados	1987	18	1987	---
Bengladeş	1954	219	1995	1998
Bermuda	1971	33	---	---
Bolivya	1979	11	---	---
Botiswana	1989	12	---	---
Brezilya	1890	536	1976	1978
Bulgaristan	1991	285	---	---
Çekoslavya	1871	300	1992	1993
Çin	1990	383	1993	---
Ekvador	1969	128	1993	---
El Salvador	1992	29	---	---
Endonesya	1912	282	1991	1996
Ermenistan	1993	59	1993	---
Estonya	1996	22	1996	---
Filipinler	1927	221	1982	---
Gana	1989	21	1993	---
Guatemala	1986	5	1996	---
Güney Afrika	1887	615	1989	---
Güney Kore	1956	776	1976	1988
Hırvatistan	1918	82	1995	---
Hindistan	1875	5843	1992	1998
Honduras	1992	120	1988	---
İran	1966	263	---	---
İsrail	1953	659	1981	1989
İzlanda	1985	49	1989	---
Jameika	1961	49	1993	---
Jordan	1978	139	---	---
Kazakistan	1997	13	1996	---
Kenya	1954	50	1989	---
Kıbrıs	1996	49	1999	---
Kolombiya	1928	318	1990	---
Kostarika	1976	114	1990	---

Ülkeler	Borsanın Kuruluş Tarihi	Borsaya Kayıtlı Sayısı (sonu)	Firma (1997)	İÖT Yasalarının Yürürlüğe Giriş Tarihi	İÖT Yasasının İlk Uygulanması
Kuveyt	1984	65		---	---
Latvia	1993	50		---	---
Lebanon	1920	113		1995	---
Litvanya	1926	607		1996	---
Macaristan	1864	49		1994	1995
Makedonya	1996	2		1997	---
Malawi	1996	3		---	---
Malezya	1973	708		1973	1996
Malta	1992	8		1990	---
Mauritus	1988	45		1988	---
Meksika	1894	155		1975	---
Mısır	1890	650		1992	---
Moldova	1994	---		1995	---
Mongolya	1991	433		1994	---
Morocco	1929	49		1993	---
Nabimbia	1992	33		---	---
Nijerya	1960	182		1979	---
Oman	1988	119		1989	1999
Özbekistan	1994	63		---	---
Pakistan	1947	781		1995	---
Palestine	1995	19		---	---
Panama	1990	21		1996	---
Paraguay	1977	64		1999	---
Peru	1951	293		1991	1994
Polonya	1817	137		1991	1993
Portekiz	1825	159		1986	---
Romanya	1882	84		1995	---
Rusya	1994	149		1996	---
Slovakya	1991	14		1992	---
Slovenya	1924	86		1994	1998
SriLanka	1896	239		1987	1996
Suudi Arabistan	1984	70		1990	---
Swaziland	1990	4		---	---
Şili	1893	92		1981	1996
Tanzanya	1998	2		1994	---
Tayland	1974	431		1984	1993
Tayvan	1961	404		1988	1989
Trinidad	and 1981	26		1981	---
Tobago					
Tunus	1969	304		1994	---
Türkiye	1866	258		1981	1996

Ülkeler	Borsanın Kuruluş Tarihi	Borsaya Kayıtlı Sayısı (sonu)	Firma (1997)	İÖT Yasalarının Yürürlüğe Giriş Tarihi	İÖT Yasasının İlk Uygulanması
Ukrayna	1992	6		---	---
Uruguay	1867	18		1996	---
Venezüella	1840	159		1998	---
Yugoslavya	1894	21		1997	---
Yunanistan	1876	207		1988	1996
Zambia	1994	10		1993	---
Zimbabve	1896	67		---	---

İstatistiki	Değerler				
Mevcut Örneğin Medyanı	1953	128		1991	1994
Gelişmiş Ülkeler İçin Medyan	1859	249		1989	1993,5
Gelişmekte Olan Ülkeler için Medyan	1973	85		1992	1995,5
Gelişmişler için Aralık	1585 – 1983	62 – 2691		1934 – 1999	1961 – 1998
Gelişmekte olanlar için Aralık	1817 – 1998	2 – 5843		1973 – 1999	1978 – 1999

Kaynak: Utbal Bhattacharya ve Hazem Daouk, “World Price of Insider Trading”, *Journal of Finance* ve *The Handbook of Stock Derivative and Commodity Exchanges*, 1988.

Tabloda yer alan içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili yasaların varlığı ve uygulanması değerleri Bhattacharya ve Doruk’un çalışmasında her borsaya email ya da fax çekerek kontrol edilmiştir.

Görüldüğü üzere 103 borsanın 87’sinde içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili yasalar var, fakat bunların sadece 37’sinde takip ve yasaların uygulanması söz konusu. Yasaların varlığı ve uygulanması ile değerler grafik 2.1 ve 2.2’de görülmektedir. Yalnız bir ülkede içeriden öğrenenlerin ticareti yasasının uygulanıyor kabul edilmesi için bir dava örneğinin mevcudiyetinin yeterli olduğunun unutulmaması gerekiyor. Zaten tabloda da yasaya dayanarak verilen ilk cezanın tarihleri yer almakta.

Ülkeler	Borsanın Kuruluş Tarihi	Borsaya Kayıtlı Sayısı (sonu)	Firma (1997)	İÖT Yasalarının Yürürlüğe Giriş Tarihi	İÖT Yasasının İlk Uygulanması
Ukrayna	1992	6		---	---
Uruguay	1867	18		1996	---
Venezüella	1840	159		1998	---
Yugoslavya	1894	21		1997	---
Yunanistan	1876	207		1988	1996
Zambia	1994	10		1993	---
Zimbabve	1896	67		---	---

İstatistiki	Değerler				
Mevcut Örneğin Medyanı	1953	128		1991	1994
Gelişmiş Ülkeler İçin Medyan	1859	249		1989	1993,5
Gelişmekte Olan Ülkeler için Medyan	1973	85		1992	1995,5
Gelişmişler Aralık	1585 – 1983	62 – 2691		1934 – 1999	1961 – 1998
Gelişmekte olanlar için Aralık	1817 – 1998	2 – 5843		1973 – 1999	1978 – 1999

Kaynak: Utbal Bhattacharya ve Hazem Daouk, “World Price of Insider Trading”, *Journal of Finance* ve *The Handbook of Stock Derivative and Commodity Exchanges*, 1988.

Tabloda yer alan içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili yasaların varlığı ve uygulanması değerleri Bhattacharya ve Doruk’un çalışmasında her borsaya email ya da fax çekerek kontrol edilmiştir.

Görüldüğü üzere 103 borsanın 87’sinde içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili yasalar var, fakat bunların sadece 37’sinde takip ve yasaların uygulanması söz konusu. Yasaların varlığı ve uygulanması ile değerler grafik 2.1 ve 2.2’de görülmektedir. Yalnız bir ülkede içeriden öğrenenlerin ticareti yasasının uygulanıyor kabul edilmesi için bir dava örneğinin mevcudiyetinin yeterli olduğunun unutulmaması gerekiyor. Zaten tabloda da yasaya dayanarak verilen ilk cezanın tarihleri yer almakta.

Ülkeler	Borsanın Kuruluş Tarihi	Borsaya Kayıtlı Sayısı (sonu)	Firma (1997)	İÖT Yasalarının Yürürlüğe Giriş Tarihi	İÖT Yasasının İlk Uygulanması
Ukrayna	1992	6		---	---
Uruguay	1867	18		1996	---
Venezüella	1840	159		1998	---
Yugoslavya	1894	21		1997	---
Yunanistan	1876	207		1988	1996
Zambia	1994	10		1993	---
Zimbabve	1896	67		---	---

İstatistiki	Değerler				
Mevcut Örneğin Medyanı	1953	128		1991	1994
Gelişmiş Ülkeler İçin Medyan	1859	249		1989	1993,5
Gelişmekte Olan Ülkeler için Medyan	1973	85		1992	1995,5
Gelişmişler Aralık	1585 – 1983	62 – 2691		1934 – 1999	1961 – 1998
Gelişmekte olanlar için Aralık	1817 – 1998	2 – 5843		1973 – 1999	1978 – 1999

Kaynak: Utbal Bhattacharya ve Hazem Daouk, “World Price of Insider Trading”, *Journal of Finance* ve *The Handbook of Stock Derivative and Commodity Exchanges*, 1988.

Tabloda yer alan içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili yasaların varlığı ve uygulanması değerleri Bhattacharya ve Doruk’un çalışmasında her borsaya email ya da fax çekerek kontrol edilmiştir.

Görüldüğü üzere 103 borsanın 87’sinde içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili yasalar var, fakat bunların sadece 37’sinde takip ve yasaların uygulanması söz konusu. Yasaların varlığı ve uygulanması ile değerler grafik 2.1 ve 2.2’de görülmektedir. Yalnız bir ülkede içeriden öğrenenlerin ticareti yasasının uygulanıyor kabul edilmesi için bir dava örneğinin mevcudiyetinin yeterli olduğunun unutulmaması gerekiyor. Zaten tabloda da yasaya dayanarak verilen ilk cezanın tarihleri yer almakta.

Ülkeler	Borsanın Kuruluş Tarihi	Borsaya Kayıtlı Sayısı (sonu)	Firma (1997)	İÖT Yasalarının Yürürlüğe Giriş Tarihi	İÖT Yasasının İlk Uygulanması
Ukrayna	1992	6		---	---
Uruguay	1867	18		1996	---
Venezüella	1840	159		1998	---
Yugoslavya	1894	21		1997	---
Yunanistan	1876	207		1988	1996
Zambia	1994	10		1993	---
Zimbabve	1896	67		---	---

İstatistiki	Değerler				
Mevcut Örneğin Medyanı	1953	128		1991	1994
Gelişmiş Ülkeler İçin Medyan	1859	249		1989	1993,5
Gelişmekte Olan Ülkeler için Medyan	1973	85		1992	1995,5
Gelişmişler Aralık	1585 – 1983	62 – 2691		1934 – 1999	1961 – 1998
Gelişmekte olanlar için Aralık	1817 – 1998	2 – 5843		1973 – 1999	1978 – 1999

Kaynak: Utbal Bhattacharya ve Hazem Daouk, “World Price of Insider Trading”, *Journal of Finance* ve *The Handbook of Stock Derivative and Commodity Exchanges*, 1988.

Tabloda yer alan içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili yasaların varlığı ve uygulanması değerleri Bhattacharya ve Doruk’un çalışmasında her borsaya email ya da fax çekerek kontrol edilmiştir.

Görüldüğü üzere 103 borsanın 87’sinde içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili yasalar var, fakat bunların sadece 37’sinde takip ve yasaların uygulanması söz konusu. Yasaların varlığı ve uygulanması ile değerler grafik 2.1 ve 2.2’de görülmektedir. Yalnız bir ülkede içeriden öğrenenlerin ticareti yasasının uygulanıyor kabul edilmesi için bir dava örneğinin mevcudiyetinin yeterli olduğunun unutulmaması gerekiyor. Zaten tabloda da yasaya dayanarak verilen ilk cezanın tarihleri yer almakta.

Ülkeler	Borsanın Kuruluş Tarihi	Borsaya Kayıtlı Sayısı (sonu)	Firma (1997)	İÖT Yasalarının Yürürlüğe Giriş Tarihi	İÖT Yasasının İlk Uygulanması
Ukrayna	1992	6		---	---
Uruguay	1867	18		1996	---
Venezüella	1840	159		1998	---
Yugoslavya	1894	21		1997	---
Yunanistan	1876	207		1988	1996
Zambia	1994	10		1993	---
Zimbabve	1896	67		---	---

İstatistiki	Değerler				
Mevcut Örneğin Medyanı	1953	128		1991	1994
Gelişmiş Ülkeler İçin Medyan	1859	249		1989	1993,5
Gelişmekte Olan Ülkeler için Medyan	1973	85		1992	1995,5
Gelişmişler Aralık	1585 – 1983	62 – 2691		1934 – 1999	1961 – 1998
Gelişmekte olanlar için Aralık	1817 – 1998	2 – 5843		1973 – 1999	1978 – 1999

Kaynak: Utbal Bhattacharya ve Hazem Daouk, “World Price of Insider Trading”, *Journal of Finance* ve *The Handbook of Stock Derivative and Commodity Exchanges*, 1988.

Tabloda yer alan içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili yasaların varlığı ve uygulanması değerleri Bhattacharya ve Doruk’un çalışmasında her borsaya email ya da fax çekerek kontrol edilmiştir.

Görüldüğü üzere 103 borsanın 87’sinde içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili yasalar var, fakat bunların sadece 37’sinde takip ve yasaların uygulanması söz konusu. Yasaların varlığı ve uygulanması ile değerler grafik 2.1 ve 2.2’de görülmektedir. Yalnız bir ülkede içeriden öğrenenlerin ticareti yasasının uygulanıyor kabul edilmesi için bir dava örneğinin mevcudiyetinin yeterli olduğunun unutulmaması gerekiyor. Zaten tabloda da yasaya dayanarak verilen ilk cezanın tarihleri yer almakta.

Ülkeler	Borsanın Kuruluş Tarihi	Borsaya Kayıtlı Sayısı (sonu)	Firma (1997)	İÖT Yasalarının Yürürlüğe Giriş Tarihi	İÖT Yasasının İlk Uygulanması
Ukrayna	1992	6		---	---
Uruguay	1867	18		1996	---
Venezüella	1840	159		1998	---
Yugoslavya	1894	21		1997	---
Yunanistan	1876	207		1988	1996
Zambia	1994	10		1993	---
Zimbabve	1896	67		---	---

İstatistiki	Değerler				
Mevcut Örneğin Medyanı	1953	128		1991	1994
Gelişmiş Ülkeler İçin Medyan	1859	249		1989	1993,5
Gelişmekte Olan Ülkeler için Medyan	1973	85		1992	1995,5
Gelişmişler Aralık	1585 – 1983	62 – 2691		1934 – 1999	1961 – 1998
Gelişmekte olanlar için Aralık	1817 – 1998	2 – 5843		1973 – 1999	1978 – 1999

Kaynak: Utbal Bhattacharya ve Hazem Daouk, “World Price of Insider Trading”, *Journal of Finance* ve *The Handbook of Stock Derivative and Commodity Exchanges*, 1988.

Tabloda yer alan içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili yasaların varlığı ve uygulanması değerleri Bhattacharya ve Doruk’un çalışmasında her borsaya email ya da fax çekerek kontrol edilmiştir.

Görüldüğü üzere 103 borsanın 87’sinde içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili yasalar var, fakat bunların sadece 37’sinde takip ve yasaların uygulanması söz konusu. Yasaların varlığı ve uygulanması ile değerler grafik 2.1 ve 2.2’de görülmektedir. Yalnız bir ülkede içeriden öğrenenlerin ticareti yasasının uygulanıyor kabul edilmesi için bir dava örneğinin mevcudiyetinin yeterli olduğunun unutulmaması gerekiyor. Zaten tabloda da yasaya dayanarak verilen ilk cezanın tarihleri yer almakta.

Ülkeler	Borsanın Kuruluş Tarihi	Borsaya Kayıtlı Sayısı (sonu)	Firma (1997)	İÖT Yasalarının Yürürlüğe Giriş Tarihi	İÖT Yasasının İlk Uygulanması
Ukrayna	1992	6		---	---
Uruguay	1867	18		1996	---
Venezüella	1840	159		1998	---
Yugoslavya	1894	21		1997	---
Yunanistan	1876	207		1988	1996
Zambia	1994	10		1993	---
Zimbabve	1896	67		---	---

İstatistiki	Değerler				
Mevcut Örneğin Medyanı	1953	128		1991	1994
Gelişmiş Ülkeler İçin Medyan	1859	249		1989	1993,5
Gelişmekte Olan Ülkeler için Medyan	1973	85		1992	1995,5
Gelişmişler Aralık	1585 – 1983	62 – 2691		1934 – 1999	1961 – 1998
Gelişmekte olanlar için Aralık	1817 – 1998	2 – 5843		1973 – 1999	1978 – 1999

Kaynak: Utbal Bhattacharya ve Hazem Daouk, “World Price of Insider Trading”, *Journal of Finance* ve *The Handbook of Stock Derivative and Commodity Exchanges*, 1988.

Tabloda yer alan içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili yasaların varlığı ve uygulanması değerleri Bhattacharya ve Doruk’un çalışmasında her borsaya email ya da fax çekerek kontrol edilmiştir.

Görüldüğü üzere 103 borsanın 87’sinde içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili yasalar var, fakat bunların sadece 37’sinde takip ve yasaların uygulanması söz konusu. Yasaların varlığı ve uygulanması ile değerler grafik 2.1 ve 2.2’de görülmektedir. Yalnız bir ülkede içeriden öğrenenlerin ticareti yasasının uygulanıyor kabul edilmesi için bir dava örneğinin mevcudiyetinin yeterli olduğunun unutulmaması gerekiyor. Zaten tabloda da yasaya dayanarak verilen ilk cezanın tarihleri yer almakta.

Ülkeler	Borsanın Kuruluş Tarihi	Borsaya Kayıtlı Sayısı (sonu)	Firma (1997)	İÖT Yasalarının Yürürlüğe Giriş Tarihi	İÖT Yasasının İlk Uygulanması
Ukrayna	1992	6		---	---
Uruguay	1867	18		1996	---
Venezüella	1840	159		1998	---
Yugoslavya	1894	21		1997	---
Yunanistan	1876	207		1988	1996
Zambia	1994	10		1993	---
Zimbabve	1896	67		---	---

İstatistiki	Değerler				
Mevcut Örneğin Medyanı	1953	128		1991	1994
Gelişmiş Ülkeler İçin Medyan	1859	249		1989	1993,5
Gelişmekte Olan Ülkeler için Medyan	1973	85		1992	1995,5
Gelişmişler için Aralık	1585 – 1983	62 – 2691		1934 – 1999	1961 – 1998
Gelişmekte olanlar için Aralık	1817 – 1998	2 – 5843		1973 – 1999	1978 – 1999

Kaynak: Utbal Bhattacharya ve Hazem Daouk, “World Price of Insider Trading”, *Journal of Finance* ve *The Handbook of Stock Derivative and Commodity Exchanges*, 1988.

Tabloda yer alan içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili yasaların varlığı ve uygulanması değerleri Bhattacharya ve Doruk’un çalışmasında her borsaya email ya da fax çekerek kontrol edilmiştir.

Görüldüğü üzere 103 borsanın 87’sinde içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili yasalar var, fakat bunların sadece 37’sinde takip ve yasaların uygulanması söz konusu. Yasaların varlığı ve uygulanması ile değerler grafik 2.1 ve 2.2’de görülmektedir. Yalnız bir ülkede içeriden öğrenenlerin ticareti yasasının uygulanıyor kabul edilmesi için bir dava örneğinin mevcudiyetinin yeterli olduğunun unutulmaması gerekiyor. Zaten tabloda da yasaya dayanarak verilen ilk cezanın tarihleri yer almakta.

2.2.6 “Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990”, (SERPSR)

Bu yasa aslında direkt olarak içeriden öğrenenlerin ticareti dışındaki alanlara kanalize olmuştur. Fakat SEC yasa uygulama yöneticisi William McLucas yasa ile SEC’in yasa ile “istekli” içeriden öğrenenlerin ticareti ihlallerini içeren idari uygulamalarında direkt olarak sivil cezalar vermeye yetkili kılındığını belirtmektedir.⁹³

2.2.7 İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Yasası, 1998 (Insider Trading Act, 1998)⁹⁴

Bu yasa ile finansal enstrümanlarda işlem yapmak üzere bunlar hakkındaki “içerideki” bilgilerini kullananlara engel olmak ve bu tip işlemler için cezalar üretmek, bu tip işlemleri incelemek, araştırmak üzere Finansal Servisler Masası’na yetki vermek amacıyla “Companies Act 1973”ün bir kısmı feshedilerek bu kanunla yeni eklemeler yapılması amaçlanmıştır.

Tanımlar: Yasada geçen bazı önemli tanımlara değinirsek,

“Finansal Enstrümanlar”: “Financial Markets Control Act, 1989”da belirtilen ya da bir “düzenlenmiş pazar”da benzer kurallarla yer alan finansal araç

“İçerideki bilgi”: Halka açık olmayan spesifik ya da kesin bilgi ve,

- a) bir içerideki olarak öğrenilmeli ya da elde edilmeli,
- b) halka açık bir bilgi olması durumunda finansal aracın değerini etkilemeli.

“İçerideki”:

- a) i) içerideki bilgi ile alakalı bir menkul kıymet ya da finansal enstrümanlar ile ilişkili yönetici, çalışan ya da hissedar; ya da
- ii) bu tip bilgiye çalıştığı yer, ofis ya da profesyonelliği vasıtasıyla erişimi bulunanlar; ya da

⁹³ Robert C. Rosen, “An Accountant’s guide to the SEC’s new insider trading regulations.(Accountant’s Liability)”, 1993, The CPA Journal Online, www.nysscpa.org/cpajournal/old/13808667.htm, (5/09/2001).

⁹⁴ “Insider Trading Act, 1998”, http://www.acts.co.za/insider_trading/navframe.htm, (22/09/2001)

- b) (a) paragrafında tanımlanan kişinin direkt ya da endirekt şekilde bilginin kaynağı olduğunu bilen kişiler “içerideki” olarak tanımlanabilir

“Düzenlenmiş pazar”: Yerli ya da yabancı, bulunduğu ülkenin yasalarınca koruna, düzenlenen pazar.

Suçlamalar:

- 1) İçeriden bilgiye sahip olduğunu bilen ve,
 - a) direk ya da endirek olarak kendi ya da başkası hesabına bu bilgi ile alakalı işlem yapan bireyler, ya da
 - b) diğer bir kişiyi alım konusunda cesaretlendiren ya da korkutan, önleyen içeriden bilgi sahibi kişiler suçlama ile karşı karşıya kalırlar.
- 2) İçeriden bilgiye sahip olduğunu bilen ve bunu diğer bir kişiye aktaran kişiler suçlama ile karşı karşıya kalabilirler.

Halka Açılım:

- 1) Bu kanunun amacına göre, bilgi aşağıdaki koşullarda halka açılmış sayılır.
 - a) İlgili “düzenlenmiş pazar” kurallarına göre yatırımcıları ve onların profesyonel danışmanlarını bilgilendirmek amacıyla yayınlandıysa,
 - b) halkın inceleyebildiği şekilde kayıtlara geçirildiyse,
 - c) herhangi bir finansal enstrümanda işlem yapacak kişi bilgiye rahatça ulaşabiliyorsa.
- 2) Aşağıdaki maddelerin oluşması durumunda da “içerideki bilgi” halka açılmış sayılabilir,
 - a) Sadece dikkat gösteren kişilere, uzmanlarca ya da inceleme ile elde edilse bile,
 - b) Halkın hepsine değil bir bölümüne sunulsa da,
 - c) Bilgi belli bir ücret karşılığı verilirse,
 - d) Ülke sınırları dışında (sadece) yayınlanırsa.

