

T.C.  
YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

# **İÇERDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİ VE İLGİLİ YASAL DÜZENLEMELER**

İŞLETME ANA BİLİM DALI  
İŞLETME YÖNETİMİ PROGRAMINDA  
HAZIRLANAN

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**CEYHAN AĞIRMAN**

**İSTANBUL, 2006**

T.C.  
YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

# İÇERDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİ VE İLGİLİ YASAL DÜZENLEMELER

İŞLETME ANA BİLİM DALI  
İŞLETME YÖNETİMİ PROGRAMINDA  
HAZIRLANAN

YÜKSEK LİSANS TEZİ

CEYHAN AĞIRMAN  
02713018

Tez Danışmanı: PROF. DR. SALİH DURER

İSTANBUL, 2006

## İÇİNDEKİLER

<b>ÖZET</b> .....	<b>vi</b>
<b>ABSTRACT</b> .....	<b>vii</b>
<b>KISALTMALAR</b> .....	<b>viii</b>
<b>TABLO LİSTESİ</b> .....	<b>ix</b>
<b>GİRİŞ</b> .....	<b>1</b>
<b>İÇERDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİ</b> .....	<b>2</b>
1.1.İÇERDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİNİN TANIMI VE UNSURLARI.....	2
1.1.1.İçerden Öğrenenlerin Ticaretinin Tanımı .....	2
1.1.2.İçerden Öğrenenlerin Ticaretinin Unsurları.....	3
1.1.2.1.İçerideki Bilgi .....	3
1.1.2.1.1.İçerideki Bilginin Menkul Kıymet Fiyatlarına Etkili Olması .....	4
1.1.2.1.1.1.Şirketin Mali Durumu Ve Şirkete Ait Menkul Kıymetlerin Piyasadaki Durumu .....	6
1.1.2.1.1.2.Sermaye Piyasası Hakkındaki Bilgiler .....	6
1.1.2.1.1.3.Politik Ve İktisadî Bilgiler.....	6
1.1.2.1.2.Edinilen Bilginin Vasıfları .....	7
1.1.2.1.2.1.Güvenilirlik .....	7
1.1.2.1.2.2.Kamuya Açıklanmamış Olma.....	7
1.1.2.1.3.Bilgiden Yararlanma İmkânı .....	8
1.1.2.2.İçerideki Bilgiye Sahip Olan “İçeridekiler”(Insiders).....	9
1.1.2.2.1.Şirkete Yakın Olan İçeridekiler .....	9
1.1.2.2.1.1.Şirketle Doğrudan İlişkisi Olanlar .....	9
1.1.2.2.1.1.1.Şirketin Yönetim Kurulu Başkan Ve Üyeleri, Yöneticiler, Denetçiler, Memurlar Ve Diğer Görevliler.....	9
1.1.2.2.1.1.2.Büyük Hisse Sahipleri.....	10
1.1.2.2.1.2.Şirketle Doğrudan İlişkisi Olan Kişilerin Aile Fertleri 11	
1.1.2.2.2.Şirkete Uzak Olan İçeridekiler.....	11
1.1.2.2.2.1.Şirketin Dışarıdan Herhangi Bir Sebep İrtibat Kurduğu Şahıslar .....	11
1.1.2.2.2.1.1.Avukatlar, Muhasebeciler Ve Aracılar .....	12
1.1.2.2.2.1.2.Danışmanlık Kuruluşları .....	12
1.1.2.2.2.1.3.Görevleri Gereği Şirkete Ait Gizli Bilgilere Sahip Olan Diğer Şahıs Ve Kurumlar .....	13
1.1.2.2.2.1.4.Merkez Bankalarının Üst Kademe Yetkilileri .....	13
1.1.2.2.2.1.5.Kamuoyunun Oluşumunda Etkili Olan Şahıslar ...	14
1.1.2.2.2.2.İçeridekilerden Bilgi Edinen Şahıslar.....	14
1.1.2.3.Elde Edilen Bilginin Belli Menkul Kıymetlere İlişkin Olması 15	
1.2.İÇERDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİNE İLİŞKİN YAKLAŞIMLAR .....	15

1.2.1.Serbesti Yaklaşımı.....	17
1.2.1.1.Eşit Bilgilenme Ve Adil Olma.....	17
1.2.1.2.İşlem Maliyeti .....	18
1.2.1.3.Şirket Verimliliği .....	18
1.2.1.4.Girişimciliği Teşvik Etme.....	19
1.2.1.5.Motivasyon .....	20
1.2.1.6.Mülkiyet Hakları.....	21
1.2.2.Yasaklama Yaklaşımı.....	21
1.3.İÇERDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİNİN PİYASA KATILIMCILARI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ.....	25
1.3.1.Yatırımcılar .....	25
1.3.2.İhraççılar.....	25
1.3.3.Aracı Kuruluşlar .....	26
1.3.4.İşlem Yapıcılar Ve Diğer Araçlar.....	27
1.4.ASİMETRİK BİLGİ.....	27
1.5.İÇERDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİ VE ETİK.....	34
1.6.İÇERDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİNE İLİŞKİN BİLİMSEL ÇALIŞMALAR .....	39
1.7. PİYASALARIN GÖZETİMİ .....	47
1.7.1.Piyasa Gözetim Mekanizmaları: .....	47
1.7.1.1.NASDAQ Sistemi:.....	48
1.7.1.2.Türk Sermaye Piyasasında Gözetim Sistemi:.....	49

<b>SERMAYE PİYASALARINDA İÇERDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİNE İLİŞKİN YASAL DÜZENLEMELER .....</b>	<b>51</b>
2.1.DÜZENLEMELERİN GEREKLİLİĞİ.....	51
2.2.SERMAYE PİYASASINA İLİŞKİN DÜZENLEMELERİN AMACI 51	
2.2.1.Yatırımcının Korunması Amacı.....	52
2.2.1.1.Liyakat Yaklaşımı.....	52
2.2.1.2.Kamuyu Aydınlatma Yaklaşımı .....	53
2.2.2.Diğer Düzenleme Amaçları.....	53
2.3.ÇEŞİTLİ ÜLKELERDE İÇERDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİNE İLİŞKİN DÜZENLEMELER.....	54
2.3.1.Amerika`da İçerden öğrenenlerin Ticaretine İlişkin Düzenlemeler	59
2.3.1.1.Birincil Piyasalara İlişkin Düzenlemeler.....	60
2.3.1.1.1.Menkul Kıymetlerin Kayda Alınma Süreci .....	61
2.3.1.1.2.Tescil Beyanının SEC`de İncelenmesi.....	62
2.3.1.1.3.Eksik Kayıt Formunun Sonuçları.....	63
2.3.1.1.4.Tahminler, Projeksiyonlar ve Benzeri Beklentilerin Açıklanması Sorunu .....	63
2.3.1.1.5.Kayıt Muafiyeti .....	64
2.3.1.1.6.Aracı Kuruluşların Sorumlulukları .....	64
2.3.1.2.İkincil Piyasaya Yönelik Düzenlemeler .....	65
2.3.1.2.1.Menkul Değerlerin Kaydı Ve Düzenli Raporlama .....	65
2.3.1.2.2.Vekaleten Oy Kullanma Ve Vekalet Toplama Taleplerine İlişkin Düzenleme.....	66
2.3.1.2.3.Alım Önerilerine(Tender Offer) İlişkin Düzenleme .....	66

2.3.1.2.4.İçerden Öğrenenlerin Ticaretine İlişkin Düzenlemeler.....	67
2.3.1.2.5.Kredili Menkul Kıymet Alım Satımına İlişkin Düzenlemeler.....	69
2.3.1.2.6.Menkul Kıymetler Borsalarının Kaydı ve Diğer Hükümler .....	69
2.3.1.2.7.Aracı Kurum Ve Komisyoncuların Kaydı .....	69
2.3.1.3.İçerden öğrenenlerin Ticareti Cezaları Yasası .....	70
2.3.1.4.Menkul Kıymetlerde Hilekârlığı Önleme ve Yaptırım Yasası.	70
2.3.1.5.İçerden Öğrenenlerin Ticaretine İlişkin Örnek Davalar .....	72
2.3.1.5.1.Dennis Levine Olayı.....	72
2.3.1.5.2.The First Boston Corp. Olayı .....	73
2.3.1.5.3.Michael David Olayı .....	74
2.3.1.5.4.Martha Stewart Olayı .....	74
2.3.1.5.5.Dirks Davası .....	75
2.3.1.5.6.Chiarella Davası .....	75
2.3.2.Avrupa Birliği Ülkelerinde İçerden Öğrenenlerin Ticaretine İlişkin Düzenlemeler.....	76
2.3.2.1.Almanya .....	76
2.3.2.2.Belçika .....	78
2.3.2.3.Danimarka.....	79
2.3.2.4.Fransa .....	80
2.3.2.5.Hollanda .....	81
2.3.2.6.İspanya .....	82
2.3.2.7.İsviçre.....	83
2.3.2.8.İtalya .....	83
2.3.2.9.Lüksemburg .....	84
2.3.2.10.Portekiz .....	85
2.3.2.11.Yunanistan .....	86
2.3.2.12.İngiltere .....	86

## **TÜRK SERMAYE PİYASASI VE İÇERDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİNE İLİŞKİN YASAL DÜZENLEMELER.....89**

3.1. GENEL BİLGİ.....	89
3.2.TÜRK SERMAYE PİYASASININ TARİHÇESİ.....	91
3.3.TÜRK SERMAYE PİYASASINDA KAMUYU AYDINLATMA İLKESİ.....	95
3.3.1.Halka Arzda Kamuyu Aydınlatma Aracı Olarak İzahname ve Sirküler .....	101
3.3.1.1.İzahnamede Bulunması Gereken Bilgiler.....	101
3.3.1.1.1.Hisse Senetlerine İlişkin Bilgiler .....	101
3.3.1.1.1.1.Şirket Hakkında Bilgiler .....	102
3.3.1.1.1.1.1.Şirket Hakkında Genel Bilgiler .....	102
3.3.1.1.1.1.2.Şirket Sermayesine İlişkin Bilgiler .....	102
3.3.1.1.1.1.3.Kurucular Ve Şirket Kurulları İle İlgili Bilgiler .	103
3.3.1.1.1.1.4.Kâr Dağıtımını İle İlgili Bilgiler .....	103
3.3.1.1.1.2.Halka Arz Olunan Hisse Senetleri Hakkında Bilgiler .....	103

3.3.1.1.1.3.Arz ve Satışa İlişkin Bilgiler.....	104
3.3.1.1.2.Tahvillere İlişkin İzahnamede Bulunması Gereken Bilgiler .....	104
3.3.1.1.2.1.Şirket Hakkında Bilgiler .....	104
3.3.1.1.2.1.1.Şirket Hakkında Genel Bilgiler .....	104
3.3.1.1.2.1.2.Sermayeye İlişkin Bilgiler.....	105
3.3.1.1.2.1.3.Yöneticiler Ve Kâr İle İlgili Bilgiler.....	105
3.3.1.1.2.2.Halka Arz Olunan Tahvillere İlişkin Bilgiler .....	105
3.3.1.2.Sirkülerde Bulunması Gereken Bilgiler .....	106
3.3.1.3.Kamunun Sürekli Aydınlatılması .....	107
3.3.1.4.Kısa Süreli Raporların(Periyodik Raporların) Yayınlanması	108
3.3.1.5.Özel Durumların Kamuya Açıklanması .....	109
3.3.1.5.1.Ortaklığın Sermaye Yapısına ve Yönetimin Kontrolüne İlişkin Değişiklikler .....	110
3.3.1.5.2.Duran Varlık Alımı, Satımı Veya Kiraya Verilmesi .....	110
3.3.1.5.3.Ortaklığın Faaliyetlerine İlişkin Değişiklikler .....	111
3.3.1.5.4.Ortaklığın Yatırımlarına İlişkin Değişiklikler .....	112
3.3.1.5.5.Ortaklığın Malî Yapısına İlişkin Değişiklikler .....	112
3.3.1.5.6.İştirakler ve İş Ortaklıklarına İlişkin Değişiklikler .....	113
3.3.1.5.7.İdarî Konulara İlişkin Değişiklikler .....	114
3.3.1.5.8.Diğer Değişiklikler .....	114
3.3.1.5.9.Diğer Özel Durumlar.....	115
3.3.1.5.9.1.Olağanüstü Fiyat Hareketleri .....	115
3.3.1.5.9.2.Doğrulama Yükümlülüğü .....	115
3.3.1.5.9.3.Borsalarda Büyük Miktarlı Hisse Senedi Satışları ....	115
3.3.1.6.Denetim.....	116
3.3.1.7.Kamuyu Aydınlatmada Bağımsız Dış Denetim .....	118
3.3.1.8.Bilgi Edinme Hakkının Kamuyu Aydınlatma İlkesi İçindeki Yeri.....	121
3.3.1.9.Kamunun Aydınlatılması Zorunluluğuna Uyulmamasının Sonuçları .....	123
3.3.1.10.Kamuyu Aydınlatma Platformu.....	124
3.4.TÜRK SERMAYE PİYASASINDA İÇERDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİ .....	125
3.4.1.Sermaye Piyasası Kanununda İçerden Öğrenenlerin Ticaretiyle İlgili Hüküm .....	126
3.4.1.1.Statüye Bağlı İçerden Öğrenenler.....	129
3.4.1.1.1.Statünün İlişkin Olduğu Ortaklıklar .....	129
3.4.1.1.2.Yönetim Kurulu Üyeleri ve Denetçileri.....	130
3.4.1.1.3.Yöneticiler ve Diğer Personel .....	131
3.4.1.1.4.Büyük Hissedarlar .....	131
3.4.1.2.Meslek Veya Görev İfasına Bağlı İçerden Öğrenenler .....	132
3.4.1.3.İçerden Öğrenenlerle İlişkisi Nedeniyle Bilgi Sahibi Olanlar	133
3.4.2.İçerden Öğrenenlerin Ticaretine Uygulanabilecek Diğer Yasal Hükümler.....	134
3.4.3.Yeni Sermaye Piyasası Kanun Tasarısı Taslağı.....	141

3.4.3.1.İçerden Öğrenenlerin Ticaretine İlişkin Mevcut Hüküm İçin Önerilen Yasal Değişiklik.....	143
3.4.4.Türkiye`de Sermaye Piyasası Kurulu Tarafından Yapılan Suç Duyuruları ve Açılan Davalar İçerisinde İçerden Öğrenenlerin Ticareti .....	152
3.4.5.İçerden Öğrenenlerin Ticareti Suçunun Benzer Suçlarla Karşılaştırılması.....	156
3.4.5.1.İçerden Öğrenenlerin Ticareti Suçu ve Güveni Kötüye Kullanma Suçu.....	156
3.4.5.2.İçerden Öğrenenlerin ticareti Suçu ve Manipülasyon Suçu ...	157
3.4.5.3.İçerden Öğrenenlerin Ticareti ve Ticarî Sır, Bankacılık Sırrı veya Müşteri Sırrı Niteliğindeki Bilgi veya Belgelerin Açıklanması Suçu.....	157
SONUÇ .....	158
YARARLANILAN KAYNAKLAR .....	159
ÖZGEÇMİŞ .....	170

## ÖZET

İçerden öğrenenlerin ticareti; gerçek veya tüzel kişilerin, kamuya açıklandığı zaman şirketin menkul kıymet fiyatlarını önemli ölçüde etkileyecek nitelikteki, kamuya açıklanmamış, önemli bilgiyi, mesleği, görevi dolayısıyla veya mesleği, görevi gereği bu bilgiye sahip olan kişilerden öğrenerek bu bilgiyi, kazanç elde etmek veya olası bir zarardan kurtulmak amacıyla menkul kıymet alım veya satımı yaparak kullanmasıdır.

İçerden öğrenenlerin ticareti birçok ülkede suç olarak kabul edilir ve bu konu ile ilgili hazırlanmış yasal düzenlemeler vardır. İçerden öğrenenlerin ticaretinin yasaklanması gerektiğini savunanlar çoğunlukta olsa da serbest bırakılması gerektiğini savunanların sayısı da küçümsenemeyecek kadar boyuttadır.

İçerden öğrenenlerin ticaretine ilişkin yasal düzenlemeler ilk olarak ABD`nde uygulanmaya başlamıştır. Ardından birçok ülkede içerden öğrenenlerin ticaretine karşı yasalar çıkarılmıştır.İçerden öğrenenlerin ticaretine ilişkin kavramlar ve yasalar benzerlik göstermektedir. Bu çalışmada ABD, AB ülkeleri ve Türkiye`de içerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili yasal düzenlemeler incelenmiştir.

Türkiye`de doğrudan doğruya içerden öğrenenlerin ticaretini düzenleyen bir mevzuat yoktur. İçerden öğrenenlerin ticareti Sermaye Piyasası Kanununun 47. maddesinde düzenlenmiştir.



## **ABSTRACT**

Insider trading is getting profit by selling or buying securities on the basis of inside information; which has not published yet and when will be published, will have a significant effect on the price of one or more securities.

Insider Trading is accepted as a crime in most countries. There are some authors who believe insider trading must be allowed and there are authors who believe it is a crime and should be regulated..

Insider trading regulations first appeared in the United States. The laws against insider trading in different countries are similar. On this study, we examined insider trading and regulations against insider trading in USA, European Countries and Turkey.

In Turkey there is not a special regulation for insider trading. But insider trading is regulated in Securities Exchange Act 47a(1) .

## KISALTMALAR

SP Kanunu : Sermaye Piyasası Kanunu

SP Kurulu : Sermaye Piyasası Kurulu

TTK : Türk Ticaret Kanunu

m : Madde

m. 47.A.1. : 47. maddenin A bendinin 1. fıkrası

SEC : Securities and Exchange Commission

ITSA : İçerden öğrenenlerin Ticareti Cezaları Yasası[The Insider Trading Sanctions Act of 1984

NASD : Menkul Kıymet İşlecileri Ulusal Birliği(National Association of Securities Dealers

NASDAQ : National Association of Securities Dealers Automated Quotes

KAP : Kamuyu Aydınlatma Platformu

BEHK : Bilgi Edinme Hakkı Kanunu

## TABLO LİSTESİ

<b>Tablo 1</b>	: Dünyadaki Sermaye Piyasaları ve İçerden Öğrenenlerin Ticareti İle İlgili Yasal Düzenlemeler.....	54
<b>Tablo 2</b>	: Yeni Sermaye Piyasası Kanun Tasarısı ile Mevcut Yasal Düzenlemenin Karşılaştırılması.....	133
<b>Tablo 3</b>	: 2000-2005 Yılları Arasında Yapılan Suç Duyuruları ve Açılan Davaların Konularına ve Yargılama Aşamalarına Göre Dağılımı.....	138
<b>Tablo 4</b>	: 1994-2005 Arası İçerden Öğrenenlerin Ticaretine İlişkin Suç Duyuruları ve Açılan Kamu Davalarının Yargılama Aşamaları.....	139

## GİRİŞ

Finansal piyasalar sermaye piyasası ve para piyasası olarak ikiye ayrılır. Sermaye piyasasının başlıca işlevi; halkın tasarruflarının sermaye piyasasına aktarılmasını sağlamaktır. Böylece piyasanın etkinliği ve likidite artacaktır. Likiditenin artması şirketlerin halka arzını artıracaktır. Halka arz artarsa, yatırımlar artacaktır. Yatırımlar artarsa gelir artacaktır. Gelir artarsa tasarruflar sermaye piyasasına aktarılacaktır. Bu döngü devam edecektir.

İnsanların paralarını sermaye piyasalarına yatırmaları için sermaye piyasasına güven duymaları gerekir. Aksi halde tasarruflarını sermaye piyasasında değerlendirmeyeceklerdir. Kendilerine başka yatırım araçları arayacaklardır. İçerden öğrenenlerin ticareti suçu, bu suçu işleyen kişiye haksız kazanç sağlamak ve diğer yatırımcıların piyasaya olan güvenini sarsmaktadır. Piyasaya güven duymayan yatırımcı parasını burada değerlendirmeyecektir. Piyasada talep olmayınca yeni halka arzlar ve dolayısıyla yeni yatırımlar olmayacaktır. Kişilerin haksız kazanç elde etmelerine engel olmak ve yatırımcıları sermaye piyasasına çekebilmek için güvenilir bir ortamın sağlanması gerekmektedir. Bunun için de içerden öğrenenlerin ticaretine karşı yasal düzenlemeler geliştirilmelidir. Bu konunun önemi gereği bu çalışmada “İçerden Öğrenenlerin Ticareti” konusu araştırılmıştır. Çalışma üç bölüme ayrılmıştır. Birinci bölümde genel olarak içerden öğrenenlerin ticareti suçundan bahsedilmiş, ikinci bölümde içerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili dünyadaki yasal düzenlemeler ele alınmış, üçüncü bölümde ise Türk Sermaye Piyasası'nda içerden öğrenenlerin ticaretine ilişkin yasal düzenlemeler, kamuyu aydınlatma ilkesi ve yeni Sermaye Piyasası Kanunu tasarısında içerden öğrenenlerin ticareti suçu ile ilgili yapılan yasal değişiklikler ele alınmıştır.

Çalışmamızda yararlanılan yerli ve yabancı dilde yazılmış kaynaklar ilgili sahifelerin altlarında dipnot olarak gösterilmiş olup sözkonusu eserlerin bir listesine çalışmamızın sonunda “Yararlanılan Kaynaklar” başlığı altında yer verilmiştir.

## BİRİNCİ BÖLÜM

### İÇERDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİ

#### 1.1.İÇERDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİNİN TANIMI VE UNSURLARI

İçerden öğrenenlerin ticaretinin tanımı ve unsurları başlığı altında “İçerden öğrenenlerin ticareti nedir?” sorusuna cevap verilecek ve içerden öğrenenlerin ticareti suçunun unsurları açıklanacaktır.

##### 1.1.1.İçerden Öğrenenlerin Ticaretinin Tanımı

Bir şirkette, şirket sahiplerinin, yöneticilerinin, denetçilerinin, ortaklarının, tüm personelinin, şirketle ilgisi olan üçüncü şahısların şirketle ilgili kamuya açıklanmamış bilgileri kullanarak kendilerine menfaat sağlamaları veya bu bilgileri dışarıya sızdırarak haksız kazanç elde etmeleri veya olası bir zararı bertaraf etmeleri içerden öğrenenlerin ticareti(insider trading veya insider dealing) olarak adlandırılmaktadır<sup>1</sup>.

TBMM tarafından 1992`de çıkarılan SP Kanunu`nun 47. maddesinin A bendinin 1. fıkrasında “İçerden Öğrenenlerin Ticareti” şu şekilde tanımlanmaktadır<sup>2</sup>:

**“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 yarar sağlamak veya bir zararı bertaraf etmek içerden öğrenenlerin ticaretidir”.**

---

<sup>1</sup> Can Aktan, “Rant Kollama”, <http://www.canaktan.org/din-ahlak/ahlak/rant-kollama/turleri.htm> , (23/09/2005).

<sup>2</sup> Fehmi Karasioğlu, “İçerden Öğrenenler Ticareti(Insider Trading) ve Türkiye`de Muhasebenin Yatırımcılara Bilgi Sağlama Sorumluluğu”, [http://www.bilgiyonetimi.org/cm/pages/mkl\\_gos.php?nt=488](http://www.bilgiyonetimi.org/cm/pages/mkl_gos.php?nt=488), (15/09/2005).

### **1.1.2.İçerden Öğrenenlerin Ticaretinin Unsurları**

İçerden öğrenenlerin ticaretinin temel olarak üç unsuru vardır:

- i) İçerideki Bilgi(Inside Information veya Material Information)
- ii) İçerideki Bilgiye Sahip Olan İçeridekiler(Insider)
- iii)İçerden öğrenenlerin Ticaretinin yapılabilceği menkul kıymetler

#### **1.1.2.1.İçerideki Bilgi**

Yararlı bilgi, menkul kıymetlerin gelecekteki fiyatları ile ilişkili olan bilgi olarak tanımlanmaktadır. Yatırımcılar menkul kıymetlerin gelecekteki fiyatları ile ilişkili olan “yararlı bilgi”yi esas alarak yatırım yapmaktadırlar. Menkul kıymetlerin gelecekteki fiyatları konusunda bilgi sahibi olma, bilgi sahibi olan için bir avantajdır. Bu yüzden menkul kıymetlere yatırım yapan kişiler menkul kıymetler hakkındaki bilgilere mümkün olan en kısa zamanda ulaşmak isterler. Menkul kıymetler hakkında bilgi edinebilmek için de mali analizlerden faydalanırlar. Ancak, mali analizlerden de her zaman kesin bir sonuç elde etmek mümkün olmamaktadır. Çünkü menkul kıymet piyasalarında kesin tahminlerde bulunmak hiçbir zaman mümkün değildir. Yatırımcılara tam ve güvenilir bilgiyi önceden sunmak zordur. Menkul kıymet piyasalarında var olan bu belirsizlik spekülâtörlerin kâr elde etmesini sağlamaktadır. Menkul kıymet piyasalarında her zaman bir belirsizlik sözkonusudur. Çünkü yatırımcıların yatırım kararlarını elde ettikleri bilgiler kadar geleceğe dair ümit ve beklentileri de etkilemektedir.

Açıklandığı zaman menkul kıymetin fiyatını etkileyecek, fakat henüz kamuya açıklanmamış bilgiye önceden sahip olanlar avantajlı konumda olacaklardır<sup>3</sup>.

**“Şirket iç ve dış gelişmelerine ilişkin özel bilgilerin kamuya resmen açıklanma öncesindeki şekli, “içerideki bilgi” olarak tanımlanmaktadır. Buna göre, bir veya birkaç menkul kıymet ihraçcısı veya menkul kıymet ile ilgili içerideki bilgi henüz kamuya açıklanmamış bilgi olarak değerlendirilir”.** İçerideki bilgi, açıklandığı zaman ilgili menkul kıymet veya menkul kıymetlerin fiyatını önemli ölçüde etkileyecek bilgidir. İçerideki

---

<sup>3</sup> Asuman Turanboy, **Insider Muameleleri(Şirkete Ait Bilgilerin Haksız Kullanımı)**, Ankara, 1990, ss.44-45.

bilgi, yatırımcıların yatırım kararlarını etkileyebilecek, değiştirebilecek nitelikte bilgidir<sup>4</sup>.

#### **1.1.2.1.1.İçerideki Bilginin Menkul Kıymet Fiyatlarına Etkili Olması**

Sahip olunan bir bilgi ancak bazı özelliklere sahipse, “içerideki bilgi” olarak kabul edilebilir. Bir bilginin “içerideki bilgi” olabilmesi için menkul kıymetlerin fiyatını etkileyebilecek ve bu bilgiye sahip olan kişiye kazanç sağlayacak nitelikte olması gerekmektedir. Bir bilginin “içerideki bilgi” olabilmesi için, bilginin piyasada bir önemi olması, piyasayı etkileyebilecek nitelikte olması gerekmektedir.

Kamuya açıklanmamış her bilgi “içerideki bilgi” şeklinde nitelendirilemez. Bu nedenle öncelikle “içerideki bilgi”nin ne olduğunu belirlemek gerekir.

ABD.’nde içerden öğrenenlerin ticaretini önleyebilmek için çıkarılmış Securities Exchange Act’in 10(b) (5) kuralının 2’inci fıkrası ve aynı kanuna 1984 yılında ilave edilen Insider Trading Act Sactions of 1984’ün 21 (2) (B) ve 21 (d) (2) maddelerinde “material fact” kavramı getirilmiştir.Turanboy bu kavramı Türkçe’de “maddî vakıa” şeklinde kullanmıştır.

Securities Exchange Act of 1934’ün 10(b) (5) kuralının(rule 10b-5) ikinci maddesinde göre “herhangi bir kişinin doğrudan veya dolaylı olarak menkul kıymetlerin fiyatını etkileyecek nitelikteki önemli bilgilerle(material fact) ilgili yanlış beyanda bulunmak veya menkul kıymet fiyatını etkileyecek önemli bir bilgiyi(material fact) kamudan saklamaktan kaçınması gereklidir”<sup>5</sup>.

ABD’de edinilen bilginin menkul kıymet fiyatına etkili olması durumu “material fact” kavramı ile ifade edilmiştir. Farklı dillerde farklı terimler kullanılmıştır. Ancak hepsinde anlatılmak istenen şey aynıdır. Menkul kıymetlerin fiyatını etkileyebilecek,menkul kıymetlerle ilgili gelecekteki fiyat

---

<sup>4</sup>Meral Varış Tezcanlı, **İçerden öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyonlar**, İstanbul:İMKB Yayınları, 1996, s.12.

<sup>5</sup> “General Rules and Regulations Promulgated Under The Securities Exchange Act of 1934: Rule 10b-5-Employment of Manipulative and Deceptive Devices”, <http://www.law.uc.edu/CCL/34ActRIs/rule10b-5.html> , (15/04/2006).

oluşumlarında etkili olabilecek bilgi “material fact” olarak kabul edilmektedir. Bu bilgi işletmenin malî durumuyla ilgili, işletmenin yakın planları ile ilgili bilgiler olabileceği gibi , sermaye piyasasının genel durumu ile ilgili bilgiler de olabilir.

“Material fact” kavramı ile ilgili bir diğer önemli nokta da, bilginin menkul kıymet fiyatına etkili olma derecesinin neye göre, kime göre belirleneceğidir. Mahkemelerde “makul bir yatırımcı”(reasonable investor) dikkate alınmıştır. Fiyata etkili bilgi normal ve makul her yatırımcının önemseyeceği bilgidir. “Material fact” olarak kabul edilecek bilgi, kesin bir şekilde, makul her insana göre menkul kıymetin fiyatını etkileyebilecek nitelikte bilgi olmalıdır. Yatırımcının yatırım kararı verirken kullanabileceği bilgi olmalıdır. Eğer menkul kıymet fiyatını etkileyebilecek bilgi değil ise, yatırımcı yatırım kararı verirken bu bilgiyi kullanamaz ise, “material fact” olarak kabul edilemez. Bu takdirde de önemli bir bilgi değildir<sup>6</sup>.

“Material fact” kavramı denetlenebilir bilgilerle sınırlandırılmamalıdır; bu kavram menkul kıymet fiyatını etkileyebilecek her türlü bilgiyi kapsar. Örneğin şirketin yeni ve kârlı bir yatırım alanına yönelme planları “material fact” kabul edilir<sup>7</sup>.

Makul bir yatırımcı için ne tür bilgilerin menkul kıymet fiyatına etkili olabilecek nitelikte olduğunun kararı ise, mahkemelere bırakılmıştır. İçerden öğrenenlerin ticareti suçu ile ilgili açılan mahkemelerde, bilginin menkul kıymet fiyatını etkileyecek nitelikte olup olmadığına yani “material fact” niteliği taşıyıp taşımadığına, dolayısıyla içerideki bilgi olup olmadığına mahkemeler karar verecektir. Burada dikkate alınması gereken nokta bilginin genel bir bilgi mi, yoksa özel bir bilgi mi olduğudur. Çünkü menkul kıymet fiyatına etkili olabilecek bilgi, kamuya açıklanmamış ve özel durumlara ilişkin bir bilgidir<sup>8</sup>.

---

<sup>6</sup> Turanboy, a.g.e., s. 48.

<sup>7</sup> Donald C. Langevoort, **Insider Trading: Regulation Enforcement and Prevention**, Securities Law Series, New York:Clark Boardman Callaghan, 1995, 5\_02.

<sup>8</sup> Turanboy, a.g.e., s. 48.



Menkul kıymetlerin fiyatlarını etkileyebilecek bilgiler; şirketin malî durumu ve şirkete ait menkul kıymetlerin piyasadaki durumu, sermaye piyasası hakkındaki bilgiler veya politik ve iktisadî bilgiler olabilir.

#### **1.1.2.1.1.1.Şirketin Mali Durumu Ve Şirkete Ait Menkul Kıymetlerin Piyasadaki Durumu**

Şirketin mali durumu ile şirkete ait menkul kıymetlerin fiyatları arasındaki ilişki doğrusal bir ilişkidir. Eğer şirketin malî durumu daha iyiye giderse, şirkete ait menkul kıymetlerin piyasa değeri artar. Aynı şekilde, şirketin malî durumunda kötüleşme olursa, şirkete ait menkul kıymetlerin piyasa değeri düşer. Şirketin stokları, satışları, yeni projeleri, yeni projelerindeki başarı oranı gibi bilgiler şirkete ait menkul kıymetlerin fiyatını etkileyebilecek nitelikte bilgilerdir.

#### **1.1.2.1.1.2.Sermaye Piyasası Hakkındaki Bilgiler**

Sermaye piyasasının genel durumu hakkındaki bilgiler de menkul kıymet fiyatlarını etkileyebilecek bilgilerdir. Hatta, bazen yabancı bir sermaye piyasasındaki olaylar, değişimler diğer ülkelere yansımaktadır. Meselâ, New York borsasındaki gelişmeler, İsviçre borsasını etkileyebilmektedir. Bu gelişmeleri önceden öğrenen kişiler, menkul kıymet fiyatlarını etkileyebilecek bilgilere önceden sahip olurlar. Dolayısıyla bu kişiler diğerlerine göre avantajlı konuma geçerler<sup>9</sup>.

#### **1.1.2.1.1.3.Politik Ve İktisadî Bilgiler**

Politik ve iktisadî bilgiler de menkul kıymet fiyatlarını etkileyebilecek nitelikte bilgilerdir. Bu yüzden yatırımcılar politik ve iktisadî bilgileri de sürekli takip etmek durumundadırlar. Politik ve iktisadî bilgiler hem şirketlerin malî durumunu hem de sermaye piyasalarının durumunu etkileyebilecek niteliktedir. Dolayısıyla menkul kıymet fiyatlarında etkilidirler. Meselâ, bir savaş çıkması ya da çıkması ihtimali menkul kıymet fiyatlarını etkileyecektir. Bu durumu önceden bilen yatırımcı diğer yatırımcılar karşısında avantajlı durumda olacaktır.

---

<sup>9</sup> Turanboy, a.g.e., s. 53.

İktisadî kararlar da menkul kıymetlerin fiyatlarını etkilemektedir. Meselâ, faizlerin yükselmesi veya düşmesi veya bu konudaki söylentiler menkul kıymet fiyatlarını etkileyecektir. Buna benzer bilgilere önceden sahip olmak bir yatırımcıyı avantajlı kılar<sup>10</sup>.

#### **1.1.2.1.2.Edinilen Bilginin Vasıfları**

Önceden de belirtildiği gibi her bilgi içerideki bilgi olamaz. İçerideki bilgi olması için öncelikle “material fact” özelliğine sahip olması, başka bir deyişle menkul kıymet fiyatlarına etkili olması gerekir. Bir bilginin içerideki bilgi olabilmesi için menkul kıymet fiyatlarına etkili olmasının dışında iki özelliğe daha sahip olması gerekir:

- i) Güvenilirlik
- ii) Kamuya açıklanmamış olma

##### **1.1.2.1.2.1.Güvenilirlik**

Şirkete ait gizli bir bilgiye sahip olan bir kişinin “içerideki”(insider) olarak değerlendirilmesi için bilginin güvenilir nitelikte olması gerekmektedir. Bir bilginin güvenilir olması için ise, iki özelliğe sahip olması gerekir. İlk olarak bilginin yeter derecede kesin olması gereklidir. İkinci olarak ise, bilginin kaynağının güvenilir olması gerekmektedir<sup>11</sup>.

##### **1.1.2.1.2.2.Kamuya Açıklanmamış Olma**

Bilgi yatırımcı çevresi tarafından elde edilebilir nitelikte değilse, kamuya açıklanmamış bilgidir.

“Efficient Markets” hipotezine göre, bilgi makul sayıda yatırımcının eline geçtiği zaman, menkul kıymet fiyatına yansiyacaktır. Menkul kıymet fiyatına yansıdığı zaman ise, bu bilgiden yararlanma şansı ortadan kalkacaktır<sup>12</sup>.

Bu yüzden bir bilginin “içerideki bilgi” olabilmesi için kamuya açıklanmamış olması gerekmektedir. Çünkü kamuya açıklanmış bilgi, zaten

---

<sup>10</sup> Turanboy, a.g.e., s. 54.

<sup>11</sup> Turanboy, a.g.e., s. 55.

<sup>12</sup> Langevoort, a.g.e., s.5\_10.

menkul kıymet fiyatına yansımış olacaktır. Dolayısıyla bu bilgiden yararlanma ikânı ortadan kalkacaktır.

### **1.1.2.1.3.Bilgiden Yararlanma İmkânı**

İçerden öğrenenlerin ticareti suçundan bahsedebilmek için, menkul kıymet fiyatını etkileyebilecek bilginin sadece elde edilmesi yeterli değildir. Edinilen bilginin kullanılması gerekir.

Bilgiyi önceden öğrenebilmek, öğrenen kişiye avantaj sağlayacaktır. İçerideki bilgiye sahip olanlar bu bilgi sayesinde yapacakları işlemlerde kâr elde edebilecek veya olası bir zararı bertaraf edebileceklerdir.

Elbette bu bilgiden yararlanabilmek için bu bilginin hem menkul kıymet fiyatlarını etkileyebilecek nitelikte hem de kamuya henüz açıklanmamış bir bilgi olması gerekir. Böyle bir bilgiye sahip olan yatırımcı, diğer yatırımcılara karşı avantajlı olur ve piyasada kazanç elde etme şansı artar. Ancak menkul kıymet piyasalarında böyle bir bilgiyi elde etmek ve kullanabilmek güçtür. her şeyden önce böyle bir bilgiyi elde etmek güçtür. Ayrıca işlem hacminin az olduğu piyasalarda büyük alım ve satımlar dikkat çeker. İçerideki bilgiye sahip olmayan insanlar da yapılan büyük miktarda işlemi taklit ederek işlem yaparlar. Bu nedenle içerideki bilgiyi kullanarak menkul kıymet işlemlerinde kullanmak zorlaşacaktır<sup>13</sup>.

İçerideki bilginin genel niteliklerinden detaylı olarak bahsettikten sonra, içerideki bilginin temel özellikleri şu şekilde özetlenebilir<sup>14</sup>:

- i) İçerideki bilgi kamuya açıklanmamış bilgidir,
- ii) İçerideki bilgi, kesin ve güvenilir bir kaynaktan elde edilen bilgidir. Söylentiden ibaret bilgiler içerideki bilgi olarak kabul edilmemektedir,
- iii) İçerideki bilgi, bir veya daha fazla menkul kıymet ihraççısına ya da bir veya daha fazla menkul kıymetle ilgilidir,
- iv) İçerideki bilgi, menkul kıymetin fiyatı üzerinde kesin bir etkiye (material fact) sahip bilgidir.

---

<sup>13</sup> Turanboy, a.g.e., s. 64.

<sup>14</sup> Tezcanlı, a.g.e., s. 12.

### **1.1.2.2.İçerideki Bilgiye Sahip Olan “İçeridekiler”(Insiders)**

**“Meslekleri, görevleri veya pozisyonları nedeniyle bir şirketin menkul kıymetleri ile yakından ilgili ve henüz kamuya açıklanmamış kıymetli bilgilere erişebilen ve kendi çıkarları doğrultusunda kullanma potansiyeline sahip olanlar “içeridekiler” olarak belirtilmektedir”<sup>15</sup>.**

Zamanla, farklı davalar ortaya çıktıkça, “içerideki” sayılan şahıslar kategorisi giderek genişlemekte ve “içerideki”nden bilgi edinen ve bu bilgiyi kullanan şahıslar da(tippees) “içeridekiler”le aynı şekilde suçlanmaktadır<sup>16</sup>.

“İçeridekiler”i, “şirkete yakın olan içeridekiler” ve “şirkete uzak olan içeridekiler” olarak iki gruba ayırmak mümkündür.

#### **1.1.2.2.1.Şirkete Yakın Olan İçeridekiler**

Şirkete yakın olan içeridekiler, şirketle doğrudan ilişkisi olanlar ve şirketle doğrudan ilişkisi olan idareci, murakıp, memurlar ve diğer şirket görevlilerinin aile fertlerinden oluşmaktadır. Şirkete yakın olan içeridekiler, “birinci dereceden içeridekiler” olarak da adlandırılmaktadır.

##### **1.1.2.2.1.1.Şirketle Doğrudan İlişkisi Olanlar**

Şirketle doğrudan ilişkisi olanlar, şirketin idare meclisi başkan ve üyeleri, müdürler, murakıplar, memurlar ve diğer görevliler ile büyük hisse sahiplerinden oluşmaktadır.

##### **1.1.2.2.1.1.1.Şirketin Yönetim Kurulu Başkan Ve Üyeleri, Yöneticiler, Denetçiler, Memurlar Ve Diğer Görevliler**

Bu gruptaki kişiler şirketteki pozisyonları gereği içerideki bilgiye kolaylıkla ulaşabilecek kişilerdir. Bu şahıslar şirket içindeki görevleri sayesinde şirketle ilgili her türlü bilgiye kolaylıkla ulaşabilecek kişilerdir. “İçerideki olma özelliği, her şeyden önce, şirkette belli bir pozisyon veya mevkîde olmaya bağlanmıştır. Şirkette belli bir pozisyon ya da mevkîye sahip

---

<sup>15</sup> Tezcanlı, a.g.e., s. 14.

<sup>16</sup> Turanboy, a.g.e., s. 75.

olan şahıslar doğrudan içeridekiler kategorisinde sayılmıştır. Tabii bu kişilerin içeridekiler olması için edindikleri bilginin, menkul kıymet fiyatını etkileyecek nitelikte(material fact), kamuya açıklanmamış ve güvenilir nitelikte bilgi olması gerekir. Sayılan kişilerin içeridekiler olarak adlandırılması için tüm bu şartların yerine getirilmesi gerekir<sup>17</sup>.

#### **1.1.2.2.1.1.2.Büyük Hisse Sahipleri**

“Şirketle doğrudan ilişkisi olan içeridekiler”in ikinci grubu büyük hisse sahipleridir. Şirketteki büyük hisse sahipleri, şirketin yönetiminde etkin oldukları gibi, şirketle ilgili gelişmelerden de büyük ölçüde haberdardırlar.

Burada sorun, büyük hisse sahiplerinin neye göre belirleneceğidir. Çeşitli ülkelerde büyük hissedar sayılabilmek için ne kadar hisse sahibi olunması gerektiği ile ilgili ölçütler konulmuştur. Örneğin Almanya`da büyük hissedar sayılabilmek için sahip olunması gereken minimum hisse oranı %25`tir. ABD`nde ise, büyük hissedar olmak için şirkette belli bir hisse oranına sahip olmak zorunluluğu yoktur. Ancak büyük hisse sahiplerinin sahip oldukları hisse miktarını Securities and Exchange Commission`a bildirmeleri zorunlu tutulmuştur. Securities Exchange Act`in 12`inci maddesine göre, toplam malvarlığı, 1,000,000 doları aşan ve ortak sayısı 500 olan şirketlerde, hisse senedi gruplarından birisinde %10`luk hisseye sahip olan ortakların, her ayın son gününü takip eden 10 gün içinde, şirkette sahip oldukları hisse miktarını açıklamak ve bunu Securities and Exchange Commission`a bildirmek mecburiyetindedirler. Ayrıca hisseleri üzerinde yaptıkları işlemleri de işlemin gerçekleştiği ilk 10 gün içinde Securities and Exchange Commission`a bildirmek zorundadırlar. Böylece her bir büyük hissedarın ne kadar hisse senedine sahip olduğu ve yaptıkları işlemler takip edilebilecektir.

Büyük hisse sahipleri ellerindeki güç sayesinde şirket yönetiminde etkili olabilmektedirler. Ayrıca şirkete ait gelişmelerden haberdardırlar dolayısıyla içerideki bilgiye ulaşma şansları yüksektir ve ellerinde büyük miktarda hisse senedi olduğu için kur fiyatlarını etkileyebilecek güce

---

<sup>17</sup> Turanboy, a.g.e., s. 76.

sahiptirler. Bu yüzden büyük hisse sahipleri içeridekiler arasında yer almaktadır. Ellerindeki hisse miktarını ve yaptıkları işlemleri SEC'e bildirme zorunluluğu, bu kişilerin şirketle ilgili gizli bilgilere dayanarak işlem yapıp yapmadıklarını kontrol etmek açısından da önemlidir. Eğer büyük hisse sahipleri önemli bilgilerin kamuya açıklanmasından önce büyük miktarda işlemler yaparlarsa, bu kişilerin şirketle ilgili gizli bilgilerden yararlanarak işlem yaptıkları anlaşılır<sup>18</sup>.

#### **1.1.2.2.1.2.Şirketle Doğrudan İlişkisi Olan Kişilerin Aile Fertleri**

Şirketlerin yönetim kurulu başkan ve üyeleri, yöneticileri, denetçileri, memurları, diğer çalışanları ve büyük hisse sahiplerinin aile fertleri de bu kişilere yakınlıklarından dolayı içeridekiler kapsamına alınmıştır. Şirket içerisinde çalışmadıkları halde şirkette çalışan yakınlarından şirketle ilgili bilgileri edinebilirler. Şirketle ilgili gizli bilgilere ulaşmak için mutlaka o şirketle yakın ilişkide olmak, orada çalışıyor olmak gerekmez. Şirketlerle yakın ilişkisi olan kişilerin aile fertleri de bu bilgileri öğrenebilirler<sup>19</sup>.

#### **1.1.2.2.2.Şirkete Uzak Olan İçeridekiler**

Şirkete uzak olan içeridekilerin kimler olduğunu kesin bir şekilde belirlemek güçtür. Çünkü bu kişiler değişik yollarla ve değişik şekillerde şirket hakkındaki gizli bilgilere ulaşabilirler. Bu kişiler meslek veya görevleri gereği veya tesadüfen bu bilgilere ulaşabilirler. Şirkete uzak olan "içeridekiler" in çoğunluğu, şirket dışındaki(outsider) kişilerdir. Bunlar şirketle, dışardan herhangi bir şekilde kurdukları irtibat sayesinde bilgi sahibi olurlar ya da "içeridekiler" den(tippers) bilgiyi(tips) alırlar(tippees)<sup>20</sup>. Bu kişiler "ikinci dereceden içeridekiler" olarak da adlandırılırlar.

