



## Vakalarla İçeriden Öğrenenler Ticareti Tarihi Ve Düzenlemeleri

(The History of Insider Trading With Cases And Regulations)<sup>1</sup>

M.Fevzi ESEN<sup>a</sup>

<sup>a</sup> Yrd. Doç. Dr., İstanbul Medeniyet Üniversitesi, fevzi.esen@medeniyet.edu.tr

### **Anahtar Kelimeler**

Etkin Piyasalar Hipotezi,  
İçeriden Öğrenenler  
Ticareti, Finansal  
Piyasalar.

### **Jel Sınıflandırması**

G14, G18, D8.

### **Özet**

Sistemik riskin düşük olduğu etkin bir piyasada menkul kıymetlerin doğru fiyatlandırılabilmesinin temel koşulu, bilginin kamuya açıklanması yani yatırımcıların bilgiye eşit olarak ulaşımıdır. Piyasalardaki bilgi kaynaklı problemlerden biri olan içeriden öğrenenler ticareti ile piyasaların şeffaflığı engellenmekte, yatırımcıların piyasaya olan güvenleri sarsılmaktadır. Bu sebeple dünya üzerindeki birçok piyasada içerideki bilgilerin yatırımcılara doğru ve zamanında aktarılmasıyla bilginin tekelleşmesinin engellenmesi amaçlanmakta, herkes tarafından bilinmeyen ayrıcalıklı bilginin menkul kıymet alım-satım işlemlerinde kullanımı yasaklanmaktadır. Bu çalışmada, içeriden öğrenenler ticaretinin tarihsel gelişimi borsaların doğuşundan itibaren önemli vakalar eşliğinde ele alınmıştır. İçeriden öğrenenler ticaretine getirilen düzenlemeler kronolojik olarak sıralanarak, mahkemelere intikal eden önemli davalara atıfta bulunulmuştur. Ayrıca Avrupa Birliği'nin içeriden öğrenenler ticareti konusundaki düzenlemelerine de temas edilerek, Türkiye'de 2012 yılında çıkartılan 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun içeriden öğrenenler ticaretine yaklaşımı irdelenmesi amaçlanmıştır. İçeriden öğrenenler ticareti konusunda suistimale sebep olabilecek hükümlerin açık bir şekilde düzenlenmesi gerektiği sonucuna ulaşılmıştır.

### **Keywords**

Efficient Market  
Hypothesis, Insider  
Trading, Financial  
Markets.

### **Jel Classification**

G14, G18, D8.

### **Abstract**

In an efficient market that has reduced systematic risk, the essential requirement of accurate pricing of financial instruments is equal access to the information, namely, disclosure. Insider trading as one of the problems related asymmetric information on financial markets prevents market transparency and beats investors' confidence. For this reason, the transmission of accurate and timely disclosed inside information to investors is intended to prevent monopolization and the use of privileged information that is unknown to everyone is prohibited in many markets around the world. In this study, the historical evaluation of insider trading with important cases beginning from the birth of stock markets is addressed. The regulations of insider trading is sorted in chronological order and referred to prosecuted cases. Moreover, EU regulations on insider trading is mentioned and the approach of new Capital Market Law No. 6362 which came into force on 2012 to insider trading is discussed. It is concluded that, the penal provisions on insider trading that can cause missappropriation must be clearly defined.

<sup>1</sup> Bu makale, M.Fevzi Esen'in İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme A.B.D.'nda kabul edilen "İçeriden Öğrenenler Ticaretinin Tespitinde Veri Madenciliği Yaklaşımı" başlıklı doktora tezinden türetilmiştir.

## 1. Giriş

Yatırımcıların haklarının korunduğu, sistematik riskin düşük olduğu, şeffaf ve etkin bir piyasa ile bilginin aynı miktarda ve eş anlı olarak yatırımcılara dağıtılması amaçlanmakta ve bilgilerin fiyatlara kayıpsız olarak yansması beklenmektedir. Düzenli ve güvenilir bir bilgi akışı yatırımcıların kararlarını ve piyasaya bakış açılarını güçlendiren önemli bir faktör olduğu gibi, fırsat eşitliği yaratan sağlıklı bir finansal piyasanın temel şartıdır. Menkul kıymet fiyatlarının sadece kamuya açıklanmış bilgileri değil, kamuya açık olmayan bilgileri de yansıttığının varsayıldığı piyasanın "güçlü etkinlik formunda", bilginin her yatırımcıya eşit dağıldığı ve hiçbir yatırımcının bu bilgiyi kullanarak diğerlerinden daha fazla kâr edemeyeceği kabul edilmiştir.

Piyasalarda bilgi asimetrisi sorunlarından biri olan içeriden öğrenenler ticareti, menkul kıymet fiyatlarını etkileyebilecek türdeki kesin, güvenilir ve kamuya açıklanmamış bilginin doğrudan veya dolaylı şekilde kullanılarak gerçekleştirilen piyasa işlemlerini kapsamaktadır. Bilginin piyasadaki varyasyonu ve miktarının menkul kıymet fiyatlarına etkisine yoğunlaşan "etkin piyasalar hipotezi" konusunda yapılan çalışmalarda, özellikle 80'li yılların ikinci yarısına kadar, piyasalarda menkul kıymet fiyatlarının geçmişteki fiyat hareketleriyle belirlenebildiği ve şirketlerin kamuya duyurulmuş bilgilerinin de menkul kıymet fiyatlarına yansıdığı belirtilmiştir (De Bondt ve Thaler, 1985). 1990'lı yılların birinci yarısından itibaren yapılan çalışmalarda ise piyasaların "yarı güçlü" formda dahi etkinlik sağlayamadığı ve tam etkinliği ifade eden "güçlü form" oluşturulmadıkça normal üstü getiriler elde edilebileceği gösterilmiştir (Kara ve Denning, 1998; Jeng, 2003; Teall, 2012). Bu bağlamda, piyasalarda hisse senedi fiyatlarını etkileyen, kamuya açıklanmamış "içerideki bilgi" kullanılarak menfaat sağlayıcı işlemler yapılmakta, piyasaların güçlü etkinlik derecesinin amaçlanan fakat gerçekleşmesi mümkün olmayan bir formu temsil ettiği görülmektedir.

Piyasalardaki temel sorunlardan biri olan içeriden öğrenenler ticareti ile piyasaların şeffaflığı engellenmekte, yatırımcıların piyasaya olan güveni sarsılmaktadır. Bu sebeple dünya üzerindeki birçok piyasada, içerideki bilgilerin yatırımcılara doğru ve zamanında aktarılmasıyla bilginin tekelleşmesinin engellenmesi amaçlanmakta, herkes tarafından bilinmeyen ayrıcalıklı bilginin kullanımı yasaklanmaktadır.

İçerdiği bilginin piyasaya, yatırımcıya ve işletmeye etkileri bakımından içeriden öğrenenler ticareti günümüzde finans, hukuk ve yönetim bilimleri çerçevesince sıkça

tartışılmaktadır. Literatürde şimdiye kadar yapılmış çalışmalarda, içeriden öğrenenler ticaretinin diğer piyasa oyuncularına zararının olup olmadığı; varsa kime zarar verdiği, yasaklanıp yasaklanmaması gerektiği ve yasaklanacaksa hangi yöntemlerle yasaklanacağı, bu ticaretin hangi ölçekte piyasa etkinliğine fayda/zarar sağladığı üzerinde herhangi bir konsensüs sağlanamamıştır (Krawiec, 2001).

## 2. “İçeriden Öğrenen” ve “İçeriden Öğrenen Ticareti” Tanımı

Finansal piyasalarda “içeriden öğrenen” kavramının ilk tanımı, Amerikan Menkul Kıymetler Borsası’nın (SEC) 10b-5 kuralı kapsamında yapılmıştır. Bu tanıma göre, menkul kıymet ihraç eden bir işletme ile herhangi sebepten dolayı güvene dayalı veya özel ilişkisi olan, işletmenin henüz kamuya açık olmayan fiyata duyarlı bilgisinin farkında olan ve bu bilgiye direkt / indirekt ulaşabilen kişiler “içeriden öğrenenler” olarak belirtilmektedir (Rodolfo, 1981, 1295-1296). İşletme içerisindeki ayrıcalıklı bilgiyi kullanarak haksız kâr etme veya zarardan sakınma potansiyeline sahip olan içeriden öğrenenlere en genel örnek işletmede çalıştıkları pozisyonlar nedeniyle içerideki bilgiye en rahat ulaşabilecek yöneticiler, çalışanlar ve büyük hissedarlar olarak verilebilir.

İçeriden öğrenenler ticaretine ilişkin mahkemelere yansıyan vakalarda haksız kazanç sağlayanlar çeşitlilik arzettiği için “içeriden öğrenenlerin” kim olabileceği konusu hukuk çevrelerince tartışılmaktadır. Avrupa Birliği direktiflerine göre, kişinin içeriden öğrenen sayılabilmesi için, ihraççı ve sermaye piyasası kurumlarıyla olan somut bir ilişkinin var olması gerekli görülmemiş; içeriden öğrenen tanımı yapılırken mantıklı bir yatırımcının sahip olacağı ortalama bilgi miktarının baz alınması gerektiği ifade edilmiştir (European Securities and Market Authority, 2003).

İçerideki bilgiye tesadüfen sahip olanların içeriden öğrenenler olarak değerlendirilip değerlendirilemeyeceği konusu, kullanılan teorilere göre farklılık göstermektedir. Örneğin Sternberg (2000) çalışmasında bilgiyi tesadüfen kazanan birinin yaptığı ticaretin diğer yatırımcılara karşı bir sorumluluk getirmediğini ve bunun etikten uzak bir davranış olduğunun söylenemeyeceğini belirtmektedir. 1980 yılında görülen Chiarella davasıyla da, piyasa ile güvene dayalı bir ilişkisi bulunmayan ve dolayısıyla içerideki bilgiyi açıklama yükümlülüğü olmayan bir kişinin, ihraççı veya herhangi bir bilgi kaynağından içerideki bilgiyi temin etmedikçe yani, bilgiyi tesadüfen de olsa, “içeriden öğrenen” olarak nitelendirilemeyeceği hükmüne varılmıştır (U.S. Supreme Court, 1980). Fakat Amerika

Birleşik Devletleri (ABD) Yüksek Mahkemesinin 1983 yılındaki Dirks davasında bu tanım, "içerideki bilgiyi tesadüfi olarak veya olmayarak edinen kişinin de hissedarlara karşı güven yükümlülüğünün olduğu" şeklinde genişletilmiştir (U.S. Supreme Court, 1983).