Savunmalar:

- 1) Bir kişi eğer aşağıdaki olasılıklarda bir dengeyi ispat edebilirse öngörülen suçlamalardan kurtulabilir. Kişi,
 - a) bir müşteri den gelen spesifik emirler doğrultusunda hareket ediyorsa, içeriden bilgi kendisine müşteri tarafından aktarılmışsa,
 - b) içeriden bilgi olmadan aynı şekilde işlem yapacağına ikna edebilirse,
 - c) bir hükümet temsilcisi adına, yararına, para politikaları vb. yönlendirme amacıyla oynuyorsa,
 - d) “Companies Act 1973”de tanımlanan etkilenmiş bir işlemin bitirilmesi ya da tamamlanması için takipte ise.
- 2) Suçsuz olabimesi için aşağıdakilerin ispatı gereklidir.
 - a) Bilginin mantıklı bir şekilde hiç kimse tarafından herhangi bir finansal araçta etkili olabilecek şekilde kullanılamayacağının ispatı.
 - b) Açıklanan bilginin zaten kendi uzmanlığından, iş tecrübesinden kaynaklanabileceği, bilinebileceği.
- 3) Ortaya konulabilecek savunmalar sadece madde (1) ve (2) değildir.

Ceza:

Suçlu bulunan kişi 2milyon\$’ı geçmeyen para ve 10 yılı geçmeyecek hapis cezasına ya da her ikisine çarptırılabilir.

Toplum Mesuliyeti:

- 1) İçeriden bilgiye sahip olduğunu bilen, ve,
 - a) direkt ya da endirekt olarak bu bilgiyi kullanarak kendi hesabına oynayan,
 - b) Bu tip bir işlemden gelir elde eden ya da bir kaybı önleyen
 - c) kendini savunabileceği olasılıkları ispat edemeyen
 finansal servisler masasına karşılığını ödemekle yükümlüdür.

- 2) İçeriden bilgiye sahip olduğunu bilen ve,
 - a) herhangi birine bunu açıklayan,
 - b) bir diğer kişiyi bir finansal enstrümanda işlem yapmak ya da yapmamak üzere cesaretlendiren (ya da aksi),
 - c) direkt ya da endirekt olarak bir finansal enstrümanda herhangi bir kişi için oynayan mesul kabul edilir ve cezasını çeker.
- 3) Suçlu bulunan kişi sağladığı yararın 3 katını geçmemek kaydıyla mahkeme tarafından takdir edilen cezaya çarptırılır.
- 4) i) Finansal Servisler Masası mahkeme tarafından ödemelerin miktarının belirlenmesinde yetkili kılınır. Bu ödemeler;
 - a) yapılan işlemle (1) kapsamına giren kazanç ya da önlenen zarar miktarının belirlenmesi.
 - b) Elde edilen faydanın 3 katından fazla olmayacak şekilde cezalandırıcı ve telafi edici cezalardır.
 - c) Faiz oranı, ve,
 - d) davanın masrafları mahkemece belirlenebilir.ii) İlgili işlem ve içerideki bilginin halka yayınlanması arasındaki süre (1)'de yazılı sağlanan fayda miktarları gibi faktörler dikkate alınarak, miktar mahkeme tarafından takdir edilir.
- 5) İşlemler sonucunda elde edilen miktar Finansal Servisler Masası tarafından güvenilir bir hesaba aktarılır ve,
 - a) hak edenlere para dağıtılır.
 - b) hak edenlere dağıtım dengeli bir şekilde iddiaları değerlendirmek üzere atanan kişi tarafından yapılır.
 - c) dağıtımın ilk gününden başlayarak 3 yıl içinde talep edilmeyen para kalır.

- 6) (1)'de bahsedilen işlemlerden etkilenen ve taleplerini ispatlayan kişilerdağıtımdan faydalanabilir,
 - a) İçeriden bilginin halka açılımından önce bu bilgi ile alakalı araçlarda işlem yapan ve zarar görenler,
 - b) (1) kapsamına giren durumlarda aynı gün içinde işlem yapanlar.
- 7) Talep etmeye hak kazanan kişi,
 - a) olması gereken gerçek değerle aradaki fark kadar,
 - b) miktarın ilişkilere bakılarak belirlenen oranla hesaplanmasıyla paylaştırılması sonucu çıkan değer kadar miktar alabilir.
- 8) Ödül olarak verilen miktar talep edilen miktardan çıkarılabilir.

Ödüllerin ve Cezaların Tayini:

- 1) Bir cezanın tayininde mahkeme verilecek ödülde hesaba katmalıdır.
- 2) Bir ödülün tayininde mahkeme verilecek cezayda hesaba katmalıdır.

El Konma ve Yasaklar:

- 1) Finansal Servisler Masası tarafından varlıklara ya da delillere, bunların yok edilmesi, ortadan kaldırılması, ya da dağılmasını önlemek amacıyla el konulabilir.
- 2) Masa herhangi bir yasağı ya da konuşmaya ait şeyleri suç işlediğine inanılan kişiye karşı kullanabilir.
- 3) Bu tip dava muameleleri varlıkların ya da delillerin yok olmasını önleyecek yasakları içerebilir.

Yargılama Hakkı, Yetki:

Sadece yüksek mahkeme ve bölgesel mahkemeler belirtilen suçlarda yargılayabilir ve yine belirtilen limitler altında ceza verebilir. Finansal Servisler Masasının güçleri ve görevleri de ayrıca yasada belirtilmiştir.

Gizlilik ve Gözetim Bilgilerinin Paylaşımı:

- 1) Hiçbir kimse bu yasa çerçevesindeki aktiviteleri dolayısıyla edindiği bilgileri bu yasa çerçevesindeki işler dışında hiç kimse ile paylaşamaz.
- 2) Yasada belirtilen hususlara karşı gelenler hapis ve para cezasına maruz kalırlar.

Mesuliyetin Sınırları:

Finansal Servisler Masası ve çalışanları hiç bir şekilde, çalışmalar sonucunda olabilecek kayıp ve hasarlardan sorumlu değildir.

2.2.8 “Securities Exchange Act of 1934” Altında Genel Kurallar ve Düzenlemeler

Ağustos 2000’de SEC içeriden öğrenenlerin ticareti konusuyla ilgili olarak 10b5-1 ve 10b5-2 Kurallarını çıkardı.Yeni kurallarla birlikte “Regulation FD” (adil açıklama) duyuruldu.

2.2.8.1 “Regulation FD”⁹⁵

“Regulation FD” halka açık şirketlerin halka açık olmayan materyel bilgilerini genel halka açıklamadan önce bir kısım analistlere, ya da bazı yatırımcılara açıklamasını yasaklamaktadır..

⁹⁵ Amy Seidel, “An “Insider’s” Guide to 10b5-1 Trading Plans”, 2001, www.faegre.com/articles/article_566.asp, (26/10/2001).

2.2.8.2 Kural 10b5-1⁹⁶

Bu ek madde Kural 10b-5'in bakış açısını genişletmemektedir. Sadece Bölüm 10(b) ve Kural 10b-5 kapsamında halka açık olmayan materyel bilgiye “dayanan” içeriden öğrenenlerin ticareti vakaları için ek bir tanımdır.

- a) **Genel:** Menkul kıymetin ilgili olduğu kuruma yada kurumun hissedarlarına karşı direkt, endirekt ya da dolaylı bir şekilde ya da halka açık olmayan materyel bilginin kaynağına karşı borçlu olarak bir görevin ihlalini, güven ya da güvenilirliğin suistimalini içererek halka açık olmayan materyel bilgiye dayanarak herhangi bir kurumun menkul kıymetleri üzerinde alım ya da satım yapmak Yasa'da Bölüm 10(b) ve Kural 10b-5 kapsamında “manipülatif ve aldatıcı araçlar” dahilinde yasaktır.
- b) **“dayanarak”ın tanımı:** Bu bölümdeki (c) paragrafındaki geçerli savunmaların konusu olarak, halka açık olmayan materyel bilgiye “dayanarak” bir menkul kıymet üzerinde alım ya da satım yapmak, eğer alım ya da satım yapıldığı sırada işlemi yapan kişi halka açık olmayan materyel bilginin farkında ise olur.
- c) **Geçerli savunmalar:**
 - 1.
 - i. Paragraf (c)'nin konusu olarak, bir kişinin alım ya da satımı eğer alım ya da satım yapan kişi aşağıdaki durumları uyguluyorsa halka açık olmayan materyel bilgiye “dayanmaz”.
 - A. Bilginin farkına varmadan kişi,
 - 1) Menkul kıymetin alım ya da satımına ilişkin bağlayıcı bir kontrata girmişse,
 - 2) Başka bir kişiye menkul kıymetin kendi namına alım ya da satımı konusunda talimat vermişse,
 - 3) Menkul kıymet alımları için yazılı bir plan düzenlemişse.
 - B. Bu bölümde tanımlanan kontrat, talimat, ya da plan:

⁹⁶ The Securities Lawyer's Deskbook, “Rule 10b5-1 -- Trading “on the Basis of” Material Nonpublic Information in Insider Trading Cases”, General Rules and Regulations promulgated under the Securities Exchange Act of 1934, <http://www.law.uc.edu/CCL/34ActRls/rule10b5-1.html>, (25/09/2001).

- 1) Alınacak ya da satılacak menkul kıymetlerin miktar, fiyat v işlem günü belli olmalı.
- 2) İşlemlerin yapılmasına yönelik zaman, miktar ve fiyat için yazılı bir algoritma, formül ya da bilgisayar programı olmalı.
- 3) İşlemler konusunda daha sonradan bir baskı olmasına izin vermemelidir.

C. Oluşan alım ya da satımın kontrat, talimat ya da plana uygun olduğu gösterilmelidir.

- ii. Paragraf (c)(1)(i) sadece kontrat, talimat ya da plan iyi niyetle hazırlandığında ve bu bölümdeki yasakları delmek gibi amaçlar içermediğinde geçerlidir.
- iii. Paragraf (c)'de kullanılan için kesin terimler:
 - A. Miktar: Menkul kıymetler için belirlenmiş miktar yada dolar karşılığı değer.
 - B. Fiyat: Belli bir gündeki fiyat ya da dolar değeri olarak fiyat ya da bir limit fiyattır.
 - C. emrin gerçekleşeceği yılın spesifik günü.

2.2.8.3 Kural 10b5-2⁹⁷

Bu bölüm bir kişinin Yasa Bölüm 10(b)ve Kural 10b-5 altında içeriden öğrenenlerin ticaretinin “suistimal” teorisi bağlamında güven ya da güvenilirliğe dayanan görevi olduğu durumlar için tanımlar sunmaktadır.

- a) **Kuralın Bakış Açısı:** Bu bölüm bir güven ya da güvenilirlik görevinin ihmali ile suistimal edilen halka açık olmayan materyel bilginin kominikasyonu, ya da bu bilgiye dayanarak alım ya da satım yapılmasında Bölüm 10(b) ve Kural 10b-5 ihlallerine uygulanabilir.

⁹⁷ The Securities Lawyer's Deskbook, “Rule 10b5-1 -- Trading ” Rule 10b5-2 -- Duties of Trust or Confidence in Misappropriation Insider Trading Cases”, General Rules and Regulations promulgated under the Securities Exchange Act of 1934, <http://www.law.uc.edu/CCL/34ActRls/rule10b5-2.html>, (25/09/2001).

b) Aşağıdaki durumlarda bir “güven ya da güvenilirlik görevi” oluşur.

1. Bir kişi güvenilir biçimde bilgiyi saklayacağını kabul ettiğinde.
2. Bir kişi halka açık olmayan materyel bilgiyi ilettiğinde ve bunu alan kişi gizli bilgileri paylaşma ve güvenilir olma ile ilgili bir geçmişe, izlenime sahipse, ve alıcı ve bilgiyi ileten kişi alıcının bilginin gizli olduğunu bilmesini gerektirecek bir durum varsa, bilgiyi güvenlice saklayacağına inanılıyorsa.
3. Bir yakınından halka açık olmayan materyel bilgi alan kişi bilgiyle ilgili herhangi bir güven ya da güvenilirlik görevi olmadığını ya da olduğunu bilmesi gerekmediğini gösterebilir.

2.2.8.4 Yorum

Yeni kurallar açıklandığında “Regulation FD” en fazla ilgiyi çekmiştir. Aslında şirketlerin çoğu “Regulation FD” ile rahatladılar. Kural 10b5-1’in çalışanlar ve yöneticiler için sağladığı fırsatlara odaklanmaya başladılar.

Yeni kurallar, yasadışı içeriden öğrenenlerin ticaretinin içerideki halka açık olmayan materyel bilginin “farkında” olduğu zaman ve bu bilgiye dayanarak menkul kıymetler üzerinde işlem yaptığı zaman gerçekleştiğini çok net bir şekilde ortaya koymaktadır. Fakat, yeni kurallar bir alım – satım planına sadık kalmak koşuluyla içeridekilere bilginin farkındayken de işlem yapma fırsatı tanımaktadır.

Kural 10b5-1 yasadışı içeriden öğrenenlerin ticaretine karşı geçerli savunmalar sunmaktadır. Bu kural altında içidekiler; bir firmanın hisselerinin almak ya da satmak için plan hazırlandığında halka açık olmayan materyel bilgiye sahip olmamak koşulu ile;

- bağlayıcı bir kontrat altına girebilirler,
- bir üçüncü partiye talimat verebilirler, ya da,
- yazılı bir alım – satım planı hazırlayabilirler.

2.2.9 Bilgi Karşılığı Ödül⁹⁸

“Securities Exchange Act of 1934” Bölüm 21A(e) SEC’e bir içerideki alım – satımcıyı kontrol eden kişiyi ya da bilgi fısıldayan bir kişiyi, ya da bir içeridekini yakalamada ve sivil ceza vermede faydalı olabilecek bilgi sağlayan kişilere ödüllendirme yetkisi verir.

Komisyon bilginin değerini ve gönüllü verilir verilmemesini dikkate alarak içeriden öğrenenlerin ticareti sonucunda elde edilen faydanın ya da kaçınılan zararın %10’una kadar ödül verebilir. Önemli bir nokta, kimse ödül almak için birini yasadışı içeriden öğrenenlerin ticareti konusunda kışkırtamaz, bune sevkedecek hareketlerde bulunamaz, tuzak kuramaz. Bu tip hareketlerde bulunup da ödül için başvuranlar ödül alamayacakları gibi ayrıca cezalandırılırlar.

2.3 İngiltere

İngiltere içeriden öğrenenlerin ticaretini sınırlamaya yönelik yasa hazırlayan ilk ülkelerdendir ve ayrıca bu konunun üstüne giden ilk Avrupa ülkesidir. 1825 senesinde kabul edilen “Companies Act”e göre anonim şirketlerin menkul kıymetlere yatırımda bulunacak şahıslara tüm bilgilerin verilmesi yönünde ifadeler yer alarak, şirketlere izahname ve sirkülerde yer alan bilgilerin tam ve doğru biçimde açıklanması zorunluluğu getirilmiştir.

1867 tarihli “Companies Act” yürürlüğe girdikten sonra verilen mahkeme kararlarında şirket idarecilerinin iyi niyete ve itimada dayanan görevleri kavramları yer almaya başlamıştır. Bunun sonucunda amerikan hukukunda da yer alacak “itimada dayanan görev” kavramı doğmuştur. Bu kararların gelişimi ile 1890 yılında “Director’s Liability Act 1890” oluşmuştur. 1967 yılında çıkarılan “Companies Act” ile idarecilere şirkete ait bir hisse üzerinde işlem yaparlarsa, işlemlerini 4 gün içinde yazılı olarak bildirme zorunluluğu getirilmiştir. İdarecilerin reşit olmayan çocuklarının ve karısının adına yapılan işlemlerinde idareci adına sayılacağı hükme bağlanmıştır. 1980 yılında da içeriden öğrenenlerin ticaretinin cezai müeyyidelere bağlandığı bir düzenleme getirilmiştir. 1985 yılındaki “Insider Dealing Act” ile de kimlerin

⁹⁸ SEC, “Insider Trading: Information on Bounties”, www.sec.gov/divisions/enforce/insider.htm, (20/10/2001).

içerideki olabileceği ve hangi muamele ve bilgilerin içeriden öğrenenlerin ticaretine konu olacağı ortaya konmuştur.⁹⁹

İngiltere’de her ne kadar içeriden öğrenenlerin ticaretini sınırlandırmaya yönelik yasalar çok eski tarihlerde gitse ve 1980 yılından bu yana çok ciddi yasalar ile sınırlandırılmaya çalışılsa da Amerika ile kıyasladığımızda çok başarılı olunabildiğini söyleyemeyiz.

1980 – 1998 yılları arasında İngilterede içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili sadece 17 soruşturma yapılmış ve bunların 12’si başarılı olarak sonuçlanmıştır. SEC ise sadece 1997 yılında içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili 57 dava açmıştır. İngiltere’de mevcut yasalar ile bunların uygulanması aşamasında sorunlar çıkmaktadır. Yasalarda “içerideki” kavramı esnek hatlarla çizilmektedir ve içeridekilerin yükümlülükten kolayca kaçmalarına olanak tanımaktadır. Belki de İngiltere’deki en büyük sorun içeriden öğrenenlerin ticaretine sadece kriminal suçlama getirilebilmesidir. Oysa ki Amerika örneğinde görüldüğü gibi güçlü sivil cezalar çok etkili silahlardır.¹⁰⁰

2.4 Fransa

1970 yılında yürürlüğe giren yasa ile Fransa Sermaye Piyasası Kurulu (Commision des Operations de Bourse, COB) içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin özel yetkilerle donatılmıştır. 1989 yılında yürürlüğe giren yasa ile COB’un yetkileri daha da genişletilmiştir.¹⁰¹

Bu düzenlemelerin iki yönü vardır:

- İçeriden öğrenenlere ait menkul kıymetlerin hareketini denetlemeye yönelik önleyici bir eylem. Bu 24 Temmuz 1966 tarihli yasa ve uygulamaya ilişkin kararnamede düzenlenmiştir.

⁹⁹ Asuman Turanboy, “İnsider Muameleleri (Şirkete Ait Gizli Bilgilerin :Haksız Kullanımı)”, 1990, ss. 10-13.

¹⁰⁰ Securities and Exchange Commission, “Insider Trading – A U.S. Perspective”, http://rider.wharton.upenn.edu/waldfogi/SEC_speech.htm#Footnote_48, (10/02/2002).

¹⁰¹ Tezcanlı, s.85

- Bu suçu cezalandırmaya yönelik bir eylem Bu da 28 Eylül 1967 tarihli yasayla düzenlenmiş, uygulama alanı 3 Ocak 1983 tarihli yasayla genişletilmiştir.

2.4.1 İçeriden Öğrenenlere Ait Hisse Senetlerinin Nama Yazılı olması veya Emanet Edilmesi Zorunluluğu¹⁰²

Bir şirketle ilgili bilgilere ulaşma ayrıcalığı olan ve bu şirketle bir bağı bulunan kişilerin elindeki hisse senetleri ya nama yazılı olmak zorundadır ya da bunlar bir şirkete emanet edilmelidir. Bu önlemler komisyona bu kişiler tarafından yapılan borsa işlemlerinin saptanması ve düzenliliğinin sağlanması imkanını tanıyacaktır.

Bu kişiler, şirket hakkındaki bilgilerinden dolayı kendi şirketlerinin menkul kıymetleri üzerinde spekülasyon yapabilirler. Yasada bunu önlemeye yöneliktir.

2.4.1.1 Denetime tabi olan kişiler:

Yasanın getirdiği yükümlülöklere tabi olan ve “içeriden öğrenen” olarak adlandırılan kişiler şunlardır:

- Klasik anonim şirketlerin başkanı, yöneticileri, genel müdürleri,
- Yeni tip anonim şirketlerin yönetim kurulu ve denetleme kurulu üyeleri,
- Komandit şirketlerin denetleme kurulu üyeleri ve müdürleri,
- Bu kişilerin ayrılmamış eşleri.

2.4.1.2 Denetime Tabi Menkul Kıymetler:

Menkul kıymetler borsalarının resmi kotuna alınmış veya kot dışı piyasada işlem gören Fransız şirketlerine ait hisse senetleri denetime tabidir.

¹⁰² Barthelemy Mercadal, İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Konusunda Fransa Deneyimi, çev. Abdullah Akyüz, Ankara: SPK yayını, Ekim 1987

Denetim, yalnızca, ilgili kişinin çalıştığı şirketçe çıkarılan hisse senetlerini değil, ayrıca bu şirkete bağlı şirketler veya ana şirket, veya ana şirkete bağlı başka şirketlerinkinde kapsar.

2.4.2 Ayrıcalıklı Bilgilerin Kötüye Kullanılması

Görevleri nedeniyle menkul kıymet ihraççıların durumları veya perspektifleri veya menkul kıymetin gelişme perspektifi konusunda ayrıcalıklı bilgi edinen içerden öğrenenler ve diğer tüm kişiler, bu bilgiyi kamuoyuna açıklamadan önce doğrudan veya bir aracı vasıtasıyla borsada işlem veya işlemler gerçekleştirir veya bilerek gerçekleşmesini sağlarsa 2 ay ila 2 yıl arası hapis ve/veya 6.000-5.000.000 Frank arası para cezasına çarptırılırlar. Bu son rakam elde edilmiş karın dört katına kadar ve ceza miktarı elde edilmiş kardan düşük olmamak üzere arttırılabilir (28 Eylül 1967 tarihli kararı 83-1 yasasıyla değiştirilmiş 10-1 maddesi)

2.4.3 COB Düzenlemeleri

1990 yılındaki COB tarafından yapılan düzenlemede içerideki bilgi “kamusal olmayan” bilgi olarak değerlendirilmektedir. Örneğin bir firmanın sadece hissedarlarına verilen bir bilgi, içerideki bilgi değildir. İçeriden öğrenenlerin ticaretinde verilen cezai müeyyideler 1967 yasasının ihlali halinde verilen para ve hapis cezaları ile 1990 COB düzenlenmesinin ihlali halinde verilen idari cezalardan oluşmaktadır.¹⁰³

2.5 Avrupa Birliği’nde İçeriden Öğrenenlerin Ticareti

Avrupa Birliği’nde (AB), finansal entegrasyonun sağlanmasına ilişkin olarak üye ülkelerin içeriden öğrenenlerin ticareti düzenlemelerine uymaları istenmektedir. İstenenler 89/592/EEC direktifi altında özetle ele alınacaktır.

¹⁰³ Tezcanlı, s.88

2.5.1 89/592/EEC Direktifi

Direktif AB’de menkul kıymet yatırımcılarının korunması için içeriden öğrenenlerin ticaretinin yasaklanmasına ilişkin ortak bir standart oluşturulmasına yöneliktir. Amaç, sınır ötesi menkul kıymet ticaretinin arttırılması ve özellikle tek avrupa sermaye piyasasının oluşumunu hızlandırmaktır. Direktif hükümlerinin birlik ülkelerce benimsenmesi ile, AB içerisinde harmonizasyonun sağlanmasına çalışmaktadır.

Direktif, üye ülke yetkili otoritelerinin yetki ve işlevlerini onaylamanın yanı sıra, bunlar arasında bilgi alış-verişi ve yükümlülükleri yerine getirebilme yönünde gerekli işbirliği ve koordinasyonu da öngörmektedir. Ancak Direktif, cezai yaptırımlar ile gözetim ve denetim sistemine ilişkin yeterli düzeyde hükümler içermekten uzak olup, konu üye ülkelerin iç düzenlemelerine bırakılmaktadır.