#### **1.1.2.2.2.1.Şirketin Dışarıdan Herhangi Bir Sebep İrtibat Kurduğu Şahıslar**

Bu kişiler şirketin yöneticisi, müdürü veya çalışanı olmadıkları halde şirketle kurdukları irtibat sayesinde içerideki bilgiye ulaşma imkânına

---

<sup>18</sup> Turanboy, a.g.e., ss. 81-83.

<sup>19</sup> Turanboy, a.g.e., s. 83.

<sup>20</sup> Turanboy, a.g.e., s. 86.

sahiptirler. Bu kişiler genellikle şirketin ücretli olarak dışardan istihdam ettikleri şahıslardır. Bu kişiler “içeridekiler” olmayan(non-insider) veya şirket dışındaki şahıslar(outsider) olarak adlandırılırlar, fakat şirketle olan irtibatları sebebiyle içerideki bilgiye ulaşma olansları yüksektir ve edindikleri bilgiyi kullandıkları zaman “birinci dereceden içeridekiler” kadar sorumlu tutulurlar. Şirketle herhangi bir sebeple irtibat kurarak bilgi edinen kişiler gerçek kişi olabileceği gibi tüzel kişiler de olabilirler. Şirketle herhangi bir sebeple irtibat kuran bu şahıslar; avukatlar, muhasebeciler ve aracılar, danışmanlık kuruluşları, merkez bankalarının üst kademe yetkilileri, kamuoyu oluşumunda etkili olan şahıslar ve görevleri gereği şirkete ait gizli bilgilere sahip olan diğer şahıs ve kurumlardır<sup>21</sup>.

#### **1.1.2.2.2.1.1.Avukatlar, Muhasebeciler Ve Aracılar**

Avukatlar, muhasebeciler, aracı kurum ve şahıslar şirkette çalışmamalarına rağmen, görevlerini yaparken herhangi bir şekilde bilgi sahibi olabildiklerinden, “içeridekiler”den sayılmaktadırlar.<sup>22</sup>

Avukatlar, muhasebeciler, borsalarda aracılık yapan kişiler “meslekleri gereği bilgi edinen şahıslar”(professional tippee) yani profesyonel tippee olarak tanımlanmaktadır<sup>23</sup>.Bu şahıslara ayrıca “temporary insider”(geçici içeridekiler) denilmektedir. Şirket için daimî içerideki(insider) olmamalarına rağmen, kısa süreli olarak şirkete karşı sorumluluğu olan kişilerdir. Geçici veya sürekli olarak şirket adına çalışan, şirket adına hareket eden muhasebeciler, avukatla, yatırım bankerleri ve benzer pozisyonlardaki kişiler, şirketin güvendiği şahıslardır. Bu yüzden de gizli bilgilere ulaşabilecek durumdadırlar<sup>24</sup>.

#### **1.1.2.2.2.1.2.Danışmanlık Kuruluşları**

Şirketler zaman zaman danışmanlık kuruluşlarına ihtiyaç duyarlar ve çeşitli danışmanlık kuruluşları ile beraber çalışırlar. Danışmanlık

---

<sup>21</sup> Turanboy, a.g.e., s. 86.

<sup>22</sup> Turanboy, a.g.e., s. 87.

<sup>23</sup> Turanboy, a.g.e., s. 92.

<sup>24</sup> Langevoort, a.g.e., s. 3\_9.

kuruluşları ile şirketler bu şekilde bağlantı kurarlar. Şirketler herhangi bir nedenle bir danışmanlık şirketine ihtiyaç duyabilir. Şirketin yeniden yapılandırılması, şirket birleşmeleri veya yeni yatırım kararları ile ilgili olarak danışmanlık şirketlerine başvurulabilir. Danışmanlık kurumları görevlerini yerine getirirken “içeridekiler”den sayılmalarını gerektirecek bilgiler edinebilirler<sup>25</sup>.

#### **1.1.2.2.1.3. Görevleri Gereği Şirkete Ait Gizli Bilgilere Sahip Olan Diğer Şahıs Ve Kurumlar**

Bazı kişiler görevleri sebebiyle bilgi sahibi olabilirler. Bu kategoriye birçok kuruluş girebilir. Vergi idareleri, borsa makamları gibi kurumlar görevleri gereği şirketin gerçek durumu hakkında bilgi sahibi olabilmektedirler. Bu kurumlar birçok firma ile ilgili gelişmeleri yakından takip edebilmektedirler. İşte bu tarz kurumlarda resmî görevlerde çalışanlar ve görevleri sebebiyle işletmeler ve şirketlerin durumları hakkında geniş bilgi sahibi olanlar da duruma göre “içeridekiler” sayılabilmektedir<sup>26</sup>.

#### **1.1.2.2.1.4. Merkez Bankalarının Üst Kademe Yetkilileri**

Merkez bankalarının üst kademe yetkilileri politik ve iktisadî tedbirlerin alınmasında önemli görevler ifa üstlendikleri için devletle ve diğer bankalarla irtibat halindedirler. Böylece, bu tedbirlerin alınmasında merkez bankasının üst kademe yetkilileri, hükümet ve yüksek derecedeki idarî personel dışında kalan kimselerin vakıf olamayacağı bilgiye sahip olabilmektedirler. Aynı şekilde, merkez bankalarının görevleri arasında gerekli durumlarda kredi piyasasına müdahale ederek faiz oranlarının belirlenmesi işi de vardır. Faiz oranlarının yükselmesi veya düşmesi ise, menkul kıymet fiyatlarını etkiler. Aynı şekilde piyasadaki para hacmini de merkez bankası ayarlar. Piyasadaki para hacmi de menkul kıymet fiyatlarını etkileyen unsurlar arasındadır.

Bu ve benzeri politik ve iktisadî kararları veren merkez bankalarının üst kademe yöneticileri, doğal olarak, herkesten önce bu tarz gelişme

---

<sup>25</sup> Turanboy, a.g.e., s. 94.

<sup>26</sup> Turanboy, a.g.e., s. 95.



değişmelerden haberdar olurlar. Bu bilgilere sahip olmanın ve bunları menkul kıymet piyasalarında işlem yaparken kullanmanın, bilgi sahiplerine yatırım kararı verirken avantaj sağlayacağı açıktır<sup>27</sup>.

#### **1.1.2.2.1.5.Kamuoyunun Oluşumunda Etkili Olan Şahıslar**

Kamuoyunun oluşumunda etkili olan şahıslar ile kastedilen gazete ve dergilerde çalışan kimselerdir. Bu kişiler iktisadî ve politik gelişmeleri yakından izleyip bir yatırım danışmanı gibi yorumlar yaparlar. Bu kişiler yazıları ve yorumlarıyla kamuoyunun oluştururlar. Sermaye piyasası ve ekonomi ile ilgili görüş ve beklentilerini okuyuculara aktarırlar. Bu kişilerin halkı bilerek yanlış yönlendirmesi düşünülemez. Ancak tabii olarak yazdıklarının her zaman yüzde yüz doğru olduğu düşünülemez. Çünkü bu kişiler yalnızca kendi yorumlarını halka iletmektedirler<sup>28</sup>.

#### **1.1.2.2.2.İçeridekilerden Bilgi Edinen Şahıslar**

Bilgi sahibi olabilecek kişiler yalnızca belli şahıslar değildir.. İlk başta sadece içeridekilerin sahip olduğu bilginin zamanla yayılması mümkündür. “İçerideki kategorisindeki bir kişi sahip olduğu gizli bilgiyi bir başkasına aktarabilir. Üçüncü şahıslara tavsiyeler verebilir. Bu durumda, içerideki kişi, sahip olduğu bilgiyi üçüncü şahsa bilerek ve isteyerek aktarmış olur.

Ancak çoğu zaman içerideki kişinin isteği ve onayı dışında üçüncü şahıslar içerideki bilgiyi öğrenirler. Bu durumun en çok rastlanılan hali, üçüncü şahısların içeridekilerin konuşmalarını duyarak içerideki bilgiyi öğrenmesi durumudur. Bu durumda içerideki kişi, bilgiyi isteyerek ve bilerek vermemektedir.

Her iki durumda da bilgiyi öğrenen şahsa “tippee” denmektedir. adlandırılmaktadır. “Tippee”, içeridekinin, şirkete ve ortaklarına karşı güvenden doğan yükümlülüklerine rağmen, ne şekilde olursa olsun, bilgi verdiği kişi olarak tanımlanmaktadır.

---

<sup>27</sup> Turanboy, a.g.e., ss. 95-96.

<sup>28</sup> Turanboy, a.g.e., s. 97.

“İçerideki”nden bilgi edinen kişiler, aslında “içerideki” olmayan(non-insider) kişilerdir. Fakat “içerideki”nden aldıkları bilgiye dayanarak menkul kıymet işlemi yaparak bilgide eşitlik prensibini ihlâl etmektedirler<sup>29</sup>.

### **1.1.2.3.Elde Edilen Bilginin Belli Menkul Kıymetlere İlişkin Olması**

İçerden öğrenenlerin ticaretinin son unsuru, bilginin ilişkin olduğu menkul kıymetlerdir. İçerden öğrenenlerin ticaretine konu olan menkul kıymetlerin başında hisse senetleri gelmektedir. Hisse senetlerinin, şirket kârından ve senedin değer artışından yararlanma ve şirketi yönetimine katılma imkânı vermesi, içeridekilerin hisse senetlerine yönelmesini sağlamıştır. Ayrıca, bir şirketin hisse senetlerinin toplanarak şirketin ele geçirilmesi durumlarında, ele geçirme olayı açıkça kamu tarafından duyulmadan önce, içeridekiler, o şirketin hisse senetlerini piyasadan toplamaya başlamaktadırlar. Bu da, içeridekilerin hisse senetlerine yönelmesinin bir başka sebebidir.

Yine aynı sebeplerden ötürü, hisse senetleri kadar, hisse senedi ile değiştirilebilir tahviller de içerden öğrenenlerin ticaretinde tercih edilmektedir<sup>30</sup>.

## **1.2.İÇERDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİNE İLİŞKİN YAKLAŞIMLAR**

İçerden öğrenenlerin ticareti iyi bir şey mi, yoksa kötü bir şey mi? Düzenlenmesi gerekli mi? Eğer gerekliyse, içerden öğrenenlerin ticareti üzerine yapılacak optimal sınırlamalar(kısıtlamalar) nelerdir? İçerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili düzenlemeler yüzünden kaybedenler veya sayesinde kazananlar kimlerdir? Bunlar cevaplanması zor sorulardır. İçerden öğrenenlerin ticaretinin yasaklanmasını savunanlar olduğu gibi, yasaklanmasına karşı çıkanlar da vardır. Bu konular yatırımcılar ve şirketlerin yönetim kademeleri için önemli konulardır. Ayrıca düzenlemelerin gerekliliği kural yapıcı ve düzenleyici kurumlar için önemlidir.

---

<sup>29</sup> Turanboy, a.g.e., s. 97.

<sup>30</sup> Turanboy, a.g.e., s. 105.

Bazı yazarlar içerden öğrenenlerin ticaretinin, şirket servetini çalmakla aynı hesaba geldiğini düşünüyorlar. Aynı zamanda bu, “missappropriation” teorisi ile ilgilidir. Bu yazarlar, “içerideki”lerin kullandığı bu bilginin tamamen firma ve ortaklarına ait olduğunu savunuyorlar. Dolayısıyla içeridekiler bu bilgileri firma hissedarlarının haberi ve izni olmadan kullanarak hissedarlara karşı itibarî sorumluluklarını ihlâl ediyorlar. Bu yazarlara göre içerden öğrenenlerin ticareti kısaca hırsızlığa eşdeğer bir suçtur ve önlenmelidir<sup>31</sup>.

Bazı yazarlar ise, içerden öğrenenlerin ticaretini bilginin dağılımı yönünden ele alıyorlar. Bu yazarlar, içerden öğrenenlerin ticaretinin piyasada bilgi verimliliğini, etkinliğini iki yolla arttırdığını savunuyorlar. Birincisi, içerden öğrenenlerin ticareti yeni bilgiyi piyasaya getiriyor. İkinci olarak dışarıdakilerin bilgi araştırma cesaretini kırıyor. İçerden öğrenenlerin net etkisi bu iki faktörün güçlülük derecelerine bağlıdır. Daha çok bilgi etkinliği, menkul kıymetlerin fiyatlarını yükseltir ve gerçek yatırımları cesaretlendirir. Daha az bilgi etkinliği, menkul kıymet fiyatlarını düşürür ve gerçek yatırımların cesaretini kırar.

Bazı yazarlar ise, içerden öğrenenlerin ticaretinin adil olmadığını düşünüyorlar. Onlara göre, içerden öğrenenlerin ticareti firmanın sermaye maliyetini arttırarak sermaye piyasalarında güveni sarsıyor ve firmanın kârlı, geleceği için iyi projelere girişmesini zorlaştırıyor. Eğer içerideki bilgiye sahip olmayan küçük yatırımcılar sermaye piyasalarının kendilerine karşı olduğunu düşünürlerse, yatırımlarını sermaye piyasalarına değil, başka yatırım araçlarına yatıracaklardır. Bu da piyasanın likiditesini düşürecek ve firmaların sermaye maliyetini arttıracaktır. Bunun sonucu olarak, firmalar kârlı projelere girişemeyeceklerdir<sup>32</sup>.

Peki cevap nedir? Maalesef kesin bir cevap yok. Bu görüşlerin hepsi “bir dereceye kadar” doğru. İçerden öğrenenlerin ticaretinin piyasa açısından

---

<sup>31</sup> H. Nejat Seyhun, **Investment Intelligence from Insider Trading**, London:The MTI Pres, 1998, ss. 28-29.

<sup>32</sup> Seyhun, **Investment Intelligence from Insider Trading**, a.g.e., ss. 29-30.

yararları olduğu gibi zararları da vardır. Maalesef maliyetleri ve kârları belirleyip net sonucu ortaya çıkarmak çok zor<sup>33</sup>.

Net sonuç ortaya çıkarılmadığı için bu çalışmada da kesin bir yargıya gidilmeyecektir. İçerden öğrenenlerin ticaretinin serbest olması gerektiğini düşünenler de, yasaklanması gerektiğini düşünenler de var. Bu çalışmada içerden öğrenenlerin ticaretine ilişkin yaklaşımlar “Serbesti Yaklaşımı” ve “Yasaklama Yaklaşımı” şeklinde iki kategori halinde ele alınacaktır.

### **1.2.1.Serbesti Yaklaşımı**

İçerden öğrenenlerin ticaretini savunanlar eşitlik ilkesinin, içerden öğrenenlerin ticaretinin yasaklanmasını gerektirmediğine inanırlar. Bu düşünceye göre, piyasada bilgi eşitliği, piyasada dürüstlük kurallarının işlerliği ile sağlanabilir. Bir piyasanın adil olabilmesi için etkin bir piyasa olması gerekir. İçerden öğrenenlerin ticaretinin serbest bırakılması, bilginin fiyatlara daha önceden yansımalarını sağlar. Bu da daha etkin bir piyasanın oluşmasını sağlar. Bu başlık altında içerden öğrenenlerin ticaretinin serbest bırakılmasının piyasada eşit bilgilenme, verimlilik, işlem maliyetleri, girişimcilik ve motivasyon üzerindeki etkisinden bahsedilecektir<sup>34</sup>.

#### **1.2.1.1.Eşit Bilgilenme Ve Adil Olma**

Bu yaklaşıma göre yeni bir bilginin piyasaya hemen açıklanması bilgiden yüksek kâr elde edilmesini veya büyük bir zarardan kaçınılmasını önler. Çünkü içerden öğrenenlerin ticareti piyasada bilginin daha etkin bir şekilde yayılmasını sağlar. Bu yüzden fiyatlar daha çabuk gerçek seviyelerine ulaşır.

Bu yaklaşıma göre, içerden öğrenenlerin ticareti piyasalarda adaletsiz bir ortam oluşturmamaktadır. Sadece kazanan ve kaybeden taraf değişmektedir. Buna göre, içerden öğrenenlerin ticareti bir anlamda servetin el değiştirmesidir. Bu el değiştirme içerden öğrenenlerin ticareti olsa da, olmasa da gerçekleşecektir. Ayrıca dışarıdakiler, düşük fiyatlarda hisse senedi almakla veya yüksek fiyattan satmakla kendilerini bir anlamda içerden

---

<sup>33</sup> Seyhun, *Investment Intelligence from Insider Trading*, a.g.e., s. 31.

<sup>34</sup> Tezcanlı, a.g.e., s. 25.

öğrenenlerin ticareti riskine karşı zaten korumaktadırlar. İçerden öğrenenlerin ticareti de piyasada risk yaratıcı bir unsur olmasına rağmen, piyasaya kazanç beklentisi sunmakta ve içerideki bilgilerin açıklanmasına kadar hisse senetlerini ellerinde tutan ve işlem yapanlara kazanç sağlamaktadır. Ayrıca piyasa katılımcıları piyasada içerden öğrenenlerin ticareti faaliyetlerinin olabileceğini bilmekte ve kazanç beklentilerini de bunu göz önüne alarak ayarlamaktadırlar. Yatırımcılar yatırım kararı alırken özellikle içeridekilerin yaptıkları menkul kıymet alım satımlarını takip etmektedirler. Bu durumda piyasanın etkinliğini artırmaktadır<sup>35</sup>.

#### **1.2.1.2.İşlem Maliyeti**

Bu yaklaşıma göre içerden öğrenenlerin ticareti yasaklanırsa, bilgiyi daha iyi değerlendirebilenlerin kazanç elde etme imkânı kalmayacaktır. Ancak içerden öğrenenlerin ticareti serbest bırakılırsa, bilgi edinme maliyeti düşecektir. Yatırımcılar, marjinal kârları marjinal bilgi edinme maliyetlerine eşit oluncaya kadar yatırım yapmaya devam edeceklerdir. Eğer bilgi edinme maliyeti düşerse, yatırımcılar daha çok yatırım yapacaklardır

Kısıtlayıcı yaklaşıma göre ise, içerden öğrenenlerin ticareti faaliyetlerine izin verilirse, piyasalardaki alım-satım arasındaki fiyat marjlarını artar. Aracılar, karşılıklarındaki içerden öğrenenlerin ticareti yapan kişiler olabileceği ihtimalini gözönünde bulundurarak kaybetme risklerini azaltmaya çalışırlar. Bu da, uzun dönemde, işlem maliyetlerini arttırarak piyasa etkinliğinin zayıflamasına ve kaynak dağılımının bozulmasına neden olur<sup>36</sup>.

#### **1.2.1.3.Şirket Verimliliği**

Bu yaklaşıma göre içerden öğrenenlerin ticareti, şirket içindeki karar alma mekanizmalarını canlandırarak, şirket organizasyonunun daha iyi işlemlerini ve şirketin verimliliğinin artmasını sağlamaktadır. Eğer içerden öğrenenlerin ticareti serbest olursa, yöneticiler kendi çıkarlarını da düşünerek

---

<sup>35</sup> Tezcanlı, a.g.e., ss. 26-27.

<sup>36</sup> Tezcanlı, a.g.e., s. 28.

şirketin yararına çalışacak ve şirketin menkul kıymetlerinin değerinin artması için uğraşacaklardır.

İçerden öğrenenlerin yasaklanması gerektiğini savunanlar ise, içerden öğrenenlerin ticaretinin şirket içi verimsizliklere neden olduğu ve şirket içinde organizasyon bozukluklarına neden olduğunu savunmaktadırlar. Bu görüşe göre içerden öğrenenlerin ticaretinin serbest olması, orta kademe yöneticilerinin bilgileri üst kademe yöneticilerine iletmek istememelerine, bilgi iletimini özellikle yavaşlatmalarına sebep olmaktadır. Ayrıca üst kademe yöneticilerinin de edindikleri bilgileri orta kademe yöneticilerine iletmemelerine, onlardan saklamalarına neden olmaktadır. Bu da yöneticiler arasında bir rekabet ortamı ve çıkar çatışması doğmasına neden olmaktadır. Bu durum da şirketin işleyişini bozmaktadır. Şirket içerisindeki rekabet ortamında yöneticiler birbirlerinden bilgi saklamakta ve karar almalarda gecikmeler, problemler yaşanmaktadır. Bu problemler de yanlış kararların alınmasına ve alınan kararlarda başarısız olunmasına yol açmaktadır<sup>37</sup>.

#### **1.2.1.4.Girişimciliği Teşvik Etme**

Bu yaklaşıma göre, içerden öğrenenlerin ticareti çalışanlardaki girişimcilik ruhunu kamçulamaktadır. Şirket çalışanlarının aldıkları ücret, primler ve diğer ödemeler çalışanların girişimci hizmetlerini karşılayamamaktadır. Bu nedenler içeridekilerin kendi fikirlerine ve edindikleri bilgiye dayanarak menkul kıymet piyasalarında işlem yapmaları serbest olmalıdır. Bu yaklaşıma göre, çalışanların girişimci fikirleri ödüllendirilmelidir ve bunun yolu da içerden öğrenenlerin ticaretine izin vermektir. İçeridekilerin edindikleri bilginin değeri menkul kıymet fiyatında meydana gelen değişimle orantılıdır. Çalışanların içerden öğrenenlerin ticareti faaliyetlerini gerçekleştirebilmeleri ve kâr elde edebilmeleri ancak yeni ve yararlı fikirlerle, gelişmelerle mümkün olur. Bu nedenle içerden öğrenenlerin ticareti yöneticiler için motive edicidir. Yeni ve yararlı fikirlerin üretilmesi şirket için de faydalıdır. Böylece yöneticiler sürekli yeni fikir ve girişim

---

<sup>37</sup> Tezcanlı, a.g.e., ss. 29-30.

arayışı içinde olurlar. Böylelikle hem yöneticiler hem de hissedarlar kâr elde etmektedir.

Fakat içerden öğrenenlerin ticaretinin girişimciliği artırdığını iddia ederek içerden öğrenenlerin ticaretini savunmak çok doğru olmaz. Çünkü girişimci düşünceden herkesin anladığı şey aynı olmayabilir. Yöneticiler şirket için yararlı fikirler üretip girişimde bulunmak yerine sadece kendi çıkarlarını düşünebilirler. Bu nedenle içerden öğrenenlerin ticaretinin serbest bırakılmasının şirket için faydalı olduğunu kesin bir şekilde söylemek mümkün değildir. İçerden öğrenenlerin ticaretini kısıtlayıcı düzenlemeler ile birlikte piyasadaki gözetim ve denetim faaliyetlerine de ağırlık verileceği için işlem maliyetleri de artacaktır. Fakat yine de, yeni fikirlerin üretilmesi için içerden öğrenenlerin ticaretini kullanmak doğru değildir. Bu yüzden, haksız kazançları yasaklayan düzenlemeler, piyasaların düzgün işlemesini sağlar ve etkinliğini artırır<sup>38</sup>.

#### **1.2.1.5.Motivasyon**

İçerden öğrenenleri ticaretinde kişiler edindikleri içerideki bilgiyi kendilerine mal ederler. Bu yüzden de bu bilgiyi şirket ve şirket sahiplerinin yararına değil kendi menfaatleri için kullanırlar. İçerden öğrenenlerin ticaretini savunanlar içerden öğrenenlerin ticaretini bir ödül olarak görürler. Bu şekilde yöneticilerin şirketin büyümesi için riskli, fakat kârlı projelere daha kolay yöneleceğini düşünürler. Ancak yöneticiler öncelikle kendilerini güvence altına almak istedikleri ve başarısız olmayı göze almak istemedikleri için riskli fakat kârlı projelere pek sıcak bakmayacaklardır. Yöneticilerin içerideki bilgilerin bir kısmına sahip olmalarının, kendilerine olan güveni arttırdığı ve şirkette uzun süre çalışma isteğini kamçılayarak yönetim etkinliğini sağladığı öngörülmektedir. Ayrıca, içerden öğrenenlerin ticaretinin serbestliği ile yöneticilerin motivasyonunun artması arasındaki bağlantının kesin olarak belirlenmesi mümkün değildir<sup>39</sup>.

---

<sup>38</sup> Tezcanlı, a.g.e., ss. 30-31.

<sup>39</sup> Tezcanlı, a.g.e., s. 31.

### **1.2.1.6.Mülkiyet Hakları**

Bir hisse senedinin mülkiyet hakkı, hisse senedi sahibine, hisse senedinin mülkiyet, kullanım, yönetim, hisse senedi kullanım haklarının transferi, gelir elde edimi gibi ayrıcalıklar sağlar. Bilgi kolaylıkla çalınabilecek bir şey olduğu için patent, kopyalama, telif hakkı gibi hakların ciddiyle korunması gerekir. Bu şekilde, bilginin sahibi olan veya bilgiyi üreten kişi dışındaki kimselerin bilgiyi izinsiz bir şekilde, kendilerine çıkar sağlamak için kullanmaları önlenmelidir. Bilginin hassas yapısı nedeniyle, bilginin bir başkası tarafından kullanılması, bilginin asıl sahibi olan kişinin bilgiden tam olarak yararlanabilmesini engeller. Aynı durum içerden öğrenenlerin ticareti için de sözkonusudur. İçerideki bilginin bir kere kullanılması, diğer yatırımcıların aynı miktar kârı elde etmesine imkân bırakmamaktadır. Örneğin bir kişi bir hisse senedinin fiyatının iki katına çıkacağı konusunda bilgi edinmiş ise, diğer yatırımcılardan önce işlem yapacak ve en çok kârı o elde edecektir. Eğer sözkonusu hisse senedi o fiyata bir kez çıkarsa, sadece bu bilgiyi kullanan kişi önceden işlem yapacak ve mümkün olan en büyük kârı elde edecektir. Diğer yatırımcıların aynı oranda kâr sağlama imkânı ortadan kalkacaktır.

Şirkete ait gizli bilgi eğer şirket içerisinde üretilmişse, mülkiyet hakları şirket ortaklarına aittir. Şirket ortakları şirket içerisindeki bilgilerin mülkiyet haklarını korumak için çalışanlarına, içerideki bilgilerin kullanımını yasaklayan sözleşmeler de imzalatabilirler. Sözleşmelerde, sözleşmeye uyulmadığı takdirde bazı cezaların verilebileceği şeklinde bir hüküm de yer alabilir<sup>40</sup>.

### **1.2.2.Yasaklama Yaklaşımı**

Şirketler geliştikçe ve büyüdükçe, özellikle yirminci yüzyıldan itibaren şirket içi ilişkilerde de birtakım değişiklikler olmuştur. Bu değişiklikler de yeni birtakım problemlerin doğmasına neden olmuştur. Bu problemlerin en önemlilerinden biri, içerden öğrenenlerin ticaretidir. Özellikle pay sahibi sayısı çok fazla olan büyük şirketlerde, içeridekilerin içerideki bilgiye

---

<sup>40</sup> Tezcanlı, a.g.e., ss. 32-33.



dayanarak yaptıkları menkul kıymet işlemleri, halkta büyük kızgınlığa yol açmaktadır.

Common Law`da benimsenmiş bazı prensipler, içerden öğrenenlerin ticaretinin yasaklanması gerektiğini savunanların hareket noktasıdır. Common Law`daki bu prensiplerde içerden öğrenenlerin ticareti, kamunun menfaati ve şirket hissedarlarının menfaati olmak üzere iki yönden ele alınmaktadır.

İçerden öğrenenlerin ticaretini kamu menfaati yönünden ele alanlara göre, içerden öğrenenlerin ticareti hem dürüstlük kurallarına aykırıdır (unfairness), hem de ahlâka ve törelere ters düşmektedir (immoral and unethical). Çünkü içeridekiler, sahip oldukları içerideki bilgiye dayanarak işlem yapmakta ve fırsat eşitliğini bozarak haksız kazançlar elde etmektedirler. Bu durumda piyasadaki diğer yatırımcılara haksızlık etmiş olurlar. Ayrıca içerideki bilgiye dayanarak işlem yaparak şirkete ve o şirketin hissedarlarına da haksızlık etmektedirler. Bir şirketin yöneticisi, şirket içinde sahip olduğu pozisyon veya mevki sayesinde elde ettiği içerideki bilgiye dayanarak işlem yaptığında, şirkete ve o şirketin hissedarlarına karşı olan sadakat borcuna aykırı hareket etmiş olur. Halbuki şirket yöneticilerinin en önemli yükümlülüklerinden biri, şirkete ve şirket hissedarlarına karşı aralarındaki güven ilişkisine uygun davranmaktır (fiduciary duty). Şirket yöneticileri şirket içerisinde edindikleri içerideki bilgiye dayanarak işlem yapmakla, şirket içindeki pozisyonlarını kendi çıkarları için bencilce kullanmış olurlar. İçerden öğrenenlerin ticareti dürüstlük ve sadakat kurallarına aykırı olmasının yanında, şirkete verdiği zarar açısından bakıldığında da önemlidir. İçeridekiler, içerideki bilgiyi kullanıp menkul kıymet işlemi yaparak hem haksız kazanç elde etmektedirler hem de şirkete ve şirketin yönetim gücüne olan güveni sarsmaktadır. İçerden öğrenenlerin ticaretinin yasaklanması istenmesindeki esas amaç, bu güvensizliğin ortadan kaldırılarak, piyasanın dürüstlük kurallarına uygun bir şekilde işleyişini sağlamaktır.

İçerden öğrenenlerin ticaretinin yasaklanması gerektiğini savunan bazı yazarlar, bu konu ile ilgili yasal düzenlemeler yapılırken kamu menfaatinin ön planda tutulması gerektiğini savunmaktadırlar. Bu yazarlara göre, içerden

öğrenenlerin ticareti piyasada fırsat eşitliğini bozmaktadır. İçeridekiler sahip oldukları bilgi sayesinde dışarıdakilere göre daha avantajlı konumdadırlar. Dışarıdakilerin içeridekilerle rekabet edebilme gücü kalmamaktadır. İçeridekiler sahip oldukları bilgi sayesinde haksız kazançlar elde etmektedirler. Böylece içeridekiler ile dışarıdakiler arasında fırsat eşitliği kalmamaktadır. Bu durum da dışarıdakilerin piyasaya olan güvenini sarsmaktadır. Yapılması gereken, içeridekiler ile dışarıdakiler arasında fırsat eşitliğin ve rekabet edebilme gücünde eşitliğin sağlanmasıdır. Eğer fırsatta ve rekabet edebilme gücünde eşitlik sağlanırsa, şans eşitliği sağlanmış olacaktır. İçeridekilerle şirket dışından olan şahıslar(outsiders) arasında fırsat eşitliğinin olduğu söylemek mümkün değildir. İçeridekiler zaten dışarıdakilere göre, edinilen bilgileri ve dünyadaki gelişmeleri daha iyi yorumlayabilme gücüne sahiptir. Buna bir de içeriden öğrenilen gizli bilginin avantajı eklenince, dışarıdakilerin yüksek kazançlar elde etme şansı kalmaz<sup>41</sup>.

İçerden öğrenenlerin ticaretinin yasaklanması yaklaşımının temel dayanakları; menkul kıymet piyasalarında bütünlüğün korunması, adaletsizliğin giderilmesi ve bilgi eşitliğinin sağlanmasıdır. İçerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili yapılan yasal düzenlemeler hem yatırımcılara güvenli bir ortamda işlem yapma fırsatı sunar hem de haksız kazanç elde edilmesini engeller. Yapılan yasal düzenlemeler ile asimetrik bilgi sorunundan kaynaklanan problemler en aza indirilir. Piyasa daha güvenli bir hale gelirse, yatırımcıları menkul kıymet piyasalarına çekmek kolaylaşır.

**“Yasaklayıcı düzenlemelerin sağlayacağı faydalar şu şekilde belirtilebilir<sup>42</sup>:**

- i) Araştırma maliyetlerinin düşmesi,**
- ii) Risk primlerinin azalması,**
- iii) Eldeki fonların ekonomik büyümeye katkısının artırılması,**
- iv) Menkul kıymet piyasalarında yatırım yapabilmek için tasarruf eğiliminin artması,**
- v) Kaynak dağılımında etkinlik sağlanması”.**

---

<sup>41</sup> Turanboy, a.g.e., ss. 32-33.

<sup>42</sup> Tezcanlı, a.g.e., s. 33.

İçerden öğrenenlerin ticaretinin serbest bırakılması gerektiğini savunanlar, içerden öğrenenlerin ticaretinin piyasada etkinliği artırdığını savunurlar. Ancak sermaye piyasasında etkinliğin sağlanması ancak denetlenen ve düzenli bir piyasa oluşmasıyla sağlanır. Aksi halde sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık gibi temel ilkelerine aykırı hareket edilir. Bu durumda sermaye piyasasına olan güven sarsılır ve yatırımcılar yatırımlarını başka yatırım alanlarına yönlendirirler.

İçerden öğrenenlerin ticaretinin yasaklanması gerektiğini savunanlara göre, içerden öğrenenlerin ticareti piyasada işlem maliyetlerini artırır. Çünkü yöneticiler ellerindeki bilgiyi kamuya açıklama süresini ellerinden geldiğince uzatır ve bu bilgiden mümkün merteye kendi çıkarları doğrultusunda yararlanmaya çalışır. Bu da hisse senedi fiyatında dalgalanmalara neden olur. Bu dalgalanmaları gören şirket hissedarları ise, gözetim ve denetim işlemlerine ağırlık verirler. Bu da, şirket açısından maliyetlerin yükselmesine neden olur. Ayrıca oluşan bu ani dalgalanmalar arz-talebe ilişkin olarak fiyat marjlarını artırır. Bu dalgalanmalar sözkonusu hisse senedine olan talebi, dolayısıyla hisse senedinin likiditesini düşürür.

Asimetrik bilgi problemi, piyasada adil olmayan bir ortam oluşmasına neden olur. İçeridekilerin sahip olduğu bilgiye dışarıdakiler sahip değildir. Dışarıdakiler de bunun farkındadır. Bu da bilgide eşitsizliktir. Eşit rekabet şansı yoktur. Bu da, dışarıdakilerin yatırımlarını piyasadan çekmelerine neden olur. İçerden öğrenenlerin ticaretini yasaklayan ceza ve yaptırımlar, özellikle eşit bilgilenme fırsatı sağlamak ve dışarıdakilerin güvenini sağlayarak onları sermaye piyasasına çekmek için gereklidir.

İçerden öğrenenlerin ticaretinin serbest bırakılması gerektiğini savunanlar, içerden öğrenenlerin ticaretinin serbest bırakılmasının yöneticilerin motivasyonunu artıracığını ve yöneticilerin şirket için yararlı ve riskli projelere daha kolay girişeceklerini savunurlar. Ancak içerden öğrenenlerin ticaretinin bir ödül gibi sunulması etik açıdan doğru değildir. Ayrıca yöneticiler içerden öğrenenlerin ticareti serbest bırakılırsa, şirket çıkarlarını değil kendi çıkarlarını gözeteceklerdir. Eğer içerden öğrenenlerin

ticareti yasaklanırsa, yöneticiler bilgileri saklamaya çalışmayacaklardır ve şirket çıkarlarını gözeteceklerdir<sup>43</sup>.

### **1.3.İÇERDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİNİN PİYASA KATILIMCILARI ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ**

İçerden öğrenenlerin ticareti ve ilgili yasal düzenlemelerin piyasa katılımcıları üzerinde doğrudan veya dolaylı olarak etkisi vardır. Piyasa katılımcılarını dört grupta toplayabiliriz<sup>44</sup>:

- i) Yatırımcılar,
- ii) İhraççılar,
- iii) Aracı kuruluşlar,
- iv) İşlem yapımcılar ve diğerleridir.

#### **1.3.1.Yatırımcılar**

Yatırımcılar, içerideki bilgiden habersiz bir şekilde işlem yaptıkları için belli bir kayba uğrarlar. İçerideki bilgiye sahip olan şahıslar, bu bilgiyi kullanarak yüksek kazanç elde etmekte veya olası bir zarardan kurtulmaktadır. Ancak bu bilgiden bihaber olan yatırımcılar bu fırsatı kullanamazlar. Bu nedenle kayıplarının ölçütü, içerden öğrenenlerin ticaretinin olmaması durumunda daha kazançlı bir işlem yapma ihtimalidir. Eğer bilgiden habersiz olan yatırımcının zararı, bilgiye dayanarak işlem yapanların kazancına eşit ise, içerden öğrenenlerin ticaretinin fiyata olan etkisi, bir taraftan diğerine geçen servet miktarına eşitlenmektedir<sup>45</sup>.

#### **1.3.2.İhraççılar**

İçerden öğrenenlerin ticaretinin ihraççılar üzerindeki etkisi sermaye maliyetini artırması ve yüklenim ve aracılık maliyetlerini artırması şeklinde gerçekleşir.

**i) Sermaye Maliyetleri:** Sermaye piyasasında içerden öğrenenlerin ticaretinin varlığı, yatırımcıların piyasaya olan güvenini sarsar. Bu da, yatırımcıların sermaye piyasasından çekilerek tasarruflarını başka yatırım

---

<sup>43</sup> Tezcanlı, a.g.e., ss. 33-36.

<sup>44</sup> Tezcanlı, a.g.e., s. 36.

<sup>45</sup> Tezcanlı, a.g.e., s. 36.

araçlarında değerlendirmelerine neden olur. Yatırımcıların piyasadan çekilmeleri, hisse senedi fiyatlarının düşmesine neden olur. Dolayısıyla, ihraççının piyasadan fon sağlamanın maliyeti de artar. Ayrıca, bir şirketin birden fazla içerden öğrenenlerin ticareti faaliyetine konu olması, yatırımcının şirkete olan güveninin sarsılmasına ve hisse senedi fiyatlarının düşmesine neden olur.

**ii) Yüklenim ve Aracılık Maliyetleri:** İçerden öğrenenlerin ticareti, menkul kıymetlere ilişkin aracılık maliyetlerinin de artmasına neden olur. İçerden öğrenenlerin ticareti faaliyetleri nedeniyle, aracılardan yaptıkları işlemlerin takip edilmesi zorunludur. Bu işlemlerin takip edilmesini isteyen ihraççının, aracılık maliyetleri dolayısıyla halka açılma maliyetleri yükselecektir. Aracılık maliyetlerinin kontrolünde, marjinal gözetim maliyetlerinin hisse senedinin piyasa değerindeki marjinal kazançla eşitlenmesinin sağlanması dikkate alınmaktadır. Marjinal gözetim maliyetleri, hisse senedinin piyasa değerindeki marjinal kazancı geçerse, şirketin sermaye maliyeti artacaktır<sup>46</sup>.

### **1.3.3. Aracı Kuruluşlar**

Sermaye piyasalarında aracılık faaliyetlerini yürüten aracı kuruluşlar da menkul kıymetleri halka arz edilen şirketler hakkındaki gizli bilgilere ulaşma imkânına sahiptirler. Şirket hakkında önemli bilgilere sahip sözkonusu kişi ve kuruluşlar, adlarına iş yaptıkları şirketlerin menfaatlerini ön planda tutma ve sır saklama yükümlülüğü altındadırlar. Ancak, yine de bunların, elde ettikleri bilgileri kendi çıkarları doğrultusunda kullanma ihtimali her zaman mevcuttur. Bu durum, müşteri şirketin menkul kıymetlerine ilişkin içerden öğrenenlerin ticareti riskini artırmakta ve müşteri firmanın piyasadaki imajını zedeleyici ve hissedarlarını zarara uğraticı işlemlerin gerçekleşme olasılığını yükseltmektedir. Ancak aracı kuruluşlar, kendi çıkarlarını değil, müşterileri olan şirketlerin çıkarlarını gözetmek durumundadırlar.

Aracı kuruluşlar değişik yollarla şirketle ilgili yeni ve gizli bilgiler edinebilirler. Şirketle ilgili ticarî ilişkilerinden dolayı şirketle ilgili şirket içerisinde üretilmiş gizli bilgilere ulaşabilecekleri gibi, kendileri de

---

<sup>46</sup> Tezcanlı, a.g.e., ss. 37-38.

bünyelerinde çalışan yatırım analistleri sayesinde eldeki verileri kullanarak yeni bilgiler üretebilirler. Aracı kuruluşlar yeni bilgiler üretmek ve bunları kendi çıkarları doğrultusunda kullanmadan müşterilerine iletmek yükümlülüğü altındadırlar. Bu şekilde aracı kuruluşlar yeni bilgilerin üretilmesine katkıda bulunmaktadır. Aracı kuruluşların müşterilerine zarar vermeden yeni bilgiler oluşturmaları piyasada etkinliği artırıcı rol oynar<sup>47</sup>.

### **1.3.4.İşlem Yapıcılar Ve Diğer Aracılar**

Alım-satım işlemleri yapan aracılar, yatırımcılar ve ihraççılar arasında bağlantı kurarlar. Piyasadaki bilgiyi en kısa sürede öğrenerek şirketlerden gelen bilgiyi hızlı bir şekilde değerlendirme imkânına sahiptirler. Broker, dealer, hisse senedi analistleri, yatırım uzmanları ve portföy yöneticilerinden oluşan bu kişiler, şirketlerden gelen bilgileri en iyi şekilde değerlendirerek piyasaya yeni bilgi üretim ve iletimine yardımcı olurlar<sup>48</sup>.

### **1.4.ASİMETRİK BİLGİ**

2000`li yılların “bilgi çağı” olarak adlandırılması çok isabetli olmuştur. Çünkü, günümüzde coğrafi uzaklıklar ne kadar çok olursa olsun, istenilen bilgiye düşük maliyetle ve anında ulaşılabilmektedir. Bu durum, gerçekten de bilgi çağında olduğumuzu göstermektedir<sup>49</sup>.

Finansal sistemin fon talep eden ile fon arz edenini buluşturmak gibi önemli bir işlevi vardır. Eğer böyle bir finansal sistem olmasaydı, fon talep eden ile fon arz edeninin birbirlerinden haberi olmazdı. Tesadüfen birbirlerinden haberdar olabilseler bile, bir araya gelmeleri zor olurdu. bir araya gelmeleri mümkün olsa bile, maliyetler yüksek olurdu. Fon talep eden ile fon arz edeninin telefon, faks vs. yolu ile haberleşmesi, bir araya gelmesi birçok maliyeti de beraberinde getirir. Finansal sistem işlem ve bilgi maliyetlerini düşürmektedir. Ancak bilgi problemlerini bertaraf edememektedir. Asimetrik bilgi sorunu yüzünden ters seçim, ahlâki çöküntü

---

<sup>47</sup> Tezcanlı, a.g.e., s. 38.

<sup>48</sup> Tezcanlı, a.g.e., s. 39.

<sup>49</sup> “Sermaye Piyasası Raporu Sunuş”, [www.tspakb.org.tr/docs/sp\\_raporu\\_sunus.pdf](http://www.tspakb.org.tr/docs/sp_raporu_sunus.pdf), (20/03/2006), s. 1.

ve bilginin doğruluğunu araştırma maliyetlerini ortaya çıkmaktadır.<sup>50</sup> Günümüzde bilgi, bilgi maliyeti ve asimetric bilgi gibi kavramlar büyük önem taşımaktadır.

Neo klasik iktisat teorisinin temel varsayımına göre, alıcı ve satıcılar piyasa hakkında tam bilgiye sahiptir. Fakat gerçek hayatta alıcı ve satıcılar piyasa hakkında tam bilgiye sahip değildirler. Her zaman taraflardan biri diğerine göre daha fazla bilgiye sahip olmaktadır. Bu durum, asimetric bilgi olarak adlandırılmaktadır<sup>51</sup>. Asimetric bilgi kavramı literatürde asimetric enformasyon olarak da adlandırılmaktadır.

Asimetric bilgi, finans literatüründe en fazla ele alınan, irdelenen konulardan birisidir. Kısaca tanımlamak gerekirse, ekonomi katılımcılarının aynı bilgiye sahip olmaması “asimetric bilgi” olarak adlandırılmaktadır<sup>52</sup>.

Asimetric bilgiyi daha detaylı bir şekilde tanımlarsak, belli bir ilişki içinde olan iki tarafın farklı bilgilere sahip olması veya aynı enformasyona sahip olmaması asimetric bilgi durumudur. Asimetric bilgi durumu, bilgiye sahip olan kişi için bir güç unsuru ve imtiyaz iken, bilgiye sahip olmayan taraf için bir yetersizlik, bir zafiyet unsurudur. Örneğin bir firma sahibi doğal olarak, kendi firması hakkında üçüncü şahıslara göre hem daha çok hem de daha doğru bilgilere sahiptir<sup>53</sup>.

Piyasadaki bilgilere zamanında ve düşük maliyetle ulaşabilmek piyasa etkinliğini belirleyen önemli bir unsurdur. Aynı şekilde bilginin taraflar arasında eşitsiz dağılımı da piyasa etkinliğini belirleyen önemli bir unsurdur. Bir tarafın diğer taraftan daha fazla bilgiye sahip olması, piyasadaki işleyişi tamamen kendi lehine ve ötekilerin aleyhine yönlendirmesini sağlamaktadır. Bu durum piyasanın etkinliğini olumsuz yönde etkilemektedir. Çünkü piyasa etkinliği piyasada bilgilerin etkin dağılımına bağlıdır. Asimetric bilgi sorunu

---

<sup>50</sup> Ricardo N. Bebczuk, **Asymmetric Information in Financial Markets**, United Kingdom:Cambridge University Press, 2003, s. 75.

<sup>51</sup> Murat Sarıkaya, “Asimetric Bilgi Çerçevesinde Müzayedeler”, **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt 3, Sayı 2, 2002, s. 99.