İşletme ile geçici ya da devamlı ilişki içerisinde olan müşavirler, muhasebeciler, yatırım danışmanları, avukatlar, aracılar "sembolik dışarıdakiler" (nominal outsiders) olarak tanımlandığı gibi, bu tür kişiler işletme amaçları doğrultusunda kullanmak üzere içerideki bilgiyi kullanarak görevlerini ifa ettiklerinden dolayı işletme ile özel bir güven ilişkisi içerisinde oldukları kabul edilmektedir (Bainbridge, 2001, 46).

İçeriden öğrenenler ticareti ise kavramsal olarak, "sermaye piyasalarında kamuya açıklanmamış içerideki bilgiye sahip olan içeriden öğrenenlerin bu bilgiyi kullanarak gerçekleştirdiği ekonomik suç" ve "içerideki bilgiye ulaşabilenlerin ticaret eylemi" olan tanımların her ikisini de kapsamaktadır (SEC, 2016). Genel tanımı itibariyle içeriden öğrenenler ticareti, sermaye piyasalarında başka yatırımcıların erişemeyeceği nitelikte önemli bilgilere sahip olan ve genellikle işletmeler içerisinde önemli görevlere sahip çalışanların, yaptıkları ticaretleri çeşitli düzenlemeler kapsamında raporlayarak denetimli şekilde gerçekleştirmesi eylemidir. İşlemi gerçekleştiren içeriden öğrenenlerin alım-satımını yaptığı menkul kıymetin fiyatı, miktarı ve çeşidini, işlemin gerçekleştirilme ve raporlanma tarihini, elinde tuttuğu menkul kıymetlerin miktarı ve kendisinin işletme içerisindeki görevini ilgili yasal mercilere bildirmek durumundadır.

Bir piyasa suçu olarak içeriden öğrenenler ticareti, içeriden öğrenenlerin menkul kıymet fiyatlarını etkileme gücüne sahip olan kamuya açıklanmamış bilgiye ulaşmış, haksız kazanç elde etmesi/ettirmesi durumu olarak tanımlanmaktadır. (Teweles ve Bradley, 1998, 537). Bu kazanç kâr sağlama olabileceği gibi, muhtemel bir zarardan kaçınılması olarak da belirtilebilir. Bir diğer tanıma göre, sermaye piyasalarında birçok yatırımcının sahip olmadığı bilginin avantajından yararlanılarak yapılan alım satım işlemi içeriden öğrenenler ticaretidir (Synder, 1999, 419-420). Başka bir ifadeyle, işletme çalışanlarıyla dışarıdaki yatırımcı arasındaki içerideki bilgi asimetrisidir (Frankel ve Li, 2004, 232).

Piyasaları bozucu işlemlerden biri kabul edilen içeriden öğrenenler ticareti, bir kısım yatırımcıların erişemediği ve etki unsuru içeren bilgiyi direkt kullanarak veyahut tüyo vererek finansal varlık alım-satım işlemi yapmasıdır. Gerçek veya tüzel kişiliklerin kamu nezdindeki güvenini ve yatırımcıların işletmelere ve kişilere olan sadakatini zedeleyen

içeriden öğrenenler ticareti, beyaz yakalılarının en çok işledikleri finansal suçlardan biri olarak sınıflandırılmaktadır (Leap, 2007, 67-69).

1934 tarihli Amerikan Menkul Kıymetler Borsası Kanunu ve yargı kararlarıyla oluşturulan dolaylı tanıma göre içeriden öğrenenler ticareti, "kamuya açıklanmayan içerideki bilgiye alım-satım işlemi, mail veya herhangi bir imkânla doğrudan ulaşarak veya tüyo vererek güvenin ihlal edilmesi" olarak tanımlanmaktadır. 1984 yılında yürürlüğe konan "İçeriden Öğrenenler Ticareti Müeyyideleri Kanunu (Insider Trading Sanctions Act of 1984)" ve 1988 yılındaki "İçeriden Öğrenenler Ticareti ve Menkul Kıymet Hileleri Tatbik Kanunu (Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988)" ile söz konusu tanım hüküm altına alınmıştır. Türkiye’de ise 6362 sayılı Sermaye Piyasası kanununun 106. maddesiyle içeriden öğrenenler ticareti direkt olarak tanımlanmamış, "kamuya duyurulmamış bilgilere dayalı olarak kendisinin veya bir başkasının menfaatini temin için gerçekleştirilen işlemler" bilgi suiistimali suçu olarak sayılmıştır.

İçeriden öğrenenler ticareti, sermaye piyasalarını etkileyen üç büyük riskten biri olarak kabul edilmekte olup, küresel ekonomik suç çalışmalarına göre ortalama %30`luk artışla en hızlı ivme yakalayan ekonomik suçlardan biri olarak gösterilmektedir (PwC, 2016).

### **3. İçeriden Öğrenenler Ticareti Tarihi ve Düzenlemeleri**

Borsaların doğuşu, 17. yüzyılın başlarında deniz ötesi ticaret için sıcak nakit paraya ihtiyaç duyan tüccarlara kadar uzanmaktadır. Devletin fon oluşturmak ve bütçe açıklarının finansmanını sağlamak amacıyla çıkarttığı ve devlet garantisinde olan iç borçlanma senetleriyle borsa kavramının temelleri somut olarak belirlenmiştir. Piyasalarda fon yönetimini sağlayan borsalar, ilk olarak 1611’de Hollanda’da kurulmuş ve bundan 75 sene sonra İngiliz borsasının temelleri atılmıştır.

Özellikle 17. yüzyılda ulus devletlerin genişlemesi ve ulusal ticaret olgusunun önem kazanması "merkantalizm" akımını ortaya çıkarmıştır. Ülkelerin, zenginlik kaynağı olarak kabul ettiği değerli madenlerin işlenerek devamlı olarak arttırılması ve korunması gerektiği savunulmuş ve ithalatın sınırlandırılarak ihracata teşvik getirilmesi görüşü hakim olmuştur. Bunun yanısıra, deniz aşırı keşifler ve "bilimsel devrim", Avrupa’da sermaye birikiminin artmasıyla sonuçlanan endüstriyel kapitalizme öncülük etmiştir. Bu sebeple, ülkelerin sürekli büyüme ve kâr arttırma güdüsü tetiklenmiş; ticari faaliyet alanları genişlemiş ve fon toplama stratejilerinde değişikliğe gidilmiştir. Fazla fon

ihtiyacını karşılayabilmek için borsalar, tasarruf sahibi yatırımcıların risklerine ortak olarak yatırımcı portföyünü genişletmiş ve borç talep edenler için fon sağlamıştır. İç piyasanın fon ihtiyacının karşılanmasıyla, ihtiyacı olan ekonomilere fon ihraç edilmeye başlanmıştır (Hafner ve Zimmermann, 2009, 18). Ayrıca, fon ihtiyacı olan işletmelerin kurucuları ve ortakları, fon arz edenleri işletmelerin değerinin artacağına inandırarak yüksek fiyattan satışlar yapmışlardır.

Piyasalardaki gerileme ve buna bağlı gelişen finansal sıkıntıları araştırmak amacıyla 1621 yılında İngiltere’de kral tarafından görevlendirilen Gizli Konsey Komitesi (Committee of Privy Council) kurulmuştur. Yıllar içerisinde, piyasalarda artan hileli davranışların etkisi anlaşılmış ve 1696 yılında Ticaret Komisyonu (Board of Trade) oluşturulmuştur. Komisyonun yayınladığı ilk raporda, ilk kez yaşanan vakalara atıfta bulunularak, piyasalarda yanıltıcı işlem gerçekleştirenlerin engellenmesi için gerekli tedbirlerin alınması gerektiği belirtilmiştir (Sainty, 1974, 25-27).

İçeriden öğrenenler ticaretinin tanımı ve tarihsel gelişimine zemin hazırlayan ilk düzenlemeden sonra, 1720 yılında “Bubble Act” yürürlüğe girmiştir. Kişilerin veya işletmelerin piyasada menkul kıymet alım satımı yapabilmesi için kraliyetten yeterlilik (Royal Charter) alması gerektiği şart koşulan bu düzenlemeyle, piyasalarda çok hızlı yükseliş ve düşüş gösteren balon işletmelere ilişkin önlem alınması amaçlanmıştır (Harris, 2000, 61). Yeterliliğin sağlanabilmesi için konulan ağır şartlardan dolayı, birçok işletme ekonomik faaliyetlere katılamamış, gelirlerde düşüşler yaşanmış ve temel ekonomik yapı ciddi bir şekilde etkilenmiştir. Bunun üzerine söz konusu düzenleme 1825 yılında yürürlükten kaldırılmıştır.

Piyasalardaki işlemlerin düzenlenmesine ilişkin ilk uygulamalardan bir diğeri ise 1787 ABD anayasasıyla ele alınmıştır. İlgili anayasanın 1. maddesinin 5/2 kısmında, piyasalarda kişisel kazançlarını arttırmak için uygunsuz işlem yapan tüccarların eyalet meclislerince cezalandırılması konusuna değinilmiş ve zaman içerisinde bu tür finansal kabahatler "devlete başkaldırı, sadakatsizlik ve yolsuzluk" ile eş anlamlı olarak anılmıştır (Straus, 2013, 1).

1789’da Amerikan federal hükümetinin kurulması, yatırım piyasalarının doğuşunu beraberinde getirmiştir. Yapılan finansal reformlarla birlikte modern bankacılığın temelleri atılmış ve savaşın verdiği zararları telafi etmek, fon akımı oluşturmak amacıyla

federal hükümet tarafından ilk kez 80 milyon dolarlık borçlanma senedi ihraç edilmiştir.

ABD Hazine Bakanlığı'nın borç senetlerini nominal değeri ile değerlendirileceğini açıklamasından önce bilgiyi, pozisyonunun (Hazine Bakanı Alexander Hamilton tarafından asistan sekreter olarak hazine bakanlığına atanmıştır) verdiği avantajla önceden edinip spekülörlere ve diğer yatırımcılara ulaştıran William Duer, tarihte bilinen ilk içeriden öğrenenler ticareti suçunu örneğini teşkil etmektedir (Bainbridge, 2013, 168-169). Bu durum ayrıca, etkisi Mart 1792'de başlayıp Haziran 1792'ye kadar devam eden ilk finansal krizin ana sebebidir (Sylla vd., 2009). Kriz, birçok balon işletmenin iflası ile sonuçlanmıştır. Etkisi kısa sürede atlatılmış olsa da, endüstriyel üretim ve gayri safi hasıla büyüme hızı 1796 yılına kadar kesintisiz olarak artmış ve 1809 yılına kadar herhangi bir iflas vakası yaşanmamıştır. Bu süreçte ön plana çıkan en önemli aktör şüphesiz Alexander Hamilton'dur. Amerikan ekonomisini dağınık ve bozuk bir yapıdan federal düzene uygun merkezîyetçi bir yapıya ulaştıran Hamilton, merkez bankası, darphane, imalatçıları kalkındırma planı, gümrük tarifeleri ve vergilendirme gibi ekonomik enstrümanları oluşturarak modern ekonominin yapı taşlarını atmıştır.