Direktif, ihraççı şirketin ortaklık yapısında önemli değişikliklere yol açan ele geçirme ve birleşme gibi gelişimleri önceden öğrenen içeridekilerin, bu gelişmeler tamamlanıp kamuya açıklanana kadar geçen süre içerisinde çıkar sağlamak amacıyla menkul kıymet işlemi yapmalarını yasaklamaktadır. Bu husus özellikle ele geçirmelerde kamuya açıklanma zamanına kadar alıcının el altından hisse senetlerini toplama olasılığının önlenmesi için getirilmiştir.

Direktif, sadece içerideki herhangi birisinin menkul kıymet işlemi suç saydığı gibi, aynı zamanda bu bilgileri başka kişilere aktarma ve tavsiye etmeyi de yasaklamaktadır. Buna göre birinci dereceden içeridekiler;

- İş, meslek ve görevleri dolayısıyla elde ettikleri bilgileri kamuya açıklanma öncesinde üçüncü kişilere açıklayamaz ve
- Md.3’e göre Md.1(2)’de belirtilen menkul kıymetlerin alım-satımına ilişkin üçüncü taraflara tavsiye veya önerilerde bulunamaz. Üye ülkeler, Md.6’ya göre, ikinci dereceden içeridekileri de bu yasaklamaya dahil edebilmektedirler.

Üye ülkelerin içeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin hukuki düzenlemelerini Direktif çerçevesinde tamamlamaları gerekmektedir. Bu konuda yetkili otoritelerde kurulan gözetim ve

denetleme birimleri arasında işbirliği geliştirilecek ve yardımlaşma sağlanacaktır. Oluşturulan birimler ve mevcut ilgili kuruluşlar arasında her türlü bilgi yardımlaşması yapılabilecek ve içeriden öğrenenlerin ticareti uygulamalarında Md.5 ve 6'ya göre, üye ülkeler arasında gerekli işbirliği ve koordinasyon sağlanabilecektir. Buna göre , ilgili üye devlet şüpheli işlemlerde içeriden öğrenenlerin ticareti olmadığını ileri sürerek diğer üye devletlere bilgi vermekten kaçınmayacaktır.¹⁰⁴

Direktif aynı zamanda çalışanların mesleki sırlarını yetkili otoriteler haricinde kimseye açıklamayacaklarına ilişkin hukuki düzenlemelerde gidilmesini öngörmektedir.

Madde 8 ile yetkili otoriteler arasında işbirliği sağlanması amaçlanmıştır. Madde 9, madde 8'de sözü edilen yetkili otoriteler tarafından istihdam edilen veya istihdam edilmiş olan tüm kişilerin mesleki gizlilik kurallarına bağlı olacaklarını ve kanunda belirtilen durumlar dışında mesleki gizlilik çerçevesinde bilgilerin herhangi bir kişi ya da otoriteye verilmeyeceğini hükme bağlamaktadır.

Her ne kadar mesleki gizlilik ve elde edilen bilgilerin saklanması hükmü getirilse de, gerektiğinde ülkeler arası işbirliği sağlanması için madde 9'daki hükme rağmen madde 8(2)'de sözü edilen güç kullanılarak yetkili otoriteler birbirleriyle işbirliğine gidebilirler. Madde 10 böyle bir açık kapı bırakmaktadır.

İçeriden öğrenenlerin ticaretine ilişkin cezai müeyyideler, üye ülkelerin iç hukuk düzenlemelerine bırakılmaktadır. Üye ülkelerin cezai yaptırımları, Direktif hükümlerindeki asgari şartları yerine getirmek koşuluyla daha ağır hükümler getirebilmelerine izin vermektedir (Md.13).

¹⁰⁴ Tezcanlı, ss.68-74.

2.5.1.1 İçerideki Bilgi

Madde 1(1)'deki tanıma göre “içeriden öğrenilen bilgi” bir veya daha fazla menkul kıymet veya bir veya daha fazla ihraççıya ilişkin kesin nitelikli henüz kamuya açıklanmamış, açıklanırsa söz konusu menkul kıymetin fiyatı üzerinde önemli etkiye sahip olabilecek bir bilgidir.

2.5.1.2 İçeriden Öğrenenlerin Ticaretine Konu Olacak Menkul Kıymet Türleri

Direktifte madde 1(2)'de belirtildiği üzere; “devredilebilir menkul kıymetler” kamu organlarıncı tanınan otoriteler tarafından düzenlenen ve denetlenen ve halkın doğrudan veya dolaylı olarak ulaşabileceği piyasalarda işlem görmek için kabul edilmeleri ve düzenli olarak işlem görmeleri şartıyla aşağıdakileri kapsayacaktır.

- a) Hisse senetleri, tahviller ve diğer pay ve borçlanma araçları
- b) Menkul kıymetleri ele geçirme ve devir sözleşmeleri ile rüçhan hakkı kullanımları
- c) Future kontratları, opsiyonlar ve menkul kıymetlere ilişkin finansal vadeli işlemler, ve
- d) Endeks sözleşmeleri olarak belirlenmektedir.

2.5.1.3 İçeridekiler ve Dışarıdakiler¹⁰⁵

Yine bu direktifte de içeridekiler “birinci dereceden” ve “ikinci dereceden” olarak ayrılmışlardır.

Direktifte madde 2 ile “içerdekiler” kavramına açıklık getirilmekte ve gruplama yapılmaktadır. Menkul kıymetin fiyatı ve piyasayı etkileme gücüne sahip kıymetli bilgileri edinen kişilerin, bu bilgileri menkul kıymet işlemlerinde kullanmaları kısıtlanmakta, söz konusu bilgileri üçüncü kişilere iletmeleri engellenmektedir. Madde 4 ile de dışarıdakiler tanımlanmıştır.

¹⁰⁵ SPK, Menkul Kıymet ve Borsalarla İlgili Avrupa Topluluğu Düzenlemeleri, Ankara: Yayın No.85, 1997, ss.244-245.

İçerdekiler;

- Menkul kıymetleri ihraç eden kurumun yönetici, denetimci ve diğer çalışanlar,
- Menkul kıymetleri ihraç eden kurumun sermayesinde pay sahibi olanlar ve
- İstihdam edildiği kurumda mesleği yada görevleri dolayısıyla içerideki bilgiye ulaşanlar olarak belirtilmektedir.

Madde 4: Üye ülkeler 2 maddede belirtilen yasaklamayı, söz konusu maddede kastedilenler dışında, içeriden öğrenilen bilgiye sahip olunduğunu ve bu bilginin doğrudan veya dolaylı kaynağının madde 2’de belirtilen kişilerden başkasının olamayacağını farkında olan kişilere de uygulayacaktır.

2.6 Almanya¹⁰⁶

Almanya Menkul Kıymetler Borsası, 1988 içeriden öğrenenlerin ticareti yasasına göre,

1. İçerdekiler, içerideki bilgiye dayanarak hiç bir zaman ve şart altında işlem yapamazlar. Bu kural içerideki olamayıp, içeriden bilgiye sahip olanlar için de geçerlidir.
2. Belli emirler sonucunda oluşan işlemler, piyasa yapıcılığı, piyasa düzenleyici, koruyucu banka, vs. hareketleri (1) kapsamına girmez.

İçerdekilerin işlemleri bir kişinin ya da bir üçüncü şahsın yararına gerçekleştirilemez. Bu üçüncü kişi yasal bir kuruluş da olabilir (Örneğin içeridekinin sahip olduğu bir firma).

Bir yönetim kurulu üyesi içerideki bilgiyi üçüncü kişilere açarsa (örneğin çalışan personel) o zaman bu kişilerin içeriden öğrenenlerin ticareti kurallarına katlanacaklarının sağlanması gerekir.

Firmalar çalışanlarını (içerdekileri) içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili prosedürlere uymaya zorlamalıdır. Aynı şekilde bankalar da bunlara uymalı ve kendi içerdekilerini kayıt altına almalıdır.

¹⁰⁶ Federation of the German Stock Exchanges, **Insider Rules_1998**, Frankfurt, ss.6-19.

2.6.1 “İçerideki”nin Anlamı

- a) Bir firmanın yasal temsilcileri ve yönetim kurulu üyeleri,
- b) Yakın ilişkideki yasal temsilciler ve yönetim kurulu üyeleri
- c) Firma hisselerinin %25’inden fazlasını bulunduran hissedarlar,
- d) Firma çalışanları ve firma ile yakından ilgili yerel firmaların çalışanları ve bu firmaların %25’inden fazlasına sahip hissedarları,
- e) İçeriden bilgi öğrenebilecek konumda bulunan firmanın ajansları, vs.,
- f) Normal yollarla içeriden bilgi öğrenebilecek durumdaki, iş gereği firma ile yakın ilişki içinde olan banka çalışanları, yöneticileri, vs.

2.6.2 İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ile Alakalı Menkul Kıymetler

Hisse senedi payları, katılma hakları, çevrilebilir bonolar, garantili tahviller, kara katılma sertifikaları, teminatlar, imza hakları içeriden öğrenenlerin ticaretine konu olabilir. Bunlar;

- a) Firma tarafından,
- b) İlişkili yerel teşebbüsler tarafından,
- c) Yerel bir firma ile çeşitli anlaşmalar sonucunda yayınlanırlar.

Alman yasalarına göre bir soruşturma dahilinde inceleme altında olan kişi ilgili menkul kıymetlerin hangi bankalarda olduğunu ve hangi işlemleri yaptığını söylemek zorundadır. Banka görevlileri bu tip bilgileri vermeleri konusunda zorlanamaz, rızaları alınabilir.

2.6.3 İçerideki Bilgi

İçerideki bilgi, ilgili menkul kıymetin değerini etkileyebilecek açıklanmamış, ya da henüz halk tarafından bilinmeyen bilgidir. Dolayısıyla içerideki bilgi aşağıdaki hareketlerin bilgisini içerebilir.

- Sermaye azaltımı ya da anonim şirket fonları kullanımı dışındaki bir sermaye arttırımı.
- Bir hükmetme, kazanç ya da kayıp anlaşmasına giriş.
- Tender offer ya da satın alma teklifi.
- Konsolidasyon, birleşme, varlıkların transferi, şirket yapısının değişimi.
- Ayrılma, iflas, kapanış.

2.7 Hong Kong¹⁰⁷

Hong Kong borsası Asya'da Tokyo borsasından sonra ikinci büyük borsadır. İçeriden öğrenenlerin ticareti ise 1991 yılından beri sınırlandırılmaktadır.

2 Eylül 1991'de yürürlüğe giren "Securities disclosure of interests ordinance (SDIO)" yasası içeridekinin tanımını yapıp, içeriden öğrenenlerin ticaretinin sınırlarını, kapsamını belirlemiştir. Bu yasayla birlikte bilgilendirme prosedürü ve cezalar getirilmiştir.

2.8 Japonya¹⁰⁸

Amerika'da 1934 yılında çıkan yasa üzerine Japonya'da 1948 yılında çıkarılan "Securities and Exchange Law (SEL)" yasasından beri içeriden öğrenenlerin ticaretinin yasal olup olmadığı tartışılmaktadır. Bu yasadaki md.58 ve md.189 içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili olup md. 189'a göre bir çalışan ya da ana hissedar kendi firma hissesi üzerinde işlem yapıp gelecekteki altı aylık peryodda kazanç elde ederse firma varsa yanlış yapılmış bir harekete karşı bu kişilere dava açabilir. Fakat bir kez olsun bu maddeye dayanarak getirilen suçlamanın kesinleştiği bir dava olmamıştır.

1 Nisan 1989'da Japonya'da içeriden öğrenenlerin ticaretini sınırlayacak yeni yasa yürürlüğe girmiştir. Yeni yasaya göre %10'dan fazla orana sahip hissedarlar ve firma yöneticileri

¹⁰⁷ Michael C. S. Wong, Yan-Leung Cheung ve Lifan Wu, "Insider Trading in the Hong Kong Stock Market", *Asia-Pacific Financial Markets*, v.7, 2000, ss. 275-288.

¹⁰⁸ Junji Masuda, "Securities, Technology Licensing, Corporate Disclosure Laws", 1989, www.hg.org/1010.txt, (10/11/2001).

MOF'a (Japanese Ministry of Finance) en geç 15 gün içinde menkul kıymet alım ya da satımları ile ilgili her türlü işlemlerini bildirmek zorundadırlar. Yasada Amerika'daki yasaların aksine materyel olaylar tanımlanmaktadır. Bu yasayı ihlal edenler ise 6 aya kadar hapis ya da 500.000\$'a kadar para cezası ile cezalandırılabilirler.

Yasa esneklikten biraz uzak görünmektedir. Örneğin bir içeridekinden bilgi alan her hangi bir kişi birincil alıcı kabul edilip "içerideki" sayılmaktadır. Ayrıca 500.000\$'lık üst limit bazı durumlarda çok düşük kalabilecektir.

Kasım 1988'de yürürlüğe giren yasayla MOF bazı belirlenen olayların oluşması durumunda firmalara bunları standart bir form vasıtasıyla bildirme zorunluluğu getirmiştir. Materyel bilgi içeren olaylar ise;

- Firmaya karşı bir dava açılması ya da böyle bir girişim ile karşı karşıya olunması,
- Firmanın birleşmesi, ortaklığa gitmesi, ele geçirilmesi,
- Firma varlıklarını ya da net satışlarını etkileyecek ölçüde firmanın iş hacminin, portföyünün belli bir kısmının transferi,
- Üst düzey bir yöneticinin değişimi,
- Firmanın finansal durumu ve iş hacmi üzerinde etkisi olacak diğer bir takım olayların oluşumu şeklinde sayılabilirler.

2.9 Türkiye

Türkiye'de 1992 yılından itibaren sermaye piyasası kanunu madde 47'ye göre içerden öğrenenlerin ticareti yasaklanmıştır. Madde 47-A_1 içerden öğrenenlerin ticaretinin anlamını ve içeridekilerin kimler olduğunu belirtmektedir.

Madde 47-A_1'e göre, sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri kendisine veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanarak sermaye piyasasında işlem yapanlar arasındaki fırsat eşitliğini bozacak şekilde mameleki yarar sağlamak veya bir zararı bertaraf etmek içerden öğrenenlerin ticaretidir. Bu fiili işleyen 11'inci madde kapsamındaki ihraççılarla, sermaye piyasası kurumlarının veya bunlara

bağlı veya bunlara hakim işletmelerin yönetim kurulu başkan ve üyeleri, yöneticileri, denetçileri, diğer personeli ve bunların dışında mesleki veya görevlerini ifa etmeleri sırasında bilgi sahibi olabilecek durumda olanlarla, bunlarla temasları nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak bilgi sahibi olabilecek durumundaki kişiler, 2 yıldan 5 yıla kadar hapis ve 10 milyar liradan 25 milyar liraya kadar ağır para cezası ile cezalandırılırlar. Suçun işlenmesinde, bu bentte yazılı hallerden iki veya daha fazlası birleşirse, hapis cezasının asgari haddi 3, azami haddi 6 yıldır. 15.12.1999 tarihli 4487 sayılı kanun değişikliği ile, verilecek ağır para cezaları üst sınıra bakılmaksızın suçun işlenmesiyle elde edilen faydanın 3 katından az olamaz (Md. 47-c).¹⁰⁹

Her ne kadar direktt içeriden öğrenenlerin ticareti kavramını içermese de bu kavramla ilişkilendirebilelinecek bazı diğer yasa maddeleri de bulunmaktadır. Sermaye piyasası kanunundaki bu ilgili maddeleri özetlersek;

Md. 1: Kanunun temel amacı, piyasada yatırımcılar arasındaki güven ve itimadın kurulması ve devamlılığının sağlanmasıdır.

Md. 4: Kurul kaydına ilişkin (istenilen bilgi ve belgeler).

Md. 5: Halka açıklık ilkesindeki standartları belirtmekte.

Md. 6: Halka yapılacak açıklama ve bildirimlerin doğru olmayan, abartılı ve yanıltıcı bilgi içermesi durumunda bunların dolaylı veya dolaysız olarak kurul kaydına alınmasıyla sermaye piyasası aracı resmi bir garanti kazanmış sayılmaz.

Md. 7: Sermaye piyasası araçlarının halka arzı ile ilgili.

Md. 10: Halka açıklanması gerekli bilgilerde herhangi bir değişikliğin olması durumunda ihraççı kuruluşlar, değişiklikten sermaye piyasası kurulunu en geç 10 gün içinde haberdar etmek zorunda.

Md. 16: İhraççı ve sermaye piyasası kurumlarının muhasebe standartları, finansal tablolar ile raporlarının hazırlanması ve açıklanmasıyla bağımsız denetim kuruluşlarının fonksiyonlarını yerine getirmesini düzenlemektedir.¹¹⁰

Ülkemiz Sermaye Piyasası Kanununun 16/A maddesine göre “hisse senetleri borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören anonim ortaklıkların yönetim kurulu üyeleri, genel müdür ve yardımcıları ile sermayenin %10 veya daha fazlasına sahip ortakları malik oldukları

¹⁰⁹ 30.7.1981 tarihli 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu.

¹¹⁰ Tezcanlı, ss. 168-171.

anonim ortaklıklara ait hisse senetleriyle ilgili olarak, Kurulun kamuyu aydınlatma açısından gerekli gördüğü bilgileri, belirlenecek şekil ve esaslar dahilinde Kurula ve ilgili borsalara ve teşkilatlanmış diğer piyasalara bildirmekle yükümlüler.¹¹¹

2.10 Yorum

Görüldüğü üzere içerden öğrenenlerin ticareti konusunda çeşitli ülkelerde benzer düzenlemeler yer almaktadır. En ileri seviyedeki düzenlemeler ise Amerika’da yer almakta, tüm dünya ise bu ülkeyi takip etmekte denilebilir.

Genel olarak yasalar ve gelişimleri incelendiğinde bunların hep adım adım geliştikleri gözlemlenmektedir. İngiltere, Amerika gibi oldukça geçmiş yıllarda içerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili düzenlemeler getiren ülkeler zaman içinde yasalardaki boşlukları doldurmuşlar, piyasaları mümkün olduğunca en mükemmel şekilde düzenlemeye çalışmışlardır. Özellikle Amerika’da görüldüğü üzere zaman içinde çok sıkı önlemler alınmış, hatta kişilerin kendi şirket hisse senetlerini alıp-satması çok riskli, ürkütücü hale getirilmiştir. Şirketlere ve yöneticilerinin de, çalışanlarının içerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili yasaları ihlal etmeleri durumunda sorumlu tutulabilmeleri şirketleri bu konuda çok sıkı önlemler almaya ve çalışanlarını bu konuda eğitmeye itmiştir. Gelişmelerin bir neticesi olarak halka açık şirket çalışanları kendi şirketlerinin hisse senetlerini sadece izin verilen kısa bir peryotta oynayabilir hale gelmişlerdir. En son çıkan yasalarla birlikte ise (Regulation FD) şirketler ve çalışanları büyük rahatlığa kavuşmuşlardır. Artık bir sözleşme çerçevesinde her zaman alım – satım yapmak mümkün olacaktır. Kısacası bu yenilik içeridekilere verilen yeni bir hak, düzenlemelerin bir yumuşatılması olarak görülebilir.

Gelişim sürecine baktığımızda yasalardaki açıklar önce dolduruluyor, piyasaya duyulan güvenin artırılması için ve belki de kişilerin bir takım alışkanlıklarından kurtulabilmeleri için çok sıkı önlemler alınıyor. Neredeyse içerdekilerin kendi firma hisselerini yasal anlamdaki ticaretleri bile imkansız hale getiriliyor. Daha sonra istenilen ortam sağlandıktan sonra bir takım haklar verilmeye başlanıyor. Bu gelişim süreci Türkiye’de yapılabilecekleri ortaya

¹¹¹ Sermaye Piyasası Kanunu, Madde 16/A Kamunun Aydınlatılmasında Özel Durumlar.

koyduğumuzda önemli olacaktır. Zira basitçe içerden öğrenenlerin ticareti konusundaki yasaları bu konuda en gelişmiş ülkeden alalım kendi yasamıza koyalım demek yanlış olabileceği gibi uygulamada tamamen etkisiz, geçersiz durumlar ortaya çıkaracaktır.

Bence, Amerika’da ki yasadaki halka açık şirket çalışanlarının bir sözleşme çerçevesinde kendi şirket hisseleri üzerinde oynamalarına izin veren bölümün geliştirilecek yasaya konulması uygulamada sorunlar çıkartacak, ayrıca düzenlemelerin yatırımcılar arasında beklenen güven arttırımını yapmasını önleyecektir. Bence düzenlemeler ile piyasada “bu piyasada insanlar kendi şirket hisse senetlerinin alım satımını yapmaz” fikrini oluşturmak gereklidir. Bu konudaki çalışmalar incelendiğinde yatırımcıların, piyasada içerden öğrenenlerin ticaretinin yapıldığına dair inançlarının yüksek olması ve kendilerinden daha fazla bilgili kişilerin kendilerine karşı işlem yapmasının doğal, mevcut piyasanın bir unsuru olduğuna inanmaları ve dolayısıyla tüm işlemlerini bu gerçeği göz önünde bulundurarak yapmaları bir menkul kıymet piyasası için en tehlikeli durum olarak ortaya çıkmaktadır. Yine başka bir nokta materyelitedir. Geliştirilecek bir kanunda yer alması muhtemel materyel bilgi kavramı bir takım sorunlara yol açabilir. Gelişmiş piyasalarda materyel bir bilgi olarak tanımlanacak bir olay gelişmekte olan piyasalarda materyel olmayabilir. Etik olarak tamamen yasadışı içerden öğrenenlerin ticareti gibi görünen bir olay piyasanın şartlarından ötürü materyel bir bilgi olmayabilir. Açıklandığında menkul kıymet değerini değiştirecek bilgi materyel bilgidir. Fakat Amerika’da da örnekleri görüldüğü gibi içerden öğrenenlerin ticareti suçlamalarına maruz kalanlardan bazıları içerden halka açık olmayan bilgi elde ettiklerini ve buna dayanarak işlem yaptıklarını kabul edip, bu bilginin materyel olmadığını savunarak cezadan kurtulmaya çalışmaktadırlar. Örneklerinde görüldüğü gibi bazı davalarda kişinin elde ettiği bilginin materyel olmaması nedeniyle içerden öğrenenlerin ticaretine ilişkin yasaları ihlal etmediğine karar verilmektedir. Bizim gibi gelişmekte olan piyasalarda hangi bilginin materyel olup, hangisinin olmadığına karar vermek daha zor olacaktır. Anlatılan durumlar için çeşitli öneriler getirilebilir. Örneğin Almanya’da ve bazı diğer ülkelerde olduğu gibi bazı bilgi çeşitleri yasa ile kesinlikle materyel kılınabilir.