<sup>52</sup> Barkan Baydoğan, “Asimetric Bilgi ve Sürecinde Repütasyonun Önemi”, **Ekonomistler Bülteni**, Kasım, 2005, s. 12.

<sup>53</sup> Mehmet Özden, “Profesyonel Meslek Birlikleri”, Ankara:Rekabet Kurumu, 2004, <http://www.rekabet.gov.tr/word/tezler/mehmetozden.doc>,(20/04/2006), s. 19.

ters seçim(adverse selection) ve ahlakî tehlike(moral hazard) durumlarına sebep olmaktadır<sup>54</sup>.

2001 yılı Nobel Ekonomi Ödülünü aynı konuda yaptıkları çalışmalarla üç kişi paylaştı: George Akerlof(California Üniversitesi, Berkeley), Michael Spence(Stanford Üniversitesi) ve Joseph Stiglitz(Columbia Üniversitesi). Bu bilim adamlarının çalışma konuları ise “asimetrik bilgi pazarları” tezleridir. Asimetrik bilgi pazarları, üç ekonomistin 1970’lerde neoklasik iktisadın açıklamada yetersiz kaldığı; piyasada herkesin tam bilgiye sahip olmadığı durumlarda karşılaşılan olasılıkları inceleyerek, pazarın verimli çalışması için gereken önlemlerin neler olabileceğine değinen çalışmalardan oluşmaktadır<sup>55</sup>.

Akerlof’un 20. yüzyılın ikinci yarısında çok ses getirmiş olan “The Market For Lemons” adlı makalesi asimetrik bilgi konusunda ortaya konulan en önemli araştırmalardan biridir. Akerlof, araba piyasasını “limon piyasası” olarak adlandırmıştır. Akerlof’un “limon” olarak adlandırdığı şey ise, kötü durumdaki arabalardır. Kötü kullanılmış, çok kaza yapılmış, çok tamire gönderilmiş arabalar limon olarak adlandırılmıştır. Akerlof’a göre bir arabanın sahibi, araba ile ilgili onun potansiyel alıcısından daha fazla bilgiye sahiptir. Potansiyel alıcı pazardaki arabaların gerçekte ne durumda olduklarını anlayamayacaktır. Arabaların gerçekte ne durumda olduklarını arabaların sahipleri bilmekte, fakat potansiyel alıcılar bilmemektedir. Bu yüzden kullanılmış araba pazarında asimetrik bilgi sözkonusudur<sup>56</sup>.Piyasadaki asimetrik bilgi sorunundan dolayı potansiyel alıcılar pazardaki bütün kullanılmış arabaların kötü durumda olabileceğini, yani “limon” olabileceğini düşünür. Bu yüzden de kullanılmış bir arabaya fazla para vermek istemezler ve kullanılmış araba pazarındaki araba fiyatları genel olarak düşer. Ama

---

<sup>54</sup> Özcan Karahan, “Bilgi ve İletişim Teknolojilerindeki Gelişmelerin Finansal Piyasa Üzerine Etkileri”, [http://www.bilgiyonetimi.org/cm/pages/mkl\\_gos.php?nt=256](http://www.bilgiyonetimi.org/cm/pages/mkl_gos.php?nt=256), (05/10/2005).

<sup>55</sup> Mustafa Talhaoğlu; “Asimetrik Bilgi”, <http://www.yenimesaj.com.tr/index.php?sayfa=yazarlar&haberno=1120&tarikh=2001-10-16>, (07/09/2005).

<sup>56</sup> J. Barkley Rosser, “A Nobel Prize for Asymmetric Information: The Economic Contributions of George Akerlof, Michael Spence and Joseph Stiglitz”, <http://cob.jmu.edu/rosserjb/Nobel%20Prize.%20Akerlof-Spence-Stiglitz.doc>, (15/05/2006), s. 18.



arabası iyi durumda olan satıcılar arabalarını düşük fiyata satmak istemezler ve pazardan çekilirler. Bu durumda Pazar kötü durumdaki arabalara yani “limon”lara kalır<sup>57</sup>. Bu durumda da ters seçim ortaya çıkar.

Bu genel mantık başka pazarlardaki durumu anlatmak için de kullanılabilir. Belki de asimetrik bilgi kavramının en önemli olduğu pazarlardan biri sağlık sektörüdür. Alıcı kendi sağlığı hakkında sigorta satıcısından daha fazla bilgiye sahiptir. Örneğin bir sigorta şirketi gerçekten iyi şartlara sahip fakat oldukça pahalı bir sigorta poliçesi pazarlıyor. Sağlığına fazla dikkat etmeyen, sigara içen veya tehlikeli sporlarla uğraşan biri için bu poliçe kazançlı olacaktır. Çünkü diğer insanlara göre sağlığıyla ilgili daha çok problem yaşayacaktır. Bu poliçe de ancak böyle insanlara satılabilir. Ama daha sağlıklı ve kendine daha iyi bakan bir insan için bu poliçe zarar demektir. Çünkü bu insan sağlık sigortasını çok fazla kullanmayacaktır ama daha çok kullanan insanla aynı parayı ödeyecektir<sup>58</sup>.

Asimetrik bilginin belki de en önemli etkisi menkul değerler ve bankacılık piyasası üzerinedir. Stiglitz, Weiss, Mankiw ve Mishkin tarafından da ifade edildiği gibi, piyasa belirsizliğindeki artış, kredi taleplerinde artışa neden olmaktadır. Örneğin, riskli bir yatırım projesini finanse etmek isteyen bir borçlu, faiz oranları yükselince borcunu geri ödemek istemeyecektir. Eğer borç veren kişi, oldukça yüksek bir risk içeren bu yatırım projesini finanse etmek isteyen borçlu hakkında fazla bilgiye sahip değilse, vermiş olduğu ödünç miktarını azaltacaktır. Bu da aşırı bir kredi talebi yaratarak, faiz oranlarını daha da artıracaktır<sup>59</sup>.

Asimetrik bilgi olarak nitelendirilen mevcut durumda ters seçim(adverse selection) ve ahlakî risk(moral hazard) ortaya çıkar. Özkaynakları yetersiz olan kişiler bankalardan kredi talep edeceklerdir. Kredinin faiz oranı ile talep edilen kredi tutarı ters orantılıdır. Risk ve getiri arasında yakın bir ilişki vardır. Malî durumu iyi olan ve az riskli projesi

---

<sup>57</sup> Rosser, a.g.e., s. 19.

<sup>58</sup> John Irons, “Nobel Prize for Asymmetric Information”, [http://www.argmax.com/mt\\_blog/archive/000289.php](http://www.argmax.com/mt_blog/archive/000289.php); (04/09/2005).

<sup>59</sup> Koray Duman, “Finansal Kriz ve Bankacılık Sektörünün Yeniden Yapılandırılması”, **Akdeniz Üniversitesi İktisadî ve İdarî Birimler Fakültesi Dergisi**, Sayı 4, 2002, s. 137.

olanlar bankalardan yüksek faizli kredi almak istemezler. Projesi riskli ve malî durumu bozuk olanlar ise yüksek faiz vermeye hazırdırlar. Çünkü ödeme alışkanlıkları istenilen seviyede değildir. Eğer bankalar projelerin kalitesi ve kredi talep eden kişi veya şirket hakkında eksik bilgiye sahipseler, krediyi ödeyemeyecek durumda olan kişi veya kurumlara kredi verebilirler. Bu şekilde ters seçim meydana gelmektedir. Krediyi alan kişi sözleşme şartlarına uymayıp krediyi başka yerlere kullanabilir ve krediyi geri ödemeyebilir. Ahlâki tehlike de bu şekilde ortaya çıkar<sup>60</sup>. Bu durumda hak etmediği halde krediyi alabilen taraf yüksek kazanç elde ederken, krediyi veren taraf zarar etmektedir. Ödünç verenler ödünç alanların gerekli tüm özelliklerini bilmedikleri için, iyi ve kötü kredi riski ayırt edilememekte, ters seçim sorunu yaşanmaktadır. Yüksek riskli alanlara kredi verilmekte ve fonların etkin dağılımı engellenmektedir<sup>61</sup>.

Ahlâki tehlike sorunu özellikle riski üçüncü bir tarafın üstlendiği durumlarda ortaya çıkmaktadır. Bu durum Akerlof ve Romer(1993) modelinde açıklanmıştır. Bu modele göre eğer devlet işletme borçlarını ödeyeceğini garanti ederse, işletme bile bile kâr elde edebilmek için iflasa gitmektedir<sup>62</sup>.

Finansal şirketler ters seçimin etkisini azaltmak için birtakım yöntemler kullanabilir. Bankalar kredi isteyen şirketler hakkında gelişmiş bir veritabanını ellerinde bulundurarak ters seçimi engelleyebilirler. Benzer şekilde, brokerlar da yeni yatırımcıları borsaya çekerek ve yatırım tavsiyeleri verecek yatırım analistlerini bünyelerinde çalıştırarak ters seçim etkisini azaltabilirler.<sup>63</sup>

---

<sup>60</sup> Furkan Evranos, “Bankacılık Sektöründe Regülasyon Gerekli midir?”, <http://www.habersizade.com/index.php?link=yazaroku.php&yaziid=39>, (10/10/2005).

<sup>61</sup> Osman Demir, Salih Barışık, “Türkiye’de Finansal İstikrarı Tehdit Eden Sorunlar ve Çözüm Arayışı”, [http://iibf.karaelmas.edu.tr/bolumler/iktisat/akademikkadro/politikasi/salih\\_barisik.html](http://iibf.karaelmas.edu.tr/bolumler/iktisat/akademikkadro/politikasi/salih_barisik.html), (23/04/2006).

<sup>62</sup> Alövsat Müslümov, “Para Piyasaları, Ekonomik Krizler ve Bilgi:Türkiye Örneği”, ”, [http://www.bilgiyonetimi.org/cm/pages/mkl\\_gos.php?nt=152](http://www.bilgiyonetimi.org/cm/pages/mkl_gos.php?nt=152), (17/04/2006).

<sup>63</sup> Peter D. Spencer, **The Structure and Regulation of Financial Markets**, New York:Oxford University Press, 2000, s. 13.

Asimetrik bilgiden kaynaklanan sorunlara karşı akla gelen ilk çözümler; hukukî sorumluluk ve kalite standartları ile ilgili kuralların belirlenmesidir. İdarî ve yasal düzenlemelerin işe yarayabilmesi için, İdare`nin konu hakkında profesyonel meslek gruplarından daha fazla bilgiye sahip olması gerekir. Ancak İdare de bu konuda çok fazla bilgiye sahip olmadığı için, tüketicilerle aynı oranda asimetrik bilgi sorunu ile karşı karşıyadır. Bu konuda yapılabilecek tek şey, profesyonel meslek grupları ile İdare`nin işbirliği içinde çalışarak kalite standartlarını belirlemesidir.

Profesyoneller, devletle olan ilişkilerini bozmak istemedikleri gibi güçlü tekel pozisyonlarını da kaybetmek istemezler. Bu yüzden profesyonel hizmetlerde kalite standartlarının korunması ve geliştirilmesi için en iyi yol, devlet müdahalesi korkusu ve hizmetler arası rekabetin varlığıdır. Başka bir ifade ile hukuk kurallarına başvurulmalıdır. Devlet yüksek kalitede profesyonel istemektedir. Profesyoneller ise devlet müdahalesi istemezler. Bağımsız faaliyet gösterebilmek ve tekel olmak isterler. Bunun orta yolu profesyonel meslek gruplarının faaliyetlerini hukuk kurallarına bağlamaktır. Profesyoneller hatalı veya hileli meslekî davranışları yüzünden dava edilebileceklerini bilirlerse, kalite standartları doğrultusunda hizmet vereceklerdir<sup>64</sup>.

Bilişim sektöründeki gelişmeler de asimetrik bilgi sorununun çözülmesinde etkilidir. Bilişim sektöründeki atılımlar sayesinde geliştirilen araç ve yöntemler ile finansal piyasalardaki asimetrik bilgi sorunundan kaynaklanan problemlerin hafiflemesine katkıda bulunmaktadır. Örneğin, bilişim teknolojilerine dayalı olarak geliştirilen kredi derecelendirme (credit scoring) sistemleri piyasalarda bilginin eşitsiz dağılımını engelleyen bir yöntem olarak kullanılmaktadır. Bu tür sistemlerin işleyişi genel olarak şu şekildedir: Piyasadaki ilgili birimlere ait elde edilen tüm bilgiler bilgisayar ortamına aktarılır. Bu bilgiler bilgisayar ortamında işlenerek yeni bilgiler türetilmektedir. İlk başta elde edilen ve daha sonra yeniden türetilen bilgiler bir araya getirildiğinde geniş bir veritabanı oluşturulmaktadır. Bu bilgiler

---

<sup>64</sup> Özden, a.g.e., ss. 22-23.

belli bir bedel karşılığı, herkesin kolaylıkla ulaşabileceği şekilde internette yayınlanmaktadır. Bu bilgiler zaman içerisinde de gelişmeler takip edilerek güncellenmektedir. Böylece piyasada fon sunmak isteyen birimlerin asimetrik bilgiden kaynaklanan kaygıları hafifletilebilmiştir. Çünkü bu sistem, bir yandan fon sağlayanlar adına borç isteyen birimlerin niteliğine ilişkin geniş bir veri tabanına sahip olması nedeni ile ters seçim sorununu hafifletmektedir. Diğer yandan ise, borç verme işlemi gerçekleştirildikten sonra ahlaki tehlike sorununun doğmaması için etkin bir monitör görevini yerine getirebilmektedir<sup>65</sup>.

Bilişim teknolojilerindeki gelişmelerin piyasalardaki asimetrik bilgi sorununu nasıl hafiflettiğini anlayabilmek için küçük firmaların piyasalardaki finansman imkânlarını geliştirme sürecine bakmak yeterlidir. Eskiden küçük ölçekli firmalar, finansman konusunda büyük zorluklar yaşamaktaydılar. Küçük ölçekli oldukları için sermaye piyasalarından fon bulma imkânları yoktu. Ulusal finans kuruluşları tarafından finanse edilmeleri imkânları da kısıtlıydı. Çünkü sermaye piyasalarına açılmadıkları için şirketlere ait bilgilerin kamuya yansıyan kısmı oldukça azdı ve ulusal bankalar açısından bu şirketler hakkında bilgi toplamak, ülke çapında geniş bir coğrafi alana yayıldıklarından oldukça güçtü. Ulusal finansa kuruluşları da asimetrik bilgi sorunundan dolayı bu şirketlere güvenip kredi vermemekteydiler. Küçük ölçekli firmalar hakkında piyasadan bilgi edinmenin zorluğu, küçük firmaları piyasadaki fon sağlayıcılarının gözünde riskli kılmaktaydı. Çünkü bu firmalar hakkında fazla bilgiye sahip değildiler ve alınan krediyi geri ödeyeceklerinden emin olamazlardı. Bu yüzden küçük ölçekli firmaların kredi talep edebilecekleri tek yer olarak yerel finans kuruluşları kalmaktaydı. Yerel finans kuruluşları küçük ölçekli firmalar ile daha yakın ilişki kurabildikleri için bu firmalar hakkında daha çok bilgiye sahip olabilmekteydiler.

Ancak zamanla bilişim teknolojisindeki yaşanan gelişmeler, bilgi toplanması ve aktarılmasını kolaylaştırmıştır. Hem piyasada bulunan kullanılabilir bilgi miktarı artmış hem de programcılık alanındaki

---

<sup>65</sup> Karacahan, a.g.e., s. 4.

gelişmeler sayesinde kredi talep edenlere ait yeni bilgilerin deşifre edilme imkânları yani örtük bilgilerin açık bilgilere dönüştürülmesi süreci gelişmiştir. Böylece ulusal finans kuruluşları ülkenin her yerindeki firmalar hakkında istedikleri bilgiye kolaylıkla ulaşmakta ve yeterli gördüklerine kredi verebilmektedir<sup>66</sup>.

### **1.5.İÇERDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİ VE ETİK**

Çalışanların kalifiye elemanlar olması her sektör için önemlidir. Ancak banka ve finans sektörü güven esasına dayanan kurumlar olduğundan bu sektörde çalışanların kalifiye olmaları yeterli değildir. Bu sektörde yer alan bankacı, yönetici ve işadamları kalifiye ve aynı zamanda dürüst olmalıdır. Bir personeli işe alırken kalifiye olup olmadığı birtakım yöntemlerle sınanabilir. Kişinin çalışacağı alanda yeterliliği, uygulanacak birtakım yöntemler, testler veya sınavlar ile tespit edilebilir. Ancak bir kişinin dürüstlüğü'nün test edilmesi çok zordur.

Ahlâk(etik) kavramı, kişiden kişiye değişebilen, göreceli bir kavramdır. Bu yüzden kişilerin dürüstlüğü ancak psikolojik temele dayanan birtakım geliştirilmiş testler yöntemiyle bir derece ölçülebilmektedir<sup>67</sup>.

**“Ahlâk kuralları belirli bir sosyal çevre tarafından “iyi” veya “uygun” olarak kabul edilen davranış biçimleri şeklinde tanımlanabilir. Bu tanım çerçevesinde iş ahlâkı kuralları da, belirli bir işin yürütülmesi sırasında sözkonusu işle ilgili kişiler tarafından uyulması beklenen iyi veya uygun davranış biçimleri olarak açıklanabilir. Ahlâk kuralları gerek içerik gerekse uyum zorunluluğu açısından esnek unsurlar içerir”<sup>68</sup>.**

Yasal kurallar(kanun, yönetmelik ve tebliğler), öz düzenlemeler(self-regulations) ve iş ahlâkı kurallarının üçü de kişilerin davranışlarını kontrole yönelik kurallardır. Ancak bunları yaptırım gücü ve bu kurallara uyulma zorunluluğu açısından karşılaştırsak, en katı ve yaptırım gücü en yüksek

---

<sup>66</sup> Karacahan, a.g.e., s. 4

<sup>67</sup> Ayhan Sarısu, “İçerden Öğrenenlerin Ticareti ve İş Ahlâkı”, **Dünya Gazetesi**, 22/09/2000

<sup>68</sup> Mustafa Özçam, “Türk Sermaye Piyasalarında İş Ahlâkı(Business Ethics) Kurallarının Geliştirilmesine Yönelik Ön Değerlendirmeler”, **Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu**, 1998, s. 4

olan, yasal kurallardır; yaptırım gücü ve uyulma zorunluluğu en düşük olan ise, iş ahlâkı kurallarıdır. İş ahlâkı kurallarının yaptırımları cezai olmaktan çok meslekî olmaktadır. Bu üç tür kuralın her birinin ayrı fonksiyonu vardır. Bu üç tür kural bazen birbirinin yerine kullanılabilmekte, bazen de birbirlerini tamamlayıcı nitelikte olmaktadır<sup>69</sup>.

Gelişmiş ülkelerde bazı özel işletmeler ve kamu kuruluşları, çalışanlarının davranışlarını denetleyebilmek için rüşvet, sahtekarlık ve içerden öğrenenlerin ticaretini(insider trading) yasaklayan kurallar gibi birtakım ahlâki kurallar koymuşlardır. Ancak çalışanların her türlü davranışı için kural koymak ve bunlara uyulup uyulmadığını denetlemek çok güçtür. Üstelik bu, kalıcı bir çözüm de değildir.

İçerden öğrenenlerin ticareti, sadakatsizlik örneğidir. Fakat gelişmekte olan birçok ülkede bu konuda yeterli yasal düzenlemelerin olmadığı veya yasal düzenlemeler olduğu halde kanıtlanması zor bir suç olduğu için bu konuda çok sayıda dava açılmadığı, yani yasaların yalnızca kâğıt üzerinde kaldığı görülmektedir.

Bir şirket hakkında henüz kamuya açıklanmamış ve kamuya açıklandığı zaman şirkete ait menkul kıymetin fiyatını önemli ölçüde etkileyecek bilginin, şirketin yöneticisi veya başka bir çalışanı tarafından kullanılması, sık karşılaşılan bir durumdur. Ancak içerden öğrenenlerin ticaretinin ahlâki olup olmadığı konusunda farklı görüşler mevcuttur.

Şirket çalışanın bu konuda dikkat etmesi gereken husus, elde ettiği bilginin şirket içerisindeki pozisyonu gereği sadece kendisine iletilen özel bir bilgi mi, yoksa başkalarına açıklanabilecek genel bir bilgi mi olduğudur. Bu ayrımı yapmak için cevaplaması gereken soru şudur: “Bu bilgiyi başkasına açıklarsam işverenime olan sorumluluğumu kötüye kullanmış olur muyum?”. Eğer sorunun cevabı evet ise bu bilgi başkalarına açıklanabilecek genel bir bilgi değil, şirket içindeki pozisyonu gereği sadece kendisine iletilen gizli bir şirket bilgisidir ve bu bilgiyi üçüncü şahıslara aktarmaması gerekir<sup>70</sup>.

---

<sup>69</sup> Özçam, a.g.e., s. 4.

<sup>70</sup> Sarısu, a.g.e., s. 1.

İçerden öğrenenlerin ticareti iki yönden ele alınmalıdır<sup>71</sup>:

- i) Bir kişi, diğer yatırımcılardan farklı bir bilgiye sahip iken menkul kıymet işlemi yapması adil, dürüst bir davranış mıdır?
- ii) İçerden öğrenenlerin ticaretine izin vermek ekonomik etkinliği artırır mı?

İçerden öğrenenlerin ticareti birçok ülkede yasaklanmaktadır. Bu da, birçok ülkede yasa koyucunun menkul kıymet fiyatını etkileyecek ve kamuya açıklanmamış bir bilgiye sahip olan yatırımcısının işlem yapmasının dürüst ve adil bir davranış olmadığını düşündüğünü göstermektedir.

İçerden öğrenenlerin ticaretinin piyasa etkinliği ve ekonomik refah üzerindeki etkisi oldukça fazla tartışılan bir konudur.

İçerden öğrenenlerin ticaretinin serbest olması gerektiğini savunanların gerekçeleri şu şekilde sıralanabilir<sup>72</sup>:

- i) İçerden öğrenenlerin ticareti yeni bilginin piyasaya gelmesini ve fiyatlara yansımalarını sağlar. Böylece fiyatlar daha doğru bilgiyi yansıtır ve yatırım kararı verecek kişiler riski azaltabilir ve performansı iyileştirebilirler,
- ii) Piyasada risk azalırsa, menkul kıymet fiyatları daha yüksek olur ve reel yatırımlarda artış meydana gelir.

İçerden öğrenenlerin ticaretinin yasaklanması gerektiğini savunanların gerekçeleri ise, şu şekilde sıralanabilir<sup>73</sup>:

- i) İçerden öğrenenlerin ticareti yatırımcıların piyasaya olan güvenini sarstığı için yatırımcılar menkul kıymet piyasalarına daha az yatırım yaparlar. Sermaye piyasasına daha az yatırım yapılması menkul kıymet fiyatlarının daha düşük olmasına ve reel yatırımların azalmasına neden olur,
- ii) İçerden öğrenenlerin ticareti pazarın likiditesini azaltır,
- iii) İçerden öğrenenlerin ticareti hisse senedi fiyatlarındaki değişkenliği artırır ve likidite gereksinimi ile işlem yapanlara zarar verir.

---

<sup>71</sup> Şevket Sayılğan, “Finans Piyasalarında Simetrik Bilginin Yönetilmesi ve Medyanın Rolü”, <http://bsy.marmara.edu.tr/TR/konferanslar/2005/2005tebligleri/32.doc>, 823/04/2006), s. 5.

<sup>72</sup> Sayılğan, a.g.e., s. 5.

<sup>73</sup> Sayılğan, a.g.e., ss. 5-6.

Eğer içerden öğrenenlerin ticaretine izin verilirse, içeridekilerin elde ettikleri bilgiyi kullanarak anormal kârlar elde etmeleri mümkündür. Yalnız içeridekilerin değil, içeridekilerin işlemlerini takip eden diğer yatırımcıların da anormal kârlar elde etmeleri mümkündür.

Bu konudaki son çalışmalardan birisi olan Leland'ın çalışması; mal veya hizmet ticareti için duydukları likidite ihtiyacını karşılamak amacıyla menkul kıymet piyasalarında işlem yapanlar ile dışarıdaki yatırımcıların içerden öğrenenlerin ticaretinden zarar gördüğünü, içeriden öğrenenler ile firma sahiplerinin bundan yararlandığını göstermektedir. “Leland”<sup>74</sup>,

- i) **Yatırım esnekliğini azaltması,**
- ii) **Yatırımcının riskten kaçınmasını arttırması,**
- iii) **Likidite amaçlı işlemlerin değişkenliğini arttırması,**
- iv) **Gelecekteki fiyat değişkenliğini arttırması nedeniyle insider tradingin arzulanır olmadığını söylemektedir”.**

İçerden öğrenenlerin ticareti konusunda az gelişmiş ülkelerde, gelişmiş ülkelere göre daha hoşgörülü bakılmamaktadır. Az gelişmiş ülkelerin çoğunda içerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili yasal düzenlemeler yer almamakta ve ilgili yasal düzenlemeler olsa bile, katı bir şekilde uygulanmadığı görülmektedir. Leland'a göre bunun çeşitli nedenleri vardır. Öncelikle gelişmiş sermaye piyasalarında likidite amaçlı işlemler daha ön plandadır ve içerden öğrenenlerin ticareti likidite amaçlı işlemlere zarar vermektedir. İkinci olarak, az gelişmiş piyasalarda menkul kıymet fiyatlarını etkileyebilecek önemli bilgiler çoğunlukla şirket dışında üretilmektedir. Son olarak, az gelişmiş piyasalar da içerden öğrenenlerin ticaretinden önemli ölçüde zarar görmektedir; fakat az gelişmiş piyasalarda içerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili yasal düzenlemeleri yürürlüğe koymak ve uygulamak mümkün değildir.

Gelişmekte olan sermaye piyasalarında içerden öğrenenlerin ticareti bir süre piyasanın itici gücü olarak kullanılmaktadır. Yatırımcıları başka yatırım

---

<sup>74</sup> Sayılğan, a.g.e., s. 6.



araçlarından sermaye piyasalarına çekebilmek için bir süre içerden öğrenenlerin ticareti yasaklanmamaktadır. İçerden öğrenenlerin ticareti kişilere yüksek kazanç elde etme imkânı verdiği için, yatırımcıları sermaye piyasasına çekebilir. Bu yüzden gelişmekte olan piyasalarda, ülkenin içinde bulunduğu ekonomik ve siyasal ortamdan dolayı içerden öğrenenlerin ticaretini başta yasaklamak mümkün olmamaktadır. Belli bir olgunluğa ve derinliğe ulaşan piyasalarda içerden öğrenenlerin ticaretini kısıtlayan önlemlerin alınması ve düzenlemelerin yapılması da bir zorunluluk haline gelmektedir.<sup>75</sup>.

İş ahlâkı kurallarının daha çok meslek bilincine ve gönüllü katılıma dayanması, bunun yanı sıra esnek unsurlar içermesi konunun bir süreç olarak ele alınmasını gerekli kılmaktadır. Düzenleyici otorite olarak bu sürecin hızlandırılmasına en çok katkıyı yapabilecek bir strateji geliştirilmelidir.. Bu kapsamda yapılabilecekler aşağıda kısaca açıklanmaktadır<sup>76</sup>:

- i) “Öncelikle Sermaye Piyasası Kanunu`na, Kurul tarafından belli kurumlara veya piyasanın belli bir kesimine iş ahlâkı kurallarının geliştirilip uygulanması konusunda zorunluluk getirilebileceği yönünde bir hüküm konulması, Kurul`un bu konudaki yönlendirme ve hareket imkânını artıracaktır.
- ii) Kurul ve Borsa piyasa katılımcılarının bu konuda bilgilendirilmesinde ve yönlendirilmesinde etkin bir rol üstlenmelidir.
- iii) Piyasada bu kuralların önemi ve yararları hakkında belli bir bilinçlenme düzeyi oluşmadan zorunlu uygulamaya geçilmemelidir.
- iv) İş ahlâkı kurallarının en çok manipülasyonda, yatırım fonu ve yatırım ortaklığı gibi kurumsal yatırım kuruluşlarında çalışan personelin hileli davranışlarının önlenmesinde, kuruluşların müşterileri ile olan çıkar çatışmalarında ve içerden öğrenenlerin ticaretinde etkili olabileceği anlaşılmaktadır. Dolayısıyla ilk etapta bu konulara ağırlık verilmesi yararlı olacaktır”.

---

<sup>75</sup> Sayılğan, a.g.e., s. 6.

<sup>76</sup> Özçam, a.g.e., ss. 9-10.

## **1.6.İÇERDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİNE İLİŞKİN BİLİMSEL ÇALIŞMALAR**

**“İçerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili çalışmalar genelde dört bölümde ele alınmaktadır<sup>77</sup>:**

- i) İçerden öğrenenlerin ticaretinin özellikleri**
- ii) Bilgi etkinliği ve içerden öğrenenlerin ticareti**
- iii) Yönetim kararlarında içerden öğrenenlerin ticaretinin etkisi**
- iv) İçerden öğrenenlerin ticaretine ilişkin düzenlemelerin etkinliği”**

İçerden öğrenenlerin ticaretinin özellikleri kapsamında yer alan çalışmalar, içerden öğrenenlerin ticaretini tanımlayıcı niteliktedir. Bilgi etkinliği ve içerden öğrenenlerin ticareti kapsamında yer alan çalışmalar ise, Etkin Piyasa Teorisi`ni inceleyen, içerden ticareti ile etkinlik arasındaki bağlantıyı ortaya koyan çalışmaları kapsamaktadır. İçeridekilerin içerden öğrenenlerin ticaretinden sağladığı anormal kazançlar ve dışarıdakilerin içeridekileri taklit ederek, içerden öğrenenlerin ticaretinden sağladıkları kazanç üzerinde duran çalışmalardır. Elde edilen kazançlar tespit edilirken, işlem maliyetleri de göz önüne alınmaktadır. Yönetim kararlarında içerden öğrenenlerin ticaretinin etkisinin araştırıldığı çalışmalarda ise, yönetim kararlarına bakılarak içeridekilerin yaptıkları menkul kıymet işlemleri incelenmektedir. İçerden öğrenenlerin ticaretine ilişkin düzenlemelerin etkinliğinin araştırıldığı çalışmalarda ise, menkul kıymet piyasalarında içerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili mevcut yasal düzenlemeler ve yaptırımların ne derecede etkili olduğu araştırılmaktadır.

İçerden öğrenenlerin ticaretine yönelik ilk çalışma, Smith tarafından 1941 yılında yapılmıştır. Smith bu çalışmada ABD`de 1935-39 dönemini incelemektedir. Smith bu çalışmada, içeridekilerin yaptıkları alım-satım oranlarını ve içerden öğrenenlerin ticareti hacminin piyasa fiyatları üzerindeki etkisini incelemiştir.

Wu, 1964 yılında yaptığı çalışmada 1957-1961 dönemini incelemiştir. Wu bu çalışmasında, içeridekilerin, kendi şirketlerinin menkul kıymetleri

---

<sup>77</sup> Tezcanlı, a.g.e., s. 42.

üzerinde yaptıkları işlemler sonucunda elde ettikleri kazançlar ile içerden öğrenenlerin ticaretinin piyasa fiyatları üzerindeki etkisini araştırmaktadır. Elde ettiği bulgulara göre, New York Borsası`nda işlem gören şirketlerde tüm içeridekiler, kendi şirketlerinin menkul kıymetlerinde net satıcı pozisyonundadırlar. Elde edilen sonuçlara göre, kendi şirketlerinin hisse senetleri üzerinde işlem yapan içeridekilerin çoğu yöneticilerdir. Hissedarlar en pasif işlemciler arasında yer almaktadırlar.

Lorie ve Niederhoffer`ın 1968 yılında yaptıkları çalışmadan elde ettikleri bulgulara göre, işlem büyüklükleri içeridekilerin gruplarına göre değişmekte ve içeridekiler kendi şirketlerinin hisselerinin net alıcısı konumundadırlar. Yapılan işlemlerde, alımların alımları, satımların ise satımları izlediği tespit edilmiştir. Ayrıca içeridekilerin, kendi şirketlerinin hisse senedi fiyatlarındaki büyük dalgalanmalar öncesinde, elde ettikleri haberleri kullanarak içerden öğrenenlerin ticaretini gerçekleştirdikleri ortaya çıkmaktadır.

Pratt ve De Vere 1978 yılında yaptığı çalışmada, içeridekilerin içerden öğrenenlerin ticaretinden büyük kazançlar elde etmelerinin yanında, içeridekilerin hareketlerini takip eden dışarıdakilerin de büyük kazançlar sağlayabileceklerini ve bu bilgiden büyük kazanç elde edebilme durumunun, bilgi kamuya açıklandıktan iki ay sonrasına kadar devam edebildiğini ortaya koymuşlardır. Lin ve Howe 1990 yılında tezgahüstü piyasalara yönelik olarak yaptıkları araştırmada, içerden öğrenenlerin ticaretinde dönersellik olmadığı sonucuna varmışlardır. Büyük ölçekli firmaların küçük çaplı olanlara oranla daha yoğun alım-satım işlemleri gerçekleştirdiklerini ve içeridekilerin tutarlı bir şekilde kazançlarını artırdıkları anlaşılmaktadır. Elde edilen kazançların firmanın büyük veya küçük ölçekli olmasıyla bir alakası olmadığı sonucuna varılmıştır. Ancak küçük ölçekli firmalarda içerideki bilgiyi elde etmenin daha kolay olduğu, bu nedenle küçük ölçekli firmalarda asimetrik bilgi durumundan, bilgi sahibi olanların daha çok kazanç elde ettiği ortaya çıkmıştır.

Finnerty 1976 yılında yaptığı çalışmada, içerden öğrenenlerin ticareti ile firmaların finansal yapısı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Elde ettiği

bulgulara göre, küçük ölçekli firmalarda içeridekiler daha çok net alıcı pozisyonundadır ve küçük ölçekli firmalarda içeridekilerin, içerden öğrenenlerin ticaretinden elde ettiği kazançlar büyük ölçekli firmalara göre daha yüksektir<sup>78</sup>.

Jeffrey F. Jaffe “Special Information and Insider Trading” adlı makalesinde 200 büyük firma seçilerek 1962-1968 yılları arasında inceleme yapılmıştır. Bu araştırmada dışarıdakilerin de içeridekilerin işlemleri doğrultusunda hareket ederek içerden öğrenenlerin ticareti ile işlem maliyetleri de göz önünde bulundurularak kazanç elde ettikleri ortaya çıkmıştır. Dışarıdakiler, içeridekilerin işlemlerini “The Official Summary of Insider Trading” adlı aylık rapordan takip etmektedirler<sup>79</sup>.

Trivoli 1980 yılında yaptığı çalışmada, bilanço ve gelir tablosu açıklamaları, malî yapıdaki değişiklikler, temettü politikalarına ilişkin kararlar ile halka açılma, ihraç kararları, ele geçirmeler, iflaslar, likiditasyon ve tasfiyeye ilişkin olarak alınan kararların ile içerden öğrenenlerin ticareti arasında bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur. Penman 1982-1985 yılları arası yaptığı çalışmasında, yöneticilerin yıllık kâr tahminlerine ilişkin açıklamaların menkul kıymet fiyatlarını etkileyebilecek nitelikte bilgiler olduğunu ortaya koymuştur. Buna göre, içeridekiler bu bilgileri kullanarak içerden öğrenenlerin ticareti faaliyetlerini gerçekleştirmekte ve yüksek kazançlar elde edebilmektedirler. Penman'ın 1968-1973 yılları arasındaki kazanç beyanlarını incelediği çalışmasında, içeridekilerin, kazanç beyanlarının açıklanmasından önce yoğun bir şekilde alım-satım işlemleri yaptıkları görülmüştür. Pozitif açıklamalar öncesinde alım, negatif açıklamalar öncesinde satım işlemleri yapıldığı görülmüştür. Özellikle küçük çaplı işletmelerde kazanç beyanları öncesindeki içerden öğrenenlerin ticaretinde, büyük ölçekli firmalara göre daha yüksek kazançlar elde edildiği ortaya çıkmıştır.

---

<sup>78</sup> Tezcanlı, a.g.e., ss. 42-43.

<sup>79</sup> Jeffrey F. Jaffe, “Special Information and Insider Trading”, **The Journal of Business**, Temmuz, Sayı 47, 1974, ss. 410-428.

Keown&Pinkerton 1981 yılında yaptıkları çalışmada, ele geçirme açıklamalarından önceki bir ay içinde ve özellikle son 5 ve 11 günde ilgili şirketin menkul kıymetlerine ilişkin işlem hacminde artış meydana geldiğini ortaya koymuşlardır. Meulbroek 1992 yılında yaptığı çalışmada, içerden öğrenenlerin ticaretinin menkul kıymet fiyatlarına olan etkisini incelemiştir. Elde ettiği bulgulara göre; içeridekiler işlem yaptıkları günlerde %3`ü aşan yüksek kazançlar elde etmekte ve içerden öğrenenlerin ticaretinin yapıldığı günlerdeki aşırı kazançlar diğer günlere oranla daha fazladır. Özellikle ele geçirme açıklamalarından önce içerden öğrenenlerin ticareti faaliyetlerinde artış olduğunu ortaya koymuşlardır. Seyhun da, 1990 yılında yaptığı çalışmasında, Meulbroek`in elde ettiği sonuçları destekler şekilde, ele geçirme açıklamalarından önce içerden öğrenenlerin ticareti faaliyetlerinde artış meydana geldiğini ve yüksek kazançlar elde edildiğini ortaya koymuştur.

Larcker, Reder ve Simon(1983) ve King&O`Kefe 1986 yılında yaptıkları çalışmada, içerden öğrenenlerin ticareti ile muhasebe düzenleme ve uygulamalarında yapılan değişiklikler arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Buna göre, içeridekilerin, finansal tabloların açıklanmasından önce kendi firma hisselerinde net satıcı konumunda olduklarını saptamışlardır. Benzer bir çalışma da Odaiyappa ve Nainar(1992) tarafından yapılmıştır. Buna göre, gelir tablosu açıklamaları çerçevesinde eğer kârlarda düşüş açıklaması yapılacaksa, içeridekilerin satışlarında artış görülmektedir. Eğer kârlarda artış açıklanacaksa, içeridekilerin alışlarında artış görülmektedir<sup>80</sup>.

Dan Givoly ve Dan Palmon, “Insider Trading and the Exploitation of Inside Information: Some Empirical Evidence” adlı makalelerinde(1985), içeridekilerin elde ettiği anormal kazançların şirket ile ilgili haberlerin ortaya çıkmasıyla mı yoksa içeridekilerin yaptıkları işlemlerin duyulmasıyla mı ilgili olduğunu araştırmışlardır. Bulgular, içeridekilerin elde ettiği anormal kazançların içeridekilerin yaptıkları işlemlerin duyulmasıyla ilgili olduğunu göstermiştir<sup>81</sup>.

---

<sup>80</sup> Tezcanlı, a.g.e., ss. 44-46.

<sup>81</sup> Dan Givoly, Dan Palmon, “Insider Trading and the Exploitation of Inside Information: Some Empirical Evidence”, **The Journal of Business**, Ocak, Sayı 58, 1985, ss. 69-87

H.Nejat Seyhun “The Information Content of Aggregate Insider Trading” adlı makalesinde(1988), toplam içerden öğrenenlerin ticareti ile kazanç beklentileri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Seyhun’un bulgularına göre kazanç beklentileri ile içerden öğrenenlerin ticareti arasındaki ilişki firmanın piyasa riskine bağlıdır. Küçük firmalarda çalışanlar çalıştıkları şirketlerin senetlerinin durumunu daha iyi tahmin ederler. Küçük firmalarda çalışanlar büyük oranda şirketle ilgili bilgilere dayanarak ticaret yaparlar. Büyük firmalarda çalışanlar çalıştıkları firmaların hisse senetlerinin durumunu tahmin etmede küçük firmalardakilere göre daha başarısızdırlar. Büyük firmalarda çalışanlar firmaları ile ilgili bilgilerden çok ekonomideki gelişmeleri dikkate alarak ticaret yaparlar<sup>82</sup>.

Myers ve Majluf 1984 yılında yaptıkları çalışmada, halka arzlar ile içerden öğrenenlerin ticareti arasındaki bağlantıyı incelemiş ve ihraçlar esnasında ve sonrasında içerden öğrenenlerin ticaretinden yüksek kazançlar elde edildiğini ortaya koymuştur. Hirschey ve Zaima 1990 yılında yaptıkları çalışmada iflas durumları, tasfiye ve likidasyonla ilgili olarak banka kredileri ve içerden öğrenenlerin ticareti arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Bu çalışmayı yaparken 1975-1982 dönemi verilerini dikkate almışlardır. Elde edilen bulgulara göre; satılması hedeflenen bir şirketin bankadan kredi alması iyi bir haber olarak nitelendirilmekte ve bu durumda içeridekiler kendi şirketlerine ait hisse senetlerinin net alıcısı konumunda olmaktadır. Benzer bir çalışma da, Gosnell, Keown ve Pinkerton tarafından 1992 yılında yapılmıştır. Bu çalışmada şirketlerin iflas ve tasfiye durumlarına ilişkin analizler yapılmıştır. Elde edilen bulgulara göre, içeridekiler, iflas kararının açıklanmasından önce kendi şirketlerine ait hisse senetlerinin net satıcısı konumundadırlar. Eysell 1990 yılında Gosnell, Keown ve Pinkerton tarafından yapılan çalışmaya benzer bir araştırma yapmıştır. Eysell bu çalışmasında, iflası sözkonusu firmalar için içeridekilerin net satıcı, alıcı

---

<sup>82</sup> H.Nejat Seyhun, “The Information Content of Aggregate Insider Trading”, **The Journal of Business**, Ocak, Sayı 61, 1988, ss. 1-24.

firmalar için ise bilgilerin açıklanmasından önce içeridekilerin net alıcı konumunda oldukları sonucunu ortaya koymuştur<sup>83</sup>.

Lawrence “Insider Trading in a Rational Expectations Economy” adlı makalesinde(1990), rasyonel güvenilirliği tekrar formüle etmeyi amaçlamıştır. Lawrence`a göre; eğer dışarıdakiler içeridekilerin kendilerine göre menkul kıymet ticaretinde daha avantajlı olduklarını düşünürlerse, yatırımlarını azaltacaklardır. Dışarıdakilerin yatırımlarını azaltmaları ile içeridekilerin sahip oldukları bilgiye dayanarak yaptıkları menkul kıymet ticaretinden elde edecekleri kazanç azalacak belki de sıfırlanacaktır. İçerden öğrenenlerin ticareti yasaklanır ve piyasaya olan güven artarsa, dışarıdakiler yatırımlarını artıracaklardır. Bu durumda hem içeridekiler hem de dışarıdakiler kazançlı çıkacaktır<sup>84</sup>.

Fishman ve Hagerty “Insider Trading and The Efficiency of Stock Prices” adlı makalelerinde(1992), içerden öğrenenlerin ticaretinin menkul kıymet fiyatlarının bilgisel etkinliği üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Bulgularına göre; kamuya açıklanmış bilgilere dayanarak yapılan ticarete izin verilip, kamuya açıklanmamış bilgilere dayanarak yapılan ticaretin yasaklanması piyasada bilginin etkinliğini artırmaktadır<sup>85</sup>.

Seyhun 1992 yılında yaptığı çalışmada, menkul kıymet fiyatını etkileyebilecek nitelikteki bilgi kamuya açıklanmadan önce içerden öğrenenlerin ticareti faaliyetlerinin arttığı, ancak içerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili çıkarılan yasal düzenlemelerin etkisiyle, bu faaliyetlerde zamanla belirgin bir azalma olduğu sonucunu ortaya koymuştur. Javier 1995 yılında yaptığı çalışmasında içerden öğrenenlerin ticareti düzenlemelerinin hisse senedi piyasaları ve toplumsal refah üzerindeki etkisini araştırmıştır. Javier`in bulgularına göre, içerden öğrenenlerin ticareti volatilitiyi artırmakta,

---

<sup>83</sup> Tezcanlı, a.g.e., ss. 46-47.

<sup>84</sup> Lawrence M. Asubel, “Insider Trading in a Rational Expectations Economy”, **The American Economic Review**, Aralık, Sayı 80, 1990, ss. 1022-1041.

<sup>85</sup> Michael J. Fishman, “Insider Trading and The Efficiency of Stock Prices”, **The Rand Journal of Economics**, Sayı 23, 1992, ss. 106-122.

yatırımcılar arasındaki risk paylaşımını ve etkin kaynak dağılımını bozmaktadır<sup>86</sup>.

Seyhun(1992) içerden öğrenenlerin ticaretinin, içerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili yasalar ve bu yasaların uygulanışı üzerindeki etkisini araştırmıştır. Sonuçla içerden öğrenenlerin ticareti yasaları yaygınlaştıkça, içerden öğrenenlerin ticareti hacmi ve kazançlarının da arttığını göstermiştir. Bununla beraber özel durum duyurularından önce yapılan içerden öğrenenlerin ticaretinin azaldığını göstermiştir. Atan cezalar içerdekileri bu konuda daha uyanık davranmaya itmiştir. İçerden öğrenenlerin ticareti ile birlikte risk arttıkça, içerden öğrenenlerin ticareti kazançları da artmıştır. Bu araştırmada kullanılan veriler SEC`ten alınan veriler yani içerdekilerin yasal kabul edilen işlemleridir. Seyhun`un bu çalışması, içerdekilerin illegal olarak, belli bir materyal bilgiye dayanarak yaptıkları ticaret ile içerden öğrenenlerin ticareti yasaları arasındaki ilişkiyle ilgili bir sonuç vermemektedir.