1792 krizinin en büyük kazanımlarından birisi New York borsasının temellerini atan Buttonwood sözleşmesidir. Sözleşme ile brokerlar açık arttırmacıları saf dışı bırakarak, alım satım işlemlerinin sadece kendileri arasında gerçekleştirecekleri ve %0,25 oranında komisyon uygulayacaklarını kurala bağlamışlardır. Bir başka deyişle, piyasa oyuncularını öz-düzenleme (self regulation) yaparak organize olmuş, alım-satım işlemleri formal hale gelmiştir. Kurallar zamanla genişletilerek organizasyon boyutuna taşınmış ve 1817 yılında "New York Borsası Kurulu", 1863'de ise modern formuyla "New York Borsası (New York Stock Exchange)" ismini almıştır (Teweles ve Bradley, 1998, 113).

1800'lü yılların ikinci yarısından itibaren hızlanan sanayileşme süreciyle yatırım harcamalarında ciddi artışların yaşandığı görülmektedir. Özellikle büyük işletmeler tarafından domine edilen yatırım alanlarının tekelleşmesi, hisse senedi fiyatlarının manipüle edilmesine imkan tanımıştır. Örneğin 1863 yılında Harlem Demiryolu ve Posta Şirketi hisse senetlerindeki fiyat artışının enflasyondan kaynaklandığını düşünen bazı yatırımcılar, ileriki dönemlerde fiyatlarda düşüş bekledikleri için hisse senetlerinin büyük bir kısmını satın almadan edinmiş ve esasında ellerinde olmayan bu hisse senetlerini yüksek fiyattan satışa çıkartmışlardır. Piyasalarda "açığa satış" olarak adlandırılan bu

işlem, sahip olunmayan sermaye piyasası araçlarının ödünç alınarak satılması veya satış emri verilmesi şeklinde gerçekleşmiştir. İşlem sonucunda, manipülatif işlemlerle yapay fiyat hareketleri sağlanarak, hisse senetleri düşük fiyattan geri alınmış ve aradaki fark manipülatörlere kâr olarak yansımıştır (Geisst, 2012, 59). Bilgiyi tekelleştiren ve piyasadaki algısını yöneten bu vaka, içeriden öğrenenler ticareti literatürüne konu olmuştur.

1869 yılında spekülasyonlar nedeniyle, ABD altın piyasasında yaşanan büyük panik içerideki bilginin tüyo olarak alınıp kullanılması ve manipülasyon konusundaki ilk örneklerden gösterilmektedir. Olayda, bir grup spekülâtör altın piyasasındaki hakimiyeti ellerine geçirerek (cornering market) altın fiyatlarında ciddi yükselişe sebep olmuş ve bürokratlarla kurdukları özel ilişkiler sayesinde dönemin ABD Başkanı Ulysses S. Grant ikna edilerek hükümetin altın piyasalarına müdahalesi önlenmiştir. Durumun anlaşılmasından sonra hükümet elindeki altın rezervlerini piyasaya sürmüş ve altın fiyatları en düşük seviyelere inmiştir (Smith, 2002, 481-483). Kara Cuma (Black Friday) olarak adlandırılan bu kriz neticesinde birçok yatırımcı iflas etmiştir.

1890 yılında İngilterede "İşletme Yöneticilerinin Sorumluluğu Kanunu" (Directors' Liability Act) işletmelerdeki yöneticiler, teşvikçiler ve diğer çalışanların izahnamelerdeki hatalı ve gerçek dışı beyanlardan kaynaklanan kârın/zararın sorumluluk doğurduğunu yasal dayanağa oturtmuştur (McQueen, 2009, 250). Her ne kadar 1890'lı yılların ortasında kanun hükümsüz sayılmışsa da, ilk olarak içerideki bilginin yöneticilere yüklediği sorumluluğa atıfta bulunulmuş ve bu tür bilgilerin suistimaline büyük cezalar getirilmiştir. Artan büyük hacimdeki işlemler, hilenin sistematik doğası ve yatırımcılar tarafından güvenli bilgi kaynaklarına olan talep, piyasalarda yatırımcının korunması hususunu doğurmuş ve neticesinde 1895 Davey Komitesi ile birlikte ilk kez "içerideki bilginin kamuya açıklanması" konusu gündeme gelmiştir.

İçeriden öğrenenler ticaretinin günümüz literatüründeki tanımı ve getirilen cezai yaptırımların ilk örnekleri yirminci yüzyıl başlarına kadar uzanmaktadır. 1909 yılından önce, hileli işlemlerin kanıtlanması güç olduğundan dolayı, içeriden öğrenenlerin içerideki bilgiyi kamuya açıklamaları gerektiği konusunda herhangi bir hüküm konulmamışken, 1909 yılında Strong & Repide vakasıyla ABD Yüksek Mahkemesi, içeriden öğrenenlerin işlem yaparken kimliklerini açıklama zorunluluğunu getirmiştir.



Piyasalardaki hileli alım satım işlemlerinin önlenmesi ve şeffaflığın sağlanması amacıyla getirilen ilk önemli yasa 1911'de ilk olarak Kansas'ta yürürlüğe konan "Blue Sky" yasalarıdır. İçerideki bilginin eksiksiz ve doğru şekilde kamuya açıklanmasını düzenleyen Blue Sky yasaları, öncelikle piyasalarda yatırımcıları korumayı amaçlamıştır (Haslett, 2010, 707-708). Kısıtlı sayıda eyaletin kabul ettiği düzenlemeler, 1929 yılında New York borsasında başlayan hisse senedi fiyatlarındaki çöküşle baş gösteren paniğin haftalar içinde ticaret ve diğer sanayi dallarında etkili olmasının sonucu; hacmi, etki alanı ve süreci itibariyle dünyanın en ağır ekonomik tablosunu ortaya çıkarmasıyla, etki alanını arttırmıştır. 1933 yılı itibariyle Blue Sky yasalarını kabul eden eyalet sayısı 43'e ulaşmıştır (Bhattacharya ve Daouk, 2002, 106).

1924-1929 yılları arasında yeni endüstrilerin geliştirilmesiyle ABD dünyanın net kreditorü haline gelmiştir. Yeni gelişen sektörlerle talebin fazla olması New York borsasını spekülatif hale getirmiş ve kredi arzında daralma yaşanmıştır. Borsada daha fazla kazanç sağlayabilme çabası, işletme yöneticileri ve çalışanlarını içerideki ayrıcalıklı bilgiyi kullanarak işlem yapmaya itmiş ve hisse senedi fiyatlarında ciddi düşüşler gözlemlenmiştir. Buna en iyi örnek ekonomik buhran dönemindeki Albert H. Wiggin skandalıdır (U.S. Senate, 2010, 186-213). Neticede, piyasalarda eskiden var olan "müdahale etme, rahat bırak" anlayışı yerini "ihtiyaç olduğunda müdahale et" anlayışına bırakmıştır. Bu durum, piyasalara devlet müdahalesinin gerekli olabileceğini ortaya koymuş ve sermaye piyasalarını ilgilendiren kapsamlı düzenlemeler yapılmaya başlanmıştır.

Piyasaların büyük ekonomik buhranın etkilerinden arınmaya başlamasıyla birlikte, sermaye piyasaları yeniden yapılandırılmış ve ekonomik reformlar hız kazanmıştır. Piyasalarda yaşanan olumsuz durumların tekrar etmemesi amacı ve 1933 yılı Mayıs ayında JP Morgan bankası tarafından yüksek profilli müşterilerine içerideki bilgi servis edilerek "düşük fiyattan menkul kıymet alımı ve yüksek fiyattan satımıyla kazanç sağlama" teminatının verildiğinin açığa çıkarılmasıyla, aynı ayın sonunda 1933 Menkul Kıymetler Kanunu (Securities Act) yürürlüğe girmiştir.

Sermaye piyasaları fonksiyonlarını sadece menkul kıymetler aracılığıyla değil, mali piyasalar içerisinde bankalar aracılığı ile de sağlamaktadır. Bu açıdan yapılan reformlar sadece borsalar ile sınırlı kalmamıştır. Özellikle 1914-1928 yılları arasında dünyanın en

güçlü bankası olan JP Morgan'ın ABD Merkez bankası gibi hareket etmesi ve ekonomi politikalarına yön vermesi, piyasalardaki bilgi asimetrisini de körüklemiştir. Devletin piyasaları regüle edebilirliğinden uzak olan bu görünüm, o dönemde içeriden öğrenenler ticareti sayısında ciddi artışa sebep olmuştur. 1929 krizi sonrası, 1933 Menkul Kıymetler Kanunu ile, etkin bir sermaye piyasasının oluşturulabilmesi için düzenlemeler yapmaya ve kararlar almaya yetkili bağımsız bir kuruluş olan Menkul Kıymetler ve Borsalar Komisyonu (SEC) oluşturulmuştur. Ayrıca finansal piyasalardaki hileli ve aldatıcı işlemler yasaklanmış, menkul kıymetlere ilişkin bilgilerin bütün yatırımcıların erişimine açık olması gerektiği belirtilmiştir. Yasa ayrıca, SEC'in kamuya açıklanacak bilgilere izin verme koşulları ve ihraççı işletmeden daha fazla bilgi isteyebilme yetkilerini de düzenlemektedir.

Blue Sky yasalarını ilga eden 1933 Menkul kıymetler yasası, menkul kıymet alım satımına ilişkin ilk federal düzenleme ve yol haritası niteliğini taşımaktadır. Yasanın ana felsefesi, yatırımcının düşüncesini ve kararını etkileyebilecek herhangi maddi unsurun tamamıyla kamuya açıklanması olup, menkul kıymet alım satım işlemi yapan "işletme yöneticileri, raportörler, sigortacılar ve diğer kişilerin" maddi unsurları doğru ve tam raporlaması gerekliliği belirtilmiştir (SEC, 1933). Yatırımcıların çıkarlarını korumak, piyasaya karşı güvenini sağlamak amacıyla içeriden öğrenenlerin faaliyetlerinin düzenlenmesi için 1934 yılında Menkul Kıymetler Borsası Kanunu (Securities Exchange Act) yürürlüğe girmiştir. Yasanın, 1933 tarihli yasadan en belirgin farkı, kamuyu aydınlatma ilkesinin tam açıklama politikasıyla (full disclosure) altın çizilmiş olmasıdır. Ayrıca düzenlemeyle, menkul kıymetlerin ihraç sonrası işlem gördükleri ikincil piyasalar da kapsama alınmaktadır.