Görüldüğü gibi içerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili yasalar farklı boyutlara sahiptirler. Ülkemiz yasalarında yapılabilecek değişiklikler için öneriler bence diğer ülke yasalarının incelenmesi ve doğru, güzel gelen kısımlarının derlenmesi ile tamamlanamaz. Gerçekçi öneriler sunabilmek için, daha doğrusu menkul kıymet piyasalarımızı daha adil ve güvenilir olma

yönünde düzenleme açısından öneriler ortaya koyabilmek için kapsamlı bir anket çalışması yapılmıştır. Yorumlar ilerleyen bölümlerde bu çalışmaya da dayanılarak yapılacaktır.

Burada son olarak söylenebilecek bir nokta, içerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili ülkemizde bulunan mevcut yasa diğerlerine göre çok kısadır, fakat oldukça da net kavramlar içermektedir. Aslında mevcut yasaya dayanarak bir çok suçlama getirmek mümkün görünmektedir. Dolayısıyla yasadan ziyade gözetim mekanizmasında ya da bu mekanizma ile ilgili yasalarda bir takım aksaklıklar bulunduğu ortadadır.



3 TÜRKİYE'DEKİ MENKUL KIYMET PİYASALARININ İNCELENMESİ

Birinci bölümde içeriden öğrenenlerin ticaretini evrensel anlamda açıklamaya ve literatürde yer alan çalışmalara, görüşlere ve örnek olaylara mümkün olduğunca yer vermeye çalıştık. İkinci bölümde ise çeşitli ülkelerdeki yasaları, bu yasaların gelişimlerini çok derin olmasa da aktardık. Tüm bilgiler ışığında içeriden öğrenenlerin ticaretine yorumlar getirmemiz ve bir menkul kıymet piyasasında içeriden öğrenenlerin ticaretini önlemeye yönelik fikirler üretmemiz mümkün görünmektedir. Fakat edindiğimiz bilgiler bu şekilde özellikle bir menkul kıymet pazarı için fikir üretmenin literatür ne kadar incelense de, konuya ne kadar hakim olursa da yüzeysel kalacağı kuşkusunu doğurmaktadır. Bu sebepten dolayı özellikle ülkemizdeki sermaye piyasalarında içeriden öğrenenlerin ticaretini önlemek için bir takım öneriler ortaya koymadan önce bir anket çalışması yapmayı uygun gördük. Bu bölümde içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili Türkiye’de yapılan anket çalışması ile ilgili ayrıntılı bilgiler ve çalışmanın istatistiksel sonuçları yer alacaktır.

3.1 Araştırmanın Amacı

Bu araştırmanın amacı ülkemiz sermaye piyasasında içeriden öğrenenlerin ticaretinine ilişkin veriler elde etmektir. İçeriden öğrenenlerin ticaretinin sermaye piyasalarımızda sınırlandırılmasına yönelik bir takım öneriler ortaya koymayı amaçlamaktayız. Bunun yanı sıra içeriden öğrenenlerin ticaretinin piyasamız açısından ne kadar büyük bir sorun olup olmadığını anlamaya çalışacağız.

Çalışmada ayrıca içeriden öğrenenlerin ticaretinin bilinirliği, yatırımcıların içeriden öğrenenlerin ticaretinin yaygınlığı konusundaki fikirleri, ve menkul kıymetler borsasına duyulan güvenin ölçülmesi amaçlanmıştır. Çalışmaya katılan yatırımcıların demografik özellikleri ve risk alabilme kapasitelerinin de ölçülmesi hedeflenmektedir.

3.2 Araştırmanın Yöntemi

Araştırmada anket yöntemi kullanılmıştır. Anket elektronik ortam, faks ve yüz yüze görüşme yöntemleri kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Anket aynı zamanda “www.kadinlar.com/baris/anket.htm” adresinden internette de yayınlanmıştır. İnternet özellikle halka açık şirketlerin ya da büyük ölçekli şirketlerin çalışanlarına ulaşmada uygun bir yol olarak düşünülmüştür. Şirketlerin yetkilileriyle görüşülerek internet adresinin çalışanlarına yayınlanması konusunda destek talep edilmiştir.

Sabancı Holding, İş Bankası, NTV, CNBC-E, Nurol Yatırım Bankası, Nurol Menkul Değerler, Koç Holding, Show TV, Arçelik, Garanti Bankası, Henkel, Koç Yatırım, Ekinciler Holding, Akbank, Bosch Motor Systems anketin yer aldığı internet adresinin çalışanlarına duyurulması konusunda firma bazında destek vermişlerdir. Diğer yollardan da bu adresin farklı kişilere duyurduğumuzu göz önüne alarak internetten sadece 83 kişinin anketi doldurması çalışmamızın hedeflediğimizden daha düşük bir sayıda kalmasına yol açmıştır.

3.3 Araştırmanın Örnek Kütlesi

Araştırmada borsada en az bir kere alım yapmış kişiler hedeflenmektedir. Fakat borsada hiç işlem yapmamış kişilerin de bazı incelemelerde değerlendirilmeye alınabileceği için anketin yanıtlayabilecekleri soruları doldurmaları istenmiştir.

Anket toplam 481 kişi tarafından yanıtlanmıştır. Bunlardan 79 kişi borsada hiç işlem yapmamış kişilerdir. 402 kişi ise hedeflediğimiz borsada en az bir kere işlem yapmış kişilerdir. Ankette bazı soruların cevaplamada bir çekinme yaratacağı düşüncesiyle ad, soyad, ve çalışılan kurumun yanıtlanması zorunlu tutulmamıştır. Fakat bunların yanı sıra çalışılan şehir ve özellikle meslek konusunda da cevap vermeyen kişi sayısı fazladır. Araştırmanın demografik değişkenlerine ait bilgiler takip eden tablo ve grafiklerde yer almaktadırlar.

Tablo 3.1: Demografi İstatistikleri

	Cinsiyet	Medeni Hal	Çocuk	Yaş	Öğrenim	Çalışılan Şehir
Geçerli Data	478	479	477	478	477	468
Eksik Data	3	2	4	3	4	13

Tablo 3.2: Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları

		Frekanslar	Yüzdeler (%)	Geçerli Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek	121	25,2	25,3
	Kadın	251	74,2	74,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Medeni Durum	Evli	265	55,1	55,3
	Bekar	214	44,5	44,7
	Eksik Değer	2	0,4	
Cocuk	Çocuklu	206	42,8	43,2
	Çocuksuz	271	56,3	56,8
	Eksik Değer	4	0,8	
Yaş	18-25	73	15,2	15,3
	26-30	148	30,8	31,0
	31-45	178	37,0	37,2
	46-50	42	8,7	8,8
	50-	37	7,7	7,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Öğrenim	Ortaokul	14	2,9	2,9
	Lise	72	15,0	15,1
	Üniversite	276	57,4	57,9
	Yüksek Lisans	96	20,0	20,1
	Doktora	19	4,0	4,0
	Eksik Değer	4	0,8	

Tablo 3.1: Demografi İstatistikleri

	Cinsiyet	Medeni Hal	Çocuk	Yaş	Öğrenim	Çalışılan Şehir
Geçerli Data	478	479	477	478	477	468
Eksik Data	3	2	4	3	4	13

Tablo 3.2: Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları

		Frekanslar	Yüzdeler (%)	Geçerli Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek	121	25,2	25,3
	Kadın	251	74,2	74,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Medeni Durum	Evli	265	55,1	55,3
	Bekar	214	44,5	44,7
	Eksik Değer	2	0,4	
Cocuk	Çocuklu	206	42,8	43,2
	Çocuksuz	271	56,3	56,8
	Eksik Değer	4	0,8	
Yaş	18-25	73	15,2	15,3
	26-30	148	30,8	31,0
	31-45	178	37,0	37,2
	46-50	42	8,7	8,8
	50-	37	7,7	7,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Öğrenim	Ortaokul	14	2,9	2,9
	Lise	72	15,0	15,1
	Üniversite	276	57,4	57,9
	Yüksek Lisans	96	20,0	20,1
	Doktora	19	4,0	4,0
	Eksik Değer	4	0,8	

Tablo 3.1: Demografi İstatistikleri

	Cinsiyet	Medeni Hal	Çocuk	Yaş	Öğrenim	Çalışılan Şehir
Geçerli Data	478	479	477	478	477	468
Eksik Data	3	2	4	3	4	13

Tablo 3.2: Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları

		Frekanslar	Yüzdeler (%)	Geçerli Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek	121	25,2	25,3
	Kadın	251	74,2	74,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Medeni Durum	Evli	265	55,1	55,3
	Bekar	214	44,5	44,7
	Eksik Değer	2	0,4	
Cocuk	Çocuklu	206	42,8	43,2
	Çocuksuz	271	56,3	56,8
	Eksik Değer	4	0,8	
Yaş	18-25	73	15,2	15,3
	26-30	148	30,8	31,0
	31-45	178	37,0	37,2
	46-50	42	8,7	8,8
	50-	37	7,7	7,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Öğrenim	Ortaokul	14	2,9	2,9
	Lise	72	15,0	15,1
	Üniversite	276	57,4	57,9
	Yüksek Lisans	96	20,0	20,1
	Doktora	19	4,0	4,0
	Eksik Değer	4	0,8	

Tablo 3.1: Demografi İstatistikleri

	Cinsiyet	Medeni Hal	Çocuk	Yaş	Öğrenim	Çalışılan Şehir
Geçerli Data	478	479	477	478	477	468
Eksik Data	3	2	4	3	4	13

Tablo 3.2: Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları

		Frekanslar	Yüzdeler (%)	Geçerli Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek	121	25,2	25,3
	Kadın	251	74,2	74,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Medeni Durum	Evli	265	55,1	55,3
	Bekar	214	44,5	44,7
	Eksik Değer	2	0,4	
Cocuk	Çocuklu	206	42,8	43,2
	Çocuksuz	271	56,3	56,8
	Eksik Değer	4	0,8	
Yaş	18-25	73	15,2	15,3
	26-30	148	30,8	31,0
	31-45	178	37,0	37,2
	46-50	42	8,7	8,8
	50-	37	7,7	7,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Öğrenim	Ortaokul	14	2,9	2,9
	Lise	72	15,0	15,1
	Üniversite	276	57,4	57,9
	Yüksek Lisans	96	20,0	20,1
	Doktora	19	4,0	4,0
	Eksik Değer	4	0,8	

Tablo 3.1: Demografi İstatistikleri

	Cinsiyet	Medeni Hal	Çocuk	Yaş	Öğrenim	Çalışılan Şehir
Geçerli Data	478	479	477	478	477	468
Eksik Data	3	2	4	3	4	13

Tablo 3.2: Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları

		Frekanslar	Yüzdeler (%)	Geçerli Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek	121	25,2	25,3
	Kadın	251	74,2	74,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Medeni Durum	Evli	265	55,1	55,3
	Bekar	214	44,5	44,7
	Eksik Değer	2	0,4	
Cocuk	Çocuklu	206	42,8	43,2
	Çocuksuz	271	56,3	56,8
	Eksik Değer	4	0,8	
Yaş	18-25	73	15,2	15,3
	26-30	148	30,8	31,0
	31-45	178	37,0	37,2
	46-50	42	8,7	8,8
	50-	37	7,7	7,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Öğrenim	Ortaokul	14	2,9	2,9
	Lise	72	15,0	15,1
	Üniversite	276	57,4	57,9
	Yüksek Lisans	96	20,0	20,1
	Doktora	19	4,0	4,0
	Eksik Değer	4	0,8	

Tablo 3.1: Demografi İstatistikleri

	Cinsiyet	Medeni Hal	Çocuk	Yaş	Öğrenim	Çalışılan Şehir
Geçerli Data	478	479	477	478	477	468
Eksik Data	3	2	4	3	4	13

Tablo 3.2: Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları

		Frekanslar	Yüzdeler (%)	Geçerli Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek	121	25,2	25,3
	Kadın	251	74,2	74,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Medeni Durum	Evli	265	55,1	55,3
	Bekar	214	44,5	44,7
	Eksik Değer	2	0,4	
Cocuk	Çocuklu	206	42,8	43,2
	Çocuksuz	271	56,3	56,8
	Eksik Değer	4	0,8	
Yaş	18-25	73	15,2	15,3
	26-30	148	30,8	31,0
	31-45	178	37,0	37,2
	46-50	42	8,7	8,8
	50-	37	7,7	7,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Öğrenim	Ortaokul	14	2,9	2,9
	Lise	72	15,0	15,1
	Üniversite	276	57,4	57,9
	Yüksek Lisans	96	20,0	20,1
	Doktora	19	4,0	4,0
	Eksik Değer	4	0,8	

Tablo 3.1: Demografi İstatistikleri

	Cinsiyet	Medeni Hal	Çocuk	Yaş	Öğrenim	Çalışılan Şehir
Geçerli Data	478	479	477	478	477	468
Eksik Data	3	2	4	3	4	13

Tablo 3.2: Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları

		Frekanslar	Yüzdeler (%)	Geçerli Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek	121	25,2	25,3
	Kadın	251	74,2	74,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Medeni Durum	Evli	265	55,1	55,3
	Bekar	214	44,5	44,7
	Eksik Değer	2	0,4	
Cocuk	Çocuklu	206	42,8	43,2
	Çocuksuz	271	56,3	56,8
	Eksik Değer	4	0,8	
Yaş	18-25	73	15,2	15,3
	26-30	148	30,8	31,0
	31-45	178	37,0	37,2
	46-50	42	8,7	8,8
	50-	37	7,7	7,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Öğrenim	Ortaokul	14	2,9	2,9
	Lise	72	15,0	15,1
	Üniversite	276	57,4	57,9
	Yüksek Lisans	96	20,0	20,1
	Doktora	19	4,0	4,0
	Eksik Değer	4	0,8	

Tablo 3.1: Demografi İstatistikleri

	Cinsiyet	Medeni Hal	Çocuk	Yaş	Öğrenim	Çalışılan Şehir
Geçerli Data	478	479	477	478	477	468
Eksik Data	3	2	4	3	4	13

Tablo 3.2: Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları

		Frekanslar	Yüzdeler (%)	Geçerli Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek	121	25,2	25,3
	Kadın	251	74,2	74,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Medeni Durum	Evli	265	55,1	55,3
	Bekar	214	44,5	44,7
	Eksik Değer	2	0,4	
Cocuk	Çocuklu	206	42,8	43,2
	Çocuksuz	271	56,3	56,8
	Eksik Değer	4	0,8	
Yaş	18-25	73	15,2	15,3
	26-30	148	30,8	31,0
	31-45	178	37,0	37,2
	46-50	42	8,7	8,8
	50-	37	7,7	7,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Öğrenim	Ortaokul	14	2,9	2,9
	Lise	72	15,0	15,1
	Üniversite	276	57,4	57,9
	Yüksek Lisans	96	20,0	20,1
	Doktora	19	4,0	4,0
	Eksik Değer	4	0,8	

Tablo 3.1: Demografi İstatistikleri

	Cinsiyet	Medeni Hal	Çocuk	Yaş	Öğrenim	Çalışılan Şehir
Geçerli Data	478	479	477	478	477	468
Eksik Data	3	2	4	3	4	13

Tablo 3.2: Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları

		Frekanslar	Yüzdeler (%)	Geçerli Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek	121	25,2	25,3
	Kadın	251	74,2	74,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Medeni Durum	Evli	265	55,1	55,3
	Bekar	214	44,5	44,7
	Eksik Değer	2	0,4	
Cocuk	Çocuklu	206	42,8	43,2
	Çocuksuz	271	56,3	56,8
	Eksik Değer	4	0,8	
Yaş	18-25	73	15,2	15,3
	26-30	148	30,8	31,0
	31-45	178	37,0	37,2
	46-50	42	8,7	8,8
	50-	37	7,7	7,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Öğrenim	Ortaokul	14	2,9	2,9
	Lise	72	15,0	15,1
	Üniversite	276	57,4	57,9
	Yüksek Lisans	96	20,0	20,1
	Doktora	19	4,0	4,0
	Eksik Değer	4	0,8	

Tablo 3.1: Demografi İstatistikleri

	Cinsiyet	Medeni Hal	Çocuk	Yaş	Öğrenim	Çalışılan Şehir
Geçerli Data	478	479	477	478	477	468
Eksik Data	3	2	4	3	4	13

Tablo 3.2: Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları

		Frekanslar	Yüzdeler (%)	Geçerli Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek	121	25,2	25,3
	Kadın	251	74,2	74,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Medeni Durum	Evli	265	55,1	55,3
	Bekar	214	44,5	44,7
	Eksik Değer	2	0,4	
Cocuk	Çocuklu	206	42,8	43,2
	Çocuksuz	271	56,3	56,8
	Eksik Değer	4	0,8	
Yaş	18-25	73	15,2	15,3
	26-30	148	30,8	31,0
	31-45	178	37,0	37,2
	46-50	42	8,7	8,8
	50-	37	7,7	7,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Öğrenim	Ortaokul	14	2,9	2,9
	Lise	72	15,0	15,1
	Üniversite	276	57,4	57,9
	Yüksek Lisans	96	20,0	20,1
	Doktora	19	4,0	4,0
	Eksik Değer	4	0,8	

Tablo 3.1: Demografi İstatistikleri

	Cinsiyet	Medeni Hal	Çocuk	Yaş	Öğrenim	Çalışılan Şehir
Geçerli Data	478	479	477	478	477	468
Eksik Data	3	2	4	3	4	13

Tablo 3.2: Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları

		Frekanslar	Yüzdeler (%)	Geçerli Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek	121	25,2	25,3
	Kadın	251	74,2	74,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Medeni Durum	Evli	265	55,1	55,3
	Bekar	214	44,5	44,7
	Eksik Değer	2	0,4	
Cocuk	Çocuklu	206	42,8	43,2
	Çocuksuz	271	56,3	56,8
	Eksik Değer	4	0,8	
Yaş	18-25	73	15,2	15,3
	26-30	148	30,8	31,0
	31-45	178	37,0	37,2
	46-50	42	8,7	8,8
	50-	37	7,7	7,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Öğrenim	Ortaokul	14	2,9	2,9
	Lise	72	15,0	15,1
	Üniversite	276	57,4	57,9
	Yüksek Lisans	96	20,0	20,1
	Doktora	19	4,0	4,0
	Eksik Değer	4	0,8	

Tablo 3.1: Demografi İstatistikleri

	Cinsiyet	Medeni Hal	Çocuk	Yaş	Öğrenim	Çalışılan Şehir
Geçerli Data	478	479	477	478	477	468
Eksik Data	3	2	4	3	4	13

Tablo 3.2: Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları

		Frekanslar	Yüzdeler (%)	Geçerli Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek	121	25,2	25,3
	Kadın	251	74,2	74,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Medeni Durum	Evli	265	55,1	55,3
	Bekar	214	44,5	44,7
	Eksik Değer	2	0,4	
Cocuk	Çocuklu	206	42,8	43,2
	Çocuksuz	271	56,3	56,8
	Eksik Değer	4	0,8	
Yaş	18-25	73	15,2	15,3
	26-30	148	30,8	31,0
	31-45	178	37,0	37,2
	46-50	42	8,7	8,8
	50-	37	7,7	7,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Öğrenim	Ortaokul	14	2,9	2,9
	Lise	72	15,0	15,1
	Üniversite	276	57,4	57,9
	Yüksek Lisans	96	20,0	20,1
	Doktora	19	4,0	4,0
	Eksik Değer	4	0,8	

Tablo 3.1: Demografi İstatistikleri

	Cinsiyet	Medeni Hal	Çocuk	Yaş	Öğrenim	Çalışılan Şehir
Geçerli Data	478	479	477	478	477	468
Eksik Data	3	2	4	3	4	13

Tablo 3.2: Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları

		Frekanslar	Yüzdeler (%)	Geçerli Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek	121	25,2	25,3
	Kadın	251	74,2	74,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Medeni Durum	Evli	265	55,1	55,3
	Bekar	214	44,5	44,7
	Eksik Değer	2	0,4	
Cocuk	Çocuklu	206	42,8	43,2
	Çocuksuz	271	56,3	56,8
	Eksik Değer	4	0,8	
Yaş	18-25	73	15,2	15,3
	26-30	148	30,8	31,0
	31-45	178	37,0	37,2
	46-50	42	8,7	8,8
	50-	37	7,7	7,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Öğrenim	Ortaokul	14	2,9	2,9
	Lise	72	15,0	15,1
	Üniversite	276	57,4	57,9
	Yüksek Lisans	96	20,0	20,1
	Doktora	19	4,0	4,0
	Eksik Değer	4	0,8	

Tablo 3.1: Demografi İstatistikleri

	Cinsiyet	Medeni Hal	Çocuk	Yaş	Öğrenim	Çalışılan Şehir
Geçerli Data	478	479	477	478	477	468
Eksik Data	3	2	4	3	4	13

Tablo 3.2: Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları

		Frekanslar	Yüzdeler (%)	Geçerli Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek	121	25,2	25,3
	Kadın	251	74,2	74,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Medeni Durum	Evli	265	55,1	55,3
	Bekar	214	44,5	44,7
	Eksik Değer	2	0,4	
Cocuk	Çocuklu	206	42,8	43,2
	Çocuksuz	271	56,3	56,8
	Eksik Değer	4	0,8	
Yaş	18-25	73	15,2	15,3
	26-30	148	30,8	31,0
	31-45	178	37,0	37,2
	46-50	42	8,7	8,8
	50-	37	7,7	7,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Öğrenim	Ortaokul	14	2,9	2,9
	Lise	72	15,0	15,1
	Üniversite	276	57,4	57,9
	Yüksek Lisans	96	20,0	20,1
	Doktora	19	4,0	4,0
	Eksik Değer	4	0,8	

Tablo 3.1: Demografi İstatistikleri

	Cinsiyet	Medeni Hal	Çocuk	Yaş	Öğrenim	Çalışılan Şehir
Geçerli Data	478	479	477	478	477	468
Eksik Data	3	2	4	3	4	13

Tablo 3.2: Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları

		Frekanslar	Yüzdeler (%)	Geçerli Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek	121	25,2	25,3
	Kadın	251	74,2	74,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Medeni Durum	Evli	265	55,1	55,3
	Bekar	214	44,5	44,7
	Eksik Değer	2	0,4	
Cocuk	Çocuklu	206	42,8	43,2
	Çocuksuz	271	56,3	56,8
	Eksik Değer	4	0,8	
Yaş	18-25	73	15,2	15,3
	26-30	148	30,8	31,0
	31-45	178	37,0	37,2
	46-50	42	8,7	8,8
	50-	37	7,7	7,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Öğrenim	Ortaokul	14	2,9	2,9
	Lise	72	15,0	15,1
	Üniversite	276	57,4	57,9
	Yüksek Lisans	96	20,0	20,1
	Doktora	19	4,0	4,0
	Eksik Değer	4	0,8	

Tablo 3.1: Demografi İstatistikleri

	Cinsiyet	Medeni Hal	Çocuk	Yaş	Öğrenim	Çalışılan Şehir
Geçerli Data	478	479	477	478	477	468
Eksik Data	3	2	4	3	4	13