Marsden ve Tung(1999) simülasyon yöntemi kullanarak içerideki bilgiye sahip kişilerin anormal kazançlar sağlayıp sağlayamadığını araştırmıştır. İçerideki bilgi farklı konulara uygulanabilir niteliktedir. Çalışmanın sonuçları eğer parasal cezalar uygulanmazsa, bireylerin içerden öğrenenlerin ticaretinden yüksek kazançlar elde edebildiğini göstermiştir. Çalışma, artan ceza oranlarının ve artan yakalanma ihtimalinin içerden öğrenenlerin ticareti üzerindeki etkisini ortaya koymamaktadır. Çalışma, yasalara uyumdan çok, artan para cezalarının yüksek kazançlar üzerindeki etkisini ortaya koymaktadır<sup>87</sup>.

Uptal Bhattacharya ve Hazem Daouk “The World Price of Insider Trading” adlı makalelerinde içerden öğrenenlerin ticaretine ilişkin yasal düzenlemeler ile piyasanın likiditesi ve menkul kıymet fiyatı arasındaki ilişkiyi incelemişlerdir. Sermaye piyasasına sahip 103 ülke için bu araştırmayı yapmışlardır. Bu ülkelerin 87 tanesinde içerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili

---

<sup>86</sup> Tezcanlı, a.g.e., ss. 47-48.

<sup>87</sup> Joseph D. Beams, Robert M. Brown, Larry N. Killough, “An Experiment Testing The Determinants of Non-compliance With Insider Trading Laws”, **Journal of Business Ethics**, Sayı 45, Dordrecht, 2003, s. 312.



yasaların var olduğunu ve bunların da 38 tanesinde bu yasaların uygulanıyor olduğunu görmüşlerdir(Uygulanmaktan kasıt bu konuda dava açılıp açılmadığıdır). Yapılan araştırmalar sonucunda içerden öğrenenlerin ticaretine ilişkin yasal düzenlemelerin varlığının yeterli olmadığı ortaya çıkmıştır. Önemli olan yasaların uygulanıp uygulanmadığıdır. İçerden öğrenenlerin ticaretine ilişkin yasaların uygulanmasının menkul kıymet fiyatlarını anlamlı ölçüde düşürdüğü ve piyasanın likiditesini artırdığı ortaya çıkmıştır<sup>88</sup>.

Joseph D. Beams, Robert M. Brown ve Larry N. Killough(2003), çalışmalarında en çok suçluluk duygusunun içeridekilerin içerideki bilgiye dayanarak ticaret yapıp yapmamasında etkili olduğunu göstermiştir. İçerden öğrenenlerin ticaretinden beklenen kazancın, kötümserlik ve adalet duygusunun da muhakkak içerideki bilgiye dayanarak ticaret yapmada etkisi vardır.

Bu çalışmada uygulanan cezaların şiddeti ile içerden öğrenenlerin ticareti arasında kesin bir ilişki bulunmamıştır. Bu çalışma artan cezaların içerden öğrenenlerin ticaretini engellemede çok faydalı olamayabileceğini göstermiştir<sup>89</sup>.

Dennis W. Carlton ve Daniel R. Fischel “The Regulation of Insider Trading” adlı makalelerinde içerden öğrenenlerin ticaretini ekonomik ve hukukî açıdan incelemişlerdir. Genel görüşün aksine Carlton ve Fischel, içerden öğrenenlerin ticaretini yasaklamanın daha eşit bir piyasa değil, daha maliyetli bir piyasa oluşturduğunu savunmuşlardır. Ayrıca makalelerinde içerden öğrenenlerin ticaretinin, bilginin fiyatlara daha çabuk ve sürekli olarak yansımaları sağladığını savunmuşlardır<sup>90</sup>.

---

<sup>88</sup> Uptal Bhattacharya, Hazem Daouk, “The World Price of Insider Trading”, [http://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Teaching/BA453\\_2005/BD\\_The\\_world.pdf](http://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Teaching/BA453_2005/BD_The_world.pdf), (15/11/2005), ss. 1-24.

<sup>89</sup> Beams,a.g.e., ss. 309-323.

<sup>90</sup> Dennis W. Carlton, Daniel R. Fischel, “The Regulation of Insider Trading”, **Economic Analysis of The Law**, Ed. Donald A. Wittman, United Kingdom:Blackwell Publishing, 2003, ss. 201-211.

## **1.7. PİYASALARIN GÖZETİMİ**

Piyasa gözetimi sayesinde piyasa ile ilgili bilgilere anında ulaşılabilmekte ve bu bilgiler kaydedilmektedir. Kaydedilen bu bilgiler sayesinde, yapılan işlemler sürekli olarak uzmanlar tarafından kontrol edilebilmektedir. Ayrıca herhangi bir usulsüzlük veya hileli davranış ihbarı yapıldığında, kaydedilen veriler sayesinde kontrol yapılabilen ve eğer ihbar doğru ise gereği yapılmaktadır. Yapılan bu kontrollerle piyasanın düzgün ve adil işleyişini sağlamak hedeflenmektedir. İçerden öğrenenlerin ticareti gibi ispatlanması zor suçların ispatı açısından piyasa gözetimi büyük önem taşımaktadır<sup>91</sup>.

### **1.7.1.Piyasa Gözetim Mekanizmaları:**

Piyasa gözetim sistemi daha önce de belirtildiği gibi, piyasanın düzgün işleyişini sağlamak için oluşturulmuş bir sistemdir. Piyasa gözetim sistemlerinin sağladığı faydaları şu şekilde sıralayabiliriz<sup>92</sup>:

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

---

<sup>91</sup> İ. Barış Özistek, “Sermaye Piyasalarında İçerden Öğrenenlerin Ticareti ve Türk Sermaye Piyasası Örneği”, Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Yönetimi Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2002, ss. 22-23.

<sup>92</sup> Özistek, a.g.e., s. 23.

### **1.7.1.1.NASDAQ Sistemi:**

ABD`de Menkul Kıymet İşlemcileri Ulusal Birliği(National Association of Securities Dealers, NASD), NASDAQ(National Association of Securities Dealers Automated Quotes) sistemini kullanmaktadırlar. NASDAQ gözetim sistemi tüm hisse senetlerinin o andaki fiyatlarını eşzamanlı olarak gösterebilen bir sistemdir. Olağandışı bir işlem gerçekleştiğinde, sistem hemen uyarı vermektedir. Gelen uyarı sonucu gözetim uzmanları işlemleri kontrol etmekte ve olağandışı bir işlem sözkonusu ise, anında müdahale edilebilmektedir<sup>93</sup>.

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<sup>94</sup>.

---

<sup>93</sup> Özistek, a.g.e., s. 24.

<sup>94</sup> Özistek, a.g.e., s. 25.

### **1.7.1.2. Türk Sermaye Piyasasında Gözetim Sistemi:**

Sermaye piyasalarında istenilen gelişimin sağlanabilmesi için öncelikle sermaye piyasalarına olan güvenin pekiştirilmesi gerekir. Yatırımcı ve potansiyel yatırımcıların piyasaya olan güveni sağlanmalıdır. Sermaye Piyasası Kurulu İMKB`de manipülasyonların önlenmesine yönelik çalışmalarına devam etmektedir. Ancak manipülatif faaliyetlerin tespit edilerek sorumlularının cezalandırılması, diğer yatırımcıların zararlarını karşılamamaktadır. Bu yüzden, sermaye piyasalarında manipülatif hareketlerin gerçek zamanlı olarak tespit edilmesi ve manipülasyona konu işlemlerin en kısa zamanda tespit edilmesi açısından gözetim sistemleri önem taşımaktadır. Bu sayede manipülatif işlemler gerçek zamanları ile tespit edilir ve sorumluları bulunarak gerekli cezai yaptırımlar uygulanır. Bu durum sermaye piyasasının gelişimi açısından son derece önemlidir. Çünkü yatırımcılar sermaye piyasasına güvenmezlerse, piyasadan çekilir ve alternatif yatırım araçları arayışına girerler. Ancak yatırımcılar sermaye piyasasında etkin bir gözetim sistemi olduğuna ve sermaye piyasası araçlarının güvenilir yatırım araçları olduğuna inanırlarsa, sermaye piyasasına daha fazla yatırım yapacaklardır. Bu da sermaye piyasasında derinliğin artmasına yardımcı olacaktır<sup>95</sup>.

Türk Sermaye Piyasası`nda piyasa gözetim işlevini gözetim müdürlüğü ile işlem salonlarındaki Ekspert`ler yerine getirmektedirler. Olağan dışı fiyat ve miktar hareketlerini, manipülasyon ve içerden öğrenenlerin ticareti gibi kanun dışı faaliyetleri saptamak amacıyla günlük ve anlık aktiviteleri takip etmektedirler. Bilgisayar destekli gözetime ek olarak İMKB, işlem gören şirketlerin mali, hukuki ve yönetim durumları hakkında çeşitli haber kaynaklarından elde edilen her türlü bilgiyi de incelemektedir. Şüpheli görülen durumlar Borsa Başkanlığı'na raporlanmaktadır<sup>96</sup>.

---

<sup>95</sup> Bora Oruç, "Finansal Sistemlerin Ekonomik Kalkınma ve Krizler Üzerindeki Etkileri: Türk Sermaye Piyasası", Sermaye Piyasası Kurul Yeterlik Etüdü, 2002, s. 26.

<sup>96</sup> "Kamuyu Aydınlatma Şartları ve Gözetim", <http://www.imkb.gov.tr/piyasalar/hisse.htm>, (15/05/2006).

**“Gözetim Müdürlüğü faaliyetlerini şu şekilde sıralayabiliriz<sup>97</sup>:**

- i) Sermaye Piyasası Kanunu madde 47 ve İMKB Yönetmeliği madde 41 kapsamında bulunan içerden öğrenenlerin ticareti işlemleri,**
- ii) Aktif piyasa izlenimi veren işlemler yapılması sonucunda yapay piyasa oluşumları,**
- iii) Fiyat manipülasyonları,**
- iv) Çeşitli kasıtlı ve/veya aşırı manipülasyon ile fiyata etki eden işlemler,**
- v) SPK mevzuatı çerçevesinde, hisse senedine ilişkin şirketin ortaklık yapısında değişiklik yaratan işlemler,**
- vi) Aşırı fiyat ve miktar hareketleri ile piyasadaki arz-talep dengesini bozan tüm işlemler,**
- vii) Bu işlemleri yapma potansiyeli olan üyelerin sürekli olarak izlenmesi ve gözetilmesi faaliyetleri”.**

Piyasa gözetim sistemi, kısaca, menkul kıymet alım-satımları ile haksız kazanç elde edilmesini önlemeyi, piyasayı takip ederek manipülatif faaliyetleri tespit etmeyi ve piyasa kurallarına aykırı faaliyetleri ortaya çıkarmayı hedeflemektedir<sup>98</sup>.

---

<sup>97</sup> Tezcanlı, a.g.e., ss. 203-204.

<sup>98</sup> Tezcanlı, a.g.e., s. 204.

## İKİNCİ BÖLÜM

### SERMAYE PİYASALARINDA İÇERDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİNE İLİŞKİN YASAL DÜZENLEMELER

“Düzenleme kavramı, bir ekonomik sisteme devlet veya merkezî otoritenin(kamunun), yasal ve idarî kurallar koymak ve bunlara uymayanları cezalandırmak şeklinde müdahale etmesidir. Kamunun ekonomik sistemin işleyişine müdahalesi ya da kamu düzenlemeleri, devletin vergi alması, bazı ekonomik faaliyetleri özendirmek amacıyla sübvans etmesi ya da bazı faaliyetleri çeşitli gerekçelerle yasaklaması, bazı faaliyetlerin yapılabilmesi için belirli şartlar getirmesi vb. biçimlerde ortaya çıkmaktadır.

Sermaye piyasası açısından bakıldığında, devlet bu piyasada menkul kıymet ihracına, satışına, ihraç edilen menkul kıymetlerin el değiştirmesine ve genelde bu piyasadaki bütün işlemlere ilişkin, belirli amaçlara ulaşmak üzere, kurallar koymakta ve bu kuralların uygulamasına yönelik gözetim ve denetim sistemi oluşturmaktadır”<sup>99</sup>.

#### 2.1.DÜZENLEMELERİN GEREKLİLİĞİ

Devletin ekonomik sisteme müdahale etmesinin nedeni ile ilgili iki farklı görüş vardır. Bunlardan birincisine göre; devlet, piyasa başarısızlığı (market failure) nedeni ile piyasalara müdahale etmektedir. Diğerine göre ise; devlet, kamu tercihini(public choise) veya kamu yararını gözeterek ekonomik sisteme müdahale etme gereği duymaktadır<sup>100</sup>.

#### 2.2.SERMAYE PİYASASINA İLİŞKİN DÜZENLEMELERİN AMACI

Sermaye piyasalarına ilişkin düzenlemelerin amaçlarını; yatırımcının korunması amacı ve diğer amaçlar şeklinde ikiye ayırabiliriz.

---

<sup>99</sup> Cemal Küçüksözen, *Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması:Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi*, Ankara:SPK Yayınları, Yayın no:131, 1999, s.9.

<sup>100</sup> Küçüksözen, a.g.e., s. 9.

### **2.2.1.Yatırımcının Korunması Amacı**

Devlet, sermaye piyasalarındaki işlemlerin düzenlenmesi gerektiğini kabul etmiş ve bu düzenlemeleri yaparken yatırımcının korunmasını esas almıştır.

Yapılan düzenlemelerde yatırımcının korunması amacı esas alınırken, aynı zamanda yapılan düzenlemelerin aşırı bir maliyet yüküne neden olmamasına ve ekonomide problem yaratmamasına da dikkat edilmektedir. Ayrıca en sağlam ve en yeterli bilgiye dayalı yatırım kararlarında bile makul bir risk üstlenildiği kabul edilmektedir. İki farklı yatırımcıyı koruma biçimi geliştirilmiştir. Bunlar, liyakat ve kamuyu aydınlatma yaklaşımlarıdır.

Liyakat yaklaşımı bir yatırımın yerinde bir karar olup olmadığını ve yatırım yapacak kişi açısından doğruluğunu saptayacak bir kamu kuruluşunun varlığını gerektirir. Kamuyu aydınlatma yaklaşımında ise, yapılacak yatırımın yerinde bir karar olup olmadığı ve yatırımcı açısından doğruluğu ile ilgilenilmez. Bu konulardaki karar yatırımcının kendi sorumluluğundadır. Kamuyu aydınlatma yaklaşımında önemli olan, sermaye piyasası ilgililerine doğru, anlaşılır ve eksiksiz bilginin zamanında ulaştırılmasıdır<sup>101</sup>.

#### **2.2.1.1.Liyakat Yaklaşımı**

Liyakat yaklaşımında ilgili kamu kuruluşu yatırımcıyı korumak amacıyla yatırımcının yüksek riskli yatırımlara kalkışmasını önlemeye çalışır. Kamuyu aydınlatma yaklaşımında ise amaç, yatırımcıya yatırımın risk derecesini ölçebilmesini ve yatırımın doğru bir yatırım olup olmadığına kendisinin karar verebilmesini sağlayacak düzeyde yeterli bilgi vermektir.

Liyakat yaklaşımı birçok konuda eleştiriye uğramıştır. Her şeyden önce bir kuruluşun yatırımcıların yapacağı tüm yatırımları incelemesi ve yapmaya değer bir yatırım olup olmadığına karar vermesi son derece zor bir görevdir. Ayrıca her yatırımcının risk-getiri tercihi ve yatırım amaçları birbirinden farklıdır. Bu nedenle görevlendirilecek kuruluş her zaman yatırımcı için doğru kararı veremeyebilir. Bir başka eleştiri noktası da maliyet konusudur. Kuruluşun, kendisine gelecek her yatırım kararını inceleyip doğru bir yatırım

---

<sup>101</sup> Küçüksözen, a.g.e., s. 14.

olup olmadığına ilişkin bir açıklama yapabilmesi için, birçok konuda profesyonel kişiler istihdam edilmelidir. Bu da yüksek bir maliyeti beraberinde getirir. Diğer bir eleştiri noktası da, böyle bir kuruluşun varlığı ile, bu kuruluşa çok geniş yetki verilmesidir<sup>102</sup>.

#### **2.2.1.2.Kamuyu Aydınlatma Yaklaşımı**

Kamuyu aydınlatma yaklaşımının, koruyuculuk, caydırıcılık ve aydınlatıcılık olmak üzere üç temel fonksiyonu vardır. Koruyuculuk işlevinde, yatırımcının yeter ve doğru bilgiye zamanında sahip olması sağlanarak, yatırımcının kandırılması engellenmeye çalışılır. Bu kapsamda yatırımcıya, menkul kıymeti ihraç eden firma ve ihraç edilen menkul kıymet hakkında detaylı bilgi sağlanır. Caydırıcı işlev ile sermaye piyasası kurallarının ihlali ağır cezai yaptırımlara bağlanır. Bu şekilde kişilerin, hileli, aldatıcı ve sermaye piyasası kurallarına aykırı hareketlerden uzak durması amaçlanır. Aydınlatıcı işlev ise, yatırımcıya yatırım kararını verebilmesi için gerekli olan bilgilerin ayrıntılı olarak sunulmasını amaçlar.

Kamuyu aydınlatma yaklaşımının eleştirildiği nokta şudur: Kamuyu aydınlatma yaklaşımı ile tüm yatırımcılara yatırım kararı verebilmeleri için gerekli bilgilerin yeterli düzeyde, doğru, anlaşılır ve zamanında verilmesi ve bu şekilde yatırımcının korunması amaçlanır. Ancak verilen bilgiler her yatırımcı tarafından eşit şekilde değerlendirilemez. Çünkü tüm yatırımcıların eğitim durumları, piyasa tecrübesi ve algılama kabiliyeti birbirinden farklıdır. Dolayısıyla verilen bilgileri kimi yatırımcılar çok iyi analiz edebilirken, kimi yatırımcılar bu bilgilerden verimli bir şekilde faydalanamayacaklardır<sup>103</sup>.

#### **2.2.2.Diğer Düzenleme Amaçları**

Devletin piyasalara müdahale etmesinin temel amacı yatırımcının korunmasıdır. Ancak tek amaç yatırımcının korunması değildir. Kamu düzenlemelerinin çoğu sermaye piyasalarının etkin ve adil bir biçimde işlemesini sağlamaya çalışır. Eğer etkin ve adil bir piyasa oluşursa, yatırımcıların sermaye piyasasına olan güveni sağlanmış olur. Sermaye

---

<sup>102</sup> Küçüksözen, a.g.e., s. 15.

<sup>103</sup> Küçüksözen, a.g.e., s. 15-16.



piyahasına güvenen yatırımcı, tasarruflarını sermaye piyasasına aktarır. Bu da genel olarak sermaye piyasasının derinleşmesini ve ekonominin gelişmesini sağlar. Etkin bir sermaye piyasası için, bu piyasaya yönelik düzenlemelerin sağlaması gereken üç şey vardır: İlk olarak finansal kaynakların kıt olduğu bir ortamda finansal kaynakların etkin dağılım sağlanmalıdır. Başka bir deyişle, finansal kaynaklar en ucuz maliyetle en verimli oldukları alanlara aktarılabilmelidir. İkincisi, finansal kaynağa sahip yatırımcılar en az bir zorluk ve harcama ile kaynaklarını piyasada bir biçimden diğer bir biçime dönüştürebilmelidirler. Son olarak yatırım araçlarının gerçekçi bir şekilde fiyatlandırılması gereklidir. Bu da ancak en yeni ve doğru bilgilerin piyasaya zamanında ve düşük maliyetle ulaştırılması ile mümkündür.

Yatırımcıların sermaye piyasasına olan güvenlerini sağlamak en önemli amaçlardan biridir. Ancak güvenin tam olarak sağlanabilmesi için yatırımcıların sermaye piyasasında çalışan kişi ve kuruluşlara da güvenmesi gerekir. Bu nedenle, kamu düzenlemelerinin bir diğer amacı, yatırımcıların sermaye piyasasında çalışan kişi ve kuruluşlara olan güveninin sağlanması ve bu güvenin sürdürülebilmesidir. Bunun için de sermaye piyasasında çalışan kişi ve kuruluşların uymaları gereken kurallar yoruma yer bırakmayacak şekilde netleştirilmeli ve kuralların ihlali durumunda ihlal edenler piyasadandan uzaklaştırılmalıdır<sup>104</sup>.

### **2.3.ÇEŞİTLİ ÜLKELERDE İÇERDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİNE İLİŞKİN DÜZENLEMELER**

İçerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili yasal düzenlemeler birçok menkul kıymet piyasasında mevcuttur. Ancak içerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili düzenlemelerin yeterliliği ve ne kadar işe yaradığı tartışılır bir konudur. İçeriden öğrenilen bilgi, bir kişinin işlem yapmaktan vazgeçmesini de sağlayabilir. Kişi bu şekilde de bir kazanç elde edebilir veya bir zararı bertaraf edebilir. Bu da bir çeşit içerden öğrenenlerin ticareti işlemidir. Ancak ortada bir ticaret yoktur. Kanıtlanabilecek veya aleyhine dava açılacak bir işlem yoktur. İşte bu yüzden içerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili yasal

---

<sup>104</sup> Küçüksözen, a.g.e., s. 16.

düzenlemeler ilgili suçların yarısını gözden kaçırmaktadır<sup>105</sup>. Gelişmiş sermaye piyasalarında içerden öğrenenlerin ticaretine ilişkin düzenlemeler mevcuttur. Ancak gelişmekte olan piyasaların çoğunda içerden öğrenenlerin ticaretine ilişkin düzenlemeler yoktur veya var olsa bile etkin bir şekilde uygulanamamaktadır. Tablo 1`de gelişmiş ve gelişmekte olan sermaye piyasalarında içerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili düzenlemelerin var olup olmadığını ve uygulanıp uygulanmadığını görmekteyiz:

---

<sup>105</sup> “In Defense of Insider Trading”, [http://arbyte.us/essays/Defense\\_of\\_Insider\\_Trading.html](http://arbyte.us/essays/Defense_of_Insider_Trading.html), (11/04/2006).

**Tablo 1: Dünyadaki Sermaye Piyasaları ve İçerden Öğrenenlerin Ticareti İle İlgili Yasal Düzenlemeler**

ÜLKE	BORSANIN KURULUŞ YILI	BORSAYA KAYITLI FİRMA SAYISI	İÇERDEN ÖĞRENERLERİN TİCARETİ YASALARININ YÜRÜRLÜĞE GİRİŞ TARİHİ	İÇERDEN ÖĞRENERLERİN TİCARETİ YASALARININ İLK UYGULANDIĞI YIL
<b>GELİŞMİŞ ÜLKELER</b>				
AVUSTRALYA	1859	1216	1991	1996
AVUSTURYA	1771	109	1993	-
BELÇİKA	1801	141	1990	1994
KANADA	1878	1420	1966	1976
DANİMARKA	1919	237	1991	1996
FİNLANDİYA	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`LER	434	1989	1994
YENİ ZELANDA	1870	146	1988	-
NORVEÇ	1819	196	1985	1990
PORTEKİZ	1825	159	1986	-
SİNGAPUR	1930	294	1973	1978
İSPANYA	1831	133	1994	1998
İSVEÇ	1863	261	1971	1990
İSVİÇRE	1938	216	1988	1995
BÜYÜK BRİTANYA	1773	2157	1980	1981
ABD	1792	2691	1934	1961
<b>GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER</b>				
ARJANTİN	1854	107	1991	1995
BAHREYN	1987	42	1990	-
BANGLADEŞ	1987	18	1987	1998
BARBADOS	1954	219	1995	-

BERMUDA	1971	33	-	-
BOLİVYA	1979	11	-	-
BOTSWANA	1989	12	-	-
BREZİLYA	1890	536	1976	1978
BULGARİSTAN	1991	285	-	-
ÇEKOSLOVAKYA	1871	300	1992	1993
ÇİN	1990	383	1993	-
EKVATOR	1969	128	1993	-
EL SALVADOR	1992	29	-	-
ENDONEZYA	1912	282	1991	1996
ERMENİSTAN	1993	59	1993	-
ESTONYA	1996	22	1996	-
FİLİPİNLER	1927	221	1982	-
GANA	1989	21	1993	-
GUATEMALA	1986	5	1996	-
GÜNEY AFRİKA	1887	615	1989	-
GÜNEY KORE	1956	776	1976	1988
HIRVATİSTAN	1918	82	1995	-
HİNDİSTAN	1875	5843	1992	1998
HONDURAS	1992	120	1988	-
İRAN	1966	263	-	-
İSRAİL	1953	659	1981	1989
İZLANDA	1985	49	1989	-
JAMAİKA	1961	49	1993	-
KAZAKİSTAN	1997	13	1996	-
KENYA	1954	50	1989	-
KIBRIS	1996	49	1999	-
KOLOMBİYA	1928	318	1990	-
KOSTARİKA	1976	114	1990	-
KUVEYT	1984	65	-	-
LATVİA	1993	50	-	-
LEBANON	1920	113	1995	-
LİTVANYA	1926	607	1996	-
MACARİSTAN	1864	49	1994	1995
MAKEDONYA	1996	2	1997	-
MALAWİ	1996	3	-	-
MALEZYA	1973	708	1973	1996

MALTA	1992	8	1990	-
MAURİTUS	1988	45	1988	-
MEKSİKA	1894	155	1975	-
MISİR	1890	650	1992	-
MOLDOVYA	1994	-	1995	-
MONGOLYA	1991	433	1994	-
MOROCCO	1929	49	1993	-
NABİMBİA	1992	33	-	-
NİJERYA	1960	182	1979	-
OMAN	1988	119	1989	1999
ÖZBEKİSTAN	1994	63	-	-
PAKİSTAN	1947	781	1995	-
PALESTİNE	1995	19	-	-
PANAMA	1990	21	1996	-
PARAGUAY	1977	64	1999	-
PERU	1951	293	1991	1994
POLONYA	1817	137	1991	1993
ROMANYA	1882	84	1995	-
RUSYA	1994	149	1996	-
SLOVAKYA	1991	14	1992	-
SLOVENYA	1924	86	1994	1998
SRİLANKA	1896	239	1987	1996
SUUDİ ARABİSTAN	1984	70	1990	-
SWAZİLİND	1990	4	-	-
ŞİLİ	1893	92	1981	1996
TANZANYA	1998	2	1994	-
TAYLAND	1974	431	1984	1993
TAYVAN	1961	404	1988	1989
TRİNİDAN TOBAGO	1981	26	1981	-
TUNUS	1969	304	1994	-
TÜRKİYE	1866	258	1981	1996
UKRAYNA	1992	6	-	-
URUGUAY	1867	18	1996	-
ÜRDÜN	1978	139	-	-
VENEZÜELLA	1840	159	1998	-

YUGOSLAVYA	1894	21	1997	-
YUNANİSTAN	1876	207	1988	1996
ZAMBİA	1994	10	1993	-
ZİMBABVE	1896	67	-	-

**Kaynak:** Uptal Bhattacharya, Hazem Daouk. “The World Price of Insider Trading”, [http://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Teaching/BA453\\_2005/BD\\_The\\_world.pdf](http://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Teaching/BA453_2005/BD_The_world.pdf), (15/11/2005).

Uptal Bhattacharya ve Hazem Daouk`un “The World Price of Insider Trading” adlı makalelerinde yer alan bu tablonun verileri, Uptal Bhattacharya ve Hazem Daouk tarafından dünya üzerindeki tüm borsalara faks çekilerek veya e-mail gönderilerek elde edilmiştir.

### **2.3.1.Amerika`da İçerden öğrenenlerin Ticaretine İlişkin Düzenlemeler**

İçerden öğrenenlerin ticareti deyince, insanların aklına hemen yasal olmayan bir işlem olduğu gelir. Ancak içerden öğrenenlerin ticareti her zaman illegal değildir. İçeridekilerin herhangi bir “içerideki bilgi”ye sahip olmadan yaptıkları ve Securities and Exchange Commission`a bildirdikleri hisse senedi alım satımları legaldir. Bu şekilde yapılan menkul kıymet ticareti kamuya açık olan bilgilerle yapılır ve SEC`e bildirildiği için herkes yapılan işlemde haberdar olabilir<sup>106</sup>.

İçerden öğrenenlerin ticareti kamuya açıklanmamış bir bilgiyi kullanarak yapıldığında illegaldir. İçeridekiler kamuya açıklanmamış bir bilgiyi(materyal bilgi) kullanarak çalıştıkları şirketin hisse senetleri ile alım satım yapar veya bu bilgiyi başkalarına kullandırılırsa, bu yaptıkları illegaldir, suçtur.<sup>107</sup>

İçerden öğrenenlerin ticareti yatırımcı güvenini sarstığı, piyasada güven, doğruluk ve adalet duygusunu zedelediği için Komisyon, içerden

<sup>106</sup> Hannah Rasmussen, “Insider Trading”, [http://economics.about.com/cs/finance/a/insider\\_trading.htm](http://economics.about.com/cs/finance/a/insider_trading.htm) , (11/04/2006).

<sup>107</sup> Mohammad Abdolmohammadi, Jahangir Sultan, “Ethical Reasoning and The Use of Insider Information”, **Journal of Business Ethics**, Sayı 37, 2002, s. 167.

öğrenenlerin suçlarını ortaya çıkarmayı ve gereken cezaları vermeyi öncelikli olarak ele almaktadır.<sup>108</sup>

### **2.3.1.1. Birincil Piyasalara İlişkin Düzenlemeler**

ABD`de birincil piyasalara ilişkin düzenlemeler 1933 tarihli Menkul Kıymetler Yasası ile yapılmıştır. 1933 tarihli Menkul Kıymetler Yasası, “Menkul kıymetlerde doğruluk, dürüstlük(truth in securities) yasası” olarak da adlandırılmaktadır. Bu yasa birincil piyasalara ilişkin düzenlemeleri, başka bir ifade ile, menkul kıymet ihracı ve eyaletlerarası posta yoluyla menkul kıymet satışı ile ilgili düzenlemeleri kapsamaktadır. Yasanın iki temel amacı bulunmaktadır: Birincisi, menkul kıymetleri halka ihraç edilecek şirket ile ilgili tüm bilgilerin yatırımcılara ulaştırılmasını sağlamaktır. İkincisi ise, menkul kıymetlerin ihracı ve sonrasında yanlış, yanıltıcı ve hileli işlem ve uygulamaları önlemektir<sup>109</sup>.

Menkul kıymetlerin halka ihracında, bağımsız ve idarî bir komisyon olan Securities and Exchange Commission`a(SEC) geniş yetki verilmiştir. Menkul kıymetlerin halka ihracında öncelikle, menkul kıymetlerini ihraç edecek şirketin veya bir şirkette önemli oranda hisse miktarı olan ortağın, SEC`e tescil beyannamesi vermesi gerekir. Tescil beyannamesi şirkete ve ihraç edilecek menkul kıymete ilişkin tüm bilgileri içermek zorundadır. Tescil beyannamesi, SEC`e verilir verilmez yürürlüğe girmez. Aradan biraz süre geçmesi beklenir. Bu süre Soğutma Süresi(Cooling off Period) olarak adlandırılmaktadır. Bu süre içerisinde SEC yetkilileri beyannameyi inceler. Gerekli tüm bilgilerin beyannamede yer alıp almadığını kontrol eder. Eğer beyannamede eksiklikler varsa, şirketten bu eksiklikleri tamamlaması istenir. Eksiklikler tamamlanmadan beyanname yürürlüğe giremez. Beyannamede gerekli tüm bilgiler varsa, SEC`ten şirkete olumsuz herhangi bir geri dönüş olmazsa, Soğutma Süresi olan 20 gün sonunda beyanname otomatik olarak yürürlüğe girer Eğer SEC, beyannamede yanlış, yanıltıcı ve eksik bilgilerin kasıtlı olarak yer aldığı kanaatine varırsa, beyannameyi reddedebilir.

---

<sup>108</sup> “Insider Trading:Information on Bounties”,  
<http://www.sec.gov/divisions/enforce/insider.htm> , (15/04/2006).

<sup>109</sup> Küçüksözen, a.g.e, s. 26.

Beyanname reddedilirse, bu şirkete ait menkul kıymetlerin ihracı mümkün olmaz. SEC, beyannamede gerekli olan tüm bilgilerin yer aldığı ve yanlış veya yanıltıcı bilgilerin bulunmadığı kanaatine varırsa, tescil beyannamesi yürürlüğe girer. Beyanname yürürlüğe girmeden şirketin menkul kıymetlerinin kesinlikle satışı yapılamaz. Ancak beyanname yürürlüğe girdikten sonra satışa başlanabilir<sup>110</sup>.

SEC'in tescil beyannamesini yeterli bulması ve menkul kıymetlerin satışına başlanması sözkonusu menkul kıymetlerin güvenilir olduğu anlamına gelmez. SEC, beyannameyi yalnızca kamuyu aydınlatma gerekleri açısından incelemektedir. Gerekli bilgilerin beyannamede usulüne uygun bir şekilde yer alıp almadığına bakmaktadır. Beyannamenin SEC tarafından kabulü sadece, gerekli bilgilerin beyannamede yer aldığını gösterir. SEC kesinlikle hiçbir şirket veya menkul kıymet ile ilgili garanti vermez, doğru, güvenilir bir menkul kıymet olduğunu iddia edemez, bu konuda yorum yapamaz. Burada önemli bir güvence, kanunla getirilen hukukî ve cezaî yaptırımlardır. Eğer tescil beyanında yer alan bilgiler yanlış veya yanıltıcı ise veya şirketle ilgili birtakım bilgilerin saklandığı anlaşılırsa, sözkonusu menkul kıymetlerden satın alarak zarara uğrayan yatırımcılar bu zararların tazmini için ihraççı şirket hakkında şikayette bulunabilirler<sup>111</sup>.

#### **2.3.1.1.1.Menkul Kıymetlerin Kayda Alınma Süreci**

SEC'e birbirinden değişik birçok şirket başvurduğundan, menkul kıymetlerin kayda alınmasını kolaylaştırmak için, kamuya açıklanması istenen bilgilerin neler olduğunu gösteren kayıt formları hazırlanmıştır. Kayıt formlarında istenen bilgiler menkul kıymet ihracı yapacak şirketin ve ihraç edilecek menkul kıymetin türüne göre değişmekle birlikte, genel olarak yer alması istenen hususlar şunlardır<sup>112</sup>:

---

<sup>110</sup> Haluk A. Kabaalıoğlu, **Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi**, İstanbul: , 1985, ss. 63-66.

<sup>111</sup> Kabaalıoğlu, a.g.e., ss. 66-68.

<sup>112</sup> Küçüksözen, a.g.e., s. 27.



- i) “Kayda alınan şirketlerin varlıkları ve iş durumu,
- ii) Halka arz edilecek menkul kıymetlerin temel özellikleri ve bu menkul kıymetleri ihraç edenlerin diğer menkul kıymetleri ile ilişkileri,
- iii) Menkul kıymet ihraç eden şirketlerin yöneticilerine ilişkin bilgiler,
- iv) Bağımsız dış denetim kuruluşlarınca onaylanmış malî tablolar.”

Menkul kıymetlerini ihraç etmek isteyen şirketlerin, kayıt formunu doldurup tescil beyannamesi ile birlikte SEC`e sunması gerekmektedir. Kayıt formu ve beyannamenin SEC`e verilmesinden hemen sonra, bilgiler kamuya açık hale gelmektedir ve şirket, satışla ilgili duyurularda bulunarak halka çağrıda bulunabilir. Ancak menkul kıymetlerin kayda alınmasının kesinleşmesinden, başka bir deyişle kayıt formunun yürürlüğe girmesinden önce kesinlikle satış yapılamaz. Kayıt formları, SEC tarafından kayda alınmalarını izleyen 20`nci günde yürürlüğe girer.<sup>113</sup>.

#### **2.3.1.1.2.Tescil Beyanının SEC`de İncelenmesi**

İnceleme yaparken SEC`in görevi, yer alan bilgilerin doğruluğunu araştırmak, yanıltıcı bilgilere yer verilmesini mümkün olduğunca önlemek ve bir yatırımcının yatırım kararı verirken ihtiyaç duyabileceği tüm bilgilerin kayıt beyanında ve izahnamede yer almasını sağlamaktır. SEC`in incelemesi sırasında beyannamede ve kayıt formunda eksiklikler olduğu ortaya çıkarsa, SEC ilgili ihraççı şirketten bu eksikliklerin giderilmesini talep edecektir. SEC`in bu talebi yerine getirilmez ise, SEC beyanı reddederek yürürlüğe girmesini engelleyebilir. Bu eksikliklerin tamamlanmadan beyannamenin yürürlüğe girmesi mümkün değildir. Yapılan incelemede, beyannamede kasıtlı olarak yanlış veya yanıltıcı bilgilere yer verildiği veya birtakım bilgilerin özellikle saklandığı kanaatine varılırsa, SEC beyannameyi reddetme hakkına sahiptir. SEC tarafından yapılan incelemede beyan yeterli görülürse,

---

<sup>113</sup> Küçüksözen, a.g.e., ss. 27-28.

komisyonun herhangi bir karar almasına gerek kalmadan, 20 günlük sürenin geçmesi ile beyan yürürlüğe girer<sup>114</sup>.

### **2.3.1.1.3.Eksik Kayıt Formunun Sonuçları**

Kayıt formunun eksik doldurulmasının farklı sonuçları olabilmektedir. SEC bir kayıt formunun eksik veya hatalı olduğuna, fakat bunda herhangi bir kasıt olmadığına karar verirse, ilgili şirkete durumu bildirerek eksikliklerin tamamlanmasını istemektedir. Eğer formun eksik veya hatalı olduğu bir soruşturma sırasında ortaya çıkarsa, bu durumda SEC kayıt formunun yürürlüğe girmesini erteleyebilmekte ya da reddedebilmektedir. SEC bir kayıt formundaki eksik veya hatalı bilgilerin giderilemez nitelikte olduğuna veya bu eksiklik ve hataların özellikle, birtakım gerçekleri saklamak için yapıldığına karar verirse, kayıt formunun yürürlüğe girmesini reddetmekte(stop order) veya ertelemektedir<sup>115</sup>.

### **2.3.1.1.4.Tahminler, Projeksiyonlar ve Benzeri Beklentilerin Açıklanması Sorunu**

Bir yatırımın gerçek değeri, yatırımın gelir sağlayabilme gücüne bağlıdır. Bu nedenle yatırımcılar yatırım kararı verirken şirketin gelecekteki kâr sağlayabilme potansiyelini, gelecek yıllar için tahminlerini bilmek isterler. Ancak SEC, geleceğe dair tahmin ve varsayımları yanıltıcı bulduğu için uzun bir süre tahmin, projeksiyon ve benzeri beklentilerin beyannamede yer almasını yasaklamıştır. Bu yasak, izahnamenin işe yararlılığını azaltmakta, izahnamenin bir yatırım kararı aracı olarak önemini kaybetmesine neden olmakta ve yatırımcıları uzman analistlere başvurmak zorunda bırakmaktaydı. SEC'in tahmin ve projeksiyonların izahnamede yer almasını yasaklamasının gerekçesi, izahnamede varsayımların değil gerçeklerin yer alması gerektiğidir.

SEC konuyla ilgili yeniden bir değerlendirme yaparak 23.4.1976 tarihli 5699 sayılı tebliğ ile izahnamde tahmin ve projeksiyonların yer almasına izin vermiştir. Ancak izahnamede yer alacak tahmin ve projeksiyonların belli

---

<sup>114</sup> Kabaalioğlu, a.g.e., ss. 91-93.

<sup>115</sup> Küçüksözen, a.g.e., s. 29.

şartlara uyması gerekmektedir: Öncelikle yapılan tahminler makul bir temele dayanmalıdır, farazî olmamalıdır. Projeksiyonlar uygun bir biçimde izah edilmelidir. Projeksiyonun dayandığı temeller ve bu temellerin zayıf yönleri konusunda yatırımcıya bilgi verilmelidir<sup>116</sup>.

#### **2.3.1.1.5.Kayıt Muafiyeti**

SEC'e kayıt yükümlülüğü kamuyu aydınlatmak açısından çok önemli ve gerekli bir araçtır. Bu sayede potansiyel yatırımcılar yatırım kararı verebilmeleri için gerekli tüm bilgilere sahip olabilmektedirler. Ancak bu işlem aynı zamanda çok maliyetli ve çok zaman alan bir işlem olduğu için, birtakım menkul kıymetler ve işlemler kayıt yükümlülüğünden muaf tutulmaktadır. Bu menkul kıymet ve işlemler şunlardır<sup>117</sup>:

- i) “Kayıt formuyla kamuya açıklanan bilgilere ulaşabilecek durumda olan sınırlı sayıda kişi veya kuruluşa arzedilen ve yeniden dağıtımı, el değiştirmesi sözkonusu olmayan menkul kıymetlerin ihracı(tahsisli menkul kıymet ihracı),**
- ii) Yalnızca menkul kıymet ihraç eden şirketin örgütlendiği ve iş yaptığı eyalette yerleşik olanlara yönelik menkul kıymet ihraçları,**
- iii) Federal ve federe hükümet ve belediyeler ile diğer hükümet kuruluşlarının ve eyaletlerarası ticaret yasasına tabi vakıf ve bankaların menkul kıymet ihraçları,**
- iv) SEC kurallarına uygun olarak yapılan ve belirli miktarları aşmayan menkul kıymet satışları,**
- v) Küçük iş yatırım şirketlerince SEC kural ve düzenlemelerine uygun olarak yapılan menkul kıymet ihraçları.”**

#### **2.3.1.1.6.Aracı Kuruluşların Sorumlulukları**

Bir aracı kuruluş, bir şirkete ait menkul kıymetlerin halka arzına aracılık ederken büyük sorumluluk taşımaktadır. Aracı kuruluş bir anlamda kendi prestijini ortaya koymaktadır. Yatırımcı piyasaya sürülen menkul kıymetler üzerinde inceleme yaparken aracı kurumu da dikkate alacaktır.

<sup>116</sup> Kabaalioğlu, a.g.e., ss. 119-121.

<sup>117</sup> Küçüksözen, a.g.e., ss. 29-30.

Yatırımcı bir menkul kıymeti almaya karar verirken, aracının halka arz sırasında gerekli tüm araştırmaları yaptığını ve şirketin ve ihraç edilen menkul kıymetlerin bütün özelliklerini ortaya çıkarmış olduğunu düşünecektir. Bu şekilde de aracı kuruluşlara büyük bir sorumluluk yüklenmektedir<sup>118</sup>.

Halka arz sırasında aracı kuruluş, menkul kıymetleri halka arz edilecek şirkette gerekli olan herkesle görüşmeler yapmalı, şirketin durumu hakkında sorular sormalı ve gereken tüm dikkat ve özeni göstermelidir. Tescil beyanı ve izahnamede halkın bilgilendirilmesi için gerekli olan tüm bilgilerin yer almasını sağlamalıdır<sup>119</sup>.

### **2.3.1.2. İkincil Piyasaya Yönelik Düzenlemeler**

ABD`de ikincil piyasaya yönelik düzenlemeler 1934 tarihli Menkul Kıymetler Yasası ile yapılmıştır. Bu yasa ile daha çok yatırımcının hak ve menfaatlerinin korunması konusuna ağırlık verilmiştir. 1934 yasa kapsamında yer alan temel konular şunlardır<sup>120</sup>:

- i) “Sermaye Piyasası Kurulu`nun(SEC) Kurulması,**
- ii) Piyasalarda işlem esas ve kurallarının düzenlenmesi,**
- iii) Piyasa katılımcılarının kaydedilme kuralları,**
- iv) Halka açık ortaklıklara ilişkin düzenlemeler,**
- v) Şirket birleşmeleri ve ele geçirmelere ilişkin düzenlemeler,**
- vi) Yasa ihlallerinde soruşturma açma, idarî ve cezai yaptırımları saptama ve uygulama kararları,**
- vii) İçerden öğrenenlerin ticareti, piyasa manipülasyonları ile stabilizasyonları önleyici, caydırıcı kural ve yaptırımlardır”.**

#### **2.3.1.2.1. Menkul Değerlerin Kaydı Ve Düzenli Raporlama**

1934 tarihli yasaya göre, menkul kıymetlerini ulusal borsalarda ve borsa dışı(tezgahüstü) piyasalarda halka satmak üzere kote ettirmek isteyen şirketler, ilgili borsa veya borsa dışı piyasaya ve SEC`e kayıt formu ile

---

<sup>118</sup> Kabaalıoğlu, a.g.e., s. 68.

<sup>119</sup> Kabaalıoğlu, a.g.e., ss. 69-72.

<sup>120</sup> Tezcanlı, a.g.e., s. 52.

başvurmalarıdır. Kayıt formunda yer alması gereken bilgiler ve kayıt formunun biçim ve içeriği SEC tarafından belirlenmektedir. Menkul kıymetlerin SEC`e kaydettirilmesi işleminden sonra şirketler, kayıt sırasında verdikleri bilgileri güncelleştirmek üzere yıllık ve diğer periyodik(üçer aylık) raporları SEC ve ilgili borsaya vermek zorundadırlar. Ayrıca SEC tarafından istenen tüm bilgileri de SEC`e ve ilgili borsalara göndermek zorundadırlar.

Menkul kıymetlerin SEC`e kaydettirilmesi ile şirket tarafından açıklanan bilgilerin doğruluğu SEC tarafından garanti edilmemektedir. Raporlarda yanlış veya yanıltıcı bilgi verilmesi veya zamanında bilgi verilmemesi durumunda ilgili menkul kıymetin piyasalarda işlem görmesi durdurulmakta ve sorumlular hakkında yasanın öngördüğü cezalar uygulanmaktadır<sup>121</sup>.