1934 kanunu, içeriden öğrenenler ticareti ve manipülasyonları önleyici kural ve yaptırımlar getirmektedir. Örneğin, 10 milyon dolardan fazla sermayeye veya 500 ve üzeri hissedara sahip işletmelerin SEC'e kote olması şartı getirilmiş ve bu işletmelerin periyodik olarak kamuyu aydınlatması gerektiği söz konusu kanunda belirtilmiştir. Kanunun "piyasalarda manipülatif ve hileli işlemleri" konulan 10b-5 maddesinde, herhangi bir kişinin doğrudan veya dolaylı olarak tüm menkul kıymet çeşitleri için alım - satım işlemlerinde hileli ya da aldatıcı davranışta bulunması suç olarak nitelendirilmiştir (Hazen, 2003, 113). Bu madde, içerideki bilgi üzerinden yapılan yaygın işlemlerin yani içeriden öğrenenlerin ticaretinin günümüzdeki düzenlemelerinin temel dayanağını oluşturmaktadır. Günümüzdeki uygulamada, içeriden öğrenenlerin ayrıcalıklı bilgiyi

kendi çıkarları için kullanması veya başkalarına aktararak kullandırmasını önlemek amacıyla esas alınan 10b-5 maddesine, mahkemelere intikal eden vakaların farklı yorumlanması dolayısıyla zaman içerisinde başka maddeler eklenmiştir.

Özellikle, 1960'lı yıllara kadar içeriden öğrenenler ticaretinin efektif olarak engellenemeyişi farklı yorumları beraberinde getirmiş ve önceleri, "yatırımcılara karşı yapılan bir haksızlık" kapsamında değerlendirilen içeriden öğrenenler ticareti suçu, zamanla "içeriden öğrenenin yatırımcıyla güvene dayalı ilişkisi (fiduciary duty)" ve "içerideki bilginin kötüye kullanılması, suistimal edilmesi (misappropriation)" kapsamında değerlendirilmeye başlanmıştır. Mahkemelerin çeşitli vakalarda 10b-5 maddesini farklı yorumlaması içeriden öğrenenler ticaretinin değerlendirilmesinde çelişkiler yarattığı için, 2000 yılında ilgili maddeye 10b-5/1 ve 10b-5/2 maddeleri eklenerek içeriden öğrenenler ticareti tanımı netleştirilmiştir. 10b-5/1 maddesinde, maddi vakıa içeren ve kamuya açıklanmamış bilginin farkında olarak menkul kıymet alım satım işleminin yapılması yasaklanmış olup, 10b-5/2 maddesiyle de içerideki bilginin güven yükümlülüğü çerçevesinde kötüye kullanılmasının önüne geçilmiştir (SEC, 2000).

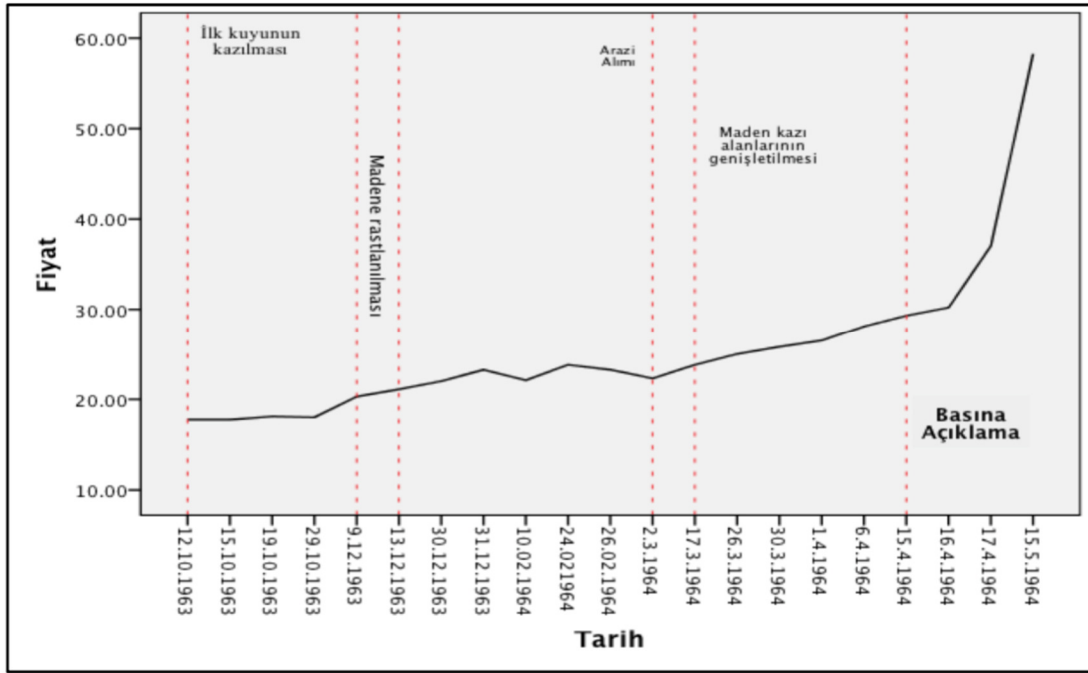
1934 Menkul Kıymetler Borsası Kanununun içeriden öğrenenler ticareti konusunda getirdiği en önemli maddelerden birisi de, SEC'e kote olan işletmelerin yöneticileri ve çalışanları ile hisse payları %10'un üzerinde olan kişilerin ve yaptıkları işlemlerin SEC'e bildirilmesi zorunluluğudur. Ayrıca, içeriden öğrenenlerin 6 ay içerisindeki alım-satım işlemlerinden doğan kısa dönemli kâr (short swing) işlemleri yasaklanmış, kısa dönem işlem yapılmışsa kârın işletmeye devredilmesi gerektiği şartı konulmuştur. Kanunla bir ilk olarak, içeriden öğrenenler ticareti suçuna ilişkin cezai müeyyideler de belirlenmiştir.

Tarihsel süreçte içeriden öğrenenler ticaretinin açıklanmasında çoğu kez mahkemeye intikal eden önemli davalar esas alınmıştır. "İçerideki bilginin kamuya açıklanması ya da işletme sırları dolayısıyla açıklanamayan bilgilere dayanarak menkul kıymet ticareti yapmaktan kaçınılması (disclose or abstain)" kuralı ilk olarak 1961 yılında Cady, Roberts and Co. davasında ele alınmıştır. Cady Roberts & Co. vakasında, yeni yatırımlarla yükselişe giren Curtiss-Wright şirketinin hisse senetlerinin, kâr dağıtım paylarının düşeceği bilgisinin önceden öğrenilip satılmasıyla mutlak zarardan kaçınılması sağlanmıştır. İçeriden öğrenenlerin sorumluluğunun genişletildiği bu davada, ilk defa "içeriden öğrenen" kavramının tanımı yapılmış ve herhangi ayırım gözetmeksizin içerideki bilgiyi

kullanarak işlem yapan herkesin hükümlere tabi tutulacağı vurgulanmıştır (Bewaji, 2012, 16). 1960'lı yılların ilk yarısından itibaren menkul kıymet piyasaları işlem hacmindeki artışlar ve piyasalarda tespit edilen önemli manipülasyonlar neticesinde, piyasalarda kuralların sıkılaştırılması ihtiyacı doğmuştur. İşletmelerin hisse senedi ihraç edebilme şartları ve broker - dealer işlemleri düzenlenmiş ve artan spekülasyonlara cevap niteliğinde işletmelerin kamuyu aydınlatma prensipleri yeniden ele alınmıştır (Matthews, 1994, 46).

Piyasada yatırımcının yayımlanacak periyodik aktarımlarla bilgiye eşit olarak ulaşabilmesi gerektiği ve bir yatırımcının diğerine üstünlük sağlayacak nitelikte bilgiye sahip olmaması gerektiği (equal access to information) konusu 1968 Texas Sulphur davasında ele alınmıştır. İçerideki bilgiye sahip olan ve diğer yatırımcılara karşı güven yükümlülüğü taşıyan herkes "içeriden öğrenen" statüsünde değerlendirilmiştir.

Şekil 1. İçeriden Öğrenenler Ticareti Örneği: Texas Gulf Sulphur Vakası



**Kaynak:** Securities and Exchange Commission, Plaintiff-Appellant, v. Texas Gulf Sulphur Co., May 2, 1968, United States Court of Appeals for the Second Circuit

Şekil 1'den görüldüğü üzere, 12.10.1963 tarihinde Texas Gulf Sulphur şirketinin, ilk maden kuyusu kazma işlemi tamamlanmıştır. Bu sırada şirketin hisse senedi fiyatları 17,75\$ olarak seyretmektedir. Yeni maden yataklarının keşfedildiğini öğrenenler

yöneticiler ve yakınları hisse senedi alımına başlamıştır. 09.12.1963 - 13.12.1963 tarihleri arasında yapılan kazılarda daha fazla maden yatağına rastlanmış ve bu bilgi kamuya duyurulmamış, içeriden öğrenenlerin yaptıkları alım işlemleri 15.04.1964 tarihi basına açıklama öncesine kadar devam etmiştir. Basına açıklamanın hemen sonrasında hisse senedi fiyatları ani yükseliş göstererek 2 gün içerisinde yaklaşık 35\$ seviyesine kadar yükselmiştir. Kamuya açıklamanın 1 ay sonrasında bu rakam 60\$ bandına kadar çıkmıştır.

İçeriden öğrenenler ticareti konusunda ABD Yüksek Mahkemesine intikal eden ikinci büyük vaka Dirks (1983) davasında, içerideki bilgiyi alanın ve verenin işletmeye olan güven yükümlülüğü konusunda önemli kararlar alınmıştır. 1973 yılında aracı bir kurumda yatırım analisti olarak çalışan Raymond Dirks, ABD Hisse Senetleri Fonu eski bir çalışanı tarafından, kurumun varlıklarının ve gelirlerinin mevcut durumundan yüksek bir değerle değerlendirildiği konusunda uyarı almıştır. Konuyu araştıran Dirks hileli davranışlar tespit etmiş ve tespit ettiği hileli davranışları sadece kendi müşterilerine raporlamış, kamuya açıklamaktan çekinmiştir. ABD Yüksek Mahkemesi bilgi alan konumunda olan Dirks'ü kendi menfaatine yarar sağlamadığından dolayı suçsuz bulmuştur. Buna göre, içeriden öğrenenler yatırımcılara karşı güven yükümlülüğü taşıdıkları için içerideki bilgiyi tüyo olarak edinenler de yatırımcılara karşı güven yükümlülüğü taşımaktadır ve gerçekleştirilen işlemlerin suç sayılabilmesi için içeriden öğrenenin güven yükümlülüğünü ihlal etmesi gerekmektedir (Bewaji, 2012).