Tablo 3.2: Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları

		Frekanslar	Yüzdeler (%)	Geçerli Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek	121	25,2	25,3
	Kadın	251	74,2	74,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Medeni Durum	Evli	265	55,1	55,3
	Bekar	214	44,5	44,7
	Eksik Değer	2	0,4	
Cocuk	Çocuklu	206	42,8	43,2
	Çocuksuz	271	56,3	56,8
	Eksik Değer	4	0,8	
Yaş	18-25	73	15,2	15,3
	26-30	148	30,8	31,0
	31-45	178	37,0	37,2
	46-50	42	8,7	8,8
	50-	37	7,7	7,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Öğrenim	Ortaokul	14	2,9	2,9
	Lise	72	15,0	15,1
	Üniversite	276	57,4	57,9
	Yüksek Lisans	96	20,0	20,1
	Doktora	19	4,0	4,0
	Eksik Değer	4	0,8	

Tablo 3.1: Demografi İstatistikleri

	Cinsiyet	Medeni Hal	Çocuk	Yaş	Öğrenim	Çalışılan Şehir
Geçerli Data	478	479	477	478	477	468
Eksik Data	3	2	4	3	4	13

Tablo 3.2: Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları

		Frekanslar	Yüzdeler (%)	Geçerli Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek	121	25,2	25,3
	Kadın	251	74,2	74,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Medeni Durum	Evli	265	55,1	55,3
	Bekar	214	44,5	44,7
	Eksik Değer	2	0,4	
Cocuk	Çocuklu	206	42,8	43,2
	Çocuksuz	271	56,3	56,8
	Eksik Değer	4	0,8	
Yaş	18-25	73	15,2	15,3
	26-30	148	30,8	31,0
	31-45	178	37,0	37,2
	46-50	42	8,7	8,8
	50-	37	7,7	7,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Öğrenim	Ortaokul	14	2,9	2,9
	Lise	72	15,0	15,1
	Üniversite	276	57,4	57,9
	Yüksek Lisans	96	20,0	20,1
	Doktora	19	4,0	4,0
	Eksik Değer	4	0,8	

Tablo 3.1: Demografi İstatistikleri

	Cinsiyet	Medeni Hal	Çocuk	Yaş	Öğrenim	Çalışılan Şehir
Geçerli Data	478	479	477	478	477	468
Eksik Data	3	2	4	3	4	13

Tablo 3.2: Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları

		Frekanslar	Yüzdeler (%)	Geçerli Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek	121	25,2	25,3
	Kadın	251	74,2	74,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Medeni Durum	Evli	265	55,1	55,3
	Bekar	214	44,5	44,7
	Eksik Değer	2	0,4	
Cocuk	Çocuklu	206	42,8	43,2
	Çocuksuz	271	56,3	56,8
	Eksik Değer	4	0,8	
Yaş	18-25	73	15,2	15,3
	26-30	148	30,8	31,0
	31-45	178	37,0	37,2
	46-50	42	8,7	8,8
	50-	37	7,7	7,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Öğrenim	Ortaokul	14	2,9	2,9
	Lise	72	15,0	15,1
	Üniversite	276	57,4	57,9
	Yüksek Lisans	96	20,0	20,1
	Doktora	19	4,0	4,0
	Eksik Değer	4	0,8	

Tablo 3.1: Demografi İstatistikleri

	Cinsiyet	Medeni Hal	Çocuk	Yaş	Öğrenim	Çalışılan Şehir
Geçerli Data	478	479	477	478	477	468
Eksik Data	3	2	4	3	4	13

Tablo 3.2: Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları

		Frekanslar	Yüzdeler (%)	Geçerli Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek	121	25,2	25,3
	Kadın	251	74,2	74,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Medeni Durum	Evli	265	55,1	55,3
	Bekar	214	44,5	44,7
	Eksik Değer	2	0,4	
Cocuk	Çocuklu	206	42,8	43,2
	Çocuksuz	271	56,3	56,8
	Eksik Değer	4	0,8	
Yaş	18-25	73	15,2	15,3
	26-30	148	30,8	31,0
	31-45	178	37,0	37,2
	46-50	42	8,7	8,8
	50-	37	7,7	7,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Öğrenim	Ortaokul	14	2,9	2,9
	Lise	72	15,0	15,1
	Üniversite	276	57,4	57,9
	Yüksek Lisans	96	20,0	20,1
	Doktora	19	4,0	4,0
	Eksik Değer	4	0,8	

Tablo 3.1: Demografi İstatistikleri

	Cinsiyet	Medeni Hal	Çocuk	Yaş	Öğrenim	Çalışılan Şehir
Geçerli Data	478	479	477	478	477	468
Eksik Data	3	2	4	3	4	13

Tablo 3.2: Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları

		Frekanslar	Yüzdeler (%)	Geçerli Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek	121	25,2	25,3
	Kadın	251	74,2	74,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Medeni Durum	Evli	265	55,1	55,3
	Bekar	214	44,5	44,7
	Eksik Değer	2	0,4	
Cocuk	Çocuklu	206	42,8	43,2
	Çocuksuz	271	56,3	56,8
	Eksik Değer	4	0,8	
Yaş	18-25	73	15,2	15,3
	26-30	148	30,8	31,0
	31-45	178	37,0	37,2
	46-50	42	8,7	8,8
	50-	37	7,7	7,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Öğrenim	Ortaokul	14	2,9	2,9
	Lise	72	15,0	15,1
	Üniversite	276	57,4	57,9
	Yüksek Lisans	96	20,0	20,1
	Doktora	19	4,0	4,0
	Eksik Değer	4	0,8	

Tablo 3.1: Demografi İstatistikleri

	Cinsiyet	Medeni Hal	Çocuk	Yaş	Öğrenim	Çalışılan Şehir
Geçerli Data	478	479	477	478	477	468
Eksik Data	3	2	4	3	4	13

Tablo 3.2: Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları

		Frekanslar	Yüzdeler (%)	Geçerli Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek	121	25,2	25,3
	Kadın	251	74,2	74,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Medeni Durum	Evli	265	55,1	55,3
	Bekar	214	44,5	44,7
	Eksik Değer	2	0,4	
Cocuk	Çocuklu	206	42,8	43,2
	Çocuksuz	271	56,3	56,8
	Eksik Değer	4	0,8	
Yaş	18-25	73	15,2	15,3
	26-30	148	30,8	31,0
	31-45	178	37,0	37,2
	46-50	42	8,7	8,8
	50-	37	7,7	7,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Öğrenim	Ortaokul	14	2,9	2,9
	Lise	72	15,0	15,1
	Üniversite	276	57,4	57,9
	Yüksek Lisans	96	20,0	20,1
	Doktora	19	4,0	4,0
	Eksik Değer	4	0,8	

Tablo 3.1: Demografi İstatistikleri

	Cinsiyet	Medeni Hal	Çocuk	Yaş	Öğrenim	Çalışılan Şehir
Geçerli Data	478	479	477	478	477	468
Eksik Data	3	2	4	3	4	13

Tablo 3.2: Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları

		Frekanslar	Yüzdeler (%)	Geçerli Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek	121	25,2	25,3
	Kadın	251	74,2	74,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Medeni Durum	Evli	265	55,1	55,3
	Bekar	214	44,5	44,7
	Eksik Değer	2	0,4	
Cocuk	Çocuklu	206	42,8	43,2
	Çocuksuz	271	56,3	56,8
	Eksik Değer	4	0,8	
Yaş	18-25	73	15,2	15,3
	26-30	148	30,8	31,0
	31-45	178	37,0	37,2
	46-50	42	8,7	8,8
	50-	37	7,7	7,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Öğrenim	Ortaokul	14	2,9	2,9
	Lise	72	15,0	15,1
	Üniversite	276	57,4	57,9
	Yüksek Lisans	96	20,0	20,1
	Doktora	19	4,0	4,0
	Eksik Değer	4	0,8	

Tablo 3.1: Demografi İstatistikleri

	Cinsiyet	Medeni Hal	Çocuk	Yaş	Öğrenim	Çalışılan Şehir
Geçerli Data	478	479	477	478	477	468
Eksik Data	3	2	4	3	4	13

Tablo 3.2: Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları

		Frekanslar	Yüzdeler (%)	Geçerli Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek	121	25,2	25,3
	Kadın	251	74,2	74,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Medeni Durum	Evli	265	55,1	55,3
	Bekar	214	44,5	44,7
	Eksik Değer	2	0,4	
Cocuk	Çocuklu	206	42,8	43,2
	Çocuksuz	271	56,3	56,8
	Eksik Değer	4	0,8	
Yaş	18-25	73	15,2	15,3
	26-30	148	30,8	31,0
	31-45	178	37,0	37,2
	46-50	42	8,7	8,8
	50-	37	7,7	7,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Öğrenim	Ortaokul	14	2,9	2,9
	Lise	72	15,0	15,1
	Üniversite	276	57,4	57,9
	Yüksek Lisans	96	20,0	20,1
	Doktora	19	4,0	4,0
	Eksik Değer	4	0,8	

Tablo 3.1: Demografi İstatistikleri

	Cinsiyet	Medeni Hal	Çocuk	Yaş	Öğrenim	Çalışılan Şehir
Geçerli Data	478	479	477	478	477	468
Eksik Data	3	2	4	3	4	13

Tablo 3.2: Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları

		Frekanslar	Yüzdeler (%)	Geçerli Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek	121	25,2	25,3
	Kadın	251	74,2	74,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Medeni Durum	Evli	265	55,1	55,3
	Bekar	214	44,5	44,7
	Eksik Değer	2	0,4	
Cocuk	Çocuklu	206	42,8	43,2
	Çocuksuz	271	56,3	56,8
	Eksik Değer	4	0,8	
Yaş	18-25	73	15,2	15,3
	26-30	148	30,8	31,0
	31-45	178	37,0	37,2
	46-50	42	8,7	8,8
	50-	37	7,7	7,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Öğrenim	Ortaokul	14	2,9	2,9
	Lise	72	15,0	15,1
	Üniversite	276	57,4	57,9
	Yüksek Lisans	96	20,0	20,1
	Doktora	19	4,0	4,0
	Eksik Değer	4	0,8	

Tablo 3.1: Demografi İstatistikleri

	Cinsiyet	Medeni Hal	Çocuk	Yaş	Öğrenim	Çalışılan Şehir
Geçerli Data	478	479	477	478	477	468
Eksik Data	3	2	4	3	4	13

Tablo 3.2: Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları

		Frekanslar	Yüzdeler (%)	Geçerli Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek	121	25,2	25,3
	Kadın	251	74,2	74,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Medeni Durum	Evli	265	55,1	55,3
	Bekar	214	44,5	44,7
	Eksik Değer	2	0,4	
Cocuk	Çocuklu	206	42,8	43,2
	Çocuksuz	271	56,3	56,8
	Eksik Değer	4	0,8	
Yaş	18-25	73	15,2	15,3
	26-30	148	30,8	31,0
	31-45	178	37,0	37,2
	46-50	42	8,7	8,8
	50-	37	7,7	7,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Öğrenim	Ortaokul	14	2,9	2,9
	Lise	72	15,0	15,1
	Üniversite	276	57,4	57,9
	Yüksek Lisans	96	20,0	20,1
	Doktora	19	4,0	4,0
	Eksik Değer	4	0,8	

Tablo 3.1: Demografi İstatistikleri

	Cinsiyet	Medeni Hal	Çocuk	Yaş	Öğrenim	Çalışılan Şehir
Geçerli Data	478	479	477	478	477	468
Eksik Data	3	2	4	3	4	13

Tablo 3.2: Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları

		Frekanslar	Yüzdeler (%)	Geçerli Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek	121	25,2	25,3
	Kadın	251	74,2	74,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Medeni Durum	Evli	265	55,1	55,3
	Bekar	214	44,5	44,7
	Eksik Değer	2	0,4	
Cocuk	Çocuklu	206	42,8	43,2
	Çocuksuz	271	56,3	56,8
	Eksik Değer	4	0,8	
Yaş	18-25	73	15,2	15,3
	26-30	148	30,8	31,0
	31-45	178	37,0	37,2
	46-50	42	8,7	8,8
	50-	37	7,7	7,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Öğrenim	Ortaokul	14	2,9	2,9
	Lise	72	15,0	15,1
	Üniversite	276	57,4	57,9
	Yüksek Lisans	96	20,0	20,1
	Doktora	19	4,0	4,0
	Eksik Değer	4	0,8	

Tablo 3.1: Demografi İstatistikleri

	Cinsiyet	Medeni Hal	Çocuk	Yaş	Öğrenim	Çalışılan Şehir
Geçerli Data	478	479	477	478	477	468
Eksik Data	3	2	4	3	4	13

Tablo 3.2: Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları

		Frekanslar	Yüzdeler (%)	Geçerli Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek	121	25,2	25,3
	Kadın	251	74,2	74,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Medeni Durum	Evli	265	55,1	55,3
	Bekar	214	44,5	44,7
	Eksik Değer	2	0,4	
Cocuk	Çocuklu	206	42,8	43,2
	Çocuksuz	271	56,3	56,8
	Eksik Değer	4	0,8	
Yaş	18-25	73	15,2	15,3
	26-30	148	30,8	31,0
	31-45	178	37,0	37,2
	46-50	42	8,7	8,8
	50-	37	7,7	7,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Öğrenim	Ortaokul	14	2,9	2,9
	Lise	72	15,0	15,1
	Üniversite	276	57,4	57,9
	Yüksek Lisans	96	20,0	20,1
	Doktora	19	4,0	4,0
	Eksik Değer	4	0,8	

Tablo 3.1: Demografi İstatistikleri

	Cinsiyet	Medeni Hal	Çocuk	Yaş	Öğrenim	Çalışılan Şehir
Geçerli Data	478	479	477	478	477	468
Eksik Data	3	2	4	3	4	13

Tablo 3.2: Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları

		Frekanslar	Yüzdeler (%)	Geçerli Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek	121	25,2	25,3
	Kadın	251	74,2	74,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Medeni Durum	Evli	265	55,1	55,3
	Bekar	214	44,5	44,7
	Eksik Değer	2	0,4	
Cocuk	Çocuklu	206	42,8	43,2
	Çocuksuz	271	56,3	56,8
	Eksik Değer	4	0,8	
Yaş	18-25	73	15,2	15,3
	26-30	148	30,8	31,0
	31-45	178	37,0	37,2
	46-50	42	8,7	8,8
	50-	37	7,7	7,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Öğrenim	Ortaokul	14	2,9	2,9
	Lise	72	15,0	15,1
	Üniversite	276	57,4	57,9
	Yüksek Lisans	96	20,0	20,1
	Doktora	19	4,0	4,0
	Eksik Değer	4	0,8	

Tablo 3.1: Demografi İstatistikleri

	Cinsiyet	Medeni Hal	Çocuk	Yaş	Öğrenim	Çalışılan Şehir
Geçerli Data	478	479	477	478	477	468
Eksik Data	3	2	4	3	4	13

Tablo 3.2: Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları

		Frekanslar	Yüzdeler (%)	Geçerli Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek	121	25,2	25,3
	Kadın	251	74,2	74,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Medeni Durum	Evli	265	55,1	55,3
	Bekar	214	44,5	44,7
	Eksik Değer	2	0,4	
Cocuk	Çocuklu	206	42,8	43,2
	Çocuksuz	271	56,3	56,8
	Eksik Değer	4	0,8	
Yaş	18-25	73	15,2	15,3
	26-30	148	30,8	31,0
	31-45	178	37,0	37,2
	46-50	42	8,7	8,8
	50-	37	7,7	7,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Öğrenim	Ortaokul	14	2,9	2,9
	Lise	72	15,0	15,1
	Üniversite	276	57,4	57,9
	Yüksek Lisans	96	20,0	20,1
	Doktora	19	4,0	4,0
	Eksik Değer	4	0,8	

Tablo 3.1: Demografi İstatistikleri

	Cinsiyet	Medeni Hal	Çocuk	Yaş	Öğrenim	Çalışılan Şehir
Geçerli Data	478	479	477	478	477	468
Eksik Data	3	2	4	3	4	13

Tablo 3.2: Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları

		Frekanslar	Yüzdeler (%)	Geçerli Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek	121	25,2	25,3
	Kadın	251	74,2	74,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Medeni Durum	Evli	265	55,1	55,3
	Bekar	214	44,5	44,7
	Eksik Değer	2	0,4	
Cocuk	Çocuklu	206	42,8	43,2
	Çocuksuz	271	56,3	56,8
	Eksik Değer	4	0,8	
Yaş	18-25	73	15,2	15,3
	26-30	148	30,8	31,0
	31-45	178	37,0	37,2
	46-50	42	8,7	8,8
	50-	37	7,7	7,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Öğrenim	Ortaokul	14	2,9	2,9
	Lise	72	15,0	15,1
	Üniversite	276	57,4	57,9
	Yüksek Lisans	96	20,0	20,1
	Doktora	19	4,0	4,0
	Eksik Değer	4	0,8	

Tablo 3.1: Demografi İstatistikleri

	Cinsiyet	Medeni Hal	Çocuk	Yaş	Öğrenim	Çalışılan Şehir
Geçerli Data	478	479	477	478	477	468
Eksik Data	3	2	4	3	4	13

Tablo 3.2: Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları

		Frekanslar	Yüzdeler (%)	Geçerli Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek	121	25,2	25,3
	Kadın	251	74,2	74,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Medeni Durum	Evli	265	55,1	55,3
	Bekar	214	44,5	44,7
	Eksik Değer	2	0,4	
Cocuk	Çocuklu	206	42,8	43,2
	Çocuksuz	271	56,3	56,8
	Eksik Değer	4	0,8	
Yaş	18-25	73	15,2	15,3
	26-30	148	30,8	31,0
	31-45	178	37,0	37,2
	46-50	42	8,7	8,8
	50-	37	7,7	7,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Öğrenim	Ortaokul	14	2,9	2,9
	Lise	72	15,0	15,1
	Üniversite	276	57,4	57,9
	Yüksek Lisans	96	20,0	20,1
	Doktora	19	4,0	4,0
	Eksik Değer	4	0,8	

Tablo 3.1: Demografi İstatistikleri

	Cinsiyet	Medeni Hal	Çocuk	Yaş	Öğrenim	Çalışılan Şehir
Geçerli Data	478	479	477	478	477	468
Eksik Data	3	2	4	3	4	13

Tablo 3.2: Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları

		Frekanslar	Yüzdeler (%)	Geçerli Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek	121	25,2	25,3
	Kadın	251	74,2	74,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Medeni Durum	Evli	265	55,1	55,3
	Bekar	214	44,5	44,7
	Eksik Değer	2	0,4	
Cocuk	Çocuklu	206	42,8	43,2
	Çocuksuz	271	56,3	56,8
	Eksik Değer	4	0,8	
Yaş	18-25	73	15,2	15,3
	26-30	148	30,8	31,0
	31-45	178	37,0	37,2
	46-50	42	8,7	8,8
	50-	37	7,7	7,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Öğrenim	Ortaokul	14	2,9	2,9
	Lise	72	15,0	15,1
	Üniversite	276	57,4	57,9
	Yüksek Lisans	96	20,0	20,1
	Doktora	19	4,0	4,0
	Eksik Değer	4	0,8	

Tablo 3.1: Demografi İstatistikleri

	Cinsiyet	Medeni Hal	Çocuk	Yaş	Öğrenim	Çalışılan Şehir
Geçerli Data	478	479	477	478	477	468
Eksik Data	3	2	4	3	4	13

Tablo 3.2: Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları

		Frekanslar	Yüzdeler (%)	Geçerli Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek	121	25,2	25,3
	Kadın	251	74,2	74,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Medeni Durum	Evli	265	55,1	55,3
	Bekar	214	44,5	44,7
	Eksik Değer	2	0,4	
Cocuk	Çocuklu	206	42,8	43,2
	Çocuksuz	271	56,3	56,8
	Eksik Değer	4	0,8	
Yaş	18-25	73	15,2	15,3
	26-30	148	30,8	31,0
	31-45	178	37,0	37,2
	46-50	42	8,7	8,8
	50-	37	7,7	7,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Öğrenim	Ortaokul	14	2,9	2,9
	Lise	72	15,0	15,1
	Üniversite	276	57,4	57,9
	Yüksek Lisans	96	20,0	20,1
	Doktora	19	4,0	4,0
	Eksik Değer	4	0,8	

Tablo 3.1: Demografi İstatistikleri

	Cinsiyet	Medeni Hal	Çocuk	Yaş	Öğrenim	Çalışılan Şehir
Geçerli Data	478	479	477	478	477	468
Eksik Data	3	2	4	3	4	13

Tablo 3.2: Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları

		Frekanslar	Yüzdeler (%)	Geçerli Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek	121	25,2	25,3
	Kadın	251	74,2	74,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Medeni Durum	Evli	265	55,1	55,3
	Bekar	214	44,5	44,7
	Eksik Değer	2	0,4	
Cocuk	Çocuklu	206	42,8	43,2
	Çocuksuz	271	56,3	56,8
	Eksik Değer	4	0,8	
Yaş	18-25	73	15,2	15,3
	26-30	148	30,8	31,0
	31-45	178	37,0	37,2
	46-50	42	8,7	8,8
	50-	37	7,7	7,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Öğrenim	Ortaokul	14	2,9	2,9
	Lise	72	15,0	15,1
	Üniversite	276	57,4	57,9
	Yüksek Lisans	96	20,0	20,1
	Doktora	19	4,0	4,0
	Eksik Değer	4	0,8	

Tablo 3.1: Demografi İstatistikleri

	Cinsiyet	Medeni Hal	Çocuk	Yaş	Öğrenim	Çalışılan Şehir
Geçerli Data	478	479	477	478	477	468
Eksik Data	3	2	4	3	4	13

Tablo 3.2: Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları

		Frekanslar	Yüzdeler (%)	Geçerli Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek	121	25,2	25,3
	Kadın	251	74,2	74,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Medeni Durum	Evli	265	55,1	55,3
	Bekar	214	44,5	44,7
	Eksik Değer	2	0,4	
Cocuk	Çocuklu	206	42,8	43,2
	Çocuksuz	271	56,3	56,8
	Eksik Değer	4	0,8	
Yaş	18-25	73	15,2	15,3
	26-30	148	30,8	31,0
	31-45	178	37,0	37,2
	46-50	42	8,7	8,8
	50-	37	7,7	7,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Öğrenim	Ortaokul	14	2,9	2,9
	Lise	72	15,0	15,1
	Üniversite	276	57,4	57,9
	Yüksek Lisans	96	20,0	20,1
	Doktora	19	4,0	4,0
	Eksik Değer	4	0,8	

Tablo 3.1: Demografi İstatistikleri

	Cinsiyet	Medeni Hal	Çocuk	Yaş	Öğrenim	Çalışılan Şehir
Geçerli Data	478	479	477	478	477	468
Eksik Data	3	2	4	3	4	13

Tablo 3.2: Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları

		Frekanslar	Yüzdeler (%)	Geçerli Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek	121	25,2	25,3
	Kadın	251	74,2	74,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Medeni Durum	Evli	265	55,1	55,3
	Bekar	214	44,5	44,7
	Eksik Değer	2	0,4	
Cocuk	Çocuklu	206	42,8	43,2
	Çocuksuz	271	56,3	56,8
	Eksik Değer	4	0,8	
Yaş	18-25	73	15,2	15,3
	26-30	148	30,8	31,0
	31-45	178	37,0	37,2
	46-50	42	8,7	8,8
	50-	37	7,7	7,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Öğrenim	Ortaokul	14	2,9	2,9
	Lise	72	15,0	15,1
	Üniversite	276	57,4	57,9
	Yüksek Lisans	96	20,0	20,1
	Doktora	19	4,0	4,0
	Eksik Değer	4	0,8	