#### **2.3.1.2.2.Vekaleten Oy Kullanma Ve Vekalet Toplama Taleplerine İlişkin Düzenleme**

1934 tarihli yasa ile vekalet toplanması ve vekaleten oy kullanılmasına ilişkin hükümler içeren Kamu Hizmetleri Holding Yasası ve Yatırım Şirketleri Yasası, ilgili yasa hükümleri ve konuya ilişkin SEC düzenlemelerine aykırı olarak vekalet toplanmasını ve vekaleten oy kullanılmasını yasaklamaktadır. Konuya ilişkin yapılan düzenlemeler; göre, vekalet talebinde, hisse senedi sahiplerinin oy kullanmaları istenen her konuda bilgilendirilmeleri ve oy kullanılacak her konuda “evet” veya “hayır” şeklinde oy kullanma olanağının kendilerine sağlanması, birden fazla grubun vekalet toplaması halinde her grubun adının ve amaçlarının halka açıklanması, önerilen yetki talebine ilişkin belgelerin önceden SEC`e verilmesi zorunludur. Böylece vekalet talep edenlerin, vekalet talebini kendi çıkarları aleyhine kullanmalarının önlenmesi amaçlanmaktadır<sup>122</sup>.

#### **2.3.1.2.3.Alım Önerilerine(Tender Offer) İlişkin Düzenleme**

1934 tarihli yasada 1968 yılında yapılan değişiklik ve SEC`in bu yasaya dayanarak yaptığı düzenlemelere göre, bir şirket menkul kıymetlerinin

---

<sup>121</sup> Küçüksözen, a.g.e., ss. 31-32.

<sup>122</sup> Küçüksözen, a.g.e., s. 32.

%5`inden fazla hisselerinin doğrudan piyasadan satın alma veya satın alma çağrısı yollarından biri ile ele geçirilmesi halinde, konuya ilişkin bilgilerin kamuoyuna açıklanması zorunludur. Alım önerilerine ilişkin düzenlemeler, hem şirketlerin kendi hisse senetlerini borsalardan veya halka çağrıda bulunarak satın almalarını, hem de diğer kişilerin herhangi bir şirket hisse senetlerini belirtilen yollardan satın almalarını kapsamaktadır<sup>123</sup>.

#### **2.3.1.2.4.İçerden Öğrenenlerin Ticaretine İlişkin Düzenlemeler**

Bu kanunun temel amacı, yatırımcının korunabilmeleri için, yatırım kararı verebilmelerine etkili olabilecek bilgilerin kamuya bütünüyle açıklanmasıdır(full disclosure)<sup>124</sup>.

1934 tarihli kanunun 12. maddesine göre; toplam malvarlığı 1 milyon doları aşan ve ortak sayısı 500 olan şirkette yönetim kurulu üyeleri, müdürler ve bu şirkette doğrudan doğruya veya dolaylı olarak hisse senetleri gruplarından birinde %10`luk paya sahip olan ortaklar, her ayın son gününden itibaren 10 gün içinde o şirkette sahip oldukları hisse miktarını açıklamak ve SEC`e bildirmek zorundadırlar. Bu şirketlerde yönetim kademesinde görevli olanlar veya en az %10 paya sahip bulunanlar, hisseler üzerinde işlem yaptıkları zaman takip eden ayın ilk 10 günü içinde komisyona bilgi vermek durumundadırlar<sup>125</sup>.

Kanunun 16. maddesinde ise, kısa sürede “short swing” kâr sağlanması tasvip edilmemiş ve sözgelimi 2 Ocak günü şirketin hisselerinden satın alan ve daha sonra 5 Şubatta bunları satan ve kâr sağlayan yöneticinin bu kârı şirkete vermesi istenmiştir. Bunu sağlamak üzere ortakların dahi dava açması imkânı tanınmıştır. 2 Ocak tarihinde alınan menkul kıymetleri 1 Haziranda satarsa sağlanan kârı şirkete vermek durumunda olan yönetici, altı ayı doldurur ve 3 Haziran günü bu menkul kıymetleri satarsa sağladığı kâr ona kalmaktadır. Sürenin altı ay olarak belirlenmesinin belli bir nedeni yoktur. Burada bir sınır koymak gerektiği için altı aylık bir süre belirlenmiştir<sup>126</sup>.

<sup>123</sup> Küçüksözen, a.g.e., s. 33.

<sup>124</sup> Turanboy, a.g.e., s. 23.

<sup>125</sup> Kabaalioğlu, a.g.e., s. 194.

<sup>126</sup> Kabaalioğlu, a.g.e.,ss. 195-196.

Daha sonra kabul edilen 1934 tarihli kanunun 10`uncu maddesi şu hükmü getirdi:

**“Herhangi bir kimsenin doğrudan doğruya veya dolaylı olarak....(b) Menkul kıymet borsalarına kote edilmiş veya edilmemiş herhangi bir menkul kıymetin alım veya satımı ile ilgili olarak, her türlü hileli veya aldatıcı yola başvurması veya komisyonun(SEC) kamu yararı veya yatırımcıların korunması için uygun veya gerekli görebileceği kural ve kaidelere aykırı şekilde hareket etmesi veya bu yollara başvurması yasaktır.”**

Bu maddeye dayanarak SEC, geniş yankılar uyandıran ve daha sonra yüzlerce ve hatta binlerce davaya konu olan 10(b) (5) kuralını çıkarmıştır. Kural metni şöyledir:

**“Herhangi bir kimsenin doğrudan doğruya veya dolaylı olarak,...**

- (1)Aldatmak amacıyla herhangi bir plan, desise veya hüner kullanması,**
- (2)Önemli hususlarda gerçek dışı beyanda bulunması veya yapılan açıklamaları, yapıldıkları şartlar ışığında yanıltıcı kılmamak için gerekli olan önemli bilgileri açıklamaktan kaçınması,**
- (3)Herhangi bir menkul kıymetin alım veya satımında herhangi bir kişide hile veya aldatma etkisi gösterecek her türlü işlem, uygulama ve iş şeklini yürütmesi yasaktır”<sup>127</sup>.**

Şirket hisse senetlerinin piyasadan toplanarak, şirket idaresinin ele geçirilmesinde(tender offer ya da take over bids), içeridekilerin rolünün büyük olduğu ortaya çıkınca Securities and Exchange Commission 14 (E) (3) kuralını yürürlüğe koymuştur. Bu kurala göre; “tender offer”la ilgili olarak, hileli, yanıltıcı ve iyi niyet kurallarına aykırı hareketlere girişmek yasaktır. İçerden öğrenenlerin ticaretini önlemek üzere konulmuş olan bu kuralda, piyasadan hisse senetleri toplanarak ele geçirilecek şirketten(target company) veya tender offer teklifi verenden doğrudan doğruya veya dolaylı olarak

---

<sup>127</sup> Kabaalioglu, a.g.e., ss. 199-200.

henüz kamuya duyurulmamış malumat edinen herhangi bir şahsın, tender offer`la ilgili muamele yapması yasaklanmıştır<sup>128</sup>.

#### **2.3.1.2.5.Kredili Menkul Kıymet Alım Satımına İlişkin Düzenlemeler**

Kredili menkul kıymet işlemlerine sınırlama getirilmesinin amacı, ülkenin kredi kaynaklarının sermaye piyasasında aşırı biçimde kullanılmasını önlemektir. Kredi sınırlamaları adı geçen kurulca belirlenmesine rağmen, kredili menkul kıymet işlemlerinin uygulama ve denetiminden SEC sorumludur.

#### **2.3.1.2.6.Menkul Kıymetler Borsalarının Kaydı ve Diğer Hükümler**

1934 tarihli yasa aşağıda sayılan kuruluşların SEC`e kaydolmalarını zorunlu kılmaktadır. Bu kurumlar<sup>129</sup>;

- i) “Belirli miktardan fazla işlem hacmine sahip ulusal menkul kıymetler borsaları,
- ii) Eyaletlerarası menkul kıymet ticaretini sağlayan aracı kurum ve borsa komisyoncuları,
- iii) Transfer kurumları,
- iv) Takas kurumları,
- v) Hükümet ve belediye aracı ve komisyoncuları,
- vi) Menkul kıymetler piyasalarında bilgi işleyen ve dağıtan kurumlardır”.

#### **2.3.1.2.7.Aracı Kurum Ve Komisyoncuların Kaydı**

Menkul kıymet işlemlerini gerçekleştiren aracı kurum ve komisyoncuların kaydedilmeleri, 1934 tarihli yasanın temel düzenleme amaçlarından biridir. Yasaya göre, aracı kurum ve komisyoncular kaydolmak üzere SEC`e başvurmak ve finansal ve diğer konulardaki önemli değişiklikleri de SEC`e bildirmek ve işlem ve uygulamalarını, yatırımcının korunması amacıyla yasanın ve SEC`in belirlediği standartlara ve üyesi

---

<sup>128</sup> Turanboy, a.g.e., ss. 27-28.

<sup>129</sup> Küçüksözn, a.g.e., s. 36.



oldukları birliklerin dürüst ticarete ilişkin kurallarına uygun hale getirmek zorundadırlar<sup>130</sup>.

### **2.3.1.3.İçerden öğrenenlerin Ticareti Cezaları Yasası**

İçerden öğrenenlerin ticareti cezaları yasası[The Insider Trading Sanctions Act of 1984(ITSA)] ile SEC`e içerden öğrenenlerin ticaretini önlemeye yönelik ek yaptırım gücü tanınmaktadır. ITSA, SEC`i yasal olmayan menkul kıymet işlemlerinden elde edilen kazanç ve/veya kaçınılan zararların üç katına kadar ceza uygulamaya yetkili kılmaktadır.

Elde edilen kazanç ya da kaçınılan zararın hesaplanmasında menkul kıymetin alış ya da satış fiyatı ile menkul kıymetin kamuya açıklanmayan bilginin kullanımı yoluyla gerçekleşen işlem fiyatı arasındaki fark dikkate alınmaktadır<sup>131</sup>.

### **2.3.1.4.Menkul Kıymetlerde Hilekârlığı Önleme ve Yaptırım Yasası**

1984 tarihli ITSA`dan daha geniş hükümler içeren menkul kıymetlerde hilekârlığı önleme ve yaptırım yasası[Securities Fraud Prevention and Enforcement Act of 1988], aracı kurum ve yatırım danışmanlığı şirketlerinin yasal olmayan faaliyetlerini gözetleme ve denetleme yükümlülüğü getirmektedir. Menkul kıymet yatırım şirketlerinin kendi bünyelerinde kuracakları gözetim ve denetim birimleri otokontrol mekanizması oluşturarak; piyasada içerden öğrenenlerin ticareti ve manipülatif faaliyetlerini engellemeye yönelik programdaki etkinliği güçlendirmektedir.

İçerden öğrenenlerin ticareti faaliyetlerini denetleme yetkisini kullanarak gerekli işlemleri yapmayan aracı kurum ve kuruluşlar hakkında cezai yaptırımlar uygulanabilmektedir. Aracı kurumların denetleyeceği kişilere ilişkin açık bir tanımlama yer almamakla birlikte, öncelikle kendi bünyesinde çalışanların denetlenmesi öngörülmektedir. Madde 20(b)2 ve 21(a)3 ile, menkul kıymetler mevzuatında suç unsuru içeren aykırı faaliyetler için öngörülen cezai yaptırımlar artırılmakta; azami hapis cezası 5 yıldan 10 yıla çıkarılmaktadır. Gerçek kişiler için azami tazminat miktarı 100.000 ABD

---

<sup>130</sup> Küçüksözen, a.g.e., s. 37.

<sup>131</sup> Tezcanlı, a.g.e., s. 60.

dolarından 1.000.000 ABD dolarına yükseltilmekte, tüzel kişilerin yaptıkları işlemler için getirilen azami para ceza miktarı ise 500.000 ABD dolarından 2.500.000 ABD dolarına çıkarılmaktadır. Uygulanan cezada, 1.000.000 ABD doları olarak belirlenen tutar değişmemekte, buna karşılık gerçekleştirilen işlemlerden elde edilen kazanç veya kaçınılan zararın üç katı kadar bir miktar eklenebilmektedir.

Ancak yapılan ihlal, bilgi “iletim” kaynaklı ise, yani “bilgi alma(tipping)” niteliğinde ise ceza, sadece bilgiyi edinen kişi ya da kişilerce elde edilen kazanç ya da kaçınılan kayba dayanarak hesaplanmaktadır.

Yasa, içerden öğrenenlerin ticaretini gerçekleştirenlerin tespiti yönünde; içeridekilerin görevlerini bilinçli olarak ihmal veya yasa hükümlerini ihlal etmeleri durumunda yüksek yaptırımlar içermektedir. Denetim görevi, işverenlerin yanısıra yönetim politikalarını ya da şirket içindeki diğer bir kişinin faaliyetlerini yönlendiren veya etkileme gücüne sahip kişilerce yerine getirilmektedir. Buna göre denetleyiciler, 1940 tarihli Menkul Kıymet İşlemleri Yasası ile 1940 tarihli Yatırım Danışmanlığı Yasası ve ITSFEA tarafından belirtilen yöntemleri oluşturma, devam ettirme ve tatbik etme yetkilerine sahiptir.

ITSFEA`ya göre, 1.000.000 ABD doları ya da içeriden bilgilenim sonucu menkul kıymet işleminden elde edilen kazancın üç katı kadar bir cezai müeyyide uygulanabilmektedir<sup>132</sup>.

1990 tarihli Menkul Kıymetler Çözüm Uygulamaları ve Küçük Hisse Senetleri`nde Reform Uygulama Yasası(Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Enforcement Act of 1990) ile SEC`in yetkileri önemli ölçüde genişletilmiştir. Kurul<sup>133</sup>:

- i) Menkul kıymet işlemlerine ilişkin kural ve hükümlere aykırılık ve ihlallerde, faaliyetleri durdurma, emirleri geçerli saymama ve ihlalin türüne göre cezai yaptırımları tespit etme,
- ii) Para cezaları uygulama ve düzenleyici kurumlar için muhasebe kural ve esaslarına ilişkin talimatlar yayınlama,

---

<sup>132</sup> Tezcanlı, a.g.e., ss. 60-61.

<sup>133</sup> Tezcanlı, a.g.e., s. 62.

- iii) İlgili kurumlar için geçici durdurma talimatları yayınlama,
- iv) Bölgesel menkul kıymet düzenlemelerinin dolandırıcılığa ilişkin hükümlerine aykırı kişilerin ilgili şirketlerde memur ve yönetici olarak çalışmalarını önleyici talimatları federal bölge mahkemelerinden alma gibi yetkilere sahiptir.

### **2.3.1.5.İçerden Öğrenenlerin Ticaretine İlişkin Örnek Davalar**

İçerden öğrenenlerin ticaretine ilişkin özellikle Amerika`da olmak üzere birçok dava bulmak mümkündür. Aşağıda bu davaların bazıları hakkında bilgi verilecektir.

#### **2.3.1.5.1.Dennis Levine Olayı**

33 yaşında bir yatırım bankacısı olan Dennis Levine mesleği gereği, birleşme olasılığı olan şirketleri önceden öğrenerek satın alınacak şirketin hisselerini toplayıp satın alınma gerçekleşip hisse fiyatları artınca bunları satarak 12.6 milyon dolar kâr sağlamıştır ki bu tutar şimdiye kadar tespit edilen en fazla tutardaki içerden öğrenilerek yapılan ticarettir<sup>134</sup>.

Komisyon Levine`le ilgili davayı açtığı gün Levine, mahkemece tutuklanmış ve malvarlığı mahkeme kararı ile dondurulmuştur. 5 Haziran 1986 tarihinde Levine biri menkul kıymet hilesi, ikisi gelir vergisinden sakınma, biri yalan yere yemin ile 20 yıl hapis cezası ve 610.000 dolar para cezası gerektiren suçlarını ve yukarıda belirtilen işlemlerden elde ettiği kazançla ilgili olarak 11.6 milyon dolar parayı geri vermeyi kabul etmiştir. Levine, aynı zamanda, kendisinin menkul kıymetlerle ilgili işlerde çalışmasını yasaklayan mahkeme kararının yayımlanmasını da kabul etmek zorunda kalmıştır<sup>135</sup>.

---

<sup>134</sup> Nalan Erkarakaş, “İçerden Öğrenenlerin Ticaretinin Ekonomik Anlamı ve Sermaye Piyasalarına Etkileri ile ABD`de Bu Konudaki Mevcut Yasal Düzenlemeler”, **Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu**, 1986, s. 1.

<sup>135</sup> Cemal Küçüksozen, “SEC`in Denetim Programı ve Insider Trading Konusunda Yapılan Araştırma Raporu”, **Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu**, 1986, s. 24.

### 2.3.1.5.2.The First Boston Corp. Olayı

Komisyon Mayıs 1986`da First Boston Corporation`a karşı içerden öğrenenlerin ticaretiyle ilgili bir dava açmıştır. Söz konusu davada Komisyon, First Boston Corp.`in bir yatırım bankası olan müşterisinden kamuoyuna açıklanmamış bilgileri elde ettiğini ve bu bilgiden yararlanarak kendi hesabına yasal olmayan ticarî işlemleri gerçekleştirdiğini kanıtlamıştır. Olayda, First Boston Corp. bir şirketin “emlak zarar karşılığı hesabına”(property-casualty loss reserves) 1.2 milyar dolar ekleyeceğine ilişkin kamuoyuna açıklanmamış bilgiyi diğer bir şirketten elde etmiştir. Bu bilginin elde edilmesi üzerine, söz konusu şirket First Boston Corp.`in(restricted list) sınırlanmış şirketler listesine girmiştir. First Boston Corp.`in “Chinese Walls” kuralına rağmen, First Boston Corp`ın bir sigorta analisti, bu bilgiyi ticaret bölümünde çalışanlara ulaştırmış ve bölümde çalışan kişiler “restricted list”e rağmen söz konusu şirketin hisse senetlerini satarak satım opsiyonu satın almışlardır(Menkul kıymet firmalarının işlem ve politikaları kamuoyuna açıklanmamış önemli bilgilerin kötüye kullanılmasını önlemek için “Chinese Walls” ve “restricted list” kurallarını içerir. Söz konusu kurallardan birincisi menkul kıymet firmalarının müşterileriyle ilgili elde ettikleri bilgileri kendi ticaret bölümlerine aktarmalarını ve ikincisi ticaret bölümündeki kişilerin bu bilgilerden yararlanarak ticaret yapmalarını yasaklamaktadır.).

Dava sonucunda First Boston Corp. yukarıda belirtilen ticaretten doğan 132.138 doları ticaretini yaptığı hisse senetlerini çıkararak şirkete; ITSA`na göre 264.275 doları ABD. hazinesine geri vermeye mahkum olmuş ve gelecekteki kanuni ihlallere karşı belli bir davranışta bulunmayı gerektiren bir mahkeme kararını kabul etmek zorunda kalmıştır<sup>136</sup>.

---

<sup>136</sup> Küçüksözen, “.SEC`in Denetim Programı ve Insider Trading Konusunda Yapılan Araştırma Raporu”,a.g.e., ss. 24-25.

### **2.3.1.5.3. Michael David Olayı**

Bir New York hukuk firmasının eski bir ortağı olan Michael David`i de içeren, bir grup inceleme sonucunda, Komisyon, Michael David`in Kasım 1985 ile Mart 1986 tarihleri arasında altı tane şirket ele geçirimi ile ilgili bilgileri kendi patronundan çaldığını; bu bilgileri hisse senedi broker`ı olan Morton Shapiro`ya verdiğini; bu kişinin sözkonusu bilgileri kullanarak kendisinin, David`in ve bir yatırımcı olan Daniel Silverman`ın hesabına ticaret yaptığını; ayrıca David`in sözkonusu bu bilgileri Adrew Solomon ve Robert Salzburg adlı iki menkul kıymet analistine de verdiğini ve bu iki analistin çalıştıkları şirket hesabına anılan bilgilerden yararlanarak ticaret yaptıklarını ileri sürmüştür.

5 Haziran 1986 tarihinde David hariç diğer davalılar suçlarını kabul etmişler, David ise suçları reddetmiştir. Menkul kıymet ticareti ile ilgili hile yapmaktan suçlu bulunan Salzburg ve Shapira`nın her biri ayrı ayrı 10 yıl hapis cezası ile 500.000 dolar para cezasına, Solomon ve Silverman ise beşer yıl hapis, 250.000 dolar para cezasına çarptırılmışlardır<sup>137</sup>.

### **2.3.1.5.4. Martha Stewart Olayı**

Halka açık bir biyomedikal şirketi, yeni geliştirdiği kanserle mücadelede etkili olduğu düşünülen bir ilacın satışa sunulabilmesi için gerekli müracaatlarda bulunmaktadır. Ancak, lisansın alınması ile ilgili problemlerin olacağını önceden haber alan şirketin kurucusu ve o dönemde şirketin üst düzey yöneticisi ve kızı, hisse fiyatı üzerinde olumsuz etki yapacak bu haber halka açılmadan bir gün evvel, ellerindeki hisseleri borsada satmışlardır. Bu işlemin gerçekleştiğini haber alan yatırım danışmanı da haberi Stewart`e geçerek, kendi müşterisi olan Stewart`ın fazla zarara uğramasını engellemeye çalışmıştır. Bu işlemin yapıldığı tarih Noel ve yılbaşı tatiline rastlıyor ve hem Stewart`ın hem de yatırım portföyünü yöneten kişinin tatilde olmaları karşılıklı olarak mesaj bırakılmasını gerektirmiş ve iddia makamı durumunda olan savcılık, o dönemde karşılıklı olarak gönderilen e-mail ve bırakılan telefon mesajlarını ele geçirmiştir. Stewart,

---

<sup>137</sup>Küçüksözen, “.SEC`in Denetim Programı ve Insider Trading Konusunda Yapılan Araştırma Raporu”, a.g.e., s. 25.

“içerden öğrenenlerin ticareti” suçlamasından kurtulmuştur ama hisse alımında usulsüzlük, adaleti engelleme ve yalan ifade nedeniyle yargılanarak suçlu bulunmuştur. Biyomedikal şirketinin eski yöneticisi de, fırsat eşitliğini bozacak şekilde kendisine menfaat sağlamak üzere “içerden öğrenenlerin ticaretini” suçlu bulunmuştur<sup>138</sup>.

#### **2.3.1.5.5.Dirks Davası**

Raymond Dirks, kurumsal yatırımcılara danışmanlık yapan bir yatırım analistidir. Equity Funding Corporation adlı bir şirketle ilgili önemli bir sahtekârlığı ortaya çıkarmıştır. Bu bilgiyi ortaya çıkardıktan sonra, müşterilerine bu skandal ile ilgili, skandal kamuoyuna açıklanmadan önce bilgi vermiştir. SEC, bu konuyla ilgili Raymond Dirks hakkında dava açmıştır. Ancak mahkeme Dirks`ü suçlu bulmamıştır. Bu skandalı açıklayarak ilgili şirketin güvenini suistimal etmediği yönünde karar alınmıştır<sup>139</sup>.

#### **2.3.1.5.6.Chiarella Davası**

Chiarella, finansa şirketlerinin ele geçirmeler gibi finansal konularla ilgili raporlarını basan bir yayınevinde çalışmaktadır. Raporlar yayınevine kodlanmış olarak gelmektedir. Ancak Chiarella kodu kırıp hangi şirketlerin ele geçirileceğini önceden öğrenmiştir. Bu bilgi sayesinde ele geçirilecek şirketlerin hisse senetlerini piyasadan toplamış ve büyük kazanç elde etmiştir. Chiarella hisse senetlerini satın aldığı şirkete karşı güvene dayalı bir sorumluluğu yoktur. Ancak raporlarını bastığı şirketlere karşı güven ve itimada dayalı bir sorumluluğu olduğundan suçlu bulunmuştur<sup>140</sup>.

---

<sup>138</sup> Metin Ercan, “İçerden Öğrenmenin Dayanılmaz Hafifliği”, <http://www.radikal.com.tr/haber.php?haberno=109083> , (07/09/2005).

<sup>139</sup> “Insider Trading”, <http://www.business.uiuc.edu/broker/pdf/insider.pdf> , (10/03/2006).

<sup>140</sup> Louis Corrigan, “Insider Trading: A Misappropriated Theory”, <http://www.fool.com/Rogue/1997/Rogue970703.htm> , (13/04/2006).

### **2.3.2. Avrupa Birliği Ülkelerinde İçerden Öğrenenlerin Ticaretine İlişkin Düzenlemeler**

Avrupa Birliği`nde içerden öğrenenlerin ticaretine ilişkin olarak 89/592/EEC sayılı direktif 13 Kasım 1989 tarihinde Avrupa Konseyi tarafından kabul edilmiştir.

Direktif ile birlik üyesi ülkelerin her birinin iç hukuklarında içerden öğrenenlerin ticaretini yasaklayan yasal düzenlemelere yer vermeleri ve üye devletlerin kendi aralarında bu konuda işbirliği yapmaları gerektiği vurgulanmaktadır. Direktif ile uyumlu olmak kaydıyla, üye ülkeler iç hukuklarında daha kesin ve sert yaptırımlara da yer verebilmektedirler. Bazı üye devletler iç hukuklarına bu konuda gerekli asgarî yasal düzenlemeleri almakla kalmamış, daha da ileriye giderek daha sert yaptırımlara iç hukuklarında yer vermişlerdir.

Direktif ilk hazırlandığında, her ülkenin içerden öğrenenlerin ticaretini yasaklayan hükümlere yer vermesi gerektiği ve içerden öğrenenlerin ticareti faaliyetini gerçekleştiren kişinin, bulunduğu ülke hukukunca cezalandırılması öngörülmüştür. Ancak direktif 20 Temmuz 1989 tarihinde komisyon tarafından tekrar gözden geçirilerek, her üye devletin kendi sınırları içerisinde gerçekleşen içerden öğrenenlerin ticareti faaliyetlerine Grekli yaptırımları uygulaması gerektiğine karar verilmiştir. Daha sonra tekrar bir değişiklik yapılarak, her üye devletin kendi sınırları içerisinde gerçekleşen içerden öğrenenlerin ticareti faaliyetlerine müdahale etmesi gerektiği ve halkın doğrudan veya dolaylı olarak ulaşabileceği piyasalarda gerçekleşen faaliyetleri de kendi sınırları içerisinde gerçekleştirmiş gibi kabul etmeleri ve gerekli yaptırımları yapmaları gerektiği öngörülmüştür. Bu değişiklik ile tüm birlik üyesi ülkelerin sermaye piyasaları güvence altına alınmıştır<sup>141</sup>.

#### **2.3.2.1. Almanya**

Almanya`da içerden öğrenenlerin ticareti konusunda yetkili makam, 1970`de çalışmaya başlayan Borsa Eksperleri Komisyonu`dur. Maliye Bakanlığı`nın içerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili kuralların düzeltilip

---

<sup>141</sup> Şanlı Baş, **İçerden öğrenenlerin Ticareti Konusundaki Düzenlemelerin Ülke Dışı Uygulanabilirliği**, SP Kurul Yeterlik Etüdü, Ankara, 1999, ss. 15-16.

değiştirilmesine yönündeki tavsiyesi ile, 1976 yılında “İçerden Öğrenenlerin Ticareti Rehberi” hazırlanarak yayınlanmıştır<sup>142</sup>. İçerden Öğrenenlerin Ticareti Rehberi`nde içerden öğrenenlerin ticaretini yasaklama amaçları; bireysel yatırımcının haklarını korumak, sermaye piyasasının işlevini yerine getirebilmesini sağlamak ve bir bütün olarak ekonominin işlerliğini sağlamak şeklinde belirtilmektedir<sup>143</sup>. Bu amaçlar doğrultusunda<sup>144</sup>;

- i) İçeridekilerin içerideki bilgiye sahip olmanın avantajını kullanarak kendileri veya üçüncü şahıslar adına işlem yamaları,
- ii) İçerideki bilgiyi üçüncü şahıslarla paylaşmaları,
- iii) İçerideki bilgi doğrultusunda üçüncü şahıslara tavsiyelerde bulunmaları yasaklanmaktadır.

İçerden Öğrenenlerin Ticareti Rehberi`nde içerideki bilgi; “henüz kamuya açıklanmamış ancak kamuya açıklandığı zaman şirkete ait menkul kıymetlerin fiyatını etkileyebilecek nitelikteki bilgi” şeklinde tanımlanmaktadır<sup>145</sup>.

İçerden Öğrenenlerin Ticareti Rehberi`nde içeridekiler ise, şu şekilde belirtilmiştir<sup>146</sup>:

- i) Kurumun yönetim ya da denetim kurulu üyeleri, diğer yasal temsilciler,
- ii) Buldukları pozisyonda, içeriden bilgilenmeye ulaşım olanağı olmayan, yurt içinde örgütlenmiş bağlı şirketlerin denetim kurulu üyeleri ve yasal temsilcileri,
- iii) Denetim kurulu üyeleri ve yasal temsilcilerini de içeren ve dolaylı ya da doğrudan mevcut sermaye stokunun %25`inden fazlasını elinde bulunduran hissedarlar,
- iv) İçerideki bilgilere ulaşma olanağı olan şirketin yurt içindeki ş,iştiraklerinin çalışanları ile bağlı şirket ve hisse senetlerinin %25`inden fazlasını elinde bulunduran hissedarlar,

---

<sup>142</sup> Tezcanlı, a.g.e., s. 75.

<sup>143</sup> Gerhard Wegen, Heinz-Dieter Assmann, **Insider Trading IN Western Europe Current Status**, Londra:Graham&Trotman Limite, 1994, s. 3.

<sup>144</sup> Wegen, Assmann, ss. 25-26.

<sup>145</sup> Wegen, Assmann, s. 6.

<sup>146</sup> Wegen, Assmann, ss. 4-5.



- v) Sermaye işlemleri ve kredi alım-satımı yoluyla bankaların yönetim kurulu üyeleri, yöneticileri, personeli, şubeleri ve
- vi) Acenta sözleşmeleri ile bağlantılı olarak, içerideki bilgilere ulaşım olanağı olan kurum yetkili acentalarıdır.

İçerden öğrenenlerin ticaretine uygulanan cezai yaptırım ise, 5 yıla kadar hapis ve ayrıca para cezasıdır<sup>147</sup>

### **2.3.2.2.Belçika**

Belçika`da AB Direktifi hükümleri çerçevesinde “Finansal Piyasalar ve İşlemlere İlişkin Yasa” ile içerden öğrenenlerin ticaretine ilişkin düzenlemeler yapılmıştır. Bu yasa ile içerideki bilgi, açıklandığında hisse senetleri ve diğer menkul kıymetlerin fiyatını etkileyebilecek, kamuya açıklanmamış bilgi olarak tanımlanmaktadır. İçeridekiler ise, birinci dereceden ve ikinci dereceden içeridekiler şeklinde ikiye ayrılmıştır. Birinci dereceden içeridekiler; şirketin denetim ve yönetim kurulu üyeleri, hissedarlar ve işi ve uzmanlığı itibariyle şirketteki pozisyonu gereği içerideki bilgiye ulaşabilecek durumdaki şahıslardır. İkinci dereceden içeridekiler ise, birinci dereceden içeridekilerden herhangi bir şekilde bu bilgiyi elde edebilecek durumda olan şahıslardır. Birinci dereceden içeridekilerin içerideki bilgiyi kendi adlarına veya üçüncü şahıslar adına kullanmaları, bu bilgiyi üçüncü kişilere aktarmalar ve üçüncü kişilere bu bilgiye dayanarak tavsiye vermeleri yasaklanmıştır. Bu yasaklar ikinci dereceden içeridekiler için de geçerlidir. Bu kuralların ihlali durumunda uygulanabilecek cezai yaptırımlar ise; 1 yıla kadar hapis cezası ve/veya 50 Belçika Frangı`ndan 10.000 Belçika Frangı`na kadar para cezası, içerden öğrenenlerin ticaretinden elde edilen kazancın 3 katı kadar bir miktarın ödettirilmesi ve görevi veya mesleğini icra etmekten men cezasıdır<sup>148</sup>.

---

<sup>147</sup> Tezcanlı, a.g.e., s. 80.

<sup>148</sup> Tezcanlı, a.g.e., ss. 81-83.

### 2.3.2.3.Danimarka

Danimarka`da içerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili ilk düzenlemeler Kopenhag Borsası`nda 1 Ocak 1987`de yürürlüğe giren “The Danish Act” ile yapılmıştır. İçerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili yasal düzenleme zaten mevcut olmasına rağmen, Avrupa Birliği Direktifi`ne uyum sağlanabilmesi açısından varolan yasa tekrar gözden geçirilmiş ve 6 Haziran 1991 tarihli yasa ile içerden öğrenenlerin ticaretine yönelik daha geniş düzenlemeler getirilmiştir<sup>149</sup>. Yasada içerideki bilgi, henüz kamuya açıklanmamış, ancak açıklandığı zaman menkul kıymet fiyatlandırılmasında önemli etkisi olacağı düşünülen bilgi olarak tanımlanmaktadır<sup>150</sup>.

Yasada, içeridekiler birincil ve ikincil içeridekiler şeklinde ikiye ayrılmıştır. Birincil dereceden içeridekiler şirket içindeki pozisyonları veya görevleri sayesinde içerideki bilgiye ulaşma şansı olan kişilerdir. İkincil dereceden içeridekiler ise, şirket içerisinde herhangi bir pozisyonu veya görevi olmadığı halde dolaylı olarak içerideki bilgiye ulaşan şahıslardır.<sup>151</sup>

Yasaya göre, içerden öğrenenlerin ticaretine konu olabilecek menkul kıymetler; İskandinav ve AB üyesi ülkelerdeki borsa veya organize olmuş diğer piyasalarda işlem gören hisse senetleri, opsiyonlar, future ve diğer finansal araçlardır. Ayrıca Kopenhag Borsası`nda işlem gören menkul kıymetler de içerden öğrenenlerin kapsamına alınmaktadır.

Düzenlemeler kapsamında içeridekilere getirilen kısıtlamalar şöyle sıralanabilir<sup>152</sup>:

- i) İçerideki bilgiye sahip olan hiçkimse bu bilgiye dayanarak menkul kıymet işlemi yapamaz,
- ii) İçerideki bilgiye dayanarak işlem yapmak yasak olduğu gibi, bu bilgiye dayanarak üçüncü şahıslara tavsiye vermek veya bu şekilde bir alım-satıma aracılık etmek de yasaktır,

---

<sup>149</sup> Wegen, Assmann, a.g.e., s. 135.

<sup>150</sup> Wegen, Assmann, a.g.e., s. 140.

<sup>151</sup> Wegen, Assmann, a.g.e., s. 137.

<sup>152</sup> Wegen, Assmann, a.g.e., ss. 137-138.

iii) Şirket içerisinde menkul kıymet fiyatını etkileyecek bir gizli bilgi varsa, şirket bu bilginin içerden öğrenenlerin ticaretinde kullanılmasını engellemeli ve bilgiyi kamuya açıklamalıdır.

#### **2.3.2.4.Fransa**

Fransa`da içerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili ilk yasal düzenlemeler 23 Aralık 1970 tarihli yasa ve 28 Eylül 1967 tarihli yönetmelik ile yapılmıştır. Ancak zamanla bu yasalarda günün gereklerine göre düzeltmeler yapılmış, kapsam geliştirilmiş veya içerden öğrenenlerin ticaretine ilişkin yeni yasalar çıkarılmıştır. 1967 tarihli yönetmelik ile içerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili yetkiler Fransa Sermaye Piyasası Kurulu`na(Commission des Operations de Bourse, COB) verilmiştir. 1990 yılında AB Direktifi ile uyum sağlama çabası gözetilerek yeni bir düzenleme yapılmıştır(1990 COB Regulation). Fransa`da şu anda içerden öğrenenlerin ticaretine yönelik olarak 1990 yılında yapılan düzenleme(1990 COB Regulation) ve 1967 yılında yayınlanan yönetmelik yürürlüktedir<sup>153</sup>.

Yapılan düzenlemelere göre içerideki bilgi; kamuya açıklanmamış, bir veya birden fazla ihraççıyla veya bir veya birden fazla menkul kıymetle ilgili, açıklandı zaman ilgili menkul kıymet veya finansal aracın değerini etkileyebilecek nitelikteki bilgi şeklinde tanımlanmaktadır<sup>154</sup>.

Yapılan düzenlemelere göre birinci dereceden içeridekiler; şirketin idarî veya yönetim kadrosunda çalışan kişiler, meslek veya profesyonel görevlerini yerine getirirken bilgiye ulaşma imkânı olan kişiler ve şirketin fidansal işlemlerinin gerçekleştirilmesinde görev alan kişilerdir. İkinci dereceden içeridekiler ise, birinci dereceden içeridekilerden gizli bilgiyi doğrudan veya dolaylı olarak öğrenen kişilerdir<sup>155</sup>.

Yasaklama kapsamına alınan faaliyetler ise şöyle açıklanmaktadır<sup>156</sup>;

- i) İçerideki bilgi menkul kıymet işlemlerinde kullanılmamalıdır. Menkul kıymet tanımı içerisine; devredilebilen menkul kıymetler, ciro edilebilir

---

<sup>153</sup> Wegen, Assmann, a.g.e., ss. 59-60.

<sup>154</sup> Wegen, Assmann, a.g.e., s. 61.

<sup>155</sup> Wegen, Assmann, a.g.e., ss. 64-66.

<sup>156</sup> Tezcanlı, a.g.e., ss. 87-88.

vadeli işlemler ve Fransız borsalarında işlem gören finansal ürünler dahil edilmiştir.

ii) Fransız menşeli finansal enstrümanların, Fransa dışındaki ülkelerin piyasalarındaki işlemleri de aynı yasaklama kapsamındadır.

İçerden öğrenenlerin ticaretinde uygulanan cezai yaptırımları, 1967 Yönetmelik`inde(The Ordinance) yer alan hapis ve para cezaları ile 1990 COB düzenlemelerinde(1990 COB Regulation) yer alan idarî cezalar oluşturmaktadır. 1967 yılında kabul edilen yönetmeliğe(1967 Ordinance) göre; içerden öğrenenlerin ticareti faaliyetlerinde bulunan kişiler iki aydan iki yıla kadar hapis cezası ya da 6.000FF`ndan 10.000.000FF`na kadar para cezası veya içerden öğrenenlerin ticareti faaliyetlerinden elde ettikleri kazancın 10 katı kadar para cezasına çarptırılmaktadır. Hiçbir zaman verilen para cezası içerden öğrenenlerin ticaretinden elde edilen kazançtan az olamaz. İçerideki bilgiyi üçüncü şahıslara aktaran kişiler de 1967 Ordinance`a göre 6 ay hapis veya 10.000.000FF`ına kadar para cezasına çarptırılmaktadırlar<sup>157</sup>.

### **2.3.2.5.Hollanda**

Hollanda`da içerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili dört değişik düzenleme vardır. İlki, Temmuz 1992 yılında yürürlüğe giren STSA(Securities Transactions Supervision Act)`dır. Ceza yasasındaki kamunun aldatılması ve içerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili tedbirler STSA`ya aktarılmıştır. İkincisi Model Yasa`dır. Model Yasa Amsterdam borsasında kote edilmiş ve işlem gören menkul kıymetlere uygulanabilir niteliktedir. Model yasa, yasal zorunluluktan çok prensipte uygulanır niteliktedir. Üçüncüsü, Amsterdam Borsası üyelerine uygulanabilir nitelikte olan düzenlemelerdir. Dördüncüsü ise, Ticaret Kuralları olarak adlandırılan(Exchange Options Exchange), içeridekilerin içerideki bilgiden faydalanmasını önleyici tedbirler içermektedir<sup>158</sup>.

STSA`ya göre içerideki bilgi, bir tüzel kişilikle, şirketle veya bir kurumun menkul kıymetleriyle ilgili, kamuya açıklanmamış ve açıklandığı

<sup>157</sup> Wegen, Assmann, a.g.e., ss. 71-72.

<sup>158</sup> Wegen, Assmann, a.g.e., s. 109.

takdirde, ilgili menkul kıymetin fiyatını etkileyecek nitelikteki bilgidir.Düzenlemelere göre; hiç kimse içerideki bilgiye dayalı olarak menkul kıymet işlemi yapamaz. İçerideki bilgiye sahip kişi, ilgili menkul kıymetlerle ilgili ticareti Hollanda ve Hollanda dışında gerçekleştiremez. STSA ile getirilen bu kısıtlamalar, gerektiğinde şirketlerin menkul kıymet geri satım ve alımları için de geçerlilik taşımaktadır. Ancak kısıtlamalar, görevini gerçekleştirirken “iyi niyetle” davranan aracılara uygulanamaz.STSA hükümleri ile getirilen cezai yaptırımlar ise; iki yıla kadar hapis cezası, 25.000 Hollanda Florini(HF) para cezası veya içerden öğrenenlerin ticaretinden elde edilen kazanç 6.250HF`yi aşıyorsa, 1.000.000HFD`ne varan para cezası, tüzel kişiler için 100.000HF para cezasıdır. İçerden öğrenenlerin ticaretinden elde edilen kazanç, 25.000HF`ni aşıyorsa, 1.000.000HF`ne varan para cezası olarak belirlenmektedir<sup>159</sup>.

### **2.3.2.6.İspanya**

İspanya`da içerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili Sermaye Piyasası Kanunu(Capital Markets Act) yürürlüktedir. Kanunda içerideki bilgi “bir veya birden fazla menkul kıymeti kapsayan, kamuya açıklandığı zaman menkul kıymetlerin fiyatını ciddi bir şekilde etkileyebilecek nitelikteki bilgi” olarak tanımlanmıştır<sup>160</sup>.

Kamuda “sermaye piyasasında yer alan ve içerideki bilgiye ulaşma imkânı bulunan herkes” içeridekiler olarak tanımlanmıştır<sup>161</sup>.

İçerden öğrenenlerin ticaretine karşı verilen cezalar ise şunlardır<sup>162</sup>:

- i) Meslekten uzaklaştırma ve kişinin içerden öğrenenlerin ticaretinden elde ettiği kazanç tutarında para cezası ve
- ii) Üçüncü bir kişinin içerden öğrenenlerin ticareti işleminden zarar görmesi halinde 6 aya kadar para cezasıdır.

---

<sup>159</sup> Tezcanlı, a.g.e., ss. 91-92.

<sup>160</sup> Wegen, Assmann, a.g.e., s. 182.

<sup>161</sup> Wegen, Assmann, a.g.e., s. 181.

<sup>162</sup> Wegen, Assmann, a.g.e., s. 186.

### 2.3.2.7.İsviçre

İçerden öğrenenlerin ticareti suçu İsviçre`de 1 Temmuz 1988 tarihinde yürürlüğe giren Code Penal Suisse(CPS)`nin 161. maddesi ile birlikte yasal bir düzenlemeye kavuşmuştur. Yapılan bu düzenlemeye göre; kişilerin içerideki bilgiye dayanarak kendi adına veya başkası adına işlem yapması, içerideki bilgiyi başkasına aktarması gibi içerden öğrenenlerin ticareti faaliyetleri eğer İsviçre sınırları içinde gerçekleşmişse veya yapılan işlemin sonuçları İsviçre`de ortaya çıkarsa, İsviçre kanton mahkemesinin yargısal yetkisi sözkonusu olacaktır<sup>163</sup>.

Bu yasaya göre, içerden öğrenenlerin ticareti suçunu işleyen kişi, “şirkette olan yakın ilişkisi sayesinde, açıklandığı zaman hisse senetleri üzerinde önemli bir etki yaratacak bir bilginin avantajını kendisi veya üçüncü şahıs veya şahıslar için kullanan veya bilgiyi üçüncü şahıslara açıklayan kişi”dir<sup>164</sup>.

Yasanın 161. maddesine göre, bir şirketin yönetim kurulu üyesi, denetim kurulu üyesi veya başka herhangi bir çalışanı şirketle ilgili önemli ve açıklandığı zaman şirketin hisse senetlerinin fiyatını önemli ölçüde etkileyecek bir bilgiyi öğrenip bu bilgiyi kullanmış ise, para veya hapis cezasına çarptırılır. Bilgiyi başkalarına doğrudan veya dolaylı olarak aktaran veya bilginin sağladığı avantajı kullanarak bundan menfaat sağlayan kişi para cezası veya 1 yıla kadar hapis cezasına çarptırılır<sup>165</sup>.

### 2.3.2.8.İtalya

İtalya`da EEC direktifini(13 Kasım 1989) ve CONSOB(The Italian Commission For Companies and Stock Exchange)`un 5553 nolu düzenlemesini(14 Kasım 1991) tamamlamak amacıyla çıkarılan 157 nolu yasa ile içerden öğrenenlerin ticareti yasal olarak düzenlenmiştir.

157 nolu yasaya göre içerideki bilgi<sup>166</sup>;

- i) Kesin ve belli bir konuyla ilgili olmalı,
- ii) Kamuya açıklanmamış olmalı,

<sup>163</sup> Baş, a.g.e., ss. 21-22.

<sup>164</sup> Wegen, Assmann, a.g.e., s.92.

<sup>165</sup> Wegen, Assmann, a.g.e., s. 94.

<sup>166</sup> Wegen, Assmann, a.g.e., s. 81.

- iii) Bir veya birden fazla menkul kıymetle ilgili olmalı ve
- iv) Kamuya açıklandığı zaman menkul kıymet fiyatını önemli bir şekilde etkilememelidir.

Yasaya göre birinci dereceden içeridekiler görevleri, profesyonel işleri, meslekleri dolayısıyla veya şirketin hissedarları oldukları için içerideki bilgiye kolaylıkla ulaşabilen kişilerdir<sup>167</sup>.

Yasaya göre birinci dereceden içeridekilerin;

- i) Menkul kıymet alıp satmaları
- ii) İçerideki bilgiyi üçüncü şahıslara aktarmaları ve
- iii) Üçüncü şahıslara içerideki bilgiye dayanarak tavsiyelerde bulunmaları yasaktır<sup>168</sup>.