Özellikle 80'li yıllarda sermaye piyasası araçlarının çeşitlenmesi ve yaygınlaşması, profesyonellerin piyasalarla olan direkt iletişiminin artması, iş ağlarının genişlemesi ve gelişen uluslararası ticaret, piyasaların geleneksel kontrol mekanizmalarını devre dışı bırakmış ve piyasalar daha kırılgan hale gelmiştir (Zey, 1993, 127). 1934 - 1979 yılları arasında tespit edilen içeriden öğrenenler ticareti vakası 53 iken, 1980-1987 yılları arası bu rakam 177 olarak tespit edilmiştir (Szockyj, 1993, 91-93). Artan suçların beraberinde getirdiği piyasa kayıplarını önlemek için 1984 yılında içeriden öğrenenler ticareti suçları cezalarını arttırıcı önlemler alınmıştır. Düzenlemede, SEC'e menkul kıymet alım satım işlemlerindeki kârları zorla araştırma yetkisi verilmiş, tespit edilen haksız kazancın üç katına kadar idari ceza ve 10.000\$-100.000\$ arasında değişen miktarda para cezası öngörülmüştür (Brodsky, 1984, 937).

Vergi kaçaklığı, manipülasyon ve içeriden öğrenenler ticareti gibi birçok suç barındıran ve tarihteki en kompleks finansal suç olarak nitelendirilen "Levine, Boesky ve Milken" vakasından sonra, 1988 yılında ABD Temsilciler Meclisince İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Menkul Kıymet Sahtekârlığı İnfaz Kanunu (Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act) kabul edilmiştir. Kanunla, işverenlerin sorumluluk alanı genişletilmiş, hapis ve para cezası sınırları yükseltilmiştir. Ayrıca zarara uğrayanlara kayıplarını tazmin için dava açma yetkisi verilmiş; suçun işlendiğinin ispatı durumunda verilecek para cezası sınırı 1 milyon dolara veya verilen kaybın üç katına, hapis cezası sınırı maksimum 10 yıla yükseltilmiştir. Söz konusu davada ise, yaklaşık 10 sene boyunca gerçekleştirdikleri finansal suçlar sebebiyle Levin 12,6 milyon \$, Boesky 100 milyon \$, Milken 600 milyon \$ ceza ödemeyi kabul etmiştir. Kesilen cezalar SEC'in senelik bütçesinin birkaç katına ulaşmıştır (Stewart, 1992, 20).

Piyasalarda artan ticaret hacmine paralel olarak içeriden öğrenenlerin periyodik olarak bildirmesi gereken işlemlerindeki karışıklığı önlemek ve işlemlerin kamu tarafından takibini kolaylaştırmak amacıyla 1996 yılında SEC tarafından "Elektronik Veri Toplama ve Kurtarma Analiz Sistemi (EDGAR)" oluşturulmuştur. Sistem sınırlı sayıda terminal ile hizmete girmiş, sonrasında akredite olmuş özel veri sağlayıcı işletmeler aracılığıyla erişime açılmıştır. Aynı sene, içeriden öğrenenler ticareti suçu tespitini kolaylaştırmak için tüm eyaletlerdeki işlem hareketlerinin federal düzenlemeler doğrultusunda yürütülmesi teminatının sağlanabilmesi için modernizasyon çalışması başlatılmıştır.

İçeriden öğrenenlerin işlemlerinin kaydileştirilmesine yönelik Türkiye'de 2005 yılında Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) kurulmuş, Borsa İstanbul A.Ş.'ye kote olmuş işletmelerin sermaye piyasası aracı ihraçları hak sahibi bazında tam kaydileştirilmeye başlanmıştır. Piyasa araçlarına ilişkin veriler ilgili yasal mevzuatın izin verdiği ölçüde düzenleyici ve denetleyici kurumlar, borsalar ve yayın kuruluşlarıyla paylaşılmaktadır. İlgili mevzuata göre içeriden öğrenenlerin işlemleri kamuyu aydınlatma çerçevesinde, her ne kadar da yatırımcı ve kamuoyu ile paylaşılması hususunu belirtse de; yatırımcılar ve araştırmacılar için uygun bir uygulama arayüzüne rastlanmamaktadır.

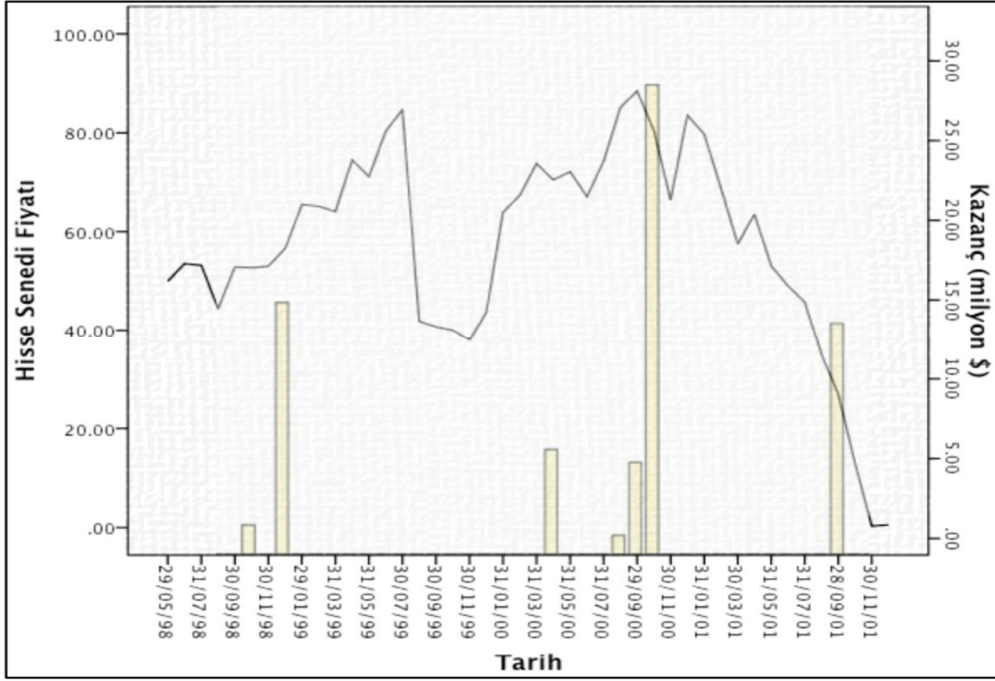
İçeriden öğrenenler ticareti 90'lı yılların ikinci yarısından itibaren dikkat çekmeye başlamıştır. Wall Street ve popüler bankaların yöneticilerinin borsa işlemleri yakın mercek altına alınmış, yüksek kârlar sorgulanır hale gelmiştir. Özellikle 2001 yılı, içeriden

öğrenenler ticareti düzenlemelerinin yanısıra piyasa ve yatırımcı güvenliğinin sağlanması, geliştirilmiş denetim standartlarının oluşturulması açısından dönüm noktası sayılmaktadır. Etkisi tüm dünya piyasalarında hissedilen Enron skandalı yatırımcıyı zarara uğratmış ve ABD ekonomisine 60 milyar doların üzerinde zarar vermiştir (Healy ve Palepu, 2003, 3). İçeriden öğrenenler ticareti suçuyla birlikte, muhasebe sistemindeki yasal boşlukları kullanarak borç gizleme ve işletme değerini şişirerek yatırımcıyı zarara uğratma, enerji piyasasını manipüle etme, rüşvet ve dolandırıcılık gibi sofistike suçları barındıran skandalın boyutunu ortaya çıkarmak için uzun süren detaylı incelemeler yapılmıştır. Bu kapsamda, içeriden öğrenenler ticaretinin tespiti için aşağıdaki prosedür belirlenmiştir (SEC, 2013):

- a.  $\pm\%10$  fiyat hareketi olan menkul kıymetleri fiyat ve işlem hacmine bakarak dikkate al,
- b. Menkul kıymeti ihraç eden şirketle iletişime geç,
- c. İhraççı şirketten kamuya açıklama belgeleri ve diğer prosedürel belgeler talep et,
- d. Varsa şüpheli işlemleri belirle,
- e. Alım - satım işlem kayıtları, kronolojileri ve alım satım yapanların ilişkilerini incele,
- f. Kazanç ve kayıpları değerlendir,
- g. İncelemeyi derinleştirerek tanıkların ve çalışanların ifadesini al, belge - telefon ve banka kayıtlarını iste,
- h. Rüşvet, yalancı şahitlik ve kazanç bölüşümü durumlarını incele.

Enron vakası, içerideki bilginin hem işletme içindeki hem de işletme dışındaki akışının manipüle edilerek bilgi asimetrisinin oluşturulmasına tipik bir örnektir. Vakada, fiyat hassasiyeti olan finansal bilgiler standarta aykırı bir şekilde raporlanmış ve bilginin piyasaya dağılım hiyerarşisi gözetilmeden yatırımcıların algısı yönetilmiştir. 2001 yılı sonunda şirketin iştiraklerinden birindeki borç ve zararların Enron'un mali tablosunda yer alması gerektiğinin duyurulmasının ardından SEC ve ABD Kongresi detaylı inceleme için harekete geçmiştir. Soruşturmayla birlikte şirket piyasada değer kaybetmeye başlamış ve soruşturmaların başlangıcından sadece iki ay sonra iflas başvurusunda bulunmuştur. Skandal ortaya çıkmadan önce şirket yöneticileri ve tüyo alanlar yüksek fiyattan hisselerini satıp mutlak bir zarardan korunmuşlardır.