Tablo 3.1: Demografi İstatistikleri

	Cinsiyet	Medeni Hal	Çocuk	Yaş	Öğrenim	Çalışılan Şehir
Geçerli Data	478	479	477	478	477	468
Eksik Data	3	2	4	3	4	13

Tablo 3.2: Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları

		Frekanslar	Yüzdeler (%)	Geçerli Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek	121	25,2	25,3
	Kadın	251	74,2	74,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Medeni Durum	Evli	265	55,1	55,3
	Bekar	214	44,5	44,7
	Eksik Değer	2	0,4	
Cocuk	Çocuklu	206	42,8	43,2
	Çocuksuz	271	56,3	56,8
	Eksik Değer	4	0,8	
Yaş	18-25	73	15,2	15,3
	26-30	148	30,8	31,0
	31-45	178	37,0	37,2
	46-50	42	8,7	8,8
	50-	37	7,7	7,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Öğrenim	Ortaokul	14	2,9	2,9
	Lise	72	15,0	15,1
	Üniversite	276	57,4	57,9
	Yüksek Lisans	96	20,0	20,1
	Doktora	19	4,0	4,0
	Eksik Değer	4	0,8	

Tablo 3.1: Demografi İstatistikleri

	Cinsiyet	Medeni Hal	Çocuk	Yaş	Öğrenim	Çalışılan Şehir
Geçerli Data	478	479	477	478	477	468
Eksik Data	3	2	4	3	4	13

Tablo 3.2: Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları

		Frekanslar	Yüzdeler (%)	Geçerli Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek	121	25,2	25,3
	Kadın	251	74,2	74,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Medeni Durum	Evli	265	55,1	55,3
	Bekar	214	44,5	44,7
	Eksik Değer	2	0,4	
Cocuk	Çocuklu	206	42,8	43,2
	Çocuksuz	271	56,3	56,8
	Eksik Değer	4	0,8	
Yaş	18-25	73	15,2	15,3
	26-30	148	30,8	31,0
	31-45	178	37,0	37,2
	46-50	42	8,7	8,8
	50-	37	7,7	7,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Öğrenim	Ortaokul	14	2,9	2,9
	Lise	72	15,0	15,1
	Üniversite	276	57,4	57,9
	Yüksek Lisans	96	20,0	20,1
	Doktora	19	4,0	4,0
	Eksik Değer	4	0,8	

Tablo 3.1: Demografi İstatistikleri

	Cinsiyet	Medeni Hal	Çocuk	Yaş	Öğrenim	Çalışılan Şehir
Geçerli Data	478	479	477	478	477	468
Eksik Data	3	2	4	3	4	13

Tablo 3.2: Anket Katılımcılarının Demografik Dağılımları

		Frekanslar	Yüzdeler (%)	Geçerli Yüzde (%)
Cinsiyet	Erkek	121	25,2	25,3
	Kadın	251	74,2	74,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Medeni Durum	Evli	265	55,1	55,3
	Bekar	214	44,5	44,7
	Eksik Değer	2	0,4	
Cocuk	Çocuklu	206	42,8	43,2
	Çocuksuz	271	56,3	56,8
	Eksik Değer	4	0,8	
Yaş	18-25	73	15,2	15,3
	26-30	148	30,8	31,0
	31-45	178	37,0	37,2
	46-50	42	8,7	8,8
	50-	37	7,7	7,7
	Eksik Değer	3	0,6	
Öğrenim	Ortaokul	14	2,9	2,9
	Lise	72	15,0	15,1
	Üniversite	276	57,4	57,9
	Yüksek Lisans	96	20,0	20,1
	Doktora	19	4,0	4,0
	Eksik Değer	4	0,8	

Tablo 3.17: Grup ortalamalarının eşitliğinin testi

	Wilks' Lambda	F	df1	df2	Sig.
F-1	1.000	.012	1	394	.912
F-2	.999	.477	1	394	.490
F-3	.982	7.165	1	394	.008
F-4	.996	1.769	1	394	.184
F-11	.996	1.733	1	394	.189
F-14	.998	.684	1	394	.409
F-15	.999	.549	1	394	.459
F-16	.999	.482	1	394	.488
F-5	.999	.324	1	394	.569
F-6	.996	1.663	1	394	.198
F-7	.999	.206	1	394	.651
F-8	1.000	.008	1	394	.928
F-9	.989	4.347	1	394	.038
F-10	.969	12.727	1	394	.000
F-12	1.000	.024	1	394	.876
F-13	.998	.815	1	394	.367

Analizde “stepwise” metodu kullanılmıştır. Bu sayede anlamlı bir farklılık göstermeyen faktörler gruplardan çıkarılmıştır.

Tablo 3.18: Analize Giren değişkenler

Giren		Wilks' Lambda							
		Kesin F							
Basamak		İstatistik	df1	df2	df3	İstatistik	df1	df2	Sig.
1	F-10	.969	1	1	394.000	12.727	1	394.000	.00
2	F-3	.947	2	1	394.000	11.021	2	393.000	.00

Her basamakta toplam Wilks' Lambda'yı minimize eden değişken girmiştir. Kanonik korelasyon katsayısı 0.230 bulunmuştur. Bu katsayı diskriminant skorları ve gruplar arasındaki ilişkiyi ölçer. 0 ile 1 arasındadır ve 1'e çok yakın olması kuvvetli bir ilişki anlamına gelir.

Tablo 3.19: Yapı Matrisi

Function	
1	
F-10	.759
F-3	-.569
F-2 ^a	-.195
F-8 ^a	.178
F-1 ^a	-.145
F-9 ^a	.138
F-7 ^a	.127
F-4 ^a	-.078
F-12 ^a	.071
F-13 ^a	.062
F-5 ^a	.048
F-16 ^a	-.028
F-14 ^a	-.027
F-6 ^a	-.018
F-11 ^a	.015
F-15 ^a	-.005

a. Bu değişken analizde kullanılmamıştır.

Sadece 10. ve 3. faktörlerin analizde kullanıldığı görülmektedir. Diğer faktörlerde gruplararası anlamlı hiç bir farklılık oluşmamıştır. 3. faktör “dünya ekonomisinin genel durumu ve beklentileri” ve 10. faktör ise “varsa yatırım danışmanınızın tavsiyeleri”dir. Tablo 3.20’de klasifikasyon sonuçları görülmektedir.

Tablo 3.20: Sınıflandırma Sonuçları

Önerilen					Toplam
grup üyeliği					
Yatırımcı		Bilgisiz	Bilgili		
Grupları					
Orjinal	Sayı	Bilgisiz	273	7	280
		Bilgili	106	11	117
	%	Bilgisiz	97.5	2.5	100.0
		Bilgili	90.6	9.4	100.0

* Orjinal gruplanmış vakaların %71.5’u doğru bir şekilde sınıflandırılmıştır.

Sınıflandırma sonuçlarına göre orjinalde ait olduğu grup yerine diğer gruba konan vaka sayısı azdır. %71.5’lik doğru sınıflandırma yüzdesi yüksek, olumlu bir değerdir.

Diskriminant analizi bilgili ve bilgisiz yatırımcı grupları arasında belirgin farklar olmadığını ortaya koymuştur. Seçilen iki faktör dışındaki faktörlerde Wilks’ Lambda değerleri “grup aritmetik ortalamaları eşittir” hipotezini doğrulamaktadır.

Gruplaşmanın ortaya çıktığı faktörlerden “varsa yatırım danışmanınızın tavsiyeleri” faktörüne bilgisiz yatırımcılar daha fazla önem vermiştir. Bunun bir sebebi bilgili yatırımcılar olarak tanımladığımız grubun bir kısmının zaten yatırım danışmanları tarafından oluşması olabilir. “dünya ekonomisinin genel durumu ve beklentileri” faktörüne ise bilgili yatırımcılar tarafından bilgisizlere göre daha fazla önem verilmektedir.

Analizler aslında oldukça ilginç bir durum ortaya koymuştur. Bilgili ve bilgisiz yatırımcıların özellikle firma ile ilgili faktörlere bakışında bir farklılık görülmemektedir. Dolayısıyla içerideki bir bilgiye bilgisiz yatırımcılar değer vermezken, bilgili yatırımcı kesiminin ona değer vereceği yorumunu yapamıyoruz. Bu durum önceki bulgularımızla paralellik içinde olup özellikli bir bilginin materyel olma olasılığının düşüklüğü konusundaki görüşümüzü desteklemektedir.

3.5.3.2 Bilgili ve bilgisiz yatırımcıların hisse senedi alım ya da satımı yaparken dikkat ettikleri faktörler. (Üçüncü Soruya Göre)

Bir önceki analizde olduğu gibi bu analizde de yatırımcıları bilgili ve bilgisiz diyerek ayırarak, hisse senedi alım ya da satım aşamasında önem verdikleri faktörlerden farklılık yaratanlar olup olmadığını analiz edeceğiz. Bilgili – bilgisiz yatırımcı ayrımı 3. soruya verilen cevaplara göre yapılmaktadır. Yani, danışman tavsiyesi alan ya da yatırım kararlarının bir kısmını profesyonel danışmana bırakan yatırımcıları “bilgili” olarak adlandırıyoruz, alım – satım kararlarını tamamen kendi verenleri ise “bilgisiz” olarak adlandırıyoruz. Aslında bu ayrım profesyonel bir danışmandan tavsiye alanların sadece kendi imkanlarıyla gelişmeleri takip edenlere göre daha bilgili olacağı varsayımından çıkmaktadır.

Tablo 3.21’de gruplara göre faktörlerin aritmetik ortalamaları yer almaktadır. 3.22’de ise aritmetik ortalamaların eşitliği test edilmektedir. Yine “stepwise” metodu kullanılarak gruplar arasında bir ayrım yaratmayan değişkenler analizden çıkarılmıştır.

Tablo 3.21: Grup İstatistikleri

		Aritmetik Ortalama	Standart Sapma	Geçerli veri	
Danışman tavsiyesi alıp almamaya göre gruplar				Ağırlıksız	Ağırlıklı
Bilgili	F-1	1.5314	.7936	175	175.000
	F-2	1.7714	.8403	175	175.000
	F-3	2.3886	1.0272	175	175.000
	F-4	2.1829	1.0231	175	175.000
	F-5	2.0400	1.0414	175	175.000
	F-6	2.6571	1.0759	175	175.000
	F-7	3.1771	1.1384	175	175.000
	F-8	2.5886	1.0891	175	175.000
	F-9	3.1257	.9920	175	175.000
	F-10	2.1657	.9832	175	175.000
	F-11	2.2057	1.0629	175	175.000
	F-12	2.7429	1.1127	175	175.000
	F-13	2.5771	1.1713	175	175.000
	F-14	1.7086	1.0004	175	175.000
	F-15	1.8286	1.0528	175	175.000
	F-16	2.0571	1.3162	175	175.000
Bilgisiz	F-1	1.8190	1.0418	221	221.000
	F-2	1.9819	1.0312	221	221.000
	F-3	2.6290	1.1192	221	221.000
	F-4	2.1991	1.1856	221	221.000
	F-5	2.0498	1.0190	221	221.000
	F-6	2.4751	1.1344	221	221.000
	F-7	3.2624	1.1457	221	221.000
	F-8	2.7421	1.0709	221	221.000
	F-9	3.3529	1.0541	221	221.000
	F-10	3.4525	1.3597	221	221.000

	F-11	2.1176	1.0067	221	221.000
	F-12	2.8733	1.1005	221	221.000
	F-13	2.5566	1.0799	221	221.000
	F-14	1.8416	1.0168	221	221.000
	F-15	1.8778	1.0739	221	221.000
	F-16	1.9955	1.1302	221	221.000
Toplam	F-1	1.6919	.9499	396	396.000
	F-2	1.8889	.9561	396	396.000
	F-3	2.5227	1.0848	396	396.000
	F-4	2.1919	1.1154	396	396.000
	F-5	2.0455	1.0277	396	396.000
	F-6	2.5556	1.1113	396	396.000
	F-7	3.2247	1.1418	396	396.000
	F-8	2.6742	1.0803	396	396.000
	F-9	3.2525	1.0321	396	396.000
	F-10	2.8838	1.3656	396	396.000
	F-11	2.1566	1.0315	396	396.000
	F-12	2.8157	1.1064	396	396.000
	F-13	2.5657	1.1198	396	396.000
	F-14	1.7828	1.0105	396	396.000
	F-15	1.8561	1.0635	396	396.000
	F-16	2.0227	1.2147	396	396.000

Tablo 3.22: Grup ortalamalarının eşitliğinin testi.

	Wilks'	F	df1	df2	Sig.
	Lambda				
F-1	.977	9.136	1	394	.003
F-2	.988	4.778	1	394	.029
F-3	.988	4.843	1	394	.028
F-4	1.000	.021	1	394	.886
F-5	1.000	.009	1	394	.925
F-6	.993	2.631	1	394	.106
F-7	.999	.544	1	394	.461
F-8	.995	1.977	1	394	.160
F-9	.988	4.779	1	394	.029
F-10	.780	110.818	1	394	.000
F-11	.998	.711	1	394	.400
F-12	.997	1.359	1	394	.244
F-13	1.000	.033	1	394	.856
F-14	.996	1.696	1	394	.194
F-15	.999	.209	1	394	.648
F-16	.999	.251	1	394	.616

Tablo 3.23: Analize Giren Değişkenler

Giren		Wilks' Lambda		Kesin F					
Basamak		İstatistik	df1	df2	df3	İstatistik	df1	df2	Si
1	F-10	.780	1	1	394.000	110.818	1	394.000	.00
2	F-11	.764	2	1	394.000	60.593	2	393.000	.00
3	F-3	.753	3	1	394.000	42.757	3	392.000	.00
4	F-6	.743	4	1	394.000	33.855	4	391.000	.00

Tablo 3.24: Standardize edilmiş Kanonik Diskriminant Fonksiyon Katsayıları

Fonksiyon

	1
F-3	.266
F-6	-.239
F-10	.991
F-11	-.324

10, 11, 3 ve 6. faktörler analize dahil edilmişlerdir. 3. faktör “dünya ekonomisinin genel durumu ve beklentileri”, 6. faktör “borsadaki şirketlere ait özel haberler”, 10. faktör “varsa yatırım danışmanınızın tavsiyeleri”, ve 11. faktör “Endeks seviyesi” şeklindedir.

Bu faktörler iki grup arasında anlamlı farklılıklar oluşturmuştur. 3. ve 10. faktöre bilgili yatırımcılar daha fazla önem verirken, 6. ve 11. faktöre de bilgisiz yatırımcılar daha fazla önem vermektedir. Bir önceki diskriminant analizinde de 3. ve 10. faktörler analiz içine dahil edilmişti. Bir önceki analizde “bilgili” olarak tanımladığımız grup “yatırım danışmanı tavsiyelerine” daha az önem verirken burada daha fazla önem vermektedir. Bunun sebebi seçilen grupların kütlelerindeki farklılıktır. Bir önceki analizde “bilgili” olarak tanımlanan grubun bir kısmını yatırım danışmanları oluşturuyordu ve onlar başka bir danışmandan fikir almıyorlardı. şimdi ise bu kişiler muhtemelen “bilgisiz” olarak tanımladığımız grubun içinde yer almakta. Zira yatırım kararlarını kendileri veriyorlar. Bu analizde “bilgili” olarak tanımlanan grup zaten danışman tavsiyesi aldığını açıklamış durumda. Bu faktörün gruplar arasında bu kadar iyi farklılaşmasını bu şekilde açıklayabiliriz.

Önceki diskriminant analizinde içinde yatırım danışmanlarının da bulunduğu “bilgili yatırımcılar” grubu 3. faktöre (dünya ekonomisinin genel durumu ve beklentileri) daha fazla önem vermişti. Bu yaptığımız diskriminant analizinde de 3. faktörün analize dahil edildiğini ve “bilgili” olarak tanımladığımız yatırım danışmanından tavsiye alanlar grubunun, 3. faktöre “bilgisiz yatırımcılar” grubundan daha fazla önem verdiğini görmekteyiz. Bu konuda dünya ekonomisi ile ilgili bilgilere ulaşmada ya da bu bilgiye önem vermede yatırım danışmanlarının bir rolü olduğu söylenebilir.

Yatırım kararlarını kendileri veren “bilgisiz” olarak adlandırdığımız grubun borsadaki şirketlere ait özel heberlere “bilgili yatırımcılar” grubundan anlamlı bir farklılık gösterecek şekilde daha fazla önem vermesi oldukça ilginçtir. Biz bu faktörün analize dahil edilmesi halinde bilgili yatırımcıların daha fazla önem vermesini beklerken tam tersi bir durum ortaya çıkmıştır. Danışan tavsiyelerini şirket özel haberlerine ulaşmada biz firma ile ilgili bir faktör olarak değerlendirirken kararlarını kendileri veren kişiler bu haberlere ulaşmaya daha fazla önem vermektedirler. Bunlar analiz sonuçlarına göre aynı zamanda endeks seviyesinde daha fazla önem vermekteler.

Dolayısıyla yatırım kararlarını kendileri veren yatırımcılar endeks seviyesini ve şirket ile ilgili özel haberleri danışman tavsiyesi alan yatırımcılarda daha ön planda tutmaktadır diyebiliriz. Bu sonuç bize materyelite ile ilgili net bir bilgi vermemektedir. Zira, bir grubun genel ekonomi, diğer bir grubun ise firma ile ilgili faktörlere önem vermesi söz konusu değildir.

Fonksiyonun kanonik korelasyon katsayısı 0.507’dir. Bu değer diskriminant skorları ile gruplar arasında çok güçlü olmayan bir ilişki olduğunu gösterir.

Tablo 3.25: Sınıflandırma Sonuçları

Önerilen				Toplam
grup üyeliği				
	Yatırımcı	Bilgisiz	Bilgili	
Grupları				
Orjinal Sayı	Bilgisiz	126	49	175
	Bilgili	63	159	222
%	Bilgisiz	72.0	28.0	100.0
	Bilgili	28.4	71.6	100.0

* Orjinal gruplanmış vakaların %71.8’i doğru bir şekilde sınıflandırılmıştır.

Sınıflandırma sonuçları bir çok vakanın orjinalde bulunduğu gruba değil, diğer gruba konulduğunu göstermektedir. Toplamda vakaların %71.8’i doğru sınıflandırılmıştır.

3.5.3.3 Etik ve Etik dışı olarak tanımlanan yatırımcıların varsa farklılıklarının bulunması

Anketin 15. sorusunda katılımcılara çalıştıkları ya da ilişki içinde oldukları bir şirkete ait halka açık olmayan materyel bir bilgi ellerine geçtiğinde buna dayanarak işlem yapıp yapmayacakları sorulmuştur. Bu sorunun yanıtlanması aşamasında yatırımcıların içeriden öğrenenlerin ticaretinin anlamını ve cezasını bildikleri kabul edilmektedir. Bu soruya “kesinlikle evet”, “pek fazla tereddüt etmem”, ve “değerlendirebilirim” diyenleri “Etik Dışı” grubu, “hayır,zannetmiyorum” ve “kesinlikle hayır” diyenleri de “Etik” Grubu olarak tanımlamaktayız.

Amacımız etik grubu ile etikdışı grubu ayıran farklılıklar varsa bulmaktır. 11, 12, 13, 14 ve 17. sorular bağımsız değişken olarak kullanılarak etik ve etik dışı grupları arasında bir farklılaşma yaratan faktör olup olmadığını anlamak için iki grup diskriminant analizi uyguladık.

11. soruda İMKB’nin adil ve güvenilir bir ortam sunup sunmadığı, 12. soruda yatırımcıların içeriden öğrenenlerin ticaretini daha önce duyup duymadıkları, 13. soruda içeriden öğrenenlerin ticaretinin ülkemizdeki yasal durumu hakkında bilgileri olup olmadığı, 14. soruda içeriden öğrenenlerin ticaretinin yaygınlığı hakkındaki görüşleri ve 17. soruda risk alma düzeyleri sorulmaktadır. Diskriminant analizine ilişkin tablolar verilmektedir.

Tablo 3.26: Grup İstatistikleri

		Aritmetik	Standart	Geçerli Veri	
		Ortalama	Sapma		
Gruplar				Ağırlıksız	Ağırlıklı
Etik Dışı	S11	3.0759	1.0815	303	303.000
	S12	1.3663	.4826	303	303.000
	S13	2.3960	.5593	303	303.000
	S14	1.8317	.6721	303	303.000
	S17	2.5842	.7797	303	303.000
Etik	S11	3.1354	1.0221	96	96.000
	S12	1.3750	.4867	96	96.000
	S13	2.3333	.5557	96	96.000
	S14	2.1042	.8395	96	96.000
	S17	2.4896	.6958	96	96.000
Toplam	S11	3.0902	1.0666	399	399.000
	S12	1.3684	.4830	399	399.000
	S13	2.3810	.5584	399	399.000
	S14	1.8972	.7243	399	399.000
	S17	2.5614	.7606	399	399.000

* S = Soru

Tablo 3.27: Grup Ortalamalarının Eşitliğinin Testi

	Wilks'	F	df1	df2	Sig.
	Lambda				
S11	.999	.227	1	397	.634
S12	1.000	.023	1	397	.879
S13	.998	.919	1	397	.338
S14	.974	10.566	1	397	.001
S17	.997	1.128	1	397	.289

Soru 14 dışında diğer diğer değişkenlerin grup ortalamalarının eşit olduğu görülmektedir. soru 14'ün ise grup ortalamalarının anlamlı derecede farklı olduğu görülmektedir.

Tablo 3.28: Analize Giren Değişkenler

Giren	Wilks' Lambda							
	Kesin F							
Basamak	İstatistik	df1	df2	df3	İstatistik	df1	df2	Si
S14	.974	1	1	397.000	10.566	1	397.000	.00

Diskriminant skorları ile grup arasındaki ilişki ölçen fonksiyonun kanonik korelasyon katsayısı 0,161'dir.

Tablo 3.29: Sınıflandırma Sonuçları

		Önerilen grup üyeliği		Toplam
Orjinal	Sayı	Gruplar	Etik Dışı	Etik
		Etik Dışı	304	0
		Etik	94	2
	%	Etik Dışı	100.0	.0
		Etik	97.9	2.1

* Orjinal gruplanmış vakaların %76.5'i doğru bir şekilde sınıflandırılmıştır.

Görüldüğü gibi sadece 14. soru analize dahil edilmiştir. Daha öncede korelasyon analizi ile ortaya koyduğumuz gibi yatırımcıların içeriden öğrenenlerin ticaretinin yaygın olduğunu düşünüp düşünmemesi etik ve etik dışı grupta yer almalarında belirleyici olabiliyor. Bu sonuca göre içeriden öğrenenlerin ticaretinin yaygın olduğunu düşünen birinin eline içeriden bir bilgi geçtiğinde bunu değerlendirmek isteyeceğini düşünebiliriz.