İkinci dereceden içeridekiler ise, doğrudan veya dolaylı olarak içerideki bilgiye ulaşan kişilerdir. İçerideki bilgiyi görevleri, meslekleri gereği elde eden birinci dereceden içeridekilerden elde ederler<sup>169</sup>.

157 nolu yasanın 2. maddesine göre, müdürler, idareciler, yöneticiler, denetimciler ve şirket hissedarlarının yönetim kurulu toplantılarından sonra menkul kıymet alım-satımı yasaktır. Çünkü yönetim kurulu toplantılarında menkul kıymetlerin fiyatlarını etkileyebilecek ve henüz kamuya açıklanmamış kararlar alınabilmektedir. Bunlar kamuya açıklanmadan önce menkul kıymetler üzerinde alım-satım işlemleri yapılamaz<sup>170</sup>.

### **2.3.2.9.Lüksemburg**

1987 yılına kadar içerden öğrenenlerin ticaretine ilişkin düzenlemeler kısıtlı kalmıştır. 1991 yasası ile içerden öğrenenlerin ticaretinin yasaklanarak yatırımcıların piyasalara olan güveninin sağlanması ve AB Direktifi`ne uyum amaçlanmıştır. İlgili yasal düzenlemelerin uygulanışını izleme ve denetleme yetkisi ise, Lüksemburg Sermaye Piyasası Kurulu`na verilmiştir. Yapılan

---

<sup>167</sup> Wegen, Assmann, a.g.e., s. 82.

<sup>168</sup> Wegen, Assmann, a.g.e., s. 84.

<sup>169</sup> Wegen, Assmann, a.g.e., s. 85.

<sup>170</sup> Wegen, Assmann, a.g.e., s. 86.

düzenlemelerde içerideki bilgi, kamuya henüz açıklanmamış nitelikli bilgi şeklinde tanımlanmaktadır. İçerden öğrenenlerin ticaretine konu olabilecek menkul kıymet türleri ise, hisse senetleri ve bonolar ile bu menkul kıymetlerin devredilebilir kontrat ve hakları, hisse senetleri ve bonolara ilişkin vadeli ve vadesiz kontrat ve opsiyonlar ve menkul kıymetlere ilişkin endeks kontratlarıdır. Yapılan yasal düzenlemelerde içeridekiler birinci ve ikinci dereceden içeridekiler olarak belirtilmektedir. Birinci dereceden içeridekiler; yönetim ve denetim kurulu üyeleri, yöneticiler, büyük hissedarlar ile meslek veya görevleri gereği içerideki bilgiye sahip olabilecek durumdaki şahıslardır. İçerideki bilgiye sahip kişinin kendisi veya üçüncü şahıs adına içerideki bilgiye dayanarak menkul kıymet işlemi yapması halinde bir yıldan beş yıla kadar hapis ve asgari 5.000 Lüksemburg Frankı(LUF), azami 15 milyon LUF para cezasıdır. İçerideki bilgiye sahip kişinin bilgiyi kendisi kullanmadan sadece üçüncü şahıslara iletmesi durumunda uygulanacak cezai yaptırım; iki aydan üç yıla kadar hapis ve 5.000LUF`tan bir milyon LUF`a kadar para cezasıdır<sup>171</sup>.

#### **2.3.2.10.Portekiz**

Portekiz Menkul Kıymetler Yasası(The Securities Code) yasasına göre<sup>172</sup>;

- i) İçerideki bilginin ilgili olduğu menkul kıymetlerle kendi veya bir başkası hesabına işlem yaparak içerideki bilgiden doğrudan veya dolaylı olarak yararlanan kişiler,
- ii) Meslek veya görevi gereği elde ettiği bilgileri üçüncü şahıslara iletenler,
- iii) İçerideki bilginin ilişkin olduğu menkul kıymetlerle ilgili olarak üçüncü şahıslara tavsiyede bulunanlar iki yıla kadar hapis cezası ve her yıl için ayrıca saptanan bir günlük miktar üzerinden 180 günün karşılığı para cezasına çarptırılabilirler.

---

<sup>171</sup> Tezcanlı, a.g.e., ss. 105-106.

<sup>172</sup> Tezcanlı, a.g.e., ss. 106-107.



### **2.3.2.11.Yunanistan**

Yunanistan`da içerden öğrenenlerin ticareti AB Direktifi ve bu Direktif ile uyumlu 53/994 sayılı yönetmelik ile düzenlenmektedir. Yönetmelik ile, menkul kıymetler ile bu menkul kıymetlerin ihracı hakkında gizli bilgiye sahip olan içeridekilerin, bu bilgileri kendileri veya üçüncü şahıslar adına çıkar sağlamak amacıyla kullanmaları yasaklanmaktadır. Yönetmelikte içerideki bilgi, henüz kamuya açıklanmamış, fakat açıklandığında ilgili menkul kıymetin fiyatını kesinlikle etkileyecek nitelikteki bilgi olarak tanımlanmaktadır. İçeridekiler ise, ihraççı şirketin yönetim kademesinde görev alan kişiler, ihraççı şirketin ortakları, meslek veya görevini ifa ederken bilgi sahibi olabilecek şahıslar ve sayılan kişilerden içerideki bilgiyi öğrenen kişilerdir. Yasa ile belirlenen cezai yaptırımlar ise, 10 milyon Drahmi`den 1 milyar drahmiye kadar ya da içerden öğrenenlerin ticaretini yapan kişinin elde ettiği kazancın beş misli kadar para cezasıdır<sup>173</sup>.

### **2.3.2.12.İngiltere**

İngiltere`de 1980 yılında Companies Act(CA)`nın kabul edilmesine kadar içerden öğrenenlerin ticareti yasal olarak suç sayılmıyordu. Söz konusu suç daha sonra 1985 tarihli Companies Securities(Insider Dealing) Act of 1985 (IDA 1985) ve Financial Services Act 1986(FSA) ile geniş anlamda yasal bir düzenlemeye kavuşturulmuş olmakla birlikte daha ziyade sermaye piyasalarının genel anlamda düzenlenmesine ilişkin hükümler içermekte ve ilkinde yer alan hükümleri daha ileri götürmektedir<sup>174</sup>.

İçerden öğrenenlerin ticareti fiilinin gerçekleşmesinde<sup>175</sup>;

- i) “İçerideki bir kişi veya menkul kıymetle ilgili bilgi alıcısının içerideki herhangi biri ile bağlantı durumu,
- ii) İçerideki bilgi alımı veya bilgiyi edinen diğer kişiler ile sözkonusu bilgiyi kullanarak menkul kıymet alım-satım işlemini yapma girişiminde olması veya olanlara yardımcı olması gibi eylemler belirleyici faktör olmaktadır”.

---

<sup>173</sup> Tezcanlı, a.g.e., ss. 107-108.

<sup>174</sup> Baş, a.g.e., s. 17

<sup>175</sup> Tezcanlı, a.g.e., s. 93

İçeriden öğrenilen bilgi, içeriden bilgilenen ya da “tüyo”yu alan kişinin işlem yaptığı menkul kıymetlere ilişkin yayınlanmamış ve fiyat duyarlılığı olan bilgi olarak belirtilmektedir.

İçerden öğrenenlerin ticaretine ilişkin olarak yasaklanan faaliyetler;

- i) “Menkul kıymet alım satımı,
- ii) İçerideki bilginin “tüyo” olarak başkalarına iletilmesi,
- iii) Tavsiye ile bilgi temini,
- iv) Ele geçirmelerde yapılan fiyat tekliflerinin bilinmesi ve
- v) Kamu çalışanlarının faaliyetleri”

İçerideki bilgi, gerçekleştirilen işlem ile ilgili olmalıdır. Görüşmeler sırasında tesadüfen elde edilen bilgilerin kullanımı kapsam dışındadır. İçeridekilerin “tüyo” olarak aktardıkları gizli bilgiyi kullanarak üçüncü kişilerin menkul kıymet alım-satım faaliyetleri yasaklanarak, haksız kazanç sağlamalarının önüne geçilmesi amaçlanmaktadır.

Yasa ayrıca, geçici içeridekilerin,, yayınlanmamış ve fiyat duyarlılığı olan bilgiyi kullanmalarını da engellemektedir. İçerideki bilgiyi “tüyo” olarak edinen kişiler ikinci dereceden içeridekiler olarak kabul edilmektedir. “Tüyo” alan kişi şirketle ilgili gizli bilgiyi şirketle bağlantılı içerideki bir kişiden elde eden kişi olarak ifade edilmektedir.

“Buna göre;

- i) “Tüyo”yu veren kişinin bilgiyi mesleki pozisyonu nedeni ile elde ettiğini bilmesi ya da muhakeme edebilmesi,
- ii) “Tüyo”yu veren pozisyonundaki bir kişinin, bilgiyi kamuya açıklamamış olmasının bekleneceğini bilmesi ya da değerlendirebilmesi ve
- iii) Bilginin yayınlanmamış ve fiyata karşı duyarlı olduğunu bilmesi ya da değerlendirebilmesi durumları dikkate alınmaktadır”.

İçerden öğrenenlerin ticaretine ilişkin hükümlerin ihlali:

- i) “Bilgiye kurum bağlantısı ile sahip olunması,
- ii) Kurallara uygun kurumsal işleyiş haricinde açıklanmayacak olan bir bilgi olması ve
- iii) Bilgini fiyat hassasiyetine sahip olduğu biliniyor ise bilgiye sahip olan kişinin şirketle bağlantı halinde iken diğer bir şirketin menkul kıymetlerine ilişkin bilgiye sahip olarak menkul kıymet ticareti yapması durumlarında ortaya çıkmaktadır”.

Bu tür faaliyetler;

- i) Şirket ile olan bağlantı nedeniyle bilgi edinilmiş olması,
- ii) Kişinin kurallara uygun olarak sergilenen işlevi dışında açıklanması mantıken bekleniyor olması ve
- iii) Şirketler arasında gerçekleşen ya da ertelenmiş işlemlere ilişkin yapılıyor olması halinde düzenleme içeriğine girmektedir.

Bilginin doğrudan veya dolaylı olarak şirket ile bağlantısı olan bir kişiden bilinçli olarak elde edilmesi ve ortada bilginin iki tarafça açıklanmayacağına ilişkin mantıklı bir neden olması durumunda, bilgiyi elde eden kişinin şirkete ilişkin menkul kıymetlerin alım-satımında bulunması yasaktır.

Şirket ile bağlantıda olma koşulları sırasıyla;

- i) Şirketin ya da ticari ilişkide bulunulan bir şirketin yöneticisi olma,
- ii) Şirketin ya da ticari ilişkide bulunulan bir şirketin çalışanı ile işçisi konumunda bulunma durumudur. Kendisi veya bir çalışanı, yöneticisi olduğu şirket ile ticari ilişkide bulunduğu şirket arasında mesleki ya da iş ilişkisine dayanan bir pozisyonda ise, kurallar kişinin eşi ve çocukları içinde uygulanmaktadır<sup>176</sup>.

---

<sup>176</sup> Tezcanlı, a.g.e., ss. 94-95.

## III.BÖLÜM

### TÜRK SERMAYE PİYASASI VE İÇERDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİNE İLİŞKİN YASAL DÜZENLEMELER

#### 3.1. GENEL BİLGİ

Bir ülke ekonomisi geliştikçe ve sanayileşme sürecinde ileriye gidildikçe, gelir açığı olan ekonomik birimler artar. Bu da o ülkede fon ihtiyacının artmasına neden olur. Sanayileşmemiş ülke ekonomilerinde firmaların fon gereksinimleri sınırlıdır. İhtiyaç duyulan fon gereksinmesi firmanın özkaynakları ile sağlanabilecek veya bankalardan sağlanan kısa süreli fonlarla karşılanabilecek düzeydedir. Ancak ekonomik gelişme ilerledikçe hem şirketlerin boyutları büyür hem de artık şirketlerin ihtiyaç duyduğu fon miktarı kısa süreli fonlar veya şirketin özkaynakları ile karşılanamayacak düzeye gelir. Bir yandan da ekonomik gelişme ilerledikçe refah artar. Refahın artması ile kişilerin elde ettiği gelirler harcamalarından daha fazla olmaya başlar. Bu da kişileri tasarruf yapmaya iter. Bireylerin elde ettiği tasarruflar genellikle reel yatırımlarda kullanılmaz. Böylece bireylerin ellerinde değerlendirmeleri gereken bir fon oluşur.

Finansal piyasalar fon arz ve talebinin karşılaşmasını sağlayarak, fon akışının gerçekleşmesinde hayati bir rol oynamaktadırlar. Finansal piyasaların bu işlevi yerine getirebilmeleri için finansal piyasaların düzgün ve adil bir biçimde işleyişi sağlanmalıdır. Aksi halde finansal piyasalar fon arz ve

talebinin karşılaşmasını sağlayamaz. Çünkü yatırımcılar piyasaya güvenmez ve tasarruflarını başka yatırım araçlarına yönlendirirler. Finansal piyasaların düzgün bir biçimde işleyebilmesi için gerekli hukukî ve ekonomik önlemlerin alınması gereklidir. Finansal piyasaların adil ve düzgün bir biçimde işlemediği ülkelerde hızlı ve sağlıklı bir kalkınmanın gerçekleşmesi çok güçtür.

Finansal piyasaların; tasarrufu özendirmek ve arttırmak, böylece sermaye birikimi sağlamak ve ülkede kısıtlı olan fonların etkin bir şekilde kullanılmasını sağlamak gibi iki önemli görevi vardır. Bireyler, elde edecekleri tasarrufları değerlendirebilecekleri bir yol, kullanabilecekleri bir yer yoksa, tasarruf yapmak istemezler. Bu nedenle reel aktif yatırımları için fon gereksinmesi bireylerin tasarruf oluşturmalarını sağlar. Finansal piyasalar fon gereksinmelerinin karşılanabilme olasılığını arttırdıkları için yatırımcılar tasarruf etmeye ve elde ettikleri tasarrufları nasıl değerlendirebileceklerini düşünmeye başlarlar. Düzgün çalışan bir piyasa, fon istem ve sunumunun en etkin bir biçimde karşılanmasını sağlar. Tasarrufların verimli yatırımlar için kullanılma şansı artar, bu da hızlı ve sağlıklı bir ekonomik büyümenin gerçekleştirilmesini sağlar<sup>177</sup>.

Ülkemizde son yıllarda tasarrufların artırılması ve artan tasarrufların etkin bir biçimde yatırımlara kanalize edilmesinde problemler yaşanmaktadır. Bu durum, ekonomik kalkınma açısından son derece önemlidir. Çünkü ekonomik kalkınmanın sağlanabilmesi ve ülkede refahın artması için,

---

<sup>177</sup> Cevat Sarıkamış, **Sermaye Pazarları**, İstanbul:Fatih Matbaası, 1998, s.10-11

bireylerin tasarruf eğiliminin artması ve elde edilen tasarrufların reel yatırımlara kanalize edilmesi gerekmektedir<sup>178</sup>.

### **3.2.TÜRK SERMAYE PİYASASININ TARİHÇESİ**

Türkiye`de sermaye piyasasının ortaya çıkışı ve gelişmesi, Batıdaki sermaye piyasalarından farklı dönemlerde ve farklı şartlarda olmuştur. Batıda sermaye piyasaları sanayi ve teknolojik ilerlemelerle birlikte gelişmiştir. Sanayi devrimi piyasalara dönük kütle üretimini artırmış, sömürgecilik olayı üretimini daha da artırmasını, sermaye yığılmasını, firmaların büyümelerini, fon arz ve talebi olayının önemli boyutlara ulaşmasını sağlamış; diğer bir ifadeyle yatırımcı girişimcilik olayı bu piyasaların doğumunu gerçekleştirmiştir.

Devletler mevcut olan olguyu kontrol altına alarak yasalarla düzenlemişlerdir. Batıda başta İngiltere`de olmak üzere sermaye piyasalarının 18. yüzyılda yayılmaya başladığını, 19. yüzyılda gelişimini sürdürdüğünü ve 20. yüzyılda, tamamen otomize olarak, ekonominin başlıca fon tedarik kaynağını oluşturduğunu görüyoruz.

Türkiye`deyse sermaye piyasasının oluşumu Batıdakinden çok farklı şartlarda ortaya çıkmıştır. Batıda özellikle firmaların fon ihtiyaçlarını karşılamak üzere oluşan bu piyasa, Osmanlı`da hazinenin fon ihtiyaçlarını karşılamak üzere meydana gelmiştir. Bu sebeple piyasanın hitap ettiği taraflar

---

<sup>178</sup> Mehmet Civan, **Türk Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler**, Ankara: Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, 1994, s.19.

önemli ölçüde ayrıcalık göstermiştir. Türkiye`de sermaye piyasasının gelişim tarihi seyrini kısaca şöyle özetleyebiliriz<sup>179</sup>:

**“Osmanlı imparatorluğu döneminde artan iç fon ihtiyaçlarının karşılanması için, padişah üçüncü Mustafa zamanında, tahvillerle ilk iç borçlanma yapılmıştır. Ayrıca 1844 yılında hazine bonoları piyasaya çıkartılmıştır. 1847 yılında kurulan İstanbul Bankası ve bunun akabinde kurulan Osmanlı Bankası ulusal sanayinin gelişmesi ve oluşmasında gerekli finansman kaynaklarını karşılamada bir mekanizma olmuştur.**

**1854 Kırım savaşından sonra yapılan iç borçlanmanın amacını devlete gerekli fon kaynağı sağlamakla birlikte, halka da kazanç sağlama arzusu olarak görebiliriz. 1864 yılında İstanbul Galata Borsası`nda yabancıların etkinliğinin büyük bir şekilde artması ve yabancı uyrukluların borsa oyunları yaparak halktan haksız kazanç elde etmeleri üzerine 1866 yılında Dersaadet Tahvilat borsası kurulmuştur. Bu borsada devletin bono ve tahvil satışlarının yanında yabancı sermaye şirketlerinin tahvil ve hisse senetlerinin de borsada işlem görmesi planlanmıştır.**

**1866 yılında kurulan bu borsa yine yabancı uyruklu kişilerin kendi aralarında organize olarak borsa oyunları yapmaları nedeni ile Osmanlı İmparatorluğu`nun fon ihtiyacının karşılanması ve bonolar ile tahvillerden halkın da gelir sağlanması konusundaki düzenlemeler pek başarılı olmamıştır.**

---

<sup>179</sup> Civan, a.g.e., ss. 20-22.

1869 ve 1870 yıllarında dış borçlanmaya gidilmiş ve borçlanma ile ülkedeki altyapı(demiryolu) yatırımlarının gerçekleştirilmesi düşünülmüştür.

1881 yılında Duyuni-Umumiye'nin kurulması ile devletin hazinesinin içinde nakit karşılığı olarak 95.917.000 altın lirayı bulan tahvillerin olduğu bilinmektedir. Tahvillerin çıkarılması ile Osmanlı İmparatorluğu'nun bu döneminde iç tasarrufların ülke ekonomisine kanalize edilmesi mantığı ile ilk resmi borsa 1874 yılında kurulmuştur. Kurulan borsada, borsa işlemlerini takip ve tespit etmek amacıyla borsa komiserliği de oluşturulmuştur.

1906 yılında Esham ve Tahvilat borsası nizamnamesi yürürlüğe konulmuştur. Bu nizamname ile borsanın düzenli bir şekilde çalışması amacı güdülmüş ve borsa üyeleri Mubayaacı, Simsar ve Cober isimleri altında bölümlendirilmiştir. 1908 yılında Meşrutiyet ile borsada bir canlılık meydana gelmiştir.

Osmanlı İmparatorluğu'ndan sonra kurulan Türkiye Cumhuriyeti'nde 1923 yılında bir kararname ile borsada işlem yapmak isteyen şahıs ve kurumların Türk vatandaşı olması zorunluluğu getirilmiştir. Bu kararnameyle yabancı uyruklu kişi ve kurumların borsa üzerindeki olumsuz etkilerinin kaldırılması düşünülmüştür.

1929 dünya ekonomik krizi ile batılı ülkelerin finansal piyasaları önemli sarsıntılar geçirmiş ve birçok ülkenin borsası batmıştır. Dünyada bu bunalım yaşanırken ülkemizde 1929 yılında Menkul Kıymetler ve



**Kambiyo Borsaları Kanunu çıkartılarak borsanın denetim altına alınması düşünülmüş ve bu denetim maliye bakanlığına verilmiştir.**

**İkinci dünya savaşından sonra olumlu gelişmeler ve sağlanan kredilerle 1950`li yıllarda hızlı bir sanayileşme dönemi görülmüştür. Ülkemizde, 1950`li yıllarda artan özel teşebbüs finansman ihtiyacı ve büyük kamu yatırımlarının yapılması gereği, ülkemizde örgütlenmiş bir sermaye piyasasının önemini daha da artırmışsa da 1929 yılında çıkarılan Menkul Kıymetler ve Kambiyo Borsaları Kanunu, Maliye Bakanlığının ilgisizliği ve dünya borsalarındaki gelişmeleri takip etmemesi ile yetersiz kalmıştır.**

**1960`lı yıllardan itibaren ülkemizde sermaye piyasası kurulması ve bununla ilgili kanunun çıkartılması için çalışmalara başlanılmıştır. Devlet Planlama Teşkilatı, Odalar Birliği ve Kalkınma Bankası tarafından hazırlanan sermaye piyasası ile ilgili çalışmalar 1964 yılında meclise tasarı halinde sunulmuştur. Ancak bu tasarı 1973 yılına kadar mecliste görüşülememiştir. 1970`li yıllarda kabul edilen 1911 sayılı T.C. Merkez Bankası Kanunu sermaye piyasamızın canlanmasında önemli rol oynamıştır.**

**1980 ve 1981 yıllarında ülkemizde mali piyasamızı sarsan bankerlik olayı ve 24 Ocak 1980 ekonomik istikrar programı ile uygulanmaya başlanılan, 31 Temmuz 1981 tarihinde 2499 sayılı kanun resmi gazetede yayınlanmış ve 1 Şubat 1982 yılında uygulamaya konan**

sermaye piyasası kanunu, ülkemizdeki boşluğu büyük ölçüde doldurmuştur.

Ekonomik ve mali politikalar, küçük tasarrufları ekonomiye kanalize edecek ve ekonomiyi büyük ölçüde finanse edecek güçlü bir sermaye piyasasının kurulmasını gerektirmiştir. Bu sebeple 1 Şubat 1982`de yürürlüğe giren 2499 sayılı kanun 1992 yılına kadar uygulanmıştır. Gerek bu kanunun uygulanmasından doğan boşlukları doldurmak ve gerekse, ekonominin gelişmesine göre doğan yeni ihtiyaçları karşılamak üzere 23.4.1992 tarih ve 3794 sayılı kanun yürürlüğe konmuştur”.

### **3.3.TÜRK SERMAYE PİYASASINDA KAMUYU AYDINLATMA İLKESİ**

Piyasalarda yaşanan yöresel ve evrensel olarak gelişmelere paralel olarak bir yandan alınıp satılacak ürünlerin çeşitleri, bir yandan da menkul kıymetleri piyasada işlem gören kuruluşların sayısı sürekli artmaktadır. Yatırımcıların doğru yatırım kararları verebilmeleri için piyasa hakkında sürekli ve güncel bilgiye sahip olmaları ve b bilgileri en iyi şekilde değerlendirmeleri gerekmektedir. Ancak yatırım yapılabilecek finansal araçların çeşidi ve menkul kıymetleri piyasada işlem gören firmaların sayısı arttıkça, yatırımcıların işi zorlaşmaktadır. Yatırımcının kendisi için en doğru kararı verebilmesi, piyasadaki gelişmeleri doğru ve eşit bir biçimde öğrenebilmesine bağlıdır. Bu ihtiyaca cevap verebilmek için gerekli düzenlemeler yapılmalıdır. Bu nedenle, yatırımcıya doğru yatırım kararı

verebilmesi için gerekli bilgileri tam, doğru ve eşit hızda ulaştırmak için bir sistem geliştirilmeye çalışılmaktadır<sup>180</sup>.

Prof. Dr. Ünal Tekinalp kamuyu aydınlatma ilkesini şöyle tanımlamaktadır<sup>181</sup>:

**“Ortaklık pay sahipleri ve alacaklılarının menfaatlerini korumaya ve haklarını bilinçli ve etkili bir şekilde kullanmaya yardım eden; gelecekteki pay ve tahvil sahiplerinin ve sermaye piyasasının diğer ilgililerinin aldatılmalarını önleyip, ortaklık yararına kazanılmalarını sağlayan özel ekonomik gücün, millî iktisadın gereklerine ve faydasına uygun çalışmasını gerçekleştiren gerek iç, gerek dış denetimi kapsamı içine alan ilkelerin tümüdür.”**

Bu tanıma göre, sadece yıllık bilanço ve gelir tablosu açıklamaları ile kamuyu aydınlatma işlevinin gerçekleştirildiği iddia edilemez. Ayrıca, şirketlerin kendi denetçileri eliyle yapılan denetimlerin de çok defa yararlı olmadığı bilinmektedir<sup>182</sup>.

İşletme ilgililerinin, işletmenin başarısını değerlendirebilmesi için finansal açıklamalar yapılmaktadır. Finansal açıklamalarda bilginin çok olması değil, bilginin kullanılabilir nitelikte olması önemlidir. Bilginin kullanılabilir bilgi olması için, kaliteli olması gerekir. Burada “kalite”den

---

<sup>180</sup>Reha Tanör , **Türk Sermaye Piyasası:Taraflar**, İstanbul:Beta Yayınları, 1.Cilt, 1999, s. 179.

<sup>181</sup> Muharrem Karşlı, **Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler**, İstanbul: Beta Yayınları, 1989, s.457.

<sup>182</sup> Karşlı, a.g.e., s.457.

kasıt, bilginin, yatırımcıların ihtiyaçlarını karşılayacak düzeyde, tarafsız, anlaşılır, tutarlı, önemli, güvenilir ve karşılaştırılabilir olmasıdır.

Finansal açıklamalarda sunulan bilgilerin yatırımcılar açısından faydalı olması için, sunulan bilgilerin anlaşılır olması gerekmektedir. Finansal açıklamaları kullanacak olan yatırımcıların her birinin farklı nitelikleri vardır. Eğitim durumları, piyasa tecrübeleri, risk tercihleri, ekonomi ve finans bilgileri gibi birçok konuda farklı özelliklere sahiptirler. Farklı özelliklere sahip oldukları için kendilerine sunulan bilgileri algılama kabiliyetleri de farklı olacaktır. Bu nedenle bilgilerin belirli esaslar dahilinde standardize edilmesi ve yatırımcıların anlayabileceği şekilde düzenlenmesi gerekmektedir.

Yatırımcılara sunulan bilgiler hem içerik hem de kapsam açısından zengin olduğu için, yatırımcılar büyük bir bilgi yüklemesi ile karşı karşıya kalmaktadırlar. Bu bilgi yükü arasından kendi işlerine yarayacak olan bilgileri seçip kullanmaları zor olmaktadır. Bu yüzden bu bilgilerin kategorize edilmeleri ve daha kolay anlaşılır hale getirilmeleri gerekmektedir<sup>183</sup>.

Sermaye piyasasında etkinliğin artırılması, piyasaya duyulan güvene bağlıdır. Yatırımcının piyasaya olan güvenin sağlanması ve bu güvenin sürdürülebilmesi ise, kamunun aydınlatılması ile mümkün olur. Kamuyu aydınlatma işlevinin tam anlamıyla yerine getirilmesi ile yatırımcını piyasaya

---

<sup>183</sup> Fehmi Karasioğlu, “Kamunun Aydınlatılması Açısından Finansal Bilgi Kaynakları ve Bağımsız Denetim Fonksiyonu”, [http://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Teaching/BA453\\_2005/BD\\_The\\_world.pdf](http://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Teaching/BA453_2005/BD_The_world.pdf),(15/09/2005) .

olan güveni sağlar. Piyasaya güvenen yatırımcılar tasarruflarını sermaye piyasasına yatırırlar. Bu da sermaye piyasasının etkinliğini artırır.

Kamuyu aydınlatma faaliyetleri ile temel olarak üç fonksiyonun yerine getirilmesi amaçlanır. Bu fonksiyonlar; koruyucu fonksiyon, caydırıcı fonksiyon ve bilgilendirme fonksiyonudur. Koruyucu fonksiyon, ilgili taraflar arasında asimetrik bilgiyi önleyerek, tarafların eşit düzeyde bilgilendirilmesini sağlamayı amaçlar. Caydırıcı fonksiyon, sermaye piyasalarında fırsat eşitliğini ve adaleti sağlamak amacıyla, yatırımcıları sermaye piyasası kurallarına aykırı hareketlere daha başlamadan vazgeçirmeyi amaçlar. Bilgilendirme fonksiyonu ise, yatırımcının sağlıklı yatırım kararları verebilmesi için ihtiyaç duyduğu bilgilerin kendisine zamanında, doğru ve eksiksiz bir biçimde ulaştırılmasını amaçlayan bir fonksiyondur<sup>184</sup>.

Sermaye piyasasında kamunun aydınlatılması ilkesinin etkin görevleri de vardır. Kamunun aydınlatılması ilkesi ile<sup>185</sup>;

- i) “Menkul kıymetler sahiplerinin ve alacaklılarının hak ve menfaatleri korunur,**
- ii) Sermaye piyasasında tam güvenli bir ortamın oluşmasını sağlayarak onun ekonomik işlevini tam olarak yerine getirmesine imkân tanınmış olunur,**
- iii) Spekülatif hareketin sınırları önceden bilindiği için de sermaye piyasasında panikler önlenir ve panik onucu ekonomide meydana gelen zararlar aza indirilmiş olunur.”**

---

<sup>184</sup>Karasioğlu, “Kamunun Aydınlatılması Açısından Finansal Bilgi Kaynakları ve Bağımsız Denetim Fonksiyonu”, a.g.e.

<sup>185</sup>Şinasi Kara, **Sermaye Piyasası**, İstanbul:Doğurcan Matbaası, 1990, s. 72.

Pay sahipleri şirketle ilgili düzenli ve güvenilir bilgiye ihtiyaç duymaktadırlar. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi gereğince, pay ve menfaat sahiplerine, şirketin hak ve yararlarını da gözeterek bir şekilde, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, analiz edilebilir, düşük maliyetle kolay erişilebilir bilgiler sunulmalıdır. Kamuya açıklamada bulunulurken basit, kolay anlaşılır ifadeler kullanılmalıdır. İkilem yaratacak ifadeler kullanılmamalıdır. Sunulan bilgiler tarafsız olmalıdır. Şirketlerin kendi çıkarlarını gözeterek yanıltıcı bilgi vermeleri kesinlikle yasaktır. Şirketler, kendi aleyhlerine olsa bile, gerçekleri kamuya iletmek zorundadırlar. Bu ilkeler içerisinde yer alan periyodik mali tablo ve raporlar ifadesi ile, yıllık ve ara dönem mali tablolar ile yıllık ve ara dönemle itibariyle hazırlanacak bağımsız denetim raporu, sermaye yeterliliği tabloları ve benzeri raporlar kastedilmektedir. Kamuya açıklanacak bilgiler, periyodik mali tablo ve raporların içinde yer alabileceği gibi, bunlardan bağımsız ayrı bir rapor olarak yönetim kurulunun yorum ve analizini de içeren bir değerlendirmeye yer verilerek de sunulabilir<sup>186</sup>.

Türkiye`de kamuyu aydınlatma ilkesinin ilk işaretleri Türk Ticaret Kanunu`nda görülmektedir<sup>187</sup>:

i) İzahname ve sirküler yayınlama zorunluluğu,

---

<sup>186</sup> Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri, [http://www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/kurumsalyonetim/kurumsal\\_yonetim\\_ilkeleri.pdf](http://www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/kurumsalyonetim/kurumsal_yonetim_ilkeleri.pdf), 22/03/2006, s.20.

<sup>187</sup> Karşlı, a.g.e., s. 457.

- ii) Sermaye artırımlarında da tedrici kuruluştaki prosedürü gerektiren 392. madde ile, sermaye artırımında hazırlanacak izahnameyi düzenleyen 393. madde,
- iii) Ortakların şirket hakkında bilgi edinme haklarını düzenleyen 362. ve 363. maddeler.

Menkul kıymetlerini halka arz etmek isteyen şirketin Sermaye Piyasası Kurulu'na başvurması gerekmektedir. SP Kurulu şirketten izahname, sirküler ve gerekli gördüğü diğer belgeleri isteyecektir. İzahnamede şirkete ait tüm bilgiler yer almalıdır. Halkın sermaye piyasası araçlarını satın almaya daveti ise sirküler ile yapılır. Sermaye Piyasası Kurulu istenen bu belgeleri, bilgilerin tam ve doğru olması, yanıltıcı nitelikte olmaması, halka sunumun halkın sömürülmesine yol açmaması ve halka sunumun kamu yararına olması yönünden inceler. Yapılan inceleme sonucunda açıklamaların doğru ve yeterli olduğu, yanıltıcı nitelikte olmadığı sonucuna varılırsa, halka arza izin verilecektir. İnceleme sonucunda olumsuz bir sonuca varılırsa, Kurul, yetkisini kullanarak halka arz talebini reddedecektir<sup>188</sup>. Çünkü izahname, sirküler ve halka yapılacak açıklamalar gerçeğe uymayan, veya yanıltıcı bilgileri içeremez. Burada önemli bir noktayı vurgulamakta yarar vardır. SP Kurulu tarafından yapılan inceleme sonucunda verilen izin, kesinlikle bir teminat olarak algılanmamalıdır. SP Kurulu bilgilerin yeterli olup olmadığı, usule uygun olup olmadığı konusunda inceleme yapar ve bir karar verir. SP Kurulu tarafından verilen izin, Kurul'un ilgili şirkete ve şirkete ait menkul

---

<sup>188</sup> Gültekin Rodoplu, **Türkiye'de Sermaye Piyasası ve İşlemleri**, İstanbul: Marmara Üniversitesi Nihad Sayar Eğitim Vakfı Yayınları, Yayın no: 459-692, 1993, s. 30.

kıymetlere kefil olduğunu, bu yatırım aracının çok güvenilir bir yatırım aracı olduğunu göstermez. Halka arz edilen menkul kıymetlerle yapılan alım-satım işlemlerinde yatırım kararı ve risk tamamen yatırımcıya aittir. SP Kurulu'nun bu konuda bir sorumluluğu yoktur<sup>189</sup>.

### **3.3.1.Halka Arzda Kamuyu Aydınlatma Aracı Olarak İzahname ve Sirküler**

2004 yılında gerçekleşen halka arzlarda, şirketlerin, senetlerin arz fiyatını yüksek tuttukları ve bu yüzden ilgili hisse senetlerini alanların büyük değer kaybına uğradıkları görülmüştür. Bu şirketler yüksek fiyatlama sonucu hem hisse senedini satın alanları maddî zarara uğratmışlardır hem de sermaye piyasasına olan güveni sarsarak borsayı olumsuz yönde etkilemişlerdir<sup>190</sup>. Hisse senetlerini satın alanlar, bu hisse senetlerini satın alırken bu senetlerin piyasada değerinin yükselmesini ve bu şekilde kâr elde etmeyi amaçlamaktadırlar. Ancak hisse senetleri zaten yüksek fiyatlandırıldığı için kâr elde etme şansları kalmamaktadır<sup>191</sup>.

#### **3.3.1.1.İzahnamede Bulunması Gereken Bilgiler**

İzahnamede bulunması gereken bilgileri hisse senetlerine ilişkin bilgiler ve tahvillere ilişkin bilgiler şeklinde iki başlık altında toplayabiliriz.

##### **3.3.1.1.1.Hisse Senetlerine İlişkin Bilgiler**

Hisse senetlerine ilişkin bilgiler; şirket hakkında genel bilgiler, halka arz olunacak hisse senedine ilişkin bilgiler ve arz ve satışa ilişkin bilgilerdir.

---

<sup>189</sup> Sudi Apak, **Sermaye Piyasaları ve Borsa**, Eskişehir:Bilim Teknik Yayınevi, 1995, s. 6

<sup>190</sup> Güngör Uras, "Hisse Senetlerinin Halka Arzında İş Etiği", <http://www.milliyet.com.tr/2004/11/20/business/bus08.html> ; (10/10/2005).

<sup>191</sup> Uras, a.g.e.



### **3.3.1.1.1.1.Şirket Hakkında Bilgiler**

Şirket hakkında bulunması gereken bilgiler; şirket hakkında genel bilgiler, şirket sermayesine ilişkin bilgiler, kurucular ve şirket kurulları ile ilgili bilgiler ve kâr dağıtımı ile ilgili bilgilerdir.

### **3.3.1.1.1.1.1.Şirket Hakkında Genel Bilgiler**

İzahnamede şirket hakkında bulunması gereken bilgiler; şirketin ticaret ünvanı, merkezi, adresi, ticaret sicil memurluğuna tescil tarihi, sicil numarası, şirketin faaliyetleri ve yan faaliyetleri, varsa şubeleri ve şubelerinin adresleri gibi bilgilerdir<sup>192</sup>.

### **3.3.1.1.1.1.2.Şirket Sermayesine İlişkin Bilgiler**

Yatırımcılar bir şirketin hisse senedini satın alarak o şirkete ortak olmaktadır. Doğal olarak ortağı olacakları şirketin sermaye yapısını bilmek isterler. Bu yüzden izahnamede şirketin sermaye yapısına ilişkin bilgiler de yer almalıdır. Sermaye piyasası kanununda kayıtlı sermaye sistemi kabul edilmiştir. Bu sisteme göre, şirketlerin hisse senedi çıkarabilecekleri azami miktar belirlenmiştir. Şirketlerin sahip olması gereken asgari sermayeye başlangıç sermayesi ve satışı yapılmış hisse senetlerini temsil eden sermayeye de çıkarılmış sermaye adı verilmektedir. Kayıtlı sermaye sistemine göre, izahnamede başlangıç sermayesi ve çıkarılmış sermaye miktarı yer almalıdır<sup>193</sup>.

---

<sup>192</sup> Kabaalioğlu, a.g.e., s.161.

<sup>193</sup> Kabaalioğlu, a.g.e., ss. 161-162.

### **3.3.1.1.1.3.Kurucular Ve Şirket Kurulları İle İlgili Bilgiler**

İzahnamede şirket kurucularının adları, soyadları, ikametgâhları, tabiyetleri, gerçek kişilerin meslekleri, tüzel kişilerin ticaret ünvanları ve iştigal mevzuları bulunmalıdır<sup>194</sup>.

### **3.3.1.1.1.4.Kâr Dağıtım İle İlgili Bilgiler**

Yatırımcıların, yatırım kararı verirken en çok dikkate aldıkları konu şirketin kâr-zarar durumudur. Bu nedenle şirketlerin üç yıllık malî ve ticarî kâr veya zararları ve ticarî kârın dağıtım şekli izahnamede yer almalıdır. Geçmiş üç yıl içinde pay sahiplerine, kuruculara, yönetim kurulu üyelerine ve sair intifa hakkı sahiplerine ödenen kâr payları ile birinci temettü ve toplam temettü olarak dağıtılan kâr miktarları teker teker açıklanmalıdır<sup>195</sup>.

### **3.3.1.1.2.Halka Arz Olunan Hisse Senetleri Hakkında Bilgiler**

Hisse senetlerinin tertibi, türleri, türleri itibariyle toplam tutarı, imtiyazlı hisse senedi varsa bunlara tanınan imtiyazlar, ihraç edilen hisse senetlerinin kupürlerinin değer itibariyle dağılımı, hisse senetlerinin ihraç fiyatı izahnamede yer alması gereken bilgilerdir.

Kâr garantisi veriliyorsa, bu garantinin kimin tarafından verildiği, niteliği ve ödeme şekli açıklanmalıdır. Eğer hisse senetleriyle değiştirilebilir tahvil varsa, bunların hisse senetleriyle değiştirilme esasları ve şekli de izahnamede yer almalıdır. Pay bedellerinin tamamının nakden ödeneceğine dair kayıt, halka arzın başlangıç ve bitiş tarihi, hisse senedi satış hasılatının kullanım yerleri, sermaye taahhüdü sırasında yapılan ödemelere ait makbuzların hisse senetleri ile değiştirilme şekli ve zamanı, kurulca verilen

---

<sup>194</sup> Kabaalioğlu, a.g.e., s. 164.

<sup>195</sup> Kabaalioğlu, a.g.e., s. 165.

iznin kamunun tekeffülü anlamına gelmeyeceği hakkında açıklamalar izahnamede yer almalıdır<sup>196</sup>.

#### **3.3.1.1.1.3.Arz ve Satışa İlişkin Bilgiler**

İzahnamede ihraca aracılık yapan kuruluş ya da kuruluşların ünvanı, adresi ve bu konudaki yetki belgelerinin tarih ve numarası, sermaye durumları, aracı kurumların satışını taahhüt ettikleri hisse senedi miktarı, pazarlamanın usul ve esasları yer almalıdır<sup>197</sup>.

#### **3.3.1.1.2.Tahvillere İlişkin İzahnamede Bulunması Gereken Bilgiler**

Tahvillere ilişkin izahnamede bulunması gereken bilgiler; şirket hakkında genel bilgiler ve halka arz olunan tahvillere ilişkin bilgilerdir.

##### **3.3.1.1.2.1.Şirket Hakkında Bilgiler**

Tahvillere ilişkin izahnamede şirket hakkında bulunması gereken bilgiler; şirket hakkında genel bilgiler, sermayeye ilişkin bilgiler ve yöneticiler ve kâr ile ilgili bilgilerdir.

##### **3.3.1.1.2.1.1.Şirket Hakkında Genel Bilgiler**

Tahvillere ilişkin izahnamede şirketin ticaret ünvanı, merkezinin adresi, kuruluş tarih ve süresi, esas sözleşme tarihi ve değişiklikler yapılmışsa bunların da tarihleriyle ilan edildikleri tarihler, şirketin tescil tarihi ve tescil numarası, şirketin faaliyet alanları, varsa şubeleri ve buldukları yerler, varsa Ankara şubesinin adresi ve bilinen ortak sayısı bulunmalıdır<sup>198</sup>.

---

<sup>196</sup> Kabaalioğlu, a.g.e., ss. 165-166.

<sup>197</sup> Kabaalioğlu, a.g.e., s. 167.

<sup>198</sup> Kabaalioğlu, a.g.e., s. 168.

### **3.3.1.1.2.1.2.Sermayeye İlişkin Bilgiler**

Tahvillere ilişkin izahnamede, kayıtlı sermaye kabul edilmiş ise, başlangıç, çıkarılmış ve kayıtlı sermaye tavanı ile, bu sistemi kabul etmemiş şirketlerde esas sermaye ile ödenmiş sermaye miktarları, şirkette yabancı sermaye varsa, şirketteki yabancı sermaye miktarı ve bu sermayeyi koyan gerçek ve tüzel kişilerle ilgili bilgiler yer almalıdır. Şirketin varsa iştirakleri ve ilgili şirketlerin ünvanları, faaliyet konuları, sermaye yapıları ve bunlardaki iştirak payı izahnamede yer almalıdır.Tahvillere ilişkin izahnamede şirketin gerçek aktifleri ile pasiflerinin ana kalemler itibariyle tutarları gösterilmelidir. Yatırımcılar bu bilgilerden yararlanarak şirketin malî durumunu daha net bir şekilde anlayabilirler<sup>199</sup>.

### **3.3.1.1.2.1.3.Yöneticiler Ve Kâr İle İlgili Bilgiler**

Tahvillere ilişkin izahnamede şirketin yönetim ve denetim kurullarının oluşumu ve bu kurullardaki üyelerin adları, soyadları ve meslekleri de bulunmalıdır.

Tahvile para yatıracak olan yatırımcı o şirketin gerçek durumunu anlayabilmek için son üç yıla ait ticarî ve malî, kâr veya zarar durumunu bilmek isteyecektir. Ayrıca daha önceki yıllardan devreden zarar miktarı ve zararların mahsup durumu izahnamede bulunmalıdır<sup>200</sup>.

### **3.3.1.1.2.2.Halka Arz Olunan Tahvillere İlişkin Bilgiler**

İzahnamede, tahvil çıkarılmasına ilişkin genel kurul kararı veya yetki verilmişse yönetim kurulu kararının tarih ve numarası, tahvil senetlerinin itibarî kıymetleri tutarı, kupürlerin itibarî kıymetleri ve adetleri, satış süresi,

<sup>199</sup> Kabaalioğlu, a.g.e., ss. 168-169.

<sup>200</sup> Kabaalioğlu, a.g.e., s. 170.

erken paraya çevirme taahhüdü olup olmadığı, bunun şartları, satış fiyatı ve şartları, yıllık faiz oranı ve ödeme tarihleri, nama mı hamiline mi yazılı olacağı, anapara ve faizlerinin vadelerinde ödenmesini taahhüt edenler varsa bunların kimlikleri, tahvillerin ödeme planı, tahvil gelirlerinin hangi projelerin finansmanında kullanılacağı finansmandan yararlandırılacak iş konusu, finansmanın yeni yatırım, tevsi veya işletme sermayesi temininden hangisi ile ilgili olduğu, daha önceden tahvil ihraç edilmişse, bunların tutarı, satış süresinin bittiği tarih, itfa edenlerin yıllar itibariyle çıkarılmış itfa tarihleri ile itfa olunmamışların tutarı ve Kurul`ca verilen halka arz izninin Kurul veya kamunun bu şirket için kefil olduğu anlamına gelmeyeceği hakkındaki açıklama yer alacaktır<sup>201</sup>.