Şekil 2. Enron CEO'su Jeffrey Skillings'in Hisse Hareketleri



**Kaynak:** USA Jeffrey K. Skilling and Richard A. Causey District Court Report, 2004

ABD Adalet Bakanlığı Federal Mahkemesi J.Skillings iddianamesinden yararlanılarak hazırlanan Şekil 3'de, Ekim 1998 - Kasım 2001 tarihleri arasında Enron eski CEO'su Jeffrey Skillings'in yüksek miktarlarda hisse senedi sattığı (1.307.678 adet) ve sonucunda 70.667.190\$ kar ettiğini göstermektedir. 29/05/1998 tarihinden Enron'un iflasına kadar olan süreçte, özellikle Enron iflas açıklamadan önce, yoğun hisse senedi satışıyla mutlak zarardan kaçınıldığı kayıtlara yansımıştır. 29/05/1998 öncesi sadece 14.245 adet hisse senedi satılmış ve 266.296\$ kazanç elde edilmiştir. Her iki periyot karşılaştırıldığında içeriden öğrenenler ticareti suçunun boyutları daha net anlaşılmaktadır.

Enron'un iflasıyla başlayan şirket iflasları piyasalara karşı derin güven bunalımını ortaya çıkarmıştır. Şirketlerdeki kurumsal yönetim anlayışı ve piyasa kuralları sorgulanmaya başlanmış, muhasebeleştirme ve denetimdeki usulsüzlüklere karşı ağır müeyyideler getirilmesi kararlaştırılmıştır. Borsaya kote olmuş halka açık işletmelerin mali ve yönetsel durumları hakkındaki tüm bilgilerin yatırımcılarla paylaşılması ve bu bilgilerin güvenilirliği ve duyurulması hususunda şirket yönetimlerinin direkt sorumlu olması konusu 2002 yılında imzalanan "Halka Açık Şirketler Muhasebe Reformu ve Yatırımcıyı Koruma Yasası" (Sarbanes-Oxley) ile sağlanmıştır.



Sarbanes-Oxley Yasası şirket yöneticileri ve yönetimde söz sahibi olan hissedarlara sorumlulukların yüklendiği kapsamlı düzenlemelerden biridir. Yasa ile, şirket finansal tablolarının yöneticiler tarafından onaylanması ve oluşturulacak bağımsız denetim komitesiyle denetlenmesi, içeriden öğrenenlerin işlemlerinin bildirim sürelerinin kısaltılması ve elektronik ortamda standartlar çerçevesinde yayınlanması yasak dönem boyunca içeriden öğrenenlerin işlemlerinin kısıtlanması ve şirket içi usulsüzlükleri kamuya açıklayanların korunması konularında düzenlemeler yapılmıştır. İlgili kanunun 403/A-2 maddesinde, yöneticilerin pozisyon kazanması veya kaybetmesini takiben 10 gün içerisinde, şirketin %10 oranında hissesine sahip olduğu veya bu vasfın kaybedildiği günü takiben 10 gün içerisinde ve hisse senedi ihraç edildiği gün SEC'e bildirim zorunlu kılınmaktadır (SEC, 2002). Ayrıca, emeklilik, yatırım veya borçlanma fonu gibi yeniden değerlemeyi gerektiren iş planlarındaki değişiklik esnasında yatırımcıların işlem yapmasının geçici olarak engellendiği zaman dilimini ifade eden periyotta (blackout period) içeriden öğrenenlerin hisse senedi alım satım işlemi yapamayacakları belirtilmektedir (SEC, 2002a).

Sarbanes-Oxley Yasasınının 308. maddesinde zarara uğrayan yatırımcıların haklarının iade edilmesi konusunda, haksız kazanç elde edenlere uygulanan para cezalarından oluşturulan "Fair Funds" (Adil Fonlar) havuzunun mağduriyete uğrayan yatırımcılara dağıtılması düzenlenmiştir. Fonun toplanması ve yatırımcılara dağıtım planlarının oluşturulması görevi SEC'e verilmiştir. 2002 - 2013 yılları arasında dağıtımı planlanmış fon miktarı 14,33 milyar dolar olarak belirtilmektedir (Velikonja, 2014, 23).

İçeriden öğrenenler ticaretinin düzenlenmesine ilişkin, günümüzde daha çok politik enformasyonun sermaye piyasalarındaki etkisi tartışılmaya başlanmış, siyasilerin ve kamu görevinde bulunanların piyasa işlemleri mercek altına alınmıştır. Örneğin, Ziobrowski vd. (2011) ABD Temsilciler Meclisi üyelerinin hisse senedi alımlarından anormal kazançlar elde ettiğini göstermiş ve içeriden öğrenenler ticareti izlerine rastlamıştır. Bu doğrultuda özellikle 2011 sonrası yapılan düzenlemelerde, kamu görevlilerinin ayrıcalıklı ve fiyat hassasiyeti olan bilgiyi kullanarak işlem gerçekleştirmelerini engellemek amacıyla kamu etik kurallarında ağır sorumluluk yükleyici değişikliklere gidilmiştir.

Avrupa Birliğinde içeriden öğrenenler ticareti konusundaki ilk düzenlemeler, Avrupa Ekonomik Topluluğu ülkelerinin tek bir finansal pazar oluşturması hususunu baz alan 1957 Roma Anlaşmasına dayanmaktadır. Hisse senedi işlemlerinde profesyonel etik kurallarının gözetilmesi ve bilginin piyasada eşit, kesin ve net olarak dağılması ve zamanında kamuya açıklanması için gereken tedbirlerin alınması gerektiğine ilişkin 1977 yılında "Avrupa Menkul Kıymetlerine İlişkin Davranış Kuralları" yürürlüğe konmuştur (Benink, 1993, 149-152). Bu kanundan hareketle, 1989 yılında tüm üye ülkelerin sermaye piyasası mevzuatları yakınlaştırılmaya çalışılmış fakat içeriden öğrenenler ticaretinin temel standartlarının belirlenmesi amaçlansa da düzenleme başarıya ulaşamamıştır (Warren, 1991, 1044).

1992 yılında yayınlanan AB direktifi, bir önceki düzenlemenin aksine, üye ülkelerin içeriden öğrenenler konusundaki temel düzenlemelerinin kendi iç hukuklarına uygun şekilde tanımlanması zorunluluğunu getirmiştir. Direktif ile, birinci ve ikinci dereceden içeridekilerin menkul kıymete özgü veya ihraççıya ait birleşme ve ele geçirme gibi şirketin ortaklık yapısını değiştirecek fiyat hassasiyeti olan bilgileri kamuya açıklanmadan kullanarak menkul kıymet alım satımı yapması yasaklanmıştır (Warren, 1991). Direktifte; broker, portföy analisti ve dealer gibi diğer piyasa oyuncularının içerideki bilgiyi kullanarak işlem yapmaları içeriden öğrenenler ticareti kapsamında değerlendirilmemiştir. Euro'nun AB'nin resmi para birimi olduğunun dünya finans piyasalarına tanıtılması, finansal servislerde yaşanan teknolojik gelişmelere adaptasyon, kamuya açıklama kurallarının harmonize edilmesi, mal ve hizmetlerin serbest dolaşımı ve AB'ye üye ülkelerin piyasalarının tek bir çatı altında toplanması gibi konuları kapsamlı değerlendirmek üzere 1999 yılında Avrupa Komisyonu tarafından "Finansal Hizmetler Eylem Planı" açıklanmıştır. Planda; manipülasyon ve içeriden öğrenenler ticareti gibi piyasa suçlarının engellenebilmesi için ayrı bir direktife ihtiyaç olduğu belirtilmiştir (Andenæs ve Wooldridge, 2009, 518).

2003 yılında yayınlanan AB Piyasayı Kötüye Kullanma (Market Abuse) Direktifiyle içerideki bilgi ve içeriden öğrenen'in tanımı yapılmış, 2004 yılında yayınlanan direktifle de, kabul edilen piyasa uygulamaları, varlıklar üzerine türevlere ilişkin içerideki bilginin tanımı, içeriden öğrenenlerin listelerinin oluşturulması, yöneticilerin işlemlerinin bildirilmesi ve şüpheli işlemlerin bildirim zorunluluğu getirilmiştir (E.U. Commission Directive, 2003). Ayrıca direktifte, içeriden öğrenenler ticareti veya manipülasyon

şüphesi oluşturan işlemlerin, işlemi gerçekleştirenin bildirim yükümlülüğüne bakmaksızın; şüpheli işlemin türü, şüphelenme nedeni, bildirim yükümlülüğüne sahip kişinin işlem kapasitesi gibi işlem detaylarının yetkili otoriteye gecikmeksizin bildirilmesi gerektiği belirtilmektedir.

Türkiye'de içeriden öğrenenler ticareti düzenlemelerine bakıldığında, Sermaye Piyasası Kurulunca içeriden öğrenenler ticareti şüphesiyle mahkemelere yapılan başvuruların yıllardan beri karara bağlanamamış olması ve olayların delillendirilmesine ilişkin sorunlar; piyasanın yapısal özelliklerine has ve işletmelerin kurum kültürlerini gözetici düzenlemelerin yapılmasına engel olduğu görülmektedir. 1981 yılında yürürlüğe giren Sermaye Piyasası Kanunu ile kamuyu aydınlatma ve yatırımcıların hak ve çıkarlarının korunması ilkeleri baz alınmışsa da, içeriden öğrenenler ticareti ilk olarak 1992 yılında yayınlanan "3794 sayılı Sermaye Piyasası Kanunda Değişiklik Yapılmasına Dair Yasa" ile tanımlanmıştır. Yasa ile, 1981 yılında çıkarılan Sermaye Piyasası Kanunu'nun eksikleri tamamlanmış ve kamuyu aydınlatma ile bilginin piyasada eşit dağıtılması ve ekonomik suçlara karşı gereken önlemlerin alınması amaçlanmıştır. Ayrıca yasanın 16/A maddesi ile içeriden öğrenenler ticareti, manipülasyon ve diğer hileli işlemler konusunda erken uyarılı gözetim ve denetim sistemlerinin kurulması ve kamunun aydınlatılması hususu kabul edilmiş, kamuya açıklanması zorunlu bilgiler tanımlanarak dağıtım standartları belirlenmiştir. Buna göre yönetim kurulu üyeleri, genel müdür ve yardımcıları, %10 veya daha fazla hisseli ortakların sahip oldukları bilgilere dayanarak işlem yapmaması gerektiği belirtilmiştir (3794 sayılı SPK Kanunu Madde 16/A, 1992). Aynı kanunun değişik 47/A-1 maddesinde içeriden öğrenenler ticaretinin tanımı yapılmış fakat ayrıcalıklı bilginin tanımı yapılmamıştır.