Etik ve etik dışı gruplarda yer alan yatırımcıların İMKB'na duydukları güven, içeriden öğrenenlerin ticaretini ve cezasını daha önce duyup duymamaları hiç bir şekilde gruplar arası farklılık göstermemiştir. Aldıkları risk seviyesinin de analize dahil edilmediğinden bir farklılık göstermediğini söyleyebiliriz, fakat diğer üç faktör kadar anlamlı olmadığı söylenebilir.

3.6 Analizler Sonucunda Yorum

Analizler yatırımcıların çok kısa vadede işlem yaptıklarını ortaya koymaktadır. Yatırımcıların %48.5'i ortalama 1 – 91 gün süresince hisse senetlerini ellerinde bulundururken, %26.9'u da ortalama 3 – 12 ay arasında ellerinde bulundurmaktadır. İlginç nokta gelişmiş piyasalarda kısa vadenin 1 yıllık bir süreyle tanımlanmasıdır. İçeriden öğrenenlerin ticareti için genel görüş kısa vadeli oynayan likidite işlemcilerine çok zarar verdiği yönündedir. Fakat, özellikle gelişmekte olan piyasalarda görülen çok kısa vadede işlem yapılması durumu değiştirir. Çok kısa vadede işlem yapan yatırımcıları içeriden öğrenenlerin ticaretinden minimum zararı gördükleri görüşü hakimdir. Sadece bu açıdan bakarsak, yatırımcıların yarıya yakınının çok kısa vadede işlem yaptığını düşünerek içeriden öğrenenlerin ticareti borsamız açısından çözülmesi gereken birincil sorunlardan biri değildir diyebiliriz. Fakat pazarın gelişimi, etkinleştirilmesi isteniyor, yatırımların çekilmesi isteniyorsa bu bakış açısı kesinlikle yanlış olacaktır.

İçeriden öğrenenlerin ticaretinin sınırlandırılması için etkin çalışmalar yapılmak istenince muhakkak ki bu konuda ilerlemiş bir ülke yasalarından büyük ölçüde faydalanılacaktır. Böyle bir durumda ülke olarak Amerikanın seçilmesi muhtemeldir. Amerikan yasaları içeriden öğrenenlerin ticaretini “halka açık olmayan materyel bilgiye dayanarak” şeklinde yapmıştır ve gelişen soruşturmalarda, davalarda hep bilginin materyel olup olmaması üzerine bir süreç işlemektedir. Bazı örneklerde bilginin materyel olmadığını savunan kişiler yasadışı içeriden öğrenenlerin ticareti yapma suçlamasından kurtulmuşlardır. Bu düşünceden hareketle yasalarımızda materyel olma zorunluluğu olsaydı halka açık bir şirkete ait özellikli bir bilginin materyel olma olasılığı ne olurdu sorusuna analizler ile cevap vermeye çalıştık.

Yatırımcıların genel ekonomi ile ilgili haberlere firma ile ilgili haberlerden çok daha fazla önem verdiği ortaya çıkmıştır. Tabii gelişmiş pazarlarda şartlarda her iki faktörde önemlidir. Yatırımcılar genel ekonomiye göre yatırım kararını ve yönünü belirledikten sonra hangi hisse senedini alacakları konusunda firma ile ilgili haberlere daha fazla önem verirler. Bizde ise durumun tam ters olduğu görülmektedir.

Bunun yanı sıra yatırımcılara hisse senedi alım ya da satım aşamasında etkilenebilecekleri bazı haber başlıkları sorulmuştur. Burada ortaya çok çarpıcı bir sonuç

çıkıştır. Yeni bir ürünün çıkarılması, ar – ge faaliyetleri ile ilgili haberler ve bir ürünün üretiminin durdurulması gibi özellikli ve materyel olması beklenecek haberlerin an alt üç sırada yer alması pazarda özellikli bir haberin materyel olma olasılığını düşürmektedir. Yapılan diskriminant analizleri de özellikli bir bilginin materyel olma olasılığının düşük olduğunu ortaya koymaktadır. Diskriminant analizleri ile genel yatırımcı kütlesinin içinde özellikli bir bilgiye daha fazla önem verecek bir kesim aranmış fakat bulunamamıştır. bilgiyi değerlendirecek bir kesimin varlığı o bilgiyi materyel yapmaya yetebilir, fakat analizler sonucunda böyle bir kesimin varlığına rastlanmamıştır.

Yatırımcıların ağırlıkla gazete ve televizyon gibi ağırlıklı ekonomi ile ilgili haberler veren kaynakları takip ettikleri görülmektedir. Ayrıca firma ile ilgili haberlerden de daha çok kar/zarar, bilanço açıklanması gibi materyelitesi tartışılmayacak haberlere önem verilmektedir.

Yatırımcıların %80'i kendilerinden bilgili yatırımcılar olduğuna inanırken, %55'i bilgi farkının yatırım kararlarını etkileyeceğini söylemektedir. Yine yatırımcıların %55'i İMKB'nin sunduğu ortamın adil ve güvenilir olduğuna inanmamaktadır. Bu oran bir menkul kıymet pazarı için oldukça yüksektir. Fakat ilginç olan nokta %88'in içeriden öğrenenlerin ticaretinin yaygın olarak yapıldığına inanmasıdır. Yani, ciddi bir yüzde içeriden öğrenenlerin ticaretinin yaygın olmasını borsaya güvensizlik duymak için bir sebep saymamaktadır. Kişilerin böyle bir ilişki kurmamaları normal karşılanabilir.

Katılımcıların %74'ü içeriden bilgi alırsam değerlendiririm diyerek açıkça yasalara karşı geleceğini beyan etmektedir. Bunu endişe verici bir durum olarak yorumlayabiliriz. Zira, bu oran düşük olsa bile bir kesimin bunu dile getirmediğini, açıkça yasalara karşı geleceğini söylemek istenmediğini aslında oranın daha yüksek olması gerektiği yorumunu yapacaktık. Fakat son derece yüksek olan bu yüzde insanların sisteme duydukları güvensizliği, yasalara göre değil de topluma göre hareket etmeyi seçtiklerini ortaya koymuştur. İçeriden öğrenenlerin ticaretinin yaygın olduğunun düşünülmesi ile içeriden bilgi alırsam değerlendiririm diyenler arasında çıkan anlamlı korelasyon “insanların herkes yapıyorsa bende yaparım” eğiliminde olduklarını göstermektedir.

Kısacası insanlar içeriden öğrenenlerin ticaretinin yaygın olduğunu düşünmekte ve borsaya ağırlıkla fazla güvenmemektedirler. Yalnız borsaya güvenmeyenlerin içeriden öğrenenlerin ticaretinin yaygın olduğunu düşünmeleri ve bu şekilde anlamlı bir korelasyon bulunması söz konusudur. Dolayısıyla borsaya duyulan güveni arttırmak için içeriden öğrenenlerin ticaretini sınırlayıcı dikkat çekici önlemler almak gereklidir.



SONUÇ

Yaptığımız çalışmada içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili literatür taranmış, bu konudaki görüşler incelenmiştir. ayrıca dünyadaki çeşitli menkul kıymet piyasalarındaki konu ile ilgili mevzuatlar incelenmiş, ne tip önlemler alındığı incelenmiştir.

İçeriden öğrenenlerin ticareti halka açık olmayan ve açıklandığında menkul kıymetin değerinde değişim yaratacak bir bilginin değerlendirilmesidir. Bu açıdan genellikle halka açık firma çalışanları kendi firmalarının hisse senetleri üzerinde işlem yaptıklarında içeriden öğrenenlerin ticareti kuşkusu doğururlar ve dolayısıyla birincil izlenen grupturlar. Sadece kendilerinin işlem yapması değil, ellerindeki materyel bilgiyi akraba, arkadaş çevresine fısıldamaları ya da başka bir şekilde değerlendirmeleri itimada dayanan görevlerini suistimal anlamına gelir. Bunun dışında firmalar ile avukatlık firmaları, bankalar, yatırım bankaları gibi iş ilişkisinde olan ve özel bilgilere erişim gücüne sahip firma çalışanları da potansiyel içeriden öğrenenlerin ticareti yapabilecek kişilerdir. Bu tip kişilerinde takip edilmesi gereklidir.

İçeriden öğrenenlerin ticaretini duyumlar, ya da dedikodular ile karıştırmamak gerekir. Zaten bilindiği gibi içeriden bazı ufak bilgi parçacıkları piyasaya çeşitli yollardan yayılmaktadır. Ayrıca bir halka açık firma hissedarlarına karşı bir sorumluluğu olmayan bir kişi ya da bir kişinin yasadışı yollar kullanmadan tesadüfen duyduğu materyel bir bilgiye dayanarak işlem yapması onu yasadışı içeriden öğrenenlerin ticareti yapma suçlaması ile karşı karşıya bırakmaz.

Çalışmada ayrıntılı biçimde değinildiği gibi içerideki bilginin materyel olma zorunluluğu vardır. Yani pazara açıklandığında en azından bir kesimin bu bilgiye bir değer vermesi gerekmektedir. Aksi takdirde bir firma çalışanı bilgiyi içeriden almış bile olsa o bilgiye kendi tecrübesi ve bilgisi sayesinde bir değer veriyorsa ve bilgi pazara açıklandığında bu değer verilmeyecekse bu çalışan bilgiyi kullanarak işlem yapmasından dolayı suçlanamaz. Bu noktada içeriden öğrenenlerin ticareti yasaları ile kişiler hakkında getirilen suçlamalarda kişiler genellikle bilginin materyel olmadığını savunarak cezadan kurtulmaya çalışmaktadırlar. Türkiye için bu durumu değerlendirdiğimizde ise yasalarda materyel bilgi kavramının açıklıkla kullanılmadığını görüyoruz. Türkiye Sermaye Piyasası Kanunu'na göre sermaye piyasası araçlarının değerini

etkileyebilecek halka açık olmayan bir bilgiyi kullanarak fayda sağlamak içeriden öğrenenlerin ticaretidir. Fakat kanunda sermaye piyasası araçlarının değerinin etkilenmesinin nasıl olacağı, bir bilginin materyel olup olmayacağı konusunda nasıl karar verileceği, incelemelerin nasıl yapılacağı konusunda hiç bir bilgi bulunmamaktadır. Yani içeriden alınan bir bilgi ile işlem yapıldığında o bilginin materyel olup olmamasına bakılmaksızın yatırımcılar suçlanabilir. Aslında bu durum bazı açılardan fayda da sağlayabilir.

Çalışmada yaptığımız analizler sermaye piyasamızda özel bir firma haberinin materyel olma olasılığının düşük olduğunu göstermektedir. Bunun anlamı bazı durumlarda gerçekten materyel olduğu düşünülecek bir haber, örneğin şirketin ar-ge bölümünün başarılı bir çalışması pazar tarafından algılanmama ve değer verilmeme riski taşıdığıdır. Bu bakış açısıyla bu bilgiye dayanarak işlem yapmış kişiler bilginin materyel olmadığını iddia etmeleri söz konusu olabilir. Bu sorunu çözmek için önerimiz, içeriden öğrenenlerin ticareti gerçekten sınırlandırılmak isteniyorsa düzenlenecek yeni yasaların yabancı ülkelerden alınması halinde, kendi pazarımıza uygun bir takım değişikliklere gidilmesidir. Yasayla, materyel olan bilgilerin maddeler halinde belirlenmesi, ya da bilginin materyel olup olmamasının pazara açıklandığında verilen değere göre değil bir kurulun ya da uzmanların o bilgiyi materyel kabul edip etmemesi şeklinde bir düzenleme getirilmesi daha mantıklı olabilecektir. Tabii bu konulara yurtdışında uzman mahkemeler bakmaktadır. Ülkemizde de bu alandaki davalara uzman mahkemelerin çok daha mantıklı olacaktır.

Aslında, mevcut yasaya görede Türkiye’de içeriden öğrenenlerin ticaretinin sınırlandırılmasına yönelik çalışmalar yapılabilir. Eldeki yasa çok eksik görünmesine rağmen kesin hükümler içermektedir. Bir kişiyi içeriden aldığı herhangi bir bilgiye dayanarak işlem yaptığının etsbiti ve ispatı üzerine çok yüksek cezalara çarptırmak mümkündür. İşte bu noktada içeriden öğrenenlerin ticaretinin tesbitinin çok daha zor olduğu ortaya çıkmaktadır. Amerika’da internet kanallarını ayrı uzman ekipler, piyasaları ayrı uzman ekipler gözetlemektedirler. Tüm borsalar arası bir aşgüdüm vardır ve içeriden öğrenenlerin ticaretini önlemek birincil amaçlardan biridir. İçeriden öğrenenlerin ticaretinin piyasaya duyulan güven ile direkt alakalı olduğunun farkındadırlar. Aynı sonucu biz de analizlerimizde ortaya koymuş durumdayız. Türkiye’de de borsadaki işlemleri takip edecek ve dikkat çekici gelişmeleri belirleyecek bilgisayar sistemi kurulmuştur. Hisse senetleri de nama yazıla haldedir. Fakat hala halka açık firma çalışanlarının

yaptığı işlemlere ait veriler gizlilik prensibi ile açıklanmamaktadır. Oysa gelişmiş piyasalarda halka açık firma çalışanlarının yaptığı işlemlere ait veriler çok açık bir şekilde ilgilenenler sunulmaktadır. Bu şekilde akademik çalışmaların da önü açılmış olmaktadır.

İçeriden öğrenenlerin ticaretinin tam olarak tesbiti ve ispatı aslında oldukça zordur. Bu konuda en çok çalışan Amerika'da bile tamamen önlemek söz konusu değildir. Fakat zaten amaçlanan da bunu tamamen önlemek değil, yatırımcılara gerekli mesajları vermektir. Bazılarının içeriden öğrenenlerin ticareti suçundan ceza aldığını gören bir kesim böyle bir şeyi yapmayı riskli bularak vazgeçecektir. Diğer yandan yatırımcılar pazar düzenleyicisinin bu konuda çalışmalar yaptığını ve meydanın boş olmadığını görerek pazara olan güvenlerini arttıracaklardır.

İçeriden öğrenenlerin ticareti her ne kadar bilginin hisse fiyatları üzerinde daha hızlı yer almasını sağlasa da ve her ne kadar bir menkul kıymetin fiyatı ne kadar çok bilgiyi yansıtıyorsa o kadar iyidir, gerçektir dense de içeriden öğrenenlerin ticareti haksız rekabet sağlar, adil değildir ve bu yolla elde edilen faydalar aslında bir kesim yatırımcının haksız kaybı anlamına gelmektedir. Bunun farkına varan yatırımcılar pazara girerken akıllarının bir köşesinde bunu düşünerek yatırımlarında bir indirim e giderler. Dolayısıyla hem pazar, hem şirketler ve hem de yatırımcılar için içeriden öğrenenlerin ticareti zararlıdır, pazarın altını oyar.

Çalışmada hep içeriden öğrenenlerin ticaretinin yapıldığına, yaygınlığına olan inanç dedik. Çünkü pazarın yapısından dolayı, çok kısa vadede işlemlerin yapılmasından dolayı ya da başka sebeplerden içeriden öğrenenlerin ticareti incelendiğinde pazara bir Amerikan menkul kıymet pazarına verdiği kadar zarar vermeyebilir. Ama önemli olan nokta yapıldığına olan inançtır. Hiç olmadığını varsaysanız bile eğer yatırımcılar yaygın olduğunu düşünüyorlarsa yatırımlarında bir indirim e gideceklerdir. Malesef Türkiye'de yatırımcıların yaygın olduğuna olan inançları çok yüksektir.

İçeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili uygulamaların ülkemizdeki azlığına ve medyada yer almamasına karşın yatırımcılar bunu bir risk olarak görmektedirler. Analizler böyle bir ilişki ortaya koymuştur.

Sonuç olarak söyleyebileceğimiz, Türkiye’de içeriden öğrenenlerin ticaretini yasaklamak istiyorsak yasalardan önce denetim ve gözetim mekanizmasını işler hale getirmemiz gerekiyor. Daha sonra konu ile ilgili dikkat çekici davaların hazırlanması, suçlamaların ardı ardına yöneltilmesi gerekiyor. Burada önemli bir nokta bu davaların medyada yer almasını sağlamak. Bu şekilde yatırımcılar bir gelişme olduğunun ve artık yasaları ihlal etmenin klay olmadığını farkına varacaklardır. Başka bir nokta ise gündeme gelen olayların boyutu çok önemli. Sadece büyük olayların gündeme gelmesi yeterli olmayacaktır. Küçük miktarda faydaların sağlandığı, çok spesifik durumların, spesifik haberlerin yer aldığı olayların yakalanması yatırımcılara büyük küçük gözetmeksizin artık içeriden öğrenenlerin ticareti sınırlandırılacaktır mesajını verecektir.

Yaptığımız çalışma İMKB’nın durumunun pek parlak olmadığını ortaya koymaktadır. Gerek sistemden gerekse borsadan kaynaklanan bir güven bunalımı vardır. Yatırımcılarda yasaları bir umursamazlık havası hakimdir. Pazarın

Çalışmanın birinci bölümünde içeriden öğrenenlerin ticareti tanıtılmıştır. Sınırlanırılması konusundaki teoriler, görüşler verilmiştir. Az da olsa bir kesimin sınırlandırılmaması görüşünde olduğu da vurgulanmaktadır. Mankul kıymet pazarlarında asimetrik bilgi ve içeriden öğrenenlerin ticareti örnekler ile açıklanmaktadır. İçeriden öğrenenlerin ticaretinin etik ve ekonomik yönleri üzerinde durulmaktadır. İkinci bölümde ise bazı ülkelerde bu konudaki mevzuatlara ve gelişim sürecine yer verilmiştir. Bir çok ülkede de olayın öneminin geç anlaşıldığı görülmektedir. Yine buradan görüldüğü gibi içeirden öğrenenlerin ticareti konusunda yasaları koymak hiç bir şekilde yeterli gelmemektedir. Önemli olan bu yasaların uygulanmasıdır. Üçüncü ve son bölümde ise konu ile ilgili yapılan anket çalışması ayrıntılı şekilde yer almaktadır. Bu çalışmanın istatistiksel sonuçları piyasamız hakkında geniş fikirler vermektedir. Özellikle piyasanın bir düzelme yoluna girmesinden sonra, otoritenin düzenleyici çabalarının başlamasından bir süre sonra yapılacak ikinci bir çalışmanın bizim çalışmamız ile kıyaslanması yapılanların ne kadar olumlu sonuçlar verip vermeyeceğini ortaya koyabilir diye düşünmekteyiz.

KAYNAKLAR

- Aboody, David ve Lev, Baruch. "Information Asymmetry, R&d, ve Insider Gains". *Journal of Finance*, v. 55. 2000.
- Aboody, David ve Lev, Baruch. "Information Asymmetry, R&D, and Insider Gains". *Journal of Finance*, v.55. 2000.
- Akerlof, George A. "The Market for "Lemons": Quality, Uncertainty and The Market Mechanism". *Quarterly Journal of Economics*, v.80.1 1970.
- Baker, H. Kent ve Haslem, John A. "Information needs of individual investors". *Journal of Accountancy*, v.136. 1973.
- Beasel, Jerome B. "The value of information: Inferences from the profitability of insider trading". *The Journal of Financial and Quantative Analysis*, v.14. 1979.
- Benabou, Roland ve Laroque, Guy. "Using Privileged Information to Manipulate Markets: Insiders, Gurus, and Credibility". *The quarterly Journal of Economics*. 1992.
- Bettis, J.C. vd. "Corporate Policies Restricting Trading by Insiders". *Journal of Financial Economics*, v.57. 2000.
- Bhattatacharya, Utbal ve Daouk, Hazem. "The World Price of Insider Trading". *Journal of Finance*.
- Bhattatacharya, Utbal ve Spiegel, Matthew. "Insiders, outsiders and market breakdowns". *The Review of Financial Studies*, v.4. 1991.
- Calmette, Marie-Francoise ve Kilkenny Mauren. "International charity under asymmetric information". *Economic Letters*, 74. 2001.
- Chakravarty, Sugato ve McConnell, John J. " Does Insider Trading Really Move Stock Prices?". *Journal of Financial and Quantative Analysis*, v.34. 1999.
- Churchill, Gilbert A. **Marketing Research Methodological Foundations**. NewYork: The Dryden Press. 1995.
- Çınar, E. Mine, "The Issue of Insider Trading in Law and Economics: Lessons for Emerging Financial Markets in the World". *Journal of Business Ethics*, v.19. 1999.
- Copeland, Thomas. "A Model of Asset Trading under the Assumption of Sequential Information Arrival". *Journal of Finance*, v.31. 1976.
- Cornell, Bradford ve Sirri, Erik R. "The Reaction of Investors and Stock Prices to Insider Trading". *The Journal of Finance*, v.47. 1992.

- Dennert, Jurgen. "Insider Trading". KYKLOS, v.44.
Federation of the German Stock Exchanges. **Insider Rules_1998**. Frankfurt.
- Diamond, Douglas W. "Optimal release of information by firms". *The Journal of Finance*, v.40. 1985.
- Eckbo, B. Espen. "The Conditional Performance of Insider Trades". *Journal of Finance*. 1997.
- Eichengreen, Barry. "The Only Game in Town". *The world Today*. 1998.
- Ferreira Eurica J. "Insider Trading Activity, Different Market Regiments, and Abnormal Returns". *The Financial Review*, v.30. 1995.
- Finnerty, Joseph E. "Insiders and Market Efficiency". *The Journal Of Finance*, v.31. 1976.
- Givoly, Dan ve Palmon, Dan. "Insider Trading and The Exploitation of Inside Information: Some Emprical Evidence". *Journal of Business*, v.58. 1985.
- Hair, Joseph F. **Multivariate Data Analysis**. NewJersey: Prentice Hall. 1998.
- Hamilton, James L. "Marketplace Organization and marketability: NASDAQ, The Stock Exchange, and the national market system". *Journal of Finance*, v.33. 1978.
- Jaffe, Jeffrey F. "On the use of public information in financial markets". *The Journal of Finance*, v.30. 1975.
- Jaffe, Jeffrey F. "Special Information and Insider Trading". *The Journal Of Business*, v.47. 1974.
- Jain, Neelam ve Mirman, Leonard J. "Real and financial effects of insider trading with correlated signal". *Economic Theory*, v.16. 2000.
- Jagannathan, Ravi ve Palfrey, Thomas R. "Effects of insider trading disclosures on speculative activity and future prices". *Economic Inquiry*, v.27. 1989.
- Jennings, R.W ve Coffee, March. **The Securities Regulation: Cases and Materials**, Seventh Ed. Mineola NewYork: Foundation-Press. 1982.
- Karpoff, J. ve Lee, D. "Insider Trading Before New Issue Anouncements". *Financial Management*, v.20. 1991.
- Kefeli, S. Filiz. "Choice Criteria and Investor Profile in the Turkish Capital Market Sector". Boğaziçi Üniversitesi Yüksek Lisans Tezi. İstanbul: 1991.
- Kim, Jae-Cheol. "The market for "lemons" reconsidered: A model of the used car market with asymmetric information". *The American Economic Review*, v.75.
- LangeVoart Donald C. **Insider Trading : Regulations, Enforcements & Prevention**. NewYork: Clark Boardman Callaghan Press. 1996.