### **3.3.1.2.Sirkülerde Bulunması Gereken Bilgiler**

Halkın şirkete ait menkul kıymetleri satın almaya davet edilmesi, izahname ve esas sözleşmenin Kurul tarafından gerekli görülecek maddelerinin ekleneceği bir sirküler ile yapılmaktadır.Sirkülerde şirketin ünvanı, merkez adresi, sermayesi(esas ve ödenmiş sermayesi, kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş şirketlerde başlangıç, çıkarılmış ve kayıtlı sermaye), iştiğal mevzuu ve süresi, sağlanacak fonun kullanılacağı yer, yeni yatırımda mı kullanılacağı yoksa işletme sermayesi olarak mı kullanılacağı, tesislerin tevsiinde mi harcanacağı yer almalıdır.Hisse senetlerine ilişkin olarak sirkülerde, bu hisse senetlerinin tertibi, tutarı, kupür bedelleri olarak dağılımı, hisse senetlerine sağlanacak menfaatler,öngörülen temettü oranları, ihraç fiyatı, kâr garantisi varsa oranı, ödeme şekli, kuruluş dönemi için faiz

---

<sup>201</sup> Kabaalioğlu, a.g.e., ss. 169-170.

öngörölmüşse süresi, oranı ve tutarı, hisse senetleri bedellerinin ödenme şekli, satış süresi, aracı kuruluş veya kuruluşların adresleri, aracılardan alıcılara sağlayacakları hizmet ve kolaylıklar, halka arza Kurul`ca verilen iznin tarihi ve numarası, bu iznin resmî teminat niteliğinde olmadığı şeklindeki bilgiler bulunmalıdır<sup>202</sup>.

### **3.3.1.3.Kamunun Sürekli Aydınlatılması**

Sermaye piyasası yaşayan ve değişen koşulları bünyesinde taşımaktadır. Başlangıç aşamasında yapılan kamunun aydınlatılması kısa sürede değişecektir. Güvenli bir ortamın temin edilmesi ise ancak taze bilgilerin sürekli aleni bir şekilde kamuya intikal ettirilmesi ile mümkündür.

Kısa süreli raporların şirket hakkında içerdiği bilgilerden yatırımcıların haberdar olması onların rasyonel davranışlarda bulunmasını temin eder. Kaldı ki, şirket ile organik bağı bulunan(insiders) kişilerin şirket hakkında elde ettiği taze bilgiler ile onun menkul değerlerinin ticaretini yapmaları kendilerine büyük çıkarlar temin edebilir. Belli bir sermaye grubunun ya da ailenin şirketi ele geçirmesinin sonuçlarından halkın haberdar olması gerekecektir. Genel güven duyulan dış denetim organlarının yaptıkları denetim raporlarının halka intikal ettirilmesi sermaye piyasasında kamunun sürekli aydınlatılmasında yardımcı rol oynar. Standart muhasebe sistemlerinin geliştirilmesi sayesinde kamuoyu sade ve karmaşık ifadeleri taşımayan bilgileri kolay kavrayacaktır<sup>203</sup>.

---

<sup>202</sup> Kabaalıoğlu, a.g.e., ss. 171-172.

<sup>203</sup> Kara, a.g.e., ss. 74-75.

### **3.3.1.4.Kısa Süreli Raporların(Periyodik Raporların) Yayınlanması**

Kısa süreli şirket raporları(corporate reports) yatırımcılara güncel bilgiler sunması açısından önemlidir. Kısa süreli raporlar bilanço döneminden daha kısa süreleri ihtiva etmelidir. Ara bilançolar periyodik rapor olarak düşünülebilir. Şirketlerin her ay verdikleri katma değer beyannameleri, işçi sigorta primi beyannameleri gibi evrakın aydınlatmada, çalışan işçi sayısı, satışların tutarı ve alımların miktarı hakkında kamuoyuna bilgi verebilir. Anglo-Sakson ülkelerinde bilanço dönemleri üç ay iken bizde 1 yıldır. Ancak, taze ve olumlu bilgilerin yatırımcılara sağlanması açısından üç aylık bilanço dönemine geçilirse, kamuoyu aydınlanmasında önemli bir eksiklik tamamlanmış olacaktır<sup>204</sup>.

Yayınlanması zorunlu periyodik mali tablo ve raporların özelliklerini şu şekilde özetleyebiliriz<sup>205</sup>:

- i) “Periyodik mali tablo ve mali tablo dipnotları, şirketin gerçek finansal durumunu gösterecek şekilde hazırlanır ve kamuya açıklanır.**
- ii) Periyodik mali tablolar ve dipnotları mevcut mevzuat ve uluslar arası muhasebe standartları çerçevesinde hazırlanır ve uygulanan muhasebe politikaları mali tablo dipnotlarında yer alır.**
- iii) Periyodik mali tablolar mevcut mevzuat ve uluslar arası muhasebe standartları çerçevesinde, bağımsız denetim raporunda yer alan hususlar doğrultusunda düzeltilir.**
- iv) Periyodik mali tablo dipnotları şirketin; şarta bağlı olanlar dahil, tüm önemli bilanço dışı işlemlerini, yükümlülükleri ile gelecekteki finansal durumunda etki yaratabilecek faaliyet sonuçlarını,**

---

<sup>204</sup> Kara, a.g.e., s. 75.

<sup>205</sup> Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri, a.g.e., ss. 26-27.

likiditesini, yatırım harcamalarını, yatırım kaynaklarını ve gelir-gider kalemlerini etkileyebilecek konsolidasyon kapsamında olmayan diğer gerçek ve tüzel kişilerle ilişkilerini içerir.

v) Periyodik mali tablolar, şirket çalışanlarının, şirketin hisse senetlerinin edindirilmesi için geliştirilmiş hisse senedi bazlı ve/veya diğer sermaye piyasası araçlarının bazı tüm teşvik sistemleri hakkında bilgi içerir.

vi) Halka açık aracı kurumlar ve bankalar, bağımsız denetimden geçmiş periyodik mali tablo dipnotlarında, ilgili mevzuat uyarınca yapılması gereken standart açıklama ile birlikte, sermaye yeterliliği yükümlülüklerinin yorumuna ve özet bilgiye yer verir. Aracı kurumlar ve bankalar, ayrıca bağımsız denetimden geçmiş yıllık ve ara dönem sermaye yeterliliği tabloları ile sözkonusu tablolara ilişkin bağımsız denetim kuruluşu görüşüne kendi internet sitesinde yer verir”.

### **3.3.1.5.Özel Durumların Kamuya Açıklanması**

Sermaye Piyasası Kanunu ile getirilen düzenlemelerin başlıca amaçlarından biri, sermaye piyasasının açıklık ve dürüstlük içinde işleyişini sağlamaktır. Bu yüzden piyasada işlem yapanlara sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek “özel durumlar”ın zamanında bildirilmesi gerekir<sup>206</sup>. 2499 sayılı yasaya, 3794 sayılı yasanın 1 ve 16/A maddesiyle Kamunun Aydınlatılmasında Özel Durumlar başlığı eklenmiştir.

Bu amaçla yayınlanan tebliğde kamuyu aydınlatma ilkesi, “**kamunun sürekli aydınlatılması temelinde sermaye piyasasının açıklık ve dürüstlük içinde işleyişini sağlamak, birikim sahipleri, ortaklar ve diğer ilgililerin zamanında bilgilendirilmesini temin etmek amacıyla, sermaye piyasası**

---

<sup>206</sup> S.Ünal Şakar, Araçları, Kurumları ve İşleyişi İle Sermaye Piyasası, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları, Yayın No:1010, 1997, s. 26.



araçlarının değerini ve yatırım kararlarını etkileyebilecek önemli olay ve gelişmelerde kamuya açıklanacak özel durumları ve bunların açıklanma ilkelerini düzenlemektedir” şeklinde tanımlanmaktadır<sup>207</sup>.

### **3.3.1.5.1.Ortaklığın Sermaye Yapısına ve Yönetimin Kontrolüne İlişkin Değişiklikler<sup>208</sup>**

- i) “Sermaye yapısında, hisselerin sahip olduğu oy haklarında meydana gelen değişiklik veya sermaye piyasası mevzuatı uyarınca vekalet toplanması veya bir sözleşme nedeniyle veya sair yollarla yönetimin doğrudan veya dolaylı el değiştirmiş olması
- ii) Bir gerçek veya tüzel kişinin veya bu gerçek veya tüzel kişi ile birlikte hareket eden diğer gerçek veya tüzel kişilerin, ortaklıktaki toplam oy hakkının veya sermayenin %10 veya daha fazlasına sahip olması veya ortaklıktaki toplam oy hakkının veya sermaye payının %10'un altına düşmesi”

### **3.3.1.5.2.Duran Varlık Alımı, Satımı Veya Kiraya Verilmesi<sup>209</sup>**

- i) “Kamuya açıklanan son bilançodaki duran varlıkların toplam net değerinin en az %25'ine veya aktif toplamının en az %10'una ulaşan duran varlık satışları, alışları, kiraya verilmesi veya finansal kiralama şirketlerinden kiralanması hususlarının açıklanması
- ii) Duran varlıklarla ilgili işlemler işletmenin uzun süreli finansal yapısını etkiler. Genellikle özkaynaklar veya uzun süreli borçlanma ile finanse edilen duran varlık satışlarının nerede ve nasıl kullanılacağı konusunda paydaş bilgi sahibi olma olanağına kavuşacaktır. Aynı şekilde duran varlık satın alınması da paydaş

---

<sup>207</sup> Rodoplu, a.g.e., s. 31.

<sup>208</sup> Reha Tanör, **Türk Sermaye Piyasası:Halka Arz**, İstanbul:Beta Yayınları,2. Cilt, 2000

<sup>209</sup> Rodoplu, a.g.e., s. 33.

yakından ilgilendirmektedir. Şöyle ki; işletme yeni duran varlık satın alınmasıyla yeni yatırımlara gidebilir. Bunun sonucunda üretimi artan işletme yeni paydaşlar aramak zorunda kalabilir. Aktif toplamının %25 veya daha fazlası tutarında fizikî sabit varlık yatırım kararı alınması

iii) Şirketler halka açıldıkça, sayısı artan paydaşlar her zaman şirket yönetiminde görev alamadıklarından, profesyonel yöneticiler tarafından yönetilmekte. Yöneticilerin almış oldukları yatırım ve finansman kararları sonuçları yönünden paydaşların servetini etkilemekte, şirket yöneticilerinin zaman zaman paydaşların zararına olabilecek kararları da alma olasılığı bulunmaktadır”.

### **3.3.1.5.3.Ortaklığın Faaliyetlerine İlişkin Değişiklikler<sup>210</sup>**

- i) “Faaliyet konusunun değişmesi veya yeni konularda faaliyete başlanması,
- ii) Faaliyetlerin kısmen veya tamamen durdurulması veya imkânsız hale gelmesi,
- iii) Ortaklığın esas sözleşmesinde öngörülen süre ile ilgili karar alınması,
- iv) Ortaklığın aleyhine fesih davası açılması,
- v) Alacaklıların ortaklığın feshini dava etmesi,
- vi) Ortaklığın organizasyon yapısının değişmesi, merkezinin veya ana birimlerinin taşınması,
- vii) Malî yapısını etkileyecek derecede önemli bir dava açılması veya bu nitelikte bir davanın ortaklık tarafından üçüncü kişilere açılması,
- viii) İmtiyaz koşullarındaki değişiklikler, patent, lisans, know-how, teknolojik işbirliği gibi konularda anlaşmaların yapılması veya mevcutlarının bozulması, önemli ihale kazanılması,

---

<sup>210</sup> Şakar, a.g.e., ss. 27-28.

- ix) Ortaklık varlıklarının doğal afetler, yangın, su basması gibi nedenlerle zarar görmesi,
- x) Toplu sözleşme görüşmelerinin sonuçlanması, grev, lokavt kararının uygulamaya konulması veya kaldırılması,
- xi) Son bilançodaki işçi sayısının %20`sine ulaşan oranda işçi artış veya azalışlarının olması,
- xii) Mevsimlik ve olağan dalgalanmalar dışında kapasite kullanım oranlarındaki 20 puanlık uzun süreli değişikliklerin olması”.

#### **3.3.1.5.4.Ortaklığın Yatırımlarına İlişkin Değişiklikler**

Son bilançodaki net aktif toplamının %25 veya daha fazlası tutarında fizikî sabit sermaye yatırım kararının alınması, yatırım kararından vazgeçilmesi, yatırım kararının durdurulması, ertelenmesi veya bu yatırımla ilgili teşvik belgesi alınması veya belgenin iptali gibi durumlar kamuya duyurulmalıdır<sup>211</sup>.

#### **3.3.1.5.5.Ortaklığın Malî Yapısına İlişkin Değişiklikler<sup>212</sup>**

- i) “Kurul tebliğleri uyarınca kamuya açıklanan son bilançodaki aktif toplamının %10 veya daha fazlasına tekabül eden bir tutar için ortaklık aleyhine haciz veya rehnin paraya çevrilmesi yoluyla takibe başlanması, takibin sona ermesi, dava açılması veya davanın sonuçlanması,
- ii) Kurul tebliğleri uyarınca kamuya açıklanan son bilançodaki aktif toplamının %10`u veya daha fazlasına karşılık gelen borçlar için alacaklıların, birlikte veya münferiden, alacaklarının bir kısmından veya tamamından vazgeçmeleri veya vadelerini uzatmaları, ortaklığın konkordato mühleti isteminde bulunması,

<sup>211</sup> Şakar, a.g.e., s. 28.

<sup>212</sup> Tanör, 2.Cilt, a.g.e., ss. 220-221.

- konkordatonun onaylanması, reddedilmesi veya konkordatonun feshedilmesi veya ortaklığın iflasına karar verilmesi,
- iii) Kurul tebliğleri uyarınca kamuya açıklanan son bilançodaki aktif toplamının %10`u veya daha fazlasına tekabül eden alacakların muhasebe standartlarına ilişkin tebliğler çerçevesinde şüpheli hale gelmesi veya bu durumun ortadan kalkması,
- iv) Ortaklığın menkul kıymetlerinin yabancı ülkelerin borsalarına veya teşkilatlanmış diğer piyasalarına kote edilmesi veya kottan çıkarılması,
- v) Esas sermaye sistemindeki ortaklıklarda, ortaklık yönetim kurulunca, sermayenin artırılması veya azaltılması için genel kurula öneri götürülmesi kararı alınması,
- vi) Kayıtlı sermaye sistemine tabi ortaklıklarda yönetim kurulunun sermaye artırım kararı alması,
- vii) Sermayenin üçte ikisinin karşılıksız kaldığının anlaşılması, genel kurulun mevcut sermaye ile yetinmeye karar vermesi, ortaklığın aktiflerinin ortaklık borçlarını karşılamaya yetmediğinin anlaşılması,
- viii) Halka açık anonim ortaklıklarda temettü ödeme tarihlerinin belirlenmesi,
- ix) Kararlaştırılan sermaye artırımının tamamen veya kısmen gerçekleştirilememesi”.

### **3.3.1.5.6.İştirakler ve İş Ortaklıklarına İlişkin Değişiklikler<sup>213</sup>**

- i) “Son bilançodaki aktif toplamının en az %10`u oranında bir katılımda(iştirak) bulunulması veya satış bedeli aktif toplamının %10`unu aşan tutardaki katılımların elden çıkarılması veya başka bir şirketin sermayesinin veya toplam oy hakkının %10`u veya daha fazlasının elde edilmesi veya tutarı bu oranın altında

---

<sup>213</sup> Rodoplu, a.g.e., s. 35.

- kalmakla birlikte faaliyeti önemli ölçüde etkileyecek katılımında bulunulması veya katılımın elden çıkarılması,
- ii) Belki bir işin yürütülmesi için gerçek ve tüzel kişilerle iş ortaklığı kurulması”.

### **3.3.1.5.7.İdarî Konulara İlişkin Değişiklikler<sup>214</sup>**

- i) “Ortaklık yönetim kurulu başkan ve üyeleri ile denetçilerinin ibra edilmemesi veya genel kurul kararı ile aleyhlerine sorumluluk davası açılması veya genel kurul kararları aleyhine dava açılması veya yönetim kurulu kararları aleyhine Sermaye Piyasası Kanunu'nun 12'nci maddesi uyarınca dava açılması ve bu davalara ilişkin mahkeme kararlarının kesinleşmesi,
- ii) Yönetim kurulu başkan ve üyelerinin tepe yönetimde yetki ve sorumluluk taşıyan diğer kişilerin, sahtekârlık, emniyeti suistimal, hırsızlık, dolandırıcılık, hileli veya taksirli iflas gibi suçlardan mahkum olması,
- iii) Türk Ticaret Kanunu'nun 336'ncı maddesi uyarınca açılan davaların, yönetim kurulu üyelerinin aleyhine karara bağlanması”.

### **3.3.1.5.8.Diğer Değişiklikler<sup>215</sup>**

- i) “Hisse senetleri borsada işlem gören ortaklıkların yönetim kurulu başkan ve üyeleri, genel müdür ve yardımcıları ile sermayenin %10 veya daha fazlasına sahip ortakların ortaklık hisse senedi alış veya satışlarının toplamının, sermayenin %1'ine ulaşması,
- ii) Kurul'un muhasebe standartlarına ilişkin tebliğleri uyarınca ortaklığın kamuya açıklanan son malî tablosunda yer alan şarta bağlı olayların gerçekleşmesi,

---

<sup>214</sup> Rodoplu, a.g.e., s. 36.

<sup>215</sup> Tanör, 2. Cilt, a.g.e., s. 223.

- iii) Ortaklığın bağımsız denetlenmesini yürüten denetleme kuruluşunun, Kurul'un bağımsız dış denetlemeye ilişkin tebliği çerçevesinde çekilmesi veya denetleme sözleşmesinin feshedilmesi,
- iv) Yukarıda sayılmamakla birlikte, ortaklığın daha önce faaliyet raporu, malî tablo, malî tablo dipnotları, izahname veya başka yollarla kamuya açıkladığı bir durumda önemli bir değişikliğin ortaya çıkması”.

### **3.3.1.5.9. Diğer Özel Durumlar**

Diğer özel durumlar; olağanüstü fiyat hareketleri, doğrulama yükümlülüğü ve borsalarda büyük miktarlı hisse senedi satışlarıdır.

#### **3.3.1.5.9.1. Olağanüstü Fiyat Hareketleri**

Borsada işlem gören sermaye piyasası araçlarının fiyatlarında veya işlem miktarlarında olağanüstü değişiklikler meydana geldiğinde, bu durumun nedeni olan özel durumlar derhal kamuya açıklanmalıdır<sup>216</sup>.

#### **3.3.1.5.9.2. Doğrulama Yükümlülüğü**

Ortaklıklar hakkında, ortaklığa ait menkul kıymetlerin fiyatını veya yatırımcıların yatırım kararını etkileyebilecek birtakım haberler çıktığında, ortaklıkların bu haberlerin doğruluğu ile ilgili açıklama yapmaları zorunludur<sup>217</sup>.

#### **3.3.1.5.9.3. Borsalarda Büyük Miktarlı Hisse Senedi Satışları**

Hisse senetleri borsada işlem gören anonim ortaklıkların, dolaşımda bulunmayan hisse senetlerinin borsada satılması için gerekli işlemlere başlanması veya bu konuda bir aracı kuruluş ile anlaşma yapılması durumunda, satılacak hisse senedi, nominal tutarı ve satış dönemine ilişkin

---

<sup>216</sup> Şakar, a.g.e., s. 31.

<sup>217</sup> Şakar, a.g.e., s. 31.

bilgiler hissedar tarafından Kurul'a ve borsaya bildirilmek zorundadır. Bildirimin yapıldığı iş günü veya en geç bir sonraki iş günü ilgili hisse senetlerinin kurul kaydına alınması için Kurul'a başvurmak zorunludur<sup>218</sup>.

### **3.3.1.6.Denetim**

Kamuyu koruma amacına yönelik denetlemede makam, başbakan tarafından görevlendirilen devlet bakanı ve devlet bakanlığıdır. Ancak burada idarî bir denetimden söz edilmektedir. Piyasanın denetimi tamamen Sermaye Piyasası Kurulu'na bırakılmıştır<sup>219</sup>.

Bu yasa kapsamında, sermaye piyasası kurumlarının ve bireylerin işlem ve hesapları Kurulca görevlendirilen Kurul uzmanları tarafından denetlenir. Bu madde kapsamındaki kişi ve kurumlar, görevliler tarafından istenecek her türlü bilgiyi, işlem ve belgelerin örneklerini vermek ve durumu saptayan tutanakları imzalamak zorundadırlar<sup>220</sup>.

Sermaye Piyasası Kurulu'na Sermaye Piyasası Kanunu madde 22 e,f,g,h hükümlerine göre verilen görev ve yetkiler şunlardır<sup>221</sup>:

- i) “Kamuyu zamanında, yeterli ve doğru olarak aydınlatmak için gerekli kararların alınması,**
- ii) Şirketlerin malî tablo ve raporları ile bunların bağımsız denetimlerinin, izahname ve sirkülerin ve sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek önemli bilgilerin içeriğinin, standartlarının ve kamuya duyuruluş şeklinin belirlenmesi ve bu konuyla ilgili tebliğlerin yayınlanması,**

---

<sup>218</sup> Şakar, a.g.e., s. 31.

<sup>219</sup> Rodoplu, a.g.e., s. 37.

<sup>220</sup> Rodoplu, a.g.e., s. 37.

<sup>221</sup> Oğuz Kürşat Ünal, **Sermaye Piyasalarında Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, Ankara:Nobel Yayın Dağıtım, 1999, ss. 129-130.

- iii) Sermaye Piyasası Kanunu`na tâbi ihraççıların, 50`nci maddenin a bendi hükümleri çerçevesinde bankaların, sermaye piyasası kurumlarının ve borsalar ve teşkilatlanmış diğer piyasaların faaliyetlerinin bu kanuna, kurul yönetmelik, tebliğ ve kararlarına ve sermaye piyasaları ile ilgili diğer mevzuata uygunluğunun denetlenmesi,
- iv) Sermaye piyasası ile ilgili her türlü yayın, duyuru ve reklamların izahnamesi ve Kurul tarafından yanıtıcı bulunan duyuru ve reklamların yasaklanması,
- v) Kurul`a iletilen malî tablo ve raporların, bağımsız denetleme raporlarının incelenmesi ve gerekli görüldüğü takdirde ek bilgilerin istenmesi,
- vi) İnceleme sonuçlarına göre gerekli önlemlerin alınması,
- vii) Kamunun aydınlatılması işlevinin etkin bir şekilde gerçekleştirilmesini ve yatırımcının korunmasını sağlamak amacı ile;
- a) Halka açık anonim ortaklıkların sermaye ve yönetiminde kontrolü sağlamak amacıyla hisse senedi toplama girişiminde bulunulmasında,
- b) Genel kurullarda vekaleten oy kullanılmasında,
- c) Ortaklığın pay dağılımında meydana gelen önemli ölçüdeki değişikliklerde,
- d) Sermaye artırımlarında,
- e) Birleşme ve devirlerde,
- f) Menkul kıymetlerin değerini etkileyebilecek önemli olay ve gelişmelerin meydana geldiği durumlarda gerekli düzenlemelerin yapılması”.



### 3.3.1.7.Kamuyu Aydınlatmada Bağımsız Dış Denetim

**“Bağımsız dış denetim(independent external auditing); şirketlerin, bankaların, iktisadî kamu kuruluşlarının kendi iç bünyelerindeki denetim organlarının dışında, genel güven duyulan bağımsız kuruluşlar tarafından denetlenmesi ve düzenlenen raporların kamuya açıklanmasıdır”<sup>222</sup>**

Bağımsız dış denetimi yapılması istenen kuruluşların her birinin kendi bünyelerinde, yönetim kurulu denetçileri, muhasebe, büyük kuruluşlarda teftiş kurulları gibi denetim organları vardır. Ancak bu denetim organlarının hepsi bu kuruluşların bünyesinde çalışan ve dolayısıyla kuruluşla aralarında menfaat ilişkisi bulunan, bağımsız davranması her zaman mümkün olmayan organlardır. Bu nedenle bağımsız dış denetim gereklidir<sup>223</sup>.

Türk Sermaye Piyasası`nda dış denetim Sermaye Piyasası Kanunu ile gündeme gelmiştir. Sermaye Piyasası Kanunu`nun 16. maddesine göre; **“Sermaye Piyasası Kurulu, bilanço ile kâr ve zarar cetvelinin ilândan önce yönetmelikte tespit edilecek mercîlerce incelenerek tasdikini isteyebilir. Sermaye Piyasası Kurulu denetimindeki şirketler malî raporlarını Kurulu tarafından tespit olunacak şekil ve esaslar dahilinde düzenlemek zorundadırlar”<sup>224</sup>.**

---

<sup>222</sup> Karşlı, a.g.e., s. 471.

<sup>223</sup> Karşlı, a.g.e., s. 471.

<sup>224</sup> Kara, a.g.e., s. 79.

Bağımsız dış denetimin ilgililere sağladığı faydaları şu şekilde sıralayabiliriz<sup>225</sup>:

- i) Eğer bağımsız dış denetime tabi tutulan bir kamu kuruluşu ise, hükümet ve kamuoyunun, kuruluşun gerçek durumu ile ilgili bilgilendirilmesini sağlar,
- ii) Bankalar, gerek mevduat sahiplerine, gerek banka sektörünü düzenleyen kamu otoritesine, gerek hissedarlarına, gerek muhabirlerine durumlarını doğru şekilde açıklamalarını sağlar,
- iii) Vergi otoritesi, vergi mükelleflerinin denetimde uzmanlaşmış, güvenilir, bağımsız kuruluşlar eliyle etkin şekilde denetlenmesini sağlar,
- iv) Bankaların kredi talep eden şirketler ile ilgili daha sağlıklı bir şekilde karar almalarını sağlar,
- v) Yabancı sermayenin, yerli kuruluşlara yatırım yaparken daha sağlıklı ve doğru karar verebilmelerini sağlar,
- vi) Sermaye piyasasında menkul kıymetleri halka arz edilen veya ikincil piyasada işlem gören şirketlerin gerçek durumunun ilgililer tarafından öğrenilmesini sağlar.

“Sermaye Piyasasında Bağımsız Dış Denetlemeye İlişkin Yönetmelik”in 5. maddesine göre bağımsız dış denetimin en önemli işlevi, şirketin kendi organları tarafından hazırlanan malî tablo ve raporların gerçeği yansıtıp yansıtmadığının saptanmasıdır. Bağımsız dış denetlemeyi yapan yetkili mercii, bu denetim olumlu, olumsuz veya şartlı rapor verebilir. Verilen olumlu rapor sadece, şirketin kendisi bünyesinde hazırladığı malî tablo ve raporların 2499 sayılı yasaya uygun olduğu anlamına gelmektedir<sup>226</sup>.

---

<sup>225</sup> Karşlı, a.g.e., s. 471.

<sup>226</sup> Kara, a.g.e., s. 79.

“Sermaye Piyasasında Bağımsız Dış Denetleme Hakkındaki Yönetmelik”in 9. maddesinde bağımsız denetimi gerçekleştirecek kuruluş ve denetçilerin, bu görevi yerine getirebilmeleri için gereken nitelikler hükme bağlanmaktadır. Bu maddeye göre; **“bağımsız dış denetim kuruluşları en az 100 milyon lira sermayeli olacak ve bu sermayenin yarısının ödenmiş olması gerekecek, anonim şirket şeklinde kurulacak, hisseleri nama yazılı olacak ve sermayesinin en az %51`lik kısmı denetleme sorumluluğunu üstlenebilen yönetici ve denetçilere ait olacak, yönetim danışmanlığına ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde faaliyet gösterecek , donanım ve organizasyon biçimi denetleme işini yürütecek düzeyde bulunacak, ortaklık sözleşmesinin yönetmelik hükümlerine uygun olması gerekecektir. Bağımsız denetim kuruluşlarının üst düzey yöneticilerinin “hukuk, iktisat, maliye, muhasebe, işletmecilik veya banka” alanlarında en az üç yıllık yüksek öğrenim görmüş ve kendi alanlarında en az on yıl tecrübeli olmaları veya yabancı ülkelerden bağımsız denetim belgesi sahibi olmaları şartı vardır”<sup>227</sup>.**

Bağımsız denetçilerin bu görevi yapabilmeleri için, denetimle görevlendirildikleri şirketlerde bazı yetkilere sahip olmaları gereklidir. Bunlar yönetmeliğin 11. maddesinde şöyle sıralanmıştır<sup>228</sup>:

- i) **“Ortaklık veya yardımcı kuruluşların genel kurul toplantılarına katılmak ve bu toplantılarda istenildiği takdirde, denetleme faaliyetini ve sonuçlarını ilgilendiren konularda açıklamalarda bulunmak,**

---

<sup>227</sup> Kara, a.g.e., ss. 79-80.

<sup>228</sup> Karşlı, a.g.e., s. 476.

- ii) Denetleme sözleşmesinin feshi durumunda, feshi izleyen ilk genel kurula katılmak, gerekli görüldüğü takdirde, konuyla ilgili açıklamalar yapmak,
- iii) Denetlemeyi ilgilendiren tüm bilgileri ortaklık yöneticilerinden, iç denetçilerden ve diğer ilgililerden istemek,
- iv) Ortaklığın denetleme konularıyla ilgili tüm defter, kayıt ve belgelerini gizli olsalar dahi incelemek”.

Denetim kuruluşları ve bunların denetçilerinin sahip olması gereken özellikler olduğu gibi, bu kişi ve kuruluşlar için birtakım yasaklar da vardır. Buna göre; görevleriyle ilgili bazı yasaklar getirilmiştir denetledikleri ortaklıklar, yardımcı kuruluşlar ve iştirakleri ile borç-alacak ve ortaklık ilişkisi içinde bulunmaları, ticaret yapmaları, görevleri sırasında öğrendikleri bilgileri görevleri sırasında veya sonrasında üçüncü şahıslara açıklamaları, meslek ve meslek onuruyla bağdaşmayan faaliyetlerle uğraşmaları ve denetledikleri kuruluşlarda görev almaları yasaktır<sup>229</sup>.

### **3.3.1.8. Bilgi Edinme Hakkının Kamuyu Aydınlatma İlkesi İçindeki Yeri**

2003 yılında çıkarılan 4982 sayılı “Bilgi Edinme Hakkı Kanunu”(BEHK) ile, gerçek veya tüzel her kişinin bilgi edinme hakkına sahip olduğu, demokratik ve şeffaf yönetimin gereği olan eşitlik, tarafsızlık ve açıklık ilkelerine uygun olarak kişilerin bu hakkı kullanabilecekleri ifade edilmiş ve bu hakkın ne şekilde, hangi usuller çerçevesinde kullanılabileceği konusuna açıklık getirilmiştir. 2004 yılında da, bu Kanun’un uygulanmasına dair bir yönetmelik çıkarılmıştır. BEHK ile yapılan düzenlemeler, sadece

---

<sup>229</sup> Karşlı, a.g.e., s. 477.

kamu kurum ve kuruluşları ile kamu kurumu niteliğindeki meslek kuruluşlarına yapılacak bilgi edinme başvurularını kapsamaktadır. BEHK sadece kendisine başvuruda bulunan kurum veya kuruluşun elinde bulunan veya görevi dolayısıyla bulunması gereken bilgi veya belgelerle ilgili olmalıdır<sup>230</sup>.

Bilgi alma hakkı anonim ortaklık pay sahibine, pay sahipliği sıfatı dolayısıyla bireysel bir hak şeklinde, ayrıca ve özellikle tanınmıştır. Buna göre, pay sahibi bu hakkını genel kurulda, pay sahipliği haklarını bilinçli bir şekilde kullanabilmek ve menfaatlerini gerçekleştirebilmek amacıyla kullanır. Bu hakkını incelenmek üzere hazır tutulan belgeleri inceleyerek veya ayrıca soru sorarak veya inceleme talebinde bulunarak kullanır. Kamuyu aydınlatma ile bilgi edinme hakkı aynı şey değildir. İki kavramın muhatapları farklıdır. Kamuyu aydınlatma ile bilgi alma hakkı arasındaki farkı belirleyen kıstas, “işletme”, “ortaklık” ayrımıdır. Ortaklık ile işletme kavramları arasındaki ayrım ilgililerin tespitinde bir ayrımı da beraberinde getirir. Kamuyu aydınlatmada ilgililer, kamuyu aydınlatma ilkeleri çerçevesinde ve işletme hukuku kurallarına göre tespit edilir. Bilgi edinme hakkında ise, ilgililer, anonim şirketler hukuku hükümlerine göre ve pay sahipliği hakkı olmasına göre belirlenir. Kamuyu aydınlatma ile bilgi edinme hakkı arasındaki farkı bir diğer şekilde de ifade edebiliriz: Kamuyu aydınlatma, muhatabı konusunda bir ayrım yapılmayan, muhatabı herkes olan açık bilgi verme şeklindedir. Bilgi edinme hakkı ise, belirli kişi ve çevreyi bilgilendirmeyi amaçlayan geleneksel

---

<sup>230</sup> Veliye Yanlı, **Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması**, İstanbul:Beta Yayınları, 2005, ss. 171-172.

bilgi verme şeklidir. Kamuyu aydınlatma ile bilgi edinme hakkı arasındaki bir diğer önemli fark da; bilgi edinme hakkının, hak sahibine, eğer önüne sunulan bilgiler yeterli gelmezse, ayrıca soru sorabilme hakkını vermesidir<sup>231</sup>.

### **3.3.1.9.Kamunun Aydınlatılması Zorunluluğuna Uyulmamasının Sonuçları**

Tanör'e göre; Sermaye Piyasası Kanunu'nun, "kamunun aydınlatılmasında özel durumlar" başlığını taşıyan 16/A maddesinin cezai yaptırımını ilk bakışta, 47. maddenin C bendi hükmü uyarınca 5 milyardan 15 milyar TL.'ye kadar ağır para cezası olarak görünmekte; ancak bu kadar önemli bir konunun, bu derece hafif bir ceza ile geçiştirilmesi, yatırımcının korunması amacı ile örtüşmemektedir. Bu yüzden, sözkonusu maddenin ihlâli durumunda 47/C ile birlikte 47/A-3 maddesi de uygulanmalıdır<sup>232</sup>.

Kanun'un 47. maddesinin A bendinin 3. fıkrası şu şekilde öngörmektedir:

**“Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bilgi veren; haber yayan; yorum yapan ya da açıklamakla yükümlü oldukları bilgileri açıklamayan gerçek kişilerle tüzel kişilerin yetkilerinin ve bunlarla birlikte hareket edenler 2 yıldan 5 yıla kadar hapis ve 10 milyardan 25 milyar liraya kadar ağır para cezası ile cezalandırılırlar. Suçun işlenmesinde, bu bentte yazılı hallerden iki**

---

<sup>231</sup> Arslan Kaya, **Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı**, Ankara:Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2001, ss.29-31.

<sup>232</sup> Tanör, 2.Cilt, a.g.e., ss. 237-238.

veya daha fazlası birleşirse, hapis cezasının asgarî haddi 3, azami haddi 6 yıldır”<sup>233</sup>.

### **3.3.1.10.Kamuyu Aydınlatma Platformu**

Bir ülkede sermaye piyasasının, o ülkenin kalkınmasında önemli bir rolü vardır. Sermaye piyasasının ülke kalkınmasına katkısı ancak sermaye piyasasının etkin ve adil bir biçimde işlemesi ile dolayısıyla yatırımcıların bilgiye anında, her zaman ve her yerden erişim şansına sahip olması ile mümkündür. Bu amaçla, SPK ve İMKB tarafından ortaklaşa gerçekleştirilen Kamuyu Aydınlatma Platformu(KAP) oluşturulmuştur. **“KAP, sermaye piyasalarında işlem gören halka açık şirketlerin ve tüm aracı kuruluşların kamuyu aydınlatma amacı ile mali tablolarının, özel durum açıklamalarının ve diğer bildirimlerinin bilgisayar ağları üzerinden elektronik imza teknolojisi kullanılarak güvenli bir şekilde iletilmesini hedefleyen bir elektronik bilgi toplama ve yayın sistemidir”**<sup>234</sup>.

KAP ile İMKB`de işlem gören şirketler ve aracı kurumların, Kanun gereği, şirketlerinin mali durumları ve faaliyetleri hakkında yapmak zorunda oldukları bildirimler, internet üzerinden ve elektronik imzalı olarak güvenli bir şekilde Sermaye Piyasası Kurulu veritabanına gönderilmekte, kaydedilmekte ve kamuyu aydınlatma işlevini yerine getirmek üzere bir web sitesinden yayımlanmaktadır. KAP sistemini faydalarını şu şekilde sıralayabiliriz<sup>235</sup>:

---

<sup>233</sup> Sermaye Piyasası Kanunu ve İlgili Mevzuat, a.g.e., ss. 46-47.

<sup>234</sup> Kamuyu Aydınlatma Platformu, [http://www.spk.gov.tr/kap/eisis\\_genel\\_bilgi.html](http://www.spk.gov.tr/kap/eisis_genel_bilgi.html), (10/04/2006).

<sup>235</sup> Kamuyu Aydınlatma Platformu, a.g.e.

- i) **Güvenilirlik:** Bilgilerin faks veya posta yerine elektronik imza ile gönderilmesi verilerin güvenilirliğini sağlar,
- ii) **Bilgiye Ulaşma:** Yapılan açıklamaların tüm kullanıcılara eşzamanlı, güvenli ve hızlı bir şekilde ulaşmasını ve bu sayede içerden öğrenenlerin ticareti faaliyetlerinin azaltılmasını sağlar,
- iii) **Bilgide Etkinlik:** Kullanıcıların bilgiye daha hızlı ulaşmalarının yanında, bilgiye daha kullanılabilir ve etkin şekilde ulaşmalarını sağlar,
- iv) **Güncellik:** Şirketler hakkında yatırımcılar için önemli olan bilgileri içeren ve özel durum açıklamalarıyla otomatik olarak güncellenen “Şirket Genel Bilgi Formu” sayesinde, kullanıcıların en güncel bilgilere ulaşmasını sağlar,
- v) **Tam ve Yeterli Bilgi:** İlgililere tam ve sağlıklı yatırım kararları vermelerini sağlayacak bilgiler sunarak piyasanın açıklık ve dürüstlük içinde işleyişini sağlar,.
- vi) **Maliyetlerde azalma:** Kağıt, işgücü ve zaman maliyetlerinde büyük ölçüde azalma sağlar.

### 3.4.TÜRK SERMAYE PİYASASINDA İÇERDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİ

İçerden öğrenenlerin ticareti ve fiyat manipülasyonları hemen hemen bütün gelişmiş sermaye piyasalarında suç olarak tanımlanmakta ve cezai yaptırımlara bağlanmaktadır. Türk Sermaye Piyasası`nda bu konudaki ilk düzenleme 3794 sayılı Kanun ile yapılan değişikliklerle gerçekleştirilmiştir<sup>236</sup>.

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu`nda 1992 yılında 3794 sayılı Kanun ile yapılan değişikliklerle, yatırımcıların aleyhine haksız kazançlar sağlanan iki fiil, “fiyat manipülasyonları” ve “içerden öğrenenlerin ticareti”dir(insider trading) suç olarak tanımlanmış ve cezai yaptırıma bağlanmıştır. Cezai yaptırımlar belirlenirken, hapis cezalarının alanı sınırlı tutulmuş ve ekonomik suçlarda ekonomik cezalar ilkesinden hareketle, daha çok caydırıcı para cezaları öngörülmüştür. Suçun tekrarı halinde de, cezaların

---

<sup>236</sup> Tezcanlı, a.g.e., s. 165.



artırılacağı hükme bağlanmıştır. Konuyla ilgili suç duyurusunda bulunma yetkisi ise, Sermaye Piyasası Kurulu'na verilmiştir<sup>237</sup>.

3794 sayılı kanun ile Türk Sermaye Piyasası'nın uluslar arası gelişmiş piyasalarla uyumlaştırılması, bütünleşmesi ve rekabet edebilir duruma gelmesi amaçlanmıştır. Türk Sermaye Piyasası'nın istenilen seviyeye gelebilmesi için, yabancı sermayenin piyasaya çekilebilmesi, bunun için de piyasanın yabancı yatırımcılar için cazip hale getirilmesi sağlanmalıdır. Yabancı yatırımcılar yatırım kararı verirken, yatırım yapmayı düşündükleri piyasanın etkin ve adil bir piyasa olup olmadığına bakmaktadırlar. Bir piyasanın etkin ve adil olması ise, o piyasada bilgi akışındaki hız, şeffaflık ve bilgi edinebilme maliyetine bağlıdır. İçerden öğrenenlerin ticareti ve piyasa manipülasyonları gibi sermaye piyasası kurallarına aykırı faaliyetlerin yoğun olduğu, kamunun yeterli, doğru ve eksiksiz olarak aydınlatılmadığı, yatırımcının yeterince korunmadığı piyasalara güvenilemeyeceği için, yabancı yatırımcılar bu piyasalara yatırım yapmak istemeyeceklerdir. Türk Sermaye Piyasası'nda bağımsız denetleme kurumlarının varlığı ve etkin çalışmaları, piyasa mekanizmasına duyulan güveni artırıcı nitelik kazandırmaktadır<sup>238</sup>.

### **3.4.1.Sermaye Piyasası Kanununda İçerden Öğrenenlerin Ticaretiyle İlgili Hüküm**

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47. maddesinin A bendinin 1. fıkrasında içerden öğrenenlerin ticareti suçu şu şekilde tanımlanmıştır<sup>239</sup>:

**“Sermaye piyasası araçlarını 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.”**

<sup>237</sup> Veliye Yanlı, “Sermaye Piyasası Kanunu Açısında İçerden Öğrenenlerin Ticareti Suçu”, **Lebib Yalkın Mevzuat Dergisi**, Aralık, 2004, Sayı 12, s.31.

<sup>238</sup> Tezcanlı, a.g.e., s. 162.

<sup>239</sup> Sermaye Piyasası Kanunu ve İlgili Mevzuat, Ankara:Seçkin Yayıncılık, 2003, s. 46.

Bu tanıma göre, işlenen bir fiilin içerden öğrenenlerin ticareti suçu sayılabilmesi için aşağıdaki özelliklerin bulunması gereklidir<sup>240</sup>:

- i) Fiilde kullanılan bilgi, henüz kamuya açıklanmamış, aleniyet kazanmamış bilgi olmalıdır,
- ii) Kullanılan bilgi, açıklandığı zaman sermaye piyasası aracının fiyatında önemli değişikliklere neden olabilecek nitelikte olmalıdır,
- iii) Bilgiye sahip olan kişi, bu bilginin sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek ve henüz kamuya açıklanmamış bir bilgi olduğunu bilmelidir,
- iv) İlgili kişi, bu bilgiyi kendisine veya üçüncü şahıslara menfaat sağlamak amacıyla kullanmış olmalıdır,
- v) Elde edilen bilginin kullanımı ile fırsat eşitliğini bozacak şekilde kazanç elde edilmiş veya bir zarar bertaraf edilmiş olmalıdır.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47. maddesinin A(1) fıkrasında içeridekiler<sup>241</sup>:

**“11`inci madde kapsamındaki ihraççılarla sermaye piyasası kurumlarının veya bunlara bağlı veya bunlara hakim işletmelerin yönetim kurulu başkan ve üyeleri, yöneticileri, denetçiler, diğer personeli ve bunların dışında meslekleri veya görevlerini ifa etmeleri sırasında bilgi sahibi olabilecek durumda olanlarla, bunlarla temasları nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak bilgi sahibi olabilecek durumdaki kişiler”** şeklinde tanımlanmıştır.

Sermaye Piyasası Kanunu, içeridekilerin elde ettikleri bilgiler doğrultusunda işlem yapmasını yasaklamakta ve cezai müeyyidelere tabi tutmaktadır. Bu çerçevede, bir kişinin, kendi özel pozisyonu veya görevi dolayısıyla elde ettiği halka açıklanmamış, açıklandığında ilgili menkul kıymetlerin fiyatını etkileyecek nitelikteki bilgileri kullanarak menkul kıymet alım-satım işlemi yapması ve bu sayede kazanç sağlaması veya herhangi bir

---

<sup>240</sup> Yanlı, “Sermaye Piyasası Kanunu Açısından İçerden Öğrenenlerin Ticareti Suçu”, a.g.e., ss.32-33.

<sup>241</sup> Sermaye Piyasası Kanunu ve İlgili Mevzuat, a.g.e., s. 46.

zararı bertaraf etmesi içerden öğrenenlerin ticareti kapsamında değerlendirilmektedir<sup>242</sup>.

Sermaye piyasasının 47. maddesindeki suçları işleyen kişiler 2 yıldan 5 yıla kadar hapis ve 10 milyar liradan 25 milyar liraya kadar ağır para cezası ile çarptırılırlar<sup>243</sup>.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47. maddesi ile getirilen düzenlemelerin amaçları; piyasada bilgi etkinliğinin sağlanması, kişilerin çeşitli nedenlerle elde ettikleri, menkul kıymet fiyatlarını etkileyecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgiyi kullanarak kazanç elde etmesinin önlenmesi ve piyasalarda yanlış ve yanıltıcı bilgilerin yayılarak menkul kıymet fiyatlarında sunî değişikliklerin oluşmasının önlenmesidir<sup>244</sup>.

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47. maddesinin A bendinin 1. fıkrasında içerden öğrenenlerin suçu tanımlanırken, bu suçu işleyebilecek kişilerin kimler olduğu da kategorilere ayrılarak belirtilmektedir. Bu durumda bu fiil, belli nitelikteki kişiler tarafından işlendiğinde suç olarak kabul edilmektedir. Kanun'a göre, içerden öğrenenlerin ticareti suçunu işleyebilecek kategorideki kişiler, menkul kıymet fiyatını etkileyecek kamuya açıklanmamış bilgiye sahip olma olasılığı yüksek kişiler ile bu kişilerle bağlantısı olan kişilerdir. Manavgat'a göre; **“sözkonusu kategorilerdeki kişilerin, özellikleri nedeniyle, önemli bilgiye sahip olabilecekleri zımnen kabul edilmiştir. O halde kanun koyucunun bu varsayımına bağlı olarak, anılan kişilerin mamelekî yarar sağlarken ya da bir zararı bertaraf ederken, sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek kamuya açıklanmamış bilgiye dayalı olarak hareket ettiklerinin de ayrıca ispatlanması**

---

<sup>242</sup> Tezcanlı, a.g.k., s. 166.