1993 yılında çıkarılan yeni tebliğ ile kamuya açıklanacak özel durumlar ve esasları düzenlenmiştir. Tebliğ ile, kamunun sürekli aydınlatılması temelinde sermaye piyasasının açıklık ve dürüstlük içerisinde işleyişini sağlamak ve yatırımcıların zamanında bilgilendirilmesini temin etmek amacıyla; piyasa araçlarının ve yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek özel bilgilerin kamuya açıklanması esasları ele alınmıştır. 2003 yılında yayınlanan "Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği" ile 1993 yılında yayınlanan tebliğin sınırlı hükümleri kaldırılmış ve piyasa araçlarının değerini etkileyebilecek her türlü bilginin kamuya açıklanması zorunlu kılınmıştır. Daha önceleri menkul kıymet işlemlerinin raporlanması istenen %10 veya daha fazla hisseye sahip olan

ortakların pay sınırı %5'e çekilmiş, işletmede önemli yetki ve sorumluluğa sahip her çalışan "içeriden öğrenen" olarak nitelendirilmiştir.

AB direktifleri dikkate alınarak yeniden kaleme alınan ve 2012'de yürürlüğe giren 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunuyla tanım değişikliklerine gidilmiştir. Örneğin, manipülasyon suçu "Piyasa Dolandırıcılığı", içeriden öğrenenlerin ticareti suçu ise "Bilgi Suistimali" olarak düzenlenmiştir. Kanunun 106. maddesinde, "doğrudan ya da dolaylı olarak sermaye piyasası araçları ya da ihraççılar hakkında, ilgili sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını, değerlerini veya yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek nitelikteki ve henüz kamuya duyurulmamış bilgilere dayalı olarak ilgili sermaye piyasası araçları için alım ya da satım emri veren veya verdiği emri değiştiren veya iptal eden ve bu suretle kendisine veya bir başkasına menfaat temin eden; a) Yöneticiler, b) Hakim ortaklar, c) İş, meslek ve görevlerinin icrası nedeniyle bu bilgilere sahip olan kişiler, d) Bu bilgileri suç işlemek suretiyle elde eden kişiler, e) Sahip oldukları bilginin bu fıkrada belirtilen nitelikte bulunduğunu bilen veya ispat edilmesi hâlinde bilmesi gereken kişiler "içeriden öğrenenler" olarak tanımlanmaktadır. "Kamuya açıklanmamış bilgileri üçüncü kişilere açıklayan veya üçüncü kişilerin bu bilgilere erişimini sağlayanlar veya bu bilgilere dayanarak üçüncü kişilere bu bilginin ilişkili olduğu sermaye piyasası aracını elde etmesi veya elden çıkarması için tavsiye yahut telkinde bulunanlar, üçüncü kişilerin bu tavsiye ve telkinler doğrultusunda işlem yaparak menfaat elde etmeleri durumu" da bilgi suistimali suçu kapsamına alınmıştır. Aynı kanunun 101. maddesinde içeriden öğrenenler ticareti ve manipülasyon incelemelerinde uygulanacak tedbirler açıklanmıştır.

Kanunda göze çarpan en belirgin değişiklik içeriden öğrenenler ticareti (bilgi suistimali) ve manipülasyon (piyasa dolandırıcılığı) sayılmayan hallerin de tanımlanmış olmasıdır. Kanunun 108. maddesine göre, "yetkilendirilmiş kişi veya kurumların para, döviz kuru, kamu borç yönetim politikalarının uygulanması veya finansal istikrarın sağlanması amacıyla işlem yapması" suç kapsamına alınmamıştır. Ayrıca, fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlere uygun olarak icra edilmeleri kaydıyla, piyasa araçlarının fiyatlarının önceden belirlenmiş bir süre için desteklenmesi amacıyla menkul kıymet alım veya satımının yapılması yahut emir verilmesi veya emir iptal edilmesi suç kapsamına dahil edilmemektedir (6362 sayılı SPK Kanunu Madde 108, 2012).

#### 4. Sonuç

İçeriden öğrenenler ticareti sermaye piyasalarında hız kesmeyen suçlardan birisidir. Bunun paralelinde, içeriden öğrenenler ticaretini düzenleyen ülkelerde söz konusu suça ilişkin cezai yaptırımlar arttırılmıştır. Örneğin, ABD'de 1993-1999 yılları arasında içeriden öğrenenler ticareti mahkumları ortalama bir seneden az hapis cezasına çarptırılırken, bu rakam 2000 - 2009 arası ortalama 18 aya, 2010 - 2015 yılları arasında ortalama 30 aya çıkmıştır. Ayrıca ABD başta olmak üzere birçok ülkede sermaye piyasasını düzenleyici kurumların mahkemeye intikal eden davaları ve sonuçlarını tüm piyasa oyuncularıyla paylaşması şeffaflık, yatırımcının güvenini sağlama ve kamu yararını gözetme ilkesiyle yürütülürken; yaklaşık 35 senelik borsa tecrübesi olan ülkemizde şimdiye kadar detayları kamuya açıklanmış içeriden öğrenenler ticareti davası bulunmamaktadır. Nitekim ilgili kurumlarla yapılan görüşmelerde de, davaya müdahil olmadıkça, davaya ilişkin bir paylaşımın yapılmadığı belirtilmiştir. Bu sebeple, yayınlanan 6362 sayılı yeni Sermaye Piyasası kanununun 106. maddesinde belirtilen bilgi suistimaline ilişkin cezai hükümlerin, Türkiye'nin piyasa ve yatırımcı profili gözetilmeden, fiil ve suça iştirak ayrımına bağlı kalınmadan ve bilimsel çalışmalarla desteklenmeden sadece ABD ve Avrupa Birliği uygulamalarının kabul edildiği anlaşılmaktadır. Bu noktada, mevcut yasaların iyi işletilmesi ve mahkemeye yansımış davalar konusunda yatırımcıların bilgilendirilmesi önem taşımaktadır. Ayrıca, içeriden öğrenenler ticaretinin kanunlarla olduğu kadar işletmelerin kurumsal ilkeleri ile de düzenlenmesi gerekmektedir. Bu noktada, işletmelerin kurumsal ilkeleri desteklenerek içeriden öğrenenler ticareti konusunda kendi düzenlemelerini yapmaları ve denetim noktasında öz mekanizmalarını çalıştırmaları hususunun desteklenmesi önerilebilir. İşletmelerin yatırımcılarıyla anlaşarak yapacakları düzenlemeler, içeriden öğrenenlerin ayrıcalıklı bilginin paylaşılması konusundaki isteksizliklerini engelleyecek ve bilginin gizlenmesi önlenecektir. İşletmelerde ayrıcalıklı ve özel bilginin yoğun olarak üretildiği birimlerin diğer birimlerle ve yatırımcılarla olan iletişimi düzenlenip, bu birimlerde çalışanların (içeriden öğrenenlerin) işlemlerinin daha ayrıntılı olarak incelenmesi önerilmektedir.

Uygulamada işletme yöneticileri, direktörler, çalışanlar ve şirketin %10 hissesine sahip büyük hissedarlar birinci dereceden içeriden öğrenenler; çalışanların yakınları, işletmeyle işe dayalı bir ilişki içerisinde olan denetçiler, yatırım danışmanları, brokerlar

gibi doğrudan veya dolaylı yoldan ayrıcalıklı bilgiye ulaşabilecek olan ikinci dereceden içerden öğrenenler statüsündedir. İşlemleri raporlanması istenilen hâkim hissedarların, sadece elinde bulundurdukları hisselerin miktarına değil de işletme kararlarına etkisi de sorgulanmalı ve %10 olarak belirlenen hâkim hissedarlık sınırı yapılacak ampirik araştırmaların sonuçlarına göre yeniden düzenlenebilmelidir. Bu açıdan, "içeriden öğrenen" kavramı dinamik bir çerçevede değerlendirilerek, yatırımcıların gerçekleştirdikleri işlemlerin hacmi ve yatırımcıların işletmeye etkileri de incelenmelidir. Çünkü, belli miktarda hisse senedi bulundurmayıp işletme kararlarını etkileyen yatırımcıların bulunduğu da bir gerçektir.

İçeriden öğrenenlerin işlemlerinin efektif şekilde izlendiği ve işlemlerin piyasaya etkisinin sürekli test edilebildiği düzenlemelerin yapılması önerilmektedir. Piyasalara maliyeti esas alınarak yapılacak düzenlemeler, işletmelerin kurumsal ilkeleri ve minimum işlem maliyeti gözetilerek şekillendirilebilir. İçeriden öğrenenler ticareti konusunda üzerinde durulması gereken bir grup ise işletme ile çeşitli sebeplerden dolayı bağı kopmuş (emeklilik, istifa, şirket değişikliği) yönetici ve çalışanlardır. Söz konusu grubun işlemleri yakından takip edilmeli ve denetlenen iş ağı sürekli olarak güncellenmelidir.

"Kamuya açıklama" içeriden öğrenenler ticaretinin engellenmesi konusundaki en yaygın uygulamalardan birisidir. Zorunlu açıklamaların yanısıra işletmeler gönüllü açıklamaya teşvik edilmelidir. Çünkü zorunlu açıklanan bilgilerin kalitesi çoğu zaman tartışmalıdır. Kamuya açıklamanın, düzgün cümle kalıplarıyla dolambaçlı cümlelerden uzak, anlaşılır ve net bir şekilde yapılması ve uygun formatın yasal düzenlemelerle oluşturulması gerekmektedir. Nitekim Türkiye’de mevcut kamuyu aydınlatma platformu online olarak incelendiğinde, kamuya açıklamaların standart bir forma getirilmediği ve normal bir yatırımcının anlayabileceği seviyeden uzak ve karmaşık olduğu görülmektedir.

Piyasaları düzenleyici-denetleyici kurumlarda görev yapan yönetici ve çalışanların pozisyonları nedeniyle ayrıcalıklı bilgiye mesafesi açıktır. Piyasa ve işletmelerle bağlantılı kamu görevinde bulunanların, gerek piyasaya gerekse işletmelere etkileri somut olarak araştırılabilir hale getirilmeli ve kamu etik kuralları planlanarak genişletilmelidir. Türkiye’de her ne kadar da "Kamu Görevlileri Etik Davranış İlkeleri Yönetmeliği" kapsamında, dolaylı olarak da olsa kamu görevlilerinin pozisyonlarından dolayı menfaat sağlaması yasaklansa da; kamu görevlilerinin finansal piyasalardaki işlemlerini direkt

olarak kapsamlı şekilde düzenleyen bir yönetmeliğe ve kamu tarafından takip edilebilirliğine ihtiyaç duyulmaktadır.