- Lawrence M. Ausubel. "Insider Trading In A Rational Expectations Economy". *The American Economic Review*, v.80. 1990.
- Leland, Hayne E. "Insider Trading: Should It Be Prohibited?". *Journal of Political Economy*, v.100. 1992.
- Luo, Shunlong. "The impact of public information on insider trading". *Economic Letters*, v.70. 2001.
- Mann, Prem S. **Statistics for Business and Economics**. NewYork: John Wiley & Sons. 1995.
- Ma, Yulong. "Insider Trading behavior prior to Chapter 11 bankruptcy announcements". *Journal of Business Research*, v.54. 2001.
- Ma, Yulong. "Where Should The Line Be Drawn on Insider Trading Ethics". *Journal of Business Ethics*, v.17. 1998.
- Macey, Jonathan R. **Insider Trading, Economics, Politics and Policy**. Washington D.C.: The AEI Press Publisher for The American Enterprise Institute. 1991.
- Manne, G. Henry. "Insider Trading and The Stock Market". NewYork: Free Press. 1966.
- Manove, Michael. "The Harm From Insider Trading and Informed Speculation". *The Quarterly Journal of Economics*. 1989.
- Mercadal, Barthelemy. **İçeriden Öğrenenlerin Ticareti Konusunda Fransa Deneyimi**. çev. Abdullah Akyüz. Ankara: SPK yayını. Ekim 1987.
- Merrill Lynch, "Identifying Your Investor Profile: Determining Risk Tolerance", USA: 2001.
- Mirman, Leonard J. ve Samuelson, Larry. "Information and Equilibrium with Inside Traders". *The Economic Journal*, v.99.
- Moore, J. "What Is Really Unethical about Insider Trading", *Journal of Business Ethics*, v.9. 1990.
- Morse, Dale. "Asymmetrical Information in Securities Markets and Trading Volume". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v.15. 1980.
- Persons, Obeua S. "SEC's Insider Trading Enforcements and Target Firm's Stock Values". *Journal of Business Research*, v.39. 1997.
- Ratter, David L. ve Hazen, Thomas Lee. **Securities Regulation – Cases and Materials**. NewYork: West Publishin Co., 1996, ss.634-635.
- Schwartz, Robert A. **Global Equity Markets, Technological Competition, and Regulatory Challenges**, NewYork: Irwin Publishing. 1995.
-

Sermaye Piyasası Kurulu. **Prof. Dr. İsmail Türk'e Armağan.** Ankara: Pelin Ofset. 1996.

Seyhun, H. Nejat. **Investment Intellegence from Insider Trading.** Massachusetts: MIT Press. 1998.

Seyhun, Nejat. "Insider profits, Costs of Trading and Market Efficiency". *Journal of Financial Economics*, v.16.1986.

Seyhun, Nejat. "The Information Content of Aggregate Insider Trading". *Journal Of Business*, v.61. 1988.

Spatt, Chester ve Srivasta, Sanjay. "Notes on Private Information and Organization of Stock Markets". **Global Equity Markets, Technological, Competition, and Regulatory Challenges.** NewYork: Irwin Publishing. 1995.

SPK. Menkul Kıymet ve Borsalarla İlgili Avrupa Topluluğu Düzenlemeleri. Ankara: Yayın No.85. 1997.

Stiglitz, Joseph E. **Stiglitz Economics.** NewYork: Norton company. 1993.

Tezcanlı, Meral Varış. **İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyonlar.** İstanbul: İMKB Yayınları. 1996.

Trueman, Brett. "Motivating Management to Reveal Inside Information". *The Journal of Finance*, v.38. 1983.

Turanboy, Asuman. "İnsider Muameleleri (Şirkete Ait Gizli Bilgilerin :Haksız Kullanımı)". 1990.

Werhane, P.H. "The Ethics of Insider Trading". *Journal of Business Ethics*, v.8. 1989

Wong, Michael C. S., Cheung, Yan-Leung ve Wu, Lifan. "Insider Trading in the Hong Kong Stock Market". *Asia-Pacific Financial Markets*, v.7. 2000.

Müslümov, Alövsat ile yapılan görüşmeler.

"Defining insider trading", Dun's Business Month. Şubat 1984.

30.7.1981 tarihli 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu.

İNTERNET KAYNAKLARI

Junji, Masuda. "Securities, Technology Licensing, Corporate Disclosure Laws". 1989. www.hg.org/1010.txt. (10/11/2001).

"Inside The Internet", www.abpnews.com/newscenter/internetcrime/2000/06/insider0316_01.htm, (20/12/2001).

"Nobel Prize for Asymmetric Information", www.economics.about.com/library/weekly/aa102301.htm, (22/01/2002).

"What exactly is insider trading". www.theadviser.com/money/what.htm. (24/10/2001)

Seidel, Amy. "An "Insider's" Guide to 10b5-1 Trading Plans". 2001. www.faegre.com/articles/article_566.asp. (26/10/2001).

NASDAQ. "Institutional Holders and Insider Search". 2000. <http://www.nasdaq.com/asp/ownership.asp>. (12/11/2000).

Rosen, Robert C. "An Accountant's guide to the SEC's new insider trading regulations.(Accountant's Liability)". 1993. The CPA Journal Online. www.nysscpa.org/cpajournal/old/13808667.htm. (5/09/2001).

SEC. "Insider Trading: Information on Bounties". 09/01/1998. <http://www.sec.gov/enforce/insider.htm>. (12/11/2000).

Securities and Exchange Commission. "Insider Trading – A U.S. Perspective". http://rider.wharton.upenn.edu/waldfogi/SEC_speech.htm#Footnote_48. (24/10/2001).

Bainbridge, Stephen M. "Insider Trading" Encyclopedia of Law and Economics. 1998. <http://allserv.rug.ac.be/~gdegeest/5650art.htm>. (9 Kasım 2000).

Peloso, John F.X. "The SEC Proposals on Selective Disclosure and Insider Trading". www.morganlewis.com/art071700b.htm. (05/02/2002).

The Securities Lawyer's Deskbook. "Rule 10b5-1 -- Trading " Rule 10b5-2 -- Duties of Trust or Confidence in Misappropriation Insider Trading Cases". General Rules and Regulations promulgated under the Securities Exchange Act of 1934. <http://www.law.uc.edu/CCL/34ActRls/rule10b5-2.html>. (25/09/2001).

The Securities Lawyer's Deskbook. "Rule 10b5-1 -- Trading "on the Basis of" Material Nonpublic Information in Insider Trading Cases". General Rules and Regulations promulgated under the Securities Exchange Act of 1934. <http://www.law.uc.edu/CCL/34ActRls/rule10b5-1.html>. (25/09/2001).

U.S. Securities and Exchange Commission. "Insider Trading: Information on Bounties". <http://www.sec.gov/divisions/enforce/insider.htm>. (11/9/2001).

U.S. Securities and Exchange Commission. "Insider Trading".
<http://www.sec.gov/answers/insider.htm>. (11/9/2001).

U.S. Securities and Exchange Commission. "The Investor's Advocate: How The SEC Protects Investors and Maintains Market Integrity". 08/08/2000.
<http://www.sec.gov/asec/wwwsec.htm>. (11 Kasım 2000).

"Insider Trading Act, 1998", http://www.acts.co.za/insider_trading/navframe.htm, (22/09/2001)



EKLER

Ek1. NASDAQ Sayfasından alınan halka açık firma çalışanlarının yaptıkları işlemleri gösteren sayfanın bir örneği.

Real-Time Institutional Holdings/Insider Ownership - Microsoft Internet Explorer

Address: http://www.nasdaq.com/asp/ownership.asp

Business.com

Compare our business search engine.

Form 4 Search Results

Insider Name	Event Date	Subject Company
JOHN & JOANN ACRES 1989 L.V. TR	6/27/1997	ACRES GAMING INC
JOHN & SALLY THORNTON FAMILY T.	4/4/1996	MITEK SYSTEMS INC
JOHN A AYERS LIVING TRUST	11/22/1999	BOWLIN OUTDOOR ADVERTISING & T...
JOHN BRADLEY RAZZLE TRUST	7/1/1997	HEALTHCOR HOLDINGS INC
JOHN C FANNING IRREVOCABLE TRU...	3/31/2000	COMFORCE CORP
JOHN C STRICKLIN	4/24/2000	TARRAGON REALTY INVESTORS INC
JOHN CALHOUN STEPHENS TRUID L...	6/8/2000	POWER-ONE INC
JOHN E NASH REVOCABLE TRUST	1/16/1996	KENSEY NASH CORP
JOHN FRANCIS D	6/7/1999	KEY ENERGY SERVICES INC
JOHN G KINWARD & CO INC	4/4/1996	PALACE CASINOS INC
JOHN HAIL AGENCY INC	10/10/2000	ADVANTAGE MARKETING SYSTEMS IN...
JOHN HANCOCK ADVISORS INC	10/16/1997	JOHN HANCOCK PATRIOT GLOBL DIV ...
JOHN HANCOCK ENERGY RESOURCES...	4/20/1998	EVERGREEN RESOURCES
JOHN HANCOCK FINANCIAL SERVICE...	2/29/2000	DELTA & PINE LAND CO
JOHN HANCOCK FINANCIAL SERVICE...	10/12/2000	EVERGREEN RESOURCES
JOHN HANCOCK LIFE INS CO	10/12/2000	EVERGREEN RESOURCES
JOHN HANCOCK LIFE INSURANCE CO	3/22/2000	DELTA & PINE LAND CO
JOHN HANCOCK MUTUAL LIFE INS C...	10/12/1998	DELTA & PINE LAND CO
JOHN HANCOCK MUTUAL LIFE INS C...	7/22/1998	GOLDEN STATE VINTERS INC - CL...
JOHN HANCOCK MUTUAL LIFE INS C...	3/24/1999	K SWISS INC -CL A

Internet

Ek.2. Anket Çalışmasının Örneği

1. Borsa’da hiç hisse senedi aldınız mı?
☐ Evet ☐ Hayır (Cevabınız Hayır ise bazı soruları yanıtlamanıza gerek kalmayacaktır).
2. Aldığınız hisse senetlerini ortalama ne kadar süre elinizde tutuyorsunuz.
☐ 1 – 15 gün. ☐ 16 – 31 gün. ☐ 1 – 3 ay. ☐ 3 – 6 ay. ☐ 6 – 12 ay.
☐ 1 – 2 yıl. ☐ 2 – 5 yıl. ☐ 5 yıl ve yukarısı.
3. Hisse senedi alım – satımlarınızı profesyonel bir danışman mı idare ediyor yoksa kendiniz mi kararları veriyorsunuz?
☐ Tamamen profesyonel danışman idare ediyor, kararlara karışmam.
☐ Bazı kararları danışman verir, bazılarını kendim veririm.
☐ Danışman tavsiyelerini değerlendirerek kendim karar alıyorum.
☐ Alım – satım kararlarını tamamen kendim veriyorum.
4. Hangi kanallardan borsada alım – satım yapıyorsunuz.
☐ Bir aracı kuruluş üzerinden telefonla irtibata geçerek.
☐ Bir banka üzerinden telefonla irtibata geçerek.
☐ Bilgisayar ortamında doğrudan kendim.
☐ Diğer.....

*** **NOT :** Lütfen 5,6,7 ve 8. sorulara cevap verirken olması gerekeni değil, sizin gerçekte nasıl davrandığınızı düşünün.

5. Hisse senedi alım ya da satımı yaparken aşağıdaki hususlara ne derecede dikkat ettiğinizi lütfen derecelendiriniz.

	Çok önemli	Önemli	Orta	Önemsiz	Tamamen Önemsiz
☐ Genel ekonominin durumu.	☐	☐	☐	☐	☐
☐ Ülke ekonomisi için gelecekteki beklentiler.	☐	☐	☐	☐	☐
☐ Dünya ekonomisinin genel durumu ve beklentileri.	☐	☐	☐	☐	☐
☐ Dış ülkelerin Türkiye’ye verecekleri destek, yardım, vs. sözleri.	☐	☐	☐	☐	☐
☐ Şirketlerin bilanço, kar, zarar açıklamaları.	☐	☐	☐	☐	☐
☐ Borsa’daki şirketlere ait özel haberler.	☐	☐	☐	☐	☐
☐ Hisselerle ilgili kulaktan kulağa dolaşan haberler.	☐	☐	☐	☐	☐
☐ Hisse senetleri hakkında yapılan analizler.	☐	☐	☐	☐	☐
☐ Kişilerin yorumları, fikirleri.	☐	☐	☐	☐	☐
☐ Varsa yatırım danışmanınızın tavsiyeleri	☐	☐	☐	☐	☐
☐ Endeks seviyesi	☐	☐	☐	☐	☐
☐ Firmaların dağıttıkları temettüler.	☐	☐	☐	☐	☐
☐ Firmaların son bir yıldaki performanslar	☐	☐	☐	☐	☐
☐ Siyasi gelişmeler	☐	☐	☐	☐	☐
☐ Erken seçim, bakanların istifası gibi haberler.	☐	☐	☐	☐	☐
☐ Doğal afetler, savaş, terör gibi durumlar.	☐	☐	☐	☐	☐

6. Bir hisse senedi alma ya da satmanız aşamasında, aşağıdaki maddelerin içinde kararınızı etkileyen haberler olduysa lütfen işaretleyin.

A	FİRMA İLE İLGİLİ HABERLER ☐ İflas. ☐ İlgili şirketin başka bir şirketi satın alması. ☐ Birleşme. ☐ Yeni bir iş anlaşması yapılması. ☐ Yeni bir pazara girme. ☐ Yeni bir ürün çıkarılması. ☐ Bir ürünün üretiminin durdurulması. ☐ Şirkete ilgili bir davanın kötü ya da iyi sonuçlanması. ☐ Şirketin faaliyet gösterdiği bir pazarın kapanması. ☐ Şirketin araştırma – geliştirme faaliyetleri ile ilgili haberler. ☐ Şirkete karşı kamuoyunda oluşan görüşler. ☐ Kredi anlaşması. ☐ Teşvik alma. ☐ Kar / Zarar
B	GENEL EKONOMİ İLE İLGİLİ HABERLER ☐ IMF'nin para vereceğini açıklaması. ☐ Aylık ya da yıllık enflasyon açıklamaları ☐ Dolar fiyatındaki dikkat çekici değişimler ☐ Büyüme oranlarının olumlu ya da olumsuz açıklanması ☐ Dünya ekonomisinin durgunluğa girmesi
C	SİYASET İLE İLGİLİ HABERLER ☐ Hükümet'in, Bakanların, Cumhurbaşkanı'nın çeşitli açıklamaları. ☐ Ekonomi ile ilgili bakanların görevden alınması. ☐ Ordunun yaptığı açıklamalar.
D	ÇEVRESEL ETKİLER ☐ Doğal afet ☐ Yakın bölgede savaş çıkması ☐ Terör olayları, ☐ Diğer.....

7. Yukarıdaki soruda işaretlediğiniz madde ya da maddelere ait bilgilere hangi kaynaklardan ulaştığınızı ya da bu tip bilgilere ulaşmak için hangi kaynakları kullandığınızı belirtiniz.

- ☐ Gazete ve televizyonların ana haberleri. ☐ Gazetelerin ekonomi sayfaları. ☐ Ekonomi ile ilgili TV kanalları
☐ Ekonomi dergileri ☐ Reuters, Foreks vs. ☐ Dedikodular
☐ Arkadaş, akraba çevresi. ☐ IMKB bültenleri. ☐ Finans haberleri veren internet siteleri.

8. Alım – satım kararlarınızı nelere göre verirsiniz?

- ☐ Ağırlıklı olarak şirketlerle ilgili haberleri dikkate alırım.
☐ Ağırlıklı olarak ekonominin genel durumunu ve gelecekteki tahmini ekonomik beklentileri dikkate alırım.
☐ Her iki heberide eşit ölçüde dikkate alırım.

9. Borsa'da sizin ulaşamayacağınız, bilgilere sahip yatırımcılar olduğunuzu düşünüyor musunuz?

- ☐ Evet ☐ Hayır ☐ Az miktarda olabilir.

10. Bir kesim yatırımcının sizden daha fazla bilgiye sahip olduğunu hissetmeniz yatırım kararlarınızı etkiler mi?

- ☐ Evet ☐ Hayır

11. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın size adil ve güvenilir bir ortam sunduğunu düşünüyor musunuz?
- ☐ Kesinlikle evet ☐ Bence yeterli düzeyde ☐ Bazı kuşkularım var.
- ☐ Yetersiz ☐ Kesinlikle hayır.

12. "İçeriden Öğrenenlerin Ticareti" (Insider Trading) kavramını daha önce duydunuz mu?
- ☐ Evet ☐ Hayır

Açıklama: Bir şirkete ait halka açık olmayan ve açıklandığında hisse fiyatını değiştirecek bir bilginin şirket çalışanları ya da şirketle ilişki içerisindeki kişilerce öğrenilip, buna dayanarak alım – satım yapılması "İçeriden Öğrenenlerin Ticareti"dir.

13. "İçeriden Öğrenenlerin Ticareti"nin ülkemizdeki yasal durumu hakkında bir bilginiz var mı?
- ☐ Yasal ☐ Yasadışı ☐ Fikrim yok.

Açıklama: Cezası 1-3 yıl hapis ve elde edilen faydanın 3 katından az olmamak kaydıyla ağır para cezası.

14. Sizce halka açık firma çalışanlarının içeriden bilgi alarak borsa'da işlem yapması ne kadar yaygındır?
- ☐ Kesinlikle çok yaygındır. ☐ Belli oranda yapılmaktadır. ☐ Çok yaygın değildir.
- ☐ Nadiren yapılmaktadır. ☐ Hiç yapılmamaktadır.

15. Çalıştığınız ya da ilişki içinde olduğunuz bir şirkete ait halka açık olmayan, fakat açıklandığında kesin olarak o şirketin hisse senedi fiyatlarını yükseltecek bir bilgi gelirse bu bilgi ışığında hisse senedi satın alırmısınız?
- ☐ Kesinlikle evet ☐ Evet, pek fazla tereddüt etmem. ☐ Değerlendirebilirim.
- ☐ Hayır, böyle bir bilgi ile işlem yapacağımı zannetmiyorum. ☐ Kesinlikle hayır.

16. Hisse senedi, tahvil, bono, yatırım fonu, döviz, banka mevduatı gibi yatırım alternatiflerini kullanarak paranızı değerlendireceğiniz zaman nelere öncelik verirsiniz.

	Çok önemli	Önemli	Orta	Önemsiz	Tamamen önemsiz
☐ Riskin düşüklüğü	☐	☐	☐	☐	☐
☐ Likidite	☐	☐	☐	☐	☐
☐ Yüksek getiri	☐	☐	☐	☐	☐
☐ Geleceğimle ilgili beklentilerim	☐	☐	☐	☐	☐
☐ Sabit getiri	☐	☐	☐	☐	☐
☐ Ailem	☐	☐	☐	☐	☐
☐ Sağlık	☐	☐	☐	☐	☐
☐ Eğitim	☐	☐	☐	☐	☐
☐ Çocuklarımla ilgili geleceği	☐	☐	☐	☐	☐
☐ İnanç	☐	☐	☐	☐	☐
☐ Diğer sorumluluklarım	☐	☐	☐	☐	☐

17. Aşağıdaki risk tercihlerinden hangisi size uygundur.

- ☐ Riske toleransım yoktur. Az kazanayım, zaman içinde portföyüm büyümesin ama küçülmesinde.
- ☐ Biraz risk alabilirim. Portföyümü zaman içinde korumayı tercih ederim ama pazar şartları gereği bazı düşüşler olabilir.
- ☐ Orta düzeyde risk alabilirim. Zaman içinde portföyümün büyümesi olasılığına karşılık, portföyümün küçülmesi olasılığını ve portföy büyüklüğünde meydana gelebilecek dalgalanmaları kabul edebilirim.
- ☐ Yüksek risk alarak büyük kazançlara oynayabilirim. Portföyümün büyük ölçüde küçülme olasılığını kabul ederim.

18. Cinsiyetiniz: ☐ Kadın ☐ Erkek
19. Medeni durum: ☐ Evli ☐ Bekar
20. Çocuğunuz var mı? ☐ Evet ☐ Hayır
21. Yaşınız: ☐ 18-25 ☐ 26-30 ☐ 31-45 ☐ 46-50 ☐ 50-
22. Öğreniminiz: ☐ Orta okul ☐ Lise ☐ Üniversite ☐ Yüksek Lisans ☐ Doktora
23. Mesleğiniz:
24. Araştırmanın sonuçlarını öğrenmek isterseniz lütfen e-mail adresinizi ya da fax numaranızı yazın:
25. Ad, Soyad (Boş bırakabilirsiniz):
26. Çalıştığınız Kurum (Boş bırakabilirsiniz):
27. Çalıştığınız Şehir:

**** Aşağıdaki son 3 soru yalnızca halka açık şirketlerin çalışanları, yatırım bankacıları ve borsa ile ilgili kurumların çalışanları içindir.**

28. Çalıştığınız şirketin halka açık olduğunu ve sizinde üst düzey bir yönetici olduğunuzu düşünün. Şirket yüksek kar getireceği görülebilen yeni bir faaliyet sahasına girmeye hazırlanıyor. Şirket hisse senetlerini satın almırsınız?
- ☐ Evet, tüm paramı yatırıyorum.
 - ☐ Bir miktar satın alırım.
 - ☐ Hayır, asla almam.
29. Bir yatırım bankasının çalışanısınız. Hizmet verdiğiniz şirketlerden birine büyük bir kredi verileceği haberine çalıştığınız iş sayesinde ulaştınız. İlgili şirket hisse senetlerini satın almırsınız?
- ☐ Evet, tüm paramı yatırıyorum.
 - ☐ Bir miktar satın alırım.
 - ☐ Hayır, asla almam.
30. Bir basım evinde çalışıyorsunuz. Basım evinin anlaşmalı olduğu halka açık bir şirketin toplantı tutanakları çoğaltılmak üzere gönderiliyor. Tutanaklardan şirketin başka bir şirketle birleşme anlaşması yapmak üzere olduğunu anlıyorsunuz. İlgili şirket hisse senetlerini satın almırsınız?
- ☐ Evet, tüm paramı yatırıyorum.
 - ☐ Bir miktar satın alırım.
 - ☐ Hayır, asla almam.

Yıldız Teknik Üniversitesi'nde Hazırlanan İşletme Yüksek Lisans Tezi'ne Yaptığınız Katkılardan Dolayı
TEŞEKKÜR EDERİM

Barış Özistek

ÖZGEÇMİŞ

Doğum Tarihi	03.12.1976	
Doğum Yeri	İstanbul	
Lise	1987-1994	Özel Doğuş Lisesi
Lisans	1994-1999	Yıldız Teknik Üniversitesi Makina Fakültesi Makina Mühendisliği Bölümü
Yüksek Lisans	1999-2002	Yıldız Teknik Üniversitesi Fen Bilimleri Enstitüsü, Makina Müh. Anabilim Dalı, Enerji Makinaları Programı
Yüksek Lisans	1999-Devam Ediyor	Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İşletme Anabilim Dalı, İşletme Yönetimi Programı
Çalıştığı Kurumlar	1999 2001-2002	Teknodizayn Plastik Sanayi Yüzey Koruma Sistemleri