İçeriden öğrenenler ticaretine ilişkin düzenlemelere, cezai yaptırımlara ve denetim uygulamalarına özel kuruluşların da müdahil olması sağlanmalıdır. Çünkü içeriden öğrenenler ticaretinde zarara uğrayan ve uğratan taraf, zararın tazmini için özel kuruluşlar öncülüğünde daha rahat pazarlık yapabilmektedir. İçeriden öğrenenlerin işlemlerinin düzenlenmesi yani neyin yasaklanıp neyin serbest bırakılacağı tarafların menfaatleri doğrultusunda karara varılıp düzenlenebilir. Bu tür bir yaklaşım pazarlık ve cezanın icrasından doğan maliyetleri düşürecektir. İçeriden öğrenenler ticareti yapıldığının kesinleşmesi ve cezai süreçlerin başlatılması hukuki bir konudur. Mahkemelerin adaleti sağlamak üzere hukukun üstünlüğünü de gözeterek, toplum yapısı ve kültüre göre değişiklik gösteren karar mekanizmasının, "finansal piyasalar" kavramı anlaşılabilir şekilde işletilmesi önemlidir. Bu doğrultuda, yargıçların finansal piyasaların işleyişi konusunda sığ olmayan bir bilgi birikimine sahip olması beklenmektedir. Ayrıca, içeriden öğrenenler ticareti tespiti zor ve karmaşık bir problem olduğu için, mahkemelerde karar süreçlerinin analitik olarak planlanması ve usüllere uygun olarak hukuki sürecin hızlı şekilde sonuçlandırılması önerilmektedir.

Türkiye’de 2012 yılında çıkarılan 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununun 108. maddesinde, “yetkilendirilmiş kişi veya kuruluşların finansal istikrarı ve para, döviz, kamu borç yönetim politikalarını desteklemek amacıyla yaptıkları işlemler” içeriden öğrenenler ticareti kapsamına alınmamıştır. Algı açısından bile piyasa oyuncularını tedirgin edebilecek bu düzenlemenin kapsamının net olarak belirtilmesi ve uygulanması halinde kamuyla eşanlı olarak paylaşılması, şeffaf ve adil bir piyasa için önem arz etmektedir. Her ne kadar da bu düzenleme ile kamu iştirakinin bulunduğu özel şirketlerin değerlerinin korunmasının amaçlandığı düşünülse de, durumun izahatı, ilgili kanun maddesinin gerekçesinde de bulunmadığından dolayı, suistimale açık gibi görünen bu durumun etkilerinin izlenmesi zorunlu görülmektedir.

## Kaynakça

- Andenæs, M.T. & Wooldridge, F. (2009). European Comparative Company Law, Cambridge University Press, UK
- Avrupa Birliği Mevzuatı 2003/6/EC Sayılı Yönerge (2003), [http://www.esma.europa.eu/mt/system/files/Dir\\_03\\_6.pdf](http://www.esma.europa.eu/mt/system/files/Dir_03_6.pdf), (Erişim Tarihi, 12 Ocak 2016).
- Bainbridge, S.M. (2001). The Law and Economics of Insider Trading: A Comprehensive Primer. School of Law, University of California, UCLA, 1-84
- Bainbridge, S.M. (2013). Research Handbook on Insider Trading. Edward Elgar Publishing, USA
- Benink, H.A. (1993). Financial Integration in Europe, Springer, NL.
- Bewaji, W. (2012). Insider Trading in Developing Jurisdictions: Achieving an Effective Regulatory Regime. Routledge
- Utpal Bhattacharya & Hazem Daouk. (2002). The World Price of Insider Trading. The Journal of Finance, 57(1), 75-108
- Brodsky, D.M. (1984). Insider Trading and the Insider Trading Sanctions Act of 1984: New Wine Into New Bottles?. Washington and Lee Law Review, 41(3), 921-941.
- Chiarella v. United States Davası Karar No. 445 U.S. 222 (1980). <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/445/222/case.html>, (Erişim Tarihi, 12 Aralık 2015).
- De Bondt, Werner F.M. & Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact?. Journal of Finance, 40(3), 793-805.
- Dirks, SEC Davası Karar No. 463 U.S. 646 (1983). <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/463/646/case.html>, (Erişim Tarihi, 20 Aralık 2015).
- E.U. Commission Directive (2003). Commission Directive 2004/72/EC. Official Journal of the European Union, <https://www.esma.europa.eu/databases-library/esma-library>, (Erişim Tarihi, 12 Ocak 2016).
- European Securities and Market Authority (2003). Directive 2003/6/EC. <https://www.esma.europa.eu/databases-library/esma-library>, (Erişim Tarihi, 15 Şubat 2016).



- Frankel, R. & Li, X. (2004). Characteristics of a firm's information environment and the information asymmetry between insiders and outsiders. *Journal of Accounting and Economics*, 37 (2), 229-259
- Geisst, C.R. (2012). *Wall Street: A History from Its Beginnings to the Fall of Enron*. Oxford University Press, UK.
- Hafner, W. & Zimmermann, H. (2009). *Vinzenz Bronzin 's Option Pricing Models : Exposition and Appraisal*. Springer
- Harris, R. (2000). *Industrializing English Law: Entrepreneurship and Business Organization*. Cambridge University Press, UK
- Haslett, W. (2010). *Risk Management: Foundations For a Changing Financial World*. John Wiley & Sons, USA.
- Hazen, T.L. (2003). *Federal Securities Law*, Federal Judicial Center, <http://www.fjc.gov>, (Erişim Tarihi, 22.02.2016)
- Healy, P.M. & Palepu, K.G. (2003). The Fall of Enron. *Journal of Economic Perspectives*, 17(2), 3-26
- Jeng, A., Metrick, A., & Zeckhouser, R. (2003). Estimating the Returns to Insider Trading: A Performance-Evaluation Perspective. *The Review of Economics and Statistics*, 85(2), 453-471.
- Kara, A., Denning, K.C. (1998). A model and empirical test of the strong form efficiency of US capital markets: more evidence of insider trading profitability. *Applied Financial Economics*, 8(3), 211-220.
- Krawiec, K.D. (2001). Fairness, Efficiency, and Insider Trading: Deconstructing the Coin of the Realm in the Information Age. *Northwestern University Law Review*, 95(2), 443-503
- Leap, T.L. (2007). *Dishonest Dollars: The Dynamics of White-Collar Crime*. ILR Press.
- Matthews, John O. (1994). *Struggle and Survival on Wall Street: The Economics of Competition among Securities Firms*, Oxford University Press, 1994
- McQueen, R. (2009). *A Social History of Company Law*, Ashgate, USA.
- PwC (2016). *Global Economic Crime Survey*. <http://www.pwc.com> (Erişim tarihi, 24 Mart 2016).
- Rodolfo J. Aguilar Jr. (1981). Securities Regulation: Nondisclosure of Insider Information, *Chiarella v. United States*. *Louisiana Law Review*, 41(4), 1295-1305

- Sainty, J.C. (1974). Office-Holders in Modern Britain: Vol. 3: Officials of the Boards of Trade 1660-1870, Committees of the Privy Council for trade and plantations 1675-96, University of London Press, UK.
- SEC (1933). Securities Act of 1933. <https://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>, Erişim Tarihi, (28 Aralık 2015).
- SEC (2000). Selective Disclosure and Insider Trading. <https://www.sec.gov/rules/final/33-7881.htm>, (Erişim Tarihi, 10 Nisan 2016)
- SEC (2002). Public Law for Sarbanes - Oxley Act of 2002. <https://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf>, (Erişim Tarihi, 19 Kasım 2015)
- SEC (2002a). Insider Trades During Pension Fund Blackout Periods. <https://www.sec.gov/rules/final/34-47225.htm>, (Erişim Tarihi, 14 Aralık 2015)
- SEC (2013). A plain English Handbook for clear SEC disclosure documents. <https://www.sec.gov/pdf/handbook.pdf>, (Erişim Tarihi, 17 Aralık 2015)
- SEC (2016). Insider Trading. <https://www.sec.gov/answers/insider.htm>, (Erişim Tarihi, 12 Şubat 2016)
- Securities and Exchange Commission (1968). Plaintiff-Appellant, v. Texas Gulf Sulphur Co. United States Court of Appeals for the Second Circuit. <https://www.sec.gov>, (Erişim Tarihi, 15 Aralık 2015)
- Smith, J.E. (2002). Grant. Simon & Schuster, New York.
- SPK (1992). 3794 sayılı SPK Kanunu Madde 16/A. <http://www.spk.gov.tr>, (Erişim Tarihi, 2 Kasım 2015)
- SPK (2012). 6362 sayılı SPK Kanunu Madde 108. <http://www.spk.gov.tr>, (Erişim Tarihi, 6 Kasım 2015)
- Sternberg, E. (2000). Just Business: Business Ethics in Action, Oxford University Press, UK
- Stewart, J.B. (1992). Den of Thieves. Touchstone, USA.
- Straus, J.R. (2013). Enforcement of Congressional Rules of Conduct: A Historical Overview. USA Congressional Research Service Report, 1-16.
- Sylla, R., Cowen, D.J. & Wright, R.E. (2009). Alexander Hamilton, Central Banker: Crisis Management during the U.S. Financial Panic of 1792. Business History Review, 83(1), 61-86.
- Synder, M. (1999). United States v. O'Hagan The Supreme Court And The Misappropriation Theory Of Securities Fraud And Insider Trading. Capital University Law Review, 27, 419-420.

- Szockyj, E. (1993). *The Law and Insider Trading: In Search of a Level Playing Field*, William S Hein & Co, USA
- Teall, J.L. (2012). *Financial Trading and Investing*. Academic Press, USA.
- Teweles, R. & Bradley, E.S. (1998). *The Stock Market*, Wiley.
- United States of America v. Jeffrey K. Skilling and Richard A. Causey (2004) <http://www.justice.gov/archive/dag/cftf/chargingdocs/skillingindictment.pdf>, (Erişim Tarihi, 06 Ocak 2016)
- U.S. Senate (2010). *The Pecora Investigation : Stock Exchange Practices and the Causes of the 1929, Wall Street Crash*. U.S. Senate Publication, 186-213
- Velikonja, U. (2014). *Public Compensation for Private Harm: Evidence from the SEC's Fair Fund Distributions*. *Stanford Law Review*, 67, 2-63
- Warren, M.G. (1991). *The Regulation of Insider Trading in European Community*. *Wash. & Lee L. Rev.*, 48(3)3, 1037-1077
- Zey, M. (1993). *Banking on Fraud: Drexel, Junk Bonds, and Buyouts*, Transaction Publishers, USA
- Ziobrowski, Alan J., Cheng, P., Boyd, J.W. & Ziobrowski, B.J. (2011). *Abnormal Returns From the Common Stock Investments of Members of the U.S. House of Representatives*. *Business and Politics*, 13(1), 1-24