<sup>243</sup> Sermaye Piyasası Kanunu ve ilgili Mevzuat, a.g.e., s. 47.

<sup>244</sup> Tezcanlı,a.g.e., s. 167.

**gerekmemeli, bu husus bir karine olarak kabul edilmelidir”<sup>245</sup>**. Kanun`da belirtilen içerden öğrenenler ticareti suçunu işleyebilecek kişiler üç kategoriye ayrılmıştır. Bunlar; statüye bağlı içerden öğrenenler, meslek veya görev ifasına bağlı içerden öğrenenler ve içerden öğrenenlerle ilişkisi nedeniyle bilgi sahibi olanlardır.

#### **3.4.1.1.Statüye Bağlı İçerden Öğrenenler**

Statüye bağlı içerden öğrenenler başlığı altında öncelikle statünün ilişkin olduğu ortaklıklardan, bir başka deyişle statünün kaynağından, daha sonra ise statüye bağlı içerden öğrenen şahısların kimler olabileceğinden bahsedilecektir.

##### **3.4.1.1.1.Statünün İlişkin Olduğu Ortaklıklar**

Sermaye Piyasası Kanunu`nun 47. maddesinin A bendinin 1. fıkrasında sayılan statülerdeki kişiler, belli kurum veya kuruluşlara mensup oldukları için içerden öğrenen kapsamına alınmaktadırlar. Bu kurum veya kuruluşlar; ihraççılar, sermaye piyasası kurumları, bunlara bağlı veya hakim işletmelerdir. İhraççıların yetkililerinin statüye bağlı içerden öğrenen kategorisine alınması doğaldır. Çünkü ilgili menkul kıymetin fiyatını etkileyebilecek bilginin kaynağı genellikle ihraççıdır. Bu durumda ihraççıların yetkilileri ve personeli doğal olarak statüye bağlı içerden öğrenen kategorisinde yer almaktadır. Sermaye piyasası kurumları ise, bilginin kaynağını oluşturmaz, fakat faaliyet alanları dolayısıyla sermaye piyasası kurumlarının menkul kıymet fiyatlarını etkileyebilecek bilgilere ulaşma olasılıkları yüksektir. Bu yüzden sermaye piyasası kurumlarının yetkilileri ve

---

<sup>245</sup> Çağlar Manavgat, “Türk Hukukunda “İçerden Öğrenen” Kavramı”, **Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi**; Cilt XIX, Sayı 4, Ankara, 1998, ss. 185-186.

personeli statüye bağı içerden öğrenen kapsamındadır. Bu kurumlar; aracı kurumlar, bağımsız denetim kuruluşları, yatırım danışmanlığı ve portföy yönetim kuruluşlarıdır<sup>246</sup>.

#### **3.4.1.1.2.Yönetim Kurulu Üyeleri ve Denetçileri**

Yönetim kurulu üyeleri, içerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili yasal düzenlemelerin varolduğı hemen her ülkede içerden öğrenen kapsamına alınmıştır. Çünkü yönetim kurulu üyeleri şirketlerin karar alma organında yer aldıkları için menkul kıymet fiyatlarını etkileyebilecek bilgiye ulaşması en kolay gruptur. Ayrıca şirket hissedarlarına karşı özen ve sadakat borcu altındadırlar. Bu nedenle, statüye bağı içerden öğrenen kategorisinde yer almaları çok doğaldır<sup>247</sup>.

Denetçiler de, içerden öğrenen kategorisine dahil edilmişlerdir. Ancak Manavgat`a göre; **“TTK hükümleriyle denetçilere verilen yetki ve görevler, sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek nitelikte bilgiye ulaşmalarının olağan olmadığını ortaya koymaktadır. Uygulamada anonim ortaklık denetçilerinin pasif konumları, bu olguyu desteklemektedir. Özellikle halka açık anonim ortaklıklarda, TTK hükümleriyle belirlenen rejim içerisinde sağlıklı bir denetim yapılamayacağı göz önüne alınırsa, varılan bu sonuç daha da belirginleşmektedir. Yönetimde karar alma sürecine katılmayan, amaca uygun bir denetim de yapamayan ortaklık denetçilerinin, fiyat**

---

<sup>246</sup> Manavgat, a.g.e., ss. 187-188.

<sup>247</sup> Manavgat, a.g.e., s. 188.

**hassasiyeti olan bilgiye sahip olmadıklarını kanıtlamaları güç olmayacaktır”<sup>248</sup>.**

#### **3.4.1.1.3.Yöneticiler ve Diğer Personel**

Yönetim kurulu üyeleri gibi, ortaklığın yönetim kademelerinde yer alan diğer görevlilerin de, menkul kıymet fiyatını etkileyebilecek bilgiye ulaşma olasılığı yüksektir. Bu yüzden statüye bağlı içerden öğrenen kapsamına alınmışlardır. Ancak her yöneticinin bilgiye ulaşma olasılığı aynı değildir. Kimi yöneticiler buldukları pozisyon itibariyle menkul kıymet fiyatını etkileyebilecek bilgiye rahatlıkla ulaşabilirken, kimi yöneticilerin bulunduğu pozisyon, menkul kıymet fiyatını etkileyebilecek bilgiye ulaşabilmeleri için elverişli değildir. Manavgat`a göre; **“Kanun`da yöneticilerin yanı sıra “diğer personel” de içerden öğrenen kategorisine sokulduğundan, yöneticiler arasındaki ayrımın pratik önemi kalmamıştır”<sup>249</sup>.**

#### **3.4.1.1.4.Büyük Hissedarlar**

Sermaye Piyasası Kanunu`nun 47. maddesinin A bendinin 1. fıkrasında hissedarlar, ayrı bir içerden öğrenen kategorisi olarak açıkça yer almamaktadır. Halbuki yabancı ülkelerin içerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili yasal düzenlemelerinde hissedarlar da içerden öğrenen grubu içerisinde değerlendirilmektedir. Tüm hissedarlar olmasa bile, ortaklık içerisinde sahip olduğu hisse oranı yüksek olan hissedarların içerden öğrenen kategorisinde yer alması yerinde olacaktır. Büyük hissedarlar da en az yönetim kurulu

---

<sup>248</sup> Manavgat, a.g.e., ss. 189.

<sup>249</sup> Manavgat, a.g.e., ss. 189.

üyeleri ve yöneticiler kadar menkul kıymet fiyatını etkileyecek bilgiye ulaşma avantajını ellerinde bulundurmaktadırlar<sup>250</sup>.

Türk mevzuatında büyük hissedar sayılabilmek için ne miktarda hisse senedine sahip olmak gerektiği belirtilmemiştir. Ancak SP Kurulu'nun Seri IV, Sayı I numaralı tebliğin 2'nci maddesinin 1'inci fıkrasında, halka açık anonim şirketlerde, şirket sermayesinin %10 ya da daha fazlasına sahip olan hissedarların isimlerinin(ünvanlarının) şirketteki hisse oranının ve tutarlarının SP Kurulu'na bir beyanname ile bildirilmesi gerektiği ifade edilmektedir<sup>251</sup>.

#### **3.4.1.2.Meslek Veya Görev İfasına Bağlı İçerden Öğrenenler**

Sermaye Piyasası Kanunu m.47.A.1. hükmünde içerden öğrenen şahısların kimler olabileceği belirlenirken, “meslekleri veya görevlerini ifa etmeleri sırasında bilgi sahibi olabilecek durumda olanlar” şeklinde bir kategori oluşturulmuştur. Buna göre “mesleklerini veya görevlerini ifa etmeleri sırasında bilgi sahibi olabilecek durumda olanlar”, diğer yasal koşullar oluştuğunda içerden öğrenen sıfatını kazanacaklardır<sup>252</sup>.

Buradaki en önemli tartışma noktası, mesleğin veya görevin, kamuya açıklanmamış önemli bilgiye ulaşma elverişliliğinin aranıp aranmayacağıdır. Manavgat'a göre Kanun'da; **“içerden öğrenen sıfatının kazanılabilmesi için, bilgi sahibi olmaya elverişli bir konuma sahip olmak aranmıştır. Esasen aksine bir tercih sözkonusu olsaydı, meslek veya görev ifası sırasında bilgi sahibi olmak ya da her ne suretle olursa olsun bilgiye ulaşmak yeterli görülürdü. Bu değerlendirme çerçevesinde, görevini**

<sup>250</sup> Manavgat, a.g.e., ss. 191.

<sup>251</sup> Turanboy, a.g.e., ss. 136-137.

<sup>252</sup> Manavgat, a.g.e., ss. 192.

yerine getirirken tesadüfen bilgiye ulaşan, bu bilgiye ulaşmasıyla görevi arasında fonksiyonel bağlantı kurulamayan kişiler, örneğin işyerini temizlerken tesadüfen önemli bir evrakı okuyan ve bilgi sahibi olan temizlik görevlisi içerden öğrenen sayılamayacaktır”<sup>253</sup>. Bu gruptaki içerden öğrenen kişilere örnek olarak avukatlar, bağımsız dış denetçiler veya SP Kurulu uzmanları verilebilir.

#### **3.4.1.3.İçerden Öğrenenlerle İlişkisi Nedeniyle Bilgi Sahibi Olanlar**

SP. Kanunu m.47.A.1. hükmünde belirtilen üçüncü grup içerden öğrenen, statüye bağlı içerden öğrenenler veya meslek veya görev ifasına bağlı içerden öğrenenler ile temasları nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak bilgi sahibi olabilecek durumdaki kişilerdir. Statüye bağlı içerden öğrenenler ve meslek veya görev ifasına bağlı içerden öğrenenler bilgiyi birinci elden öğrendikleri için birinci dereceden içerden öğrenenler olarak adlandırılmaktadır. İçerden öğrenenlerle ilişkisi nedeniyle bilgi sahibi olanlar ise, bilgiye ikinci elden ulaştıkları için ikinci dereceden içerden öğrenenler olarak da adlandırılmaktadırlar. İkincil içerden grubu, zincirleme olarak birbirinden bilgi alan birçok kişinin içerden öğrenen sayılmasına elverişlidir. Bu nedenle içerden öğrenenle ilişkilerinin, bilgiyi alma fiilinin maddî ve manevî unsurlarının objektif ölçütlere bağlanarak zincirin belli bir noktada kesilmesi zorunludur<sup>254</sup>.

---

<sup>253</sup> Manavgat, a.g.e., ss. 194-195.

<sup>254</sup> Manavgat, a.g.e., ss. 195-196.



### **3.4.2.İçerden Öğrenenlerin Ticaretine Uygulanabilecek Diğer Yasal Hükümler**

Sermaye Piyasası Kanunu`nda, doğrudan içerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili olmamasına rağmen, dolaylı olarak konuyla ilgili bazı hukukî hükümler içeren maddeler yer almaktadır. Bu maddelerde yer alan hükümler daha çok kamuyu aydınlatma ilkesiyle ilgilidir<sup>255</sup>.

Madde 1: Sermaye Piyasası Kanununa göre<sup>256</sup>;

**“Bu Kanun`un konusu, tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadî kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak amacıyla; sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını düzenlemek ve denetlemektir.”**

Sermaye Piyasası Kanunu madde 1`de belirtildiği üzere; Kanun`un esası, güvenli, açık ve kararlılık içerisinde çalışmasını sağlamaktır. Sermaye piyasasının, ekonominin gelişmesinde önemli payı vardır. Ancak bu, etkin ve adil bir piyasa ile mümkün olmaktadır. Bunun için yatırımcının hak ve çıkarlarının korunması gerekir. Tasarruf sahipleri ellerindeki fonu, değişik yatırım araçlarında değerlendirebilmektedirler. Tasarruf sahiplerinin sermaye piyasasına yatırım yapmaları için piyasaya olan güvenlerinin sağlanması ve bu güvenin sürdürülmesi gerekmektedir. Güvenin sağlanması ise, kamunun doğru, eksiksiz ve zamanında bilgilendirilmesine bağlıdır<sup>257</sup>.

---

<sup>255</sup> Tezcanlı, a.g.e., ss. 168-171.

<sup>256</sup> Sermaye Piyasası Kanunu ve İlgili Mevzuat, a.g.e., s. 5.

<sup>257</sup> Tezcanlı, a.g.e., s. 168.

Madde 4: Sermaye Piyasası Kanununa göre<sup>258</sup>;

**“İhraç veya halka arz olunacak sermaye piyasası araçlarının Kurul`a kaydettirilmesi zorunludur.**

**Genel ve katma bütçeli idareler ve T.C. Merkez Bankasına ihraç olunacak sermaye piyasası araçlarının Kurul`a kaydettirilmesi zorunlu değildir. Ancak bu ihraçlar hakkında Kurul`a bilgi verilir.**

**Sermayesi paylara bölünmüş komandit ortaklıkların hisse senetleri halka arz yoluyla satılamaz.”**

Sermaye Piyasası Kanunu`nun 4. maddesinde halka açılmalarda sermaye piyasası enstrümanlarının Kurul`a kaydı ele alınmıştır<sup>259</sup>.

Madde 5: Sermaye Piyasası Kanununa göre<sup>260</sup>;

**“Kurul`a kayıt başvurusuna Kurul`ca belirlenecek bilgi ve belgeler eklenir.**

**Belgeler ve açıklamalardaki eksikliklerin Kurul tarafından belirlenecek bir sürede tamamlanması zorunludur. Noksanlıkları bu süre içinde tamamlanmayan başvurular düşer.**

**İncelemeler sonucunda açıklamaların yeterli olmadığı ve gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmayarak halkın istismarına yol açacağı**

---

<sup>258</sup> Sermaye Piyasası Kanunu ve İlgili Mevzuat, a.g.e., s. 7.

<sup>259</sup> Tezcanlı, a.g.e., s. 168.

<sup>260</sup> Sermaye Piyasası Kanunu ve İlgili Mevzuat, a.g.e., s. 7.

sonucuna varılırsa, gerekçe gösterilerek, başvuru konusu sermaye piyasası aracının Kurul kaydına alınmasından imtina edilebilir.

**Başvurular en çok otuz gün içinde sonuçlandırılır. Eksikliklerin tamamlanması için verilen süreler hesaba katılmaz.”**

Madde 5`te halka arzlarda kamuyu aydınlatma ilkesindeki standartlar belirlenmektedir. Buna göre, Kurul tarafından belirlenen ve istenilen bilgi ve belgelerin Kurul kaydına alınması için ilgili başvuru dönemi içerisinde eksikliklerin tamamlanması ve Kurul`a sunulması öngörülmektedir<sup>261</sup>.

Madde 6: Sermaye Piyasası Kanununa göre<sup>262</sup>;

**“Sermaye piyasası araçlarının halka arzında açıklanacak bilgiler izahnamede yer alır. İzahnamede bulunması gereken bilgiler Kurul tarafından belirlenir. Sermaye piyasası araçlarının Kurul kaydına alınmasından sonra izahname ticaret siciline tescil ve ilan edilir. Halkın sermaye piyasası araçlarını satın almaya daveti sirküler ile yapılır. Yayımlanacak sirküler ve ilanların esasları Kurul tarafından belirlenir.**

**İlanlar ve açıklamalar gerçeğe uymayan abartılmış veya yanıltıcı bilgileri içermeyeceği gibi Kurul kaydına alınmanın resmî bir teminat olarak yorumlanmasına yol açacak açık veya dolaylı bir ifade taşıyamaz. Kurul, yanıltıcı nitelikte gördüğü reklamları yasaklar.”**

---

<sup>261</sup> Tezcanlı, a.g.e., ss. 168-169.

<sup>262</sup> Sermaye Piyasası Kanunu ve İlgili Mevzuat, a.g.e., s. 8.

SP Kanunu madde 6`da halka arzın nasıl gerçekleştirileceği ile ilgili esaslar yer almaktadır. Buna göre, halka arzlarda açıklanması gereken bilgiler izahnamede yer alır. Halkın sermaye piyasası aracını satın almaya daveti sirküler ile yapılır. İzahname ve sirklerdeki açıklamaların yetersiz kalması ve gerçeği yansıtmaması durumunda, yatırımcılar yanıltılmış ve istismar edilmiş olacaktır. Bu nedenle Kurul kaydına alınan sermaye piyasası araçlarında, kayda alınmanın resmî bir teminat olduğu yorumuna yol açacak herhangi bir açıklama veya anlam taşıyan ifade kullanılamaz. Yanıltıcı ve yanlış yönlendirici nitelikteki reklamlar da Kurul tarafından yasaklanabilmektedir<sup>263</sup>.

Madde 7: Sermaye Piyasası Kanununa göre<sup>264</sup>;

**“Sermaye piyasası araçlarının halka satışı izahnamede gösterilen esaslar ve belirlenen satış süresi dahilinde yapılır. Kurul, pay sahiplerinin ve yatırımcıların haklarını korumak amacıyla, sermaye piyasası araçlarının halka arz ve satışının gerektiğinde satın alma taahhüdü ile birlikte aracı kuruluşlar aracılığıyla yapılmasını sermaye artırımlarına kullanılmayan rüçhan haklarına tekabül eden payların piyasa değerinin, nominal değerinin üzerinde olması halinde; bunların primle fiyattan satılmasını isteyebilir.**

---

<sup>263</sup> Tezcanlı, a.g.e., s. 169.

<sup>264</sup> Sermaye Piyasası Kanunu ve İlgili Mevzuat, a.g.e., ss. 8-9.

**İzahname ve sirküler, aracı kuruluşlar ile ihraççılar tarafından müştereken imzalanır. Bu belgelerde yer alan bilgilerin gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmasından ihraççılar sorumludur. Ancak, kendilerinden beklenen özeni göstermeyen aracı kuruluşlara da zararın ihraççılara tazmin ettirilemeyen kısmı için müracaat edilir.**

**Halka arz yoluyla satılan hisse senedi bedellerinin tam olarak nakden ödenmesi şarttır. Kurul, satış süresi içinde satılmayan payların kendileri tarafından tamamen satın alınacağı ve bedellerinin ödeneceğinin kurucular, pay sahipleri veya aracı kuruluşlar arasında Kurul'ca belirlenenler tarafından ortaklığa karşı taahhüt edilmesini ister. Bu taahhüt, süre sonunda satılmayan payların kurucular, pay sahipleri veya aracı kuruluşlar tarafından satın alınıp bedellerinin nakden ödenmesini de kapsar.**

**Sermaye piyasası araçlarının satış esnasında alıcıya teslimi şarttır; ancak esas sermaye sistemini kabul etmiş anonim ortaklıklar, sermaye artırımının tescilini takip eden en geç otuz gün içinde hisse senetlerini alıcılara teslim ederler. Nama yazılı hisse senetleri için bu süre doksan gündür. Kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş anonim ortaklıklarda hisse senetlerinin satış esnasında alıcıya tesliminden itibaren pay sahipliği hakkı kazanılır ve bu halde Türk Ticaret Kanununun 395'inci maddesinin3'üncü cümlesi ile 412'nci maddesi hükümleri uygulanmaz. Satışı yapılan hisse senetleri dışındaki sermaye piyasası araçlarının satış sırasında alıcıya teslimi şarttır.**

**Kurul sermaye piyasası araçlarının halka satışında, küçük tasarruf sahiplerinin bunları almalarını kolaylaştırıcı, hak ve yararlarını koruyucu tedbirlerin alınmasını ortaklıktan ve satışı yapanlardan isteyebilir. Kurul, halka arzlarda dağılımı en fazla sağlayacak ve dağıtımda küçük tasarruf sahiplerinin öncelikle satın almasını temin edecek düzenlemeler yapmaya yetkilidir.”**

Kanun'un 7. maddesi sermaye piyasası araçlarının halka satışı ile ilgilidir. Bu madde ihraççılara ve aracılık yapanlara izahname ve aydınlatmaya ilişkin diğer dökümanlarda yer alan bilgilerin doğru ve gerçeği yansıtan nitelikte olması sorumluluğunu yüklemektedir. İhraç eden kuruluşlar, bu belgeler içerisinde yer alan bilgilerin kesin ve doğruyu yansıtır olmaları bakımından sorumludurlar. Aracı kuruluşlar, ihraççıların kayıplarının bir kısmını karşılamayabilir. Bu nedenle, birincil piyasa tamamiyle Sermaye Piyasası Kanunu'nda düzenlenmiştir<sup>265</sup>.

Madde 10: Sermaye Piyasası Kanununa göre<sup>266</sup>;

**“İzahname ile halka açıklanan konulardaki değişikliklerin, ilgili ihraççılarca en geç on gün içinde Kurul'a bildirilmesi zorunludur.**

**Bildirimin şekil ve esasları Kurul tarafından belirlenir.**

**Değişiklikler 6. maddede belirtilen esaslara göre ilan edilir.”**

---

<sup>265</sup> Tezcanlı, a.g.e., ss. 169-170.

<sup>266</sup> Sermaye Piyasası Kanunu ve İlgili Mevzuat, a.g.e., ss. 9-10.

İzahname ile halka açıklanması gerekli bilgilerde daha sonra herhangi bir değişiklik olursa, bu durumda ihraççı kuruluşlar, değişiklikten Sermaye Piyasası Kurulu`nu en geç on gün içerisinde haberdar etmek zorundadır<sup>267</sup>.

Madde 16: Sermaye Piyasası Kanununa göre<sup>268</sup>;

**“İhraççılar ve sermaye piyasası kurumları, konsolide olanlar dahil kamuya açıklanacak veya gerektiğinde Kurul`ca istenecek malî tablo, rapor ve bilgileri tespit olunacak şekil ve esaslara, genel kabul görmüş muhasebe kavram, ilke ve standartlarına uymak suretiyle düzenlemekle yükümlüdürler.**

**İhraççılar ve sermaye piyasası kurumları düzenleyecekleri malî tablolardan Kurul`ca belirlenenleri daha önce kurulmuş ve bu Kanunun 22`nci maddesinin (d) bendi uyarınca kurulan bağımsız denetleme kuruluşlarına, bilgilerin doğruluk ve gerçeği dürüst bir biçimde yansıtma ilkesine uygunluğu bakımından inceleyerek bir rapor almak zorundadırlar.**

**Kurul, halka arzda, kayıtlı sermaye sistemine geçişte, bu Kanun kapsamındaki anonim ortaklık ve sermaye piyasası kurumlarının tasfiyesi, devri, birleşmesi ve nevî değistirmelerinde bağımsız denetim raporu isteyebilir.**

---

<sup>267</sup> Tezcanlı, a.g.e., s. 170.

<sup>268</sup> Sermaye Piyasası Kanunu ve İlgili Mevzuat, a.g.e., ss. 17-18.

**Bağımsız denetleme kuruluşları, denetledikleri malî tablo ve raporlara ilişkin olarak hazırladıkları raporlardaki yanlış ve yanıltıcı bilgi ve kanaatler nedeniyle doğabilecek zararlardan hukuken sorumludurlar.**

**Kurul`ca düzenlenmesi öngörülen malî tablo ve raporlar ile, bağımsız denetlemeye tabi olunması durumunda bağımsız denetim raporu Kurul`ca belirlenen usul ve esaslar dahilinde Kurul`a gönderilir ve kamuya duyurulur.”**

Madde 16 ile ihraççı ve sermaye piyasası kurumlarının muhasebe standartları, finansal tablolar ile raporlarının hazırlanması ve açıklanmasıyla, bağımsız denetim kuruluşlarının fonksiyonlarını yerine getirmesi düzenlenmektedir. Finansal tablo ve raporlar, Kurul tarafından tespit edilen formda hazırlanarak bağımsız denetimin gerektirdiği prosedüre uygun olarak Kurul`a ve İMKB, ye zamanında gönderilmek durumundadır<sup>269</sup>.

### **3.4.3.Yeni Sermaye Piyasası Kanun Tasarısı Taslağı**

Türk Sermaye Piyasası`nda tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadî kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamaya yönelik olarak, sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını ve tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını düzenlemek ve denetlemek amacıyla, 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, 30.7.1981 tarih ve 17416 sayılı Resmî Gazetede yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Türk Sermaye Piyasası`ndaki gelişmelere paralel olarak Sermaye

---

<sup>269</sup> Tezcanlı, a.g.e., ss. 170-171.



Piyasası Kanunu`nda gerekli değişiklikler yapılmıştır. 13.5.1992 tarihinde 21227 sayılı Resmî Gazetede yayımlanarak yürürlüğe giren 29.4.1992 tarih ve 3794 sayılı Kanun ve 18.12.1999 tarihinde 23910 sayılı Resmî Gazetede yayımlanarak yürürlüğe giren 4487 sayılı Kanun ile pek çok köklü değişiklik getirilmiştir.

Son yıllarda yaşanan gelişmeler doğrultusunda, piyasanın Avrupa Birliği normlarına uyumlaştırılmasını ve uluslararası piyasalara entegrasyonunu sağlamak, yatırımcıların korunması anlayışının daha etkin hale getirilmesi, sektörün gelişiminin desteklenmesi ve mevzuat engellerinin kaldırılması gibi konular önem kazanmıştır. Bu amaçla Sermaye Piyasası Kurulu tarafından Yeni Sermaye Piyasası Kanun Tasarısı Taslağı hazırlanmıştır.

Yeni Sermaye Piyasası Kanun Tasarısı Taslağı`nda, temel olarak, halka açık anonim ortaklıklar, sermaye piyasasında işlem gören araçlar, aracı kurumlar ve sermaye piyasası faaliyetleri, yatırım fonu ve yatırım ortaklıkları, borsalar ve meslek kuruluşları, Yatırımcıları Koruma Fonu ve piyasada mevzuata aykırı hareket edilmesi halinde uygulanan tedbirler ve cezai sorumlulukla ilgili olarak cezaların etkinliğinin artırılması konularında köklü değişiklikler öngörülmektedir.<sup>270</sup>

---

<sup>270</sup>cc "Yeni Sermaye Piyasası Kanun Tasarısı Taslağı Hakkında Genel Açıklamalar", <http://www.spk.gov.tr/#>, (10/04/2006)

### **3.4.3.1.İçerden Öğrenenlerin Ticaretine İlişkin Mevcut Hüküm İçin Önerilen Yasal Değişiklik**

İçerden öğrenenlerin ticareti suçu, 2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu`nda 47. madde ile düzenlenmektedir. Yeni Sermaye Piyasası Kanun Tasarısı`nda içerden öğrenenlerin ticareti suçu madde 64 ile düzenlenmektedir.

Madde 64 aşağıdaki taslakta aşağıdaki gibi hazırlanmıştır:

**Madde 64: “Borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören finansal araçlarla veya finansal araçların ihraççısıyla doğrudan ya da dolaylı olarak ilişkili bulunan ve sözkonusu finansal araçların veya ilgili türev araçların fiyatını etkileyebilecek henüz kamuya açıklanmamış, nitelikli bilgi içeriden öğrenilen bilgidir.**

**Mala dayalı türev araçlarla ilgili olarak ise; borsalarda veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören türev araçlarla doğrudan veya dolaylı olarak ilişkili bulunan, henüz kamuya açıklanmamış ve türev araçların işlem gördüğü piyasalarda işlem yapanların, kabul görmüş piyasa uygulamaları uyarınca bilmeleri gereken, nitelikli bilgi içeriden öğrenilen bilgidir.**

**Kamuya açıklanmış olması durumunda ilişkili olduğu finansal aracın fiyatını etkileyebilecek nitelikteki müşteri emirlerine ilişkin bilgiler de, bu emirleri yerine getirmekle sorumlu olan kişiler açısından içerden öğrenilen bilgi niteliğindedir.**

**İçerden öğrenilen bilgiyi kullanarak ilgili finansal araçları kendisi veya üçüncü kişi hesabına doğrudan ya da dolaylı olarak almak veya satmak ya da almaya veya satmaya teşebbüs etmek, sözkonusu bilgiyi iş, meslek, görev yükümlülüğü halleri dışında üçüncü kişilere aktarmak, bu bilgiye dayalı olarak üçüncü kişileri ilgili sermaye piyasası aracını alıp satmaya yönlendirmek içerden öğrenenlerin ticaretidir.**

**İçerden öğrenenlerin ticaretini işleyen 12`nci madde kapsamındaki ihraççılar, sermaye piyasası kurumları veya bunlara bağlı veya bunlara hakim işletmelerin yönetim kurulu başkan ve üyeleri, yöneticileri, denetçileri, diğer personeli, ortakları ve bunların dışında işleri, meslekleri veya görevlerini ifa etmeleri sırasında veya cezai yaptırım gerektiren bir fiil nedeniyle bilgi sahibi olan gerçek kişiler ile, tüzel kişilerin işlem yapma kararını veren yetkilileri, sahip oldukları bilginin içeriden öğrenilen bilgi olduğunu bilen veya bilmesi gereken diğer gerçek veya tüzel kişiler 2 yıldan 7 yıla kadar hapis ve 50.000 YTL`den 125.000 YTL`ye kadar ağır para cezası ile cezalandırılırlar”<sup>271</sup>.**

---

<sup>271</sup> “Yeni Sermaye Piyasası Kanun Tasarısı Taslağı”, <http://www.spk.gov.tr/#>, 10/04/2006

**Tablo 2: Yeni Sermaye Piyasası Kanun Tasarısı Taslağı ile Mevcut Yasal Düzenlemenin Karşılaştırılması**

<b>2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu</b>	<b>Yeni Sermaye Piyasası Kanun Tasarısı Taslağı</b>
<b>Madde 47</b>	<b>Madde 64</b>
Sermaye piyasası tabiri kullanılmış.	Borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalar tabiri kullanılmış.
Sermaye piyasası araçları ifadesi kullanılmış. Sermaye piyasası araçları; menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçlarıdır.	Borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören finansal araçlar tabiri kullanılmış. Sermaye piyasasında işlem gören araçlar konusunda üst kavram olarak finansal araçlar kavramına geçilmektedir. Finansal araçlar; menkul kıymetler, yatırım fonu katılma payları, türev araçlar ve para piyasası araçlarıdır. 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda “menkul kıymetler ve diğer sermaye piyasası araçları” iadesi kullanılmıştır. Taslakta ise, “diğer sermaye piyasası araçları”nın neler olduğu tek tek belirtilmektedir.
Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek,	Finansal araçların veya ilgili türev araçların fiyatını etkileyebilecek henüz kamuya

<p>henüz kamuya açıklanmamış bilgi içeriden öğrenilen bilgi olarak tanımlanmıştır.</p>	<p>açıklanmamış, nitelikli bilgi içeriden öğrenilen bilgi olarak tanımlanmıştır.</p> <p>İçeriden öğrenilen bilginin kapsamı genişletilmiştir. Sadece finansal araçla değil, finansal aracın ihraççısıyla ilgili ve finansal aracın değerini etkileyebilecek bilgi de içeriden öğrenilen bilgi olarak kabul edilmiştir. 2499 sayılı Sermaye Piyasası kanunu`nda türev araçlar tanıma dahil edilmemiştir. Yeni yasa tasarısında türev araçlar da yasa kapsamına alınmıştır.</p> <p>Mala dayalı türev araçlarla ilgili olarak ise; borsalarda veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem gören türev araçlarla doğrudan veya dolaylı olarak ilişkili bulunan, henüz kamuya açıklanmamış ve türev araçların işlem gördüğü piyasalarda işlem yapanların, kabul görmüş piyasa uygulamaları uyarınca bilmeleri gereken, nitelikli bilgi içeriden öğrenilen bilgi olarak tanımlanmıştır. Böylece mala dayalı türev araçlar da yasa kapsamına alınmaktadır.</p> <p>Kamuya açıklanmış olması durumunda</p>
--	---

	<p>ilişkili olduğu finansal aracın fiyatını etkileyebilecek nitelikteki müşteri emirlerine ilişkin bilgiler de, bu emirleri yerine getirmekle sorumlu olan kişiler açısından içerden öğrenilen bilgi olarak tanımlanmaktadır. Böylece aracı kurumlar da içerden öğrenenlerin ticaretinden doğrudan sorumlu tutulmaktadır. Müşteri emirlerini alan brokerlar, bu emirlerden içeriden öğrenilen bilgiyi elde edebilirler. Bu kişiler de bu bilgiyi kendi veya başkaları adına kullanmalarından dolayı sorumlu tutulabilecek ve içerden öğrenenlerin ticareti suçundan yargılanabileceklerdir.</p>
<p>Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri kendisine veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacıyla kullanarak, sermaye piyasasında işlem yapanlar</p>	<p>İçerden öğrenilen bilgiyi kullanarak ilgili finansal araçları kendisi veya üçüncü kişi hesabına doğrudan ya da dolaylı olarak almak ya da satmak ya da almaya ya da satmaya teşebbüs etmek, sözkonusu bilgiyi iş, meslek, görev yükümlülüğü halleri dışında üçüncü kişilere aktarmak, bu bilgiye dayalı olarak üçüncü kişileri ilgili sermaye</p>

<p>arasındaki fırsat eşitliğini bozacak şekilde mameleki yarar sağlamak veya bir zararı bertaraf etmek içerden öğrenenlerin ticaretidir.</p>	<p>piyasa aracını alıp satmaya yönlendirmek içerden öğrenenlerin ticaretidir. Böylelikle içerden öğrenenlerin ticareti suçunun kapsamı genişletilmiştir. Bilgiyi kullanmak kavramı genişletilerek almak ya da satmak terimi kullanılmıştır. Sadece almak veya satmak değil, içeriden öğrenilen bilgiyi kullanarak ilgili finansal aracı almaya veya satmaya teşebbüs etmek dahi suç kabul edilmektedir. Üçüncü kişileri ilgili finansal aracı almaya veya satmaya yönlendirmek de suç kapsamına alınmaktadır. Böylece aracı kurumlarda çalışan yatırım danışmanları da suç kapsamına alınmaktadır.</p>
<p>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 meslekleri veya görevlerini ifa</p>	<p>İçerden öğrenenlerin ticaretini işleyen 12'nci madde kapsamındaki ihraççılar, sermaye piyasası kurumları veya bunlara bağlı veya bunlara hakim işletmelerin yönetim kurulu başkan ve üyeleri, yöneticileri, denetçileri, diğer personeli, ortakları ve bunların dışında işleri, meslekleri veya görevlerini ifa etmeleri sırasında veya cezai yaptırım gerektiren bir fiil nedeniyle bilgi sahibi olan gerçek kişiler</p>

<p>etmeleri sırasında bilgi sahibi olabilecek durumda olanlarla, bunlarla temasları nedeniyle doğrudan veya dolaylı olarak bilgi sahibi olabilecek durumundaki kişiler içeridekiler olarak tanımlanmıştır.</p>	<p>ile, tüzel kişilerin işlem yapma kararını veren yetkilileri, sahip oldukları bilginin içeriden öğrenilen bilgi olduğunu bilen veya bilmesi gereken diğer gerçek veya tüzel kişiler içeridekiler olarak tanımlanmaktadır. Madde 12 kapsamındaki ihraççılar denilmektedir. 2499 sayılı Kanun'un 11. maddesinde ortak sayısı 250'yi aşan anonim ortaklıklar halka arz olunmuş sayılmaktadır. Madde 12 ile ortak sayısı 500'ü aşan anonim ortaklıklar halka arz olunmuş sayılmaktadır.</p> <p>2499 sayılı Kanun'da "ortaklar" içeridekiler olarak sayılmamaktadır. Yeni yasa tasarısı ile ortaklar da açık bir şekilde içeridekiler olarak tanımlanmaktadır.</p> <p>Yeni yasa tasarısında içeriden öğrenilen bilginin ne şekilde öğrenildiği de önemlidir ve suç kapsamına alınmaktadır. Bilgiyi ediniş şekli cezai bir yaptırım gerektiren kişiler de içeridekiler kapsamına alınmaktadır. Yani sadece anlaşmalı olarak içerideki bir kişiden bilgi alan değil, başka bir suç işleyerek bu bilgiye ulaşan kişi de içeridekiler kapsamına</p>
--	--



	<p>alınmaktadır.</p> <p>Tüzel kişilerin işlem yapmaya karar veren yetkilileri de içeridekiler kapsamına alınmaktadır.</p> <p>“Sahip oldukları bilginin içeriden öğrenilen bilgi olduğunu bilen veya bilmesi gereken gerçek veya tüzel kişiler” ibaresi kullanılmaktadır. Bu durumda içeriden öğrenenlerin ticareti suçuyla suçlanan kişinin bu bilginin içeriden öğrenilen bilgi olduğunu bilmediğini iddia etmesi, kişiyi bu suçtan kurtaramayacaktır. Pozisyonuna bakılacaktır. Pozisyonu gereği bu bilginin içeriden öğrenilen bilgi olduğunu bilmesi gerektiği kanaati oluşursa, içeridekiler kapsamında yer alacaktır.</p>
<p>İçerden öğrenenlerin ticareti suçunun cezai yaptırımını 2 yıldan 5 yıla kadar hapis ve 10 milyar liradan 25 milyar liraya kadar ağır para cezasıdır.</p>	<p>Tasarıda içerden öğrenenlerin ticareti suçunun kapsamı artırıldığı gibi, cezai yaptırımında da artırıma gidilmektedir. Bu suçu işleyenler için 2 yıldan 7 yıla kadar hapis ve 50.000 YTL`den 125.000 YTL`ye kadar para cezası öngörülmektedir. Para cezası 5 katına çıkarılmış, hapis cezasının ise</p>

	üst sınırı artırılmıştır.
“Bilgi” kavramı kullanılmıştır.	Bilginin özelliğini vurgulamak için “nitelikli bilgi” kavramı kullanılmıştır.

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu'nun web sayfasındaki “Yeni Sermaye Piyasası Kanun Tasarısı Taslağı” metni kullanılarak tarafımızdan hazırlanmıştır. (URL: <http://www.spk.gov.tr/#> , 10/04/2006)

#### **3.4.4.Türkiye`de Sermaye Piyasası Kurulu Tarafından Yapılan Suç Duyuruları ve Açılan Davalar İçerisinde İçerden Öğrenenlerin Ticareti**

Türkiye`de Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yapılan suç duyuruları ve açılan kamu davalarını incelediğimizde, içerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili çok az sayıda dava açılmış olduğunu görmekteyiz.

Aşağıdaki tabloda 2000-2004 yılları arasında Kurul tarafından yapılan suç duyurularını konularına ve yargılama aşamasına göre dağılımını görmekteyiz:

**Tablo 3:** 2000-2005 Yılları Arasında Yapılan Suç Duyuruları ve Açılan Davaların Konularına ve Yargılama Aşamalarına Göre Dağılımı

Yıllar	Suç Duyurusu Sayısı	Konularına Göre Dağılımı			Yargılama Aşamalarına Göre Dağılımı		
		İçerden Öğrenenlerin Ticareti	Manipülasyon	Diğer	Savcılık İncelemesinde	Yargılaması Devam Eden	Karara Bağlanan
2000	103	0	22	81	7	56	40
2001	120	1	79	40	6	33	81
2002	124	1	78	45	41	40	43
2003	160	1	95	64	3	127	30
2004	127	2	80	45	24	97	6
2005	65	1	38	26	40	23	2
<b>TOPLAM</b>	<b>699</b>	<b>6</b>	<b>392</b>	<b>301</b>	<b>121</b>	<b>376</b>	<b>202</b>

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2002, 2003, 2004 ve 2005 Yılı Faaliyet Raporlarından alınan veriler kullanılarak tarafımızdan hazırlanmıştır.

(URL : [http://www.spk.gov.tr/yayinlar/faaliyetraporu/2002\\_faaliyet\\_rapor.pdf](http://www.spk.gov.tr/yayinlar/faaliyetraporu/2002_faaliyet_rapor.pdf) ,

[http://www.spk.gov.tr/yayinlar/faaliyetraporu/2003\\_faaliyet\\_rapor.pdf](http://www.spk.gov.tr/yayinlar/faaliyetraporu/2003_faaliyet_rapor.pdf) ,

[http://www.spk.gov.tr/yayinlar/faaliyetraporu/2004\\_faaliyet\\_rapor.pdf](http://www.spk.gov.tr/yayinlar/faaliyetraporu/2004_faaliyet_rapor.pdf) ,

[http://www.spk.gov.tr/yayinlar/faaliyetraporu/2002\\_faaliyet\\_rapor.pdf](http://www.spk.gov.tr/yayinlar/faaliyetraporu/2002_faaliyet_rapor.pdf) , 12/05/2006)

Yukarıdaki tabloda da görüldüğü üzere; 2000-2004 yılları arası içerden öğrenenlerin ticareti suçuna ilişkin olarak çok az sayıda dava açılmıştır. Ancak manipülasyon suçuna ilişkin davaların sayısı oldukça fazladır.

2000-2005 yılları arasında manipülasyon suçuna ilişkin toplam 392 dava açılmışken, içerden öğrenenlerin ticareti suçuna ilişkin toplam sadece 6 dava açılmıştır. Bu davaların 1`inde beraat, 1`inde erteleme kararı verilmiş, diğer 4 davada ise yargılama halen devam etmektedir.

Aşağıdaki tabloda yıllar itibariyle içerden öğrenenlerin ticareti suçuna ilişkin yapılan suç duyuruları ve açılan davaların yargılama aşamalarını görmekteyiz:

**Tablo 4:** 1994-2005 Arası İçerden Öğrenenlerin Ticaretine İlişkin Suç Duyuruları ve Açılan Kamu Davalarının Yargılama Aşamaları

YILLAR	SUÇ DUYURUSU	YARGILAMA AŞAMALARI					
		ZAMANAŞIMI	TAKİPSİZLİK	ERTELEME	BERAAT	MAHKUMİYET	YARGILAMA SÜRÜYOR
1994	1	-	-	-	1	-	-
1995	5	1	-	1	2	1	-
1996	-	-	-	-	-	--	-
1997	1	-	-	-	1	-	-
1998	1	-	-	1	-	-	-
1999	-	-	-	-	-	-	-
2000	-	-	-	-	-	-	-
2001	1	-	-	-	1	-	-
2002	1	-	-	1	-	-	-
2003	1	-	-	-	-	-	1
2004	2	-	1	-	-	-	-
2005	1	-	-	-	-	-	-
<b>TOPLAM</b>	<b>14</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>1</b>	<b>1</b>

**Kaynak:** Sermaye Piyasası Kurulu'nun internet sayfasındaki "Suç Duyuruları ve Ceza Davaları" adlı dosyadaki veriler kullanılarak tarafımızdan hazırlanmıştır.

(URL : <http://www.spk.gov.tr/hid/hid.htm?tur=succeza> , 12/05/2006)

Tablo 4'te görüldüğü üzere içerden öğrenenlerin ticareti ile ilgili son 12 yıl içinde toplam 14 suç duyurusu yapılmıştır. Bu suç duyurularının 2 tanesi hakkında dava açılmamış(2004 yılında yapılan iki suç duyurusundan biri ve

2005 yılında yapılan suç duyurusu), diğerleri hakkında dava açılmıştır. Bu davaların sadece 1 tanesinde mahkumiyet kararı verilmiştir.

### **3.4.5.İçerden Öğrenenlerin Ticareti Suçunun Benzer Suçlarla Karşılaştırılması**

İçerden öğrenenlerin ticareti suçunun benzer suçlarla karşılaştırılması kapsamında; güveni kötüye kullanma suçu,ticarî sır, bankacılık sırrı veya müşteri sırrı niteliğindeki bilgi ve belgelerin açıklanması suçu ve verileri hukuka aykırı olarak verme veya ele geçirme suçu ile karşılaştırma yapılacaktır.

#### **3.4.5.1.İçerden Öğrenenlerin Ticareti Suçu ve Güveni Kötüye Kullanma Suçu**

Güveni kötüye kullanma suçunda kişilerin mülkiyet ve malvarlığının korunması amaçlanmaktadır. İçerden öğrenenlerin ticaretinde ise, sermaye piyasalarında fırsat eşitliğinin korunması amaçlanmaktadır. İçerden öğrenenlerin ticareti suçunda kişilerin şirketle doğrudan bağlantısı olması şart değildir. Güveni kötüye kullanmada ise, mülkiyet hakkına sahip kişi ile bu suçu işleyen kişi arasında bir sözleşme ilişkisi olması gerekir. Güveni kötüye kullanma suçunda kişiye bir malın emanet edilmiş olması gerekir. İçerden öğrenenlerin ticaretinde ise böyle bir şart yoktur<sup>272</sup>.

---

<sup>272</sup> Hamide Tacir, “Sermaye Piyasalarında İçerden öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyon Suçları”, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, T.C. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Hukuk Anabilim Dalı, İstanbul, 2005, s. 41.

### **3.4.5.2.İçerden Öğrenenlerin ticareti Suçu ve Manipülasyon Suçu**

Manipülasyonlar, işlem bazlı manipülasyonlar ve bilgi bazlı manipülasyonlar olmak üzere ikiye ayrılır. İşlem bazlı manipülasyon ile içerden öğrenenlerin ticareti arasındaki ayrım gizli bilginin kullanılıp kullanılmamasına göre yapılır. İçerden öğrenenlerin ticaretinde gizli bir bilginin kullanılması gerekir. İşlem bazlı manipülasyonda ise,böyle bir bilginin var olması şart değildir. İçerden öğrenenlerin ticareti ile bilgi bazlı manipülasyon arasındaki fark ise, bilginin doğruluğu ile ilgilidir. İçerden öğrenenlerin ticaretinde kullanılan bilgi doğru bir bilgidir. Bilgi bazlı manipülasyonda ise, piyasaya yayılan bilgi, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bir bilgidir<sup>273</sup>.

### **3.4.5.3.İçerden Öğrenenlerin Ticareti ve Ticarî Sır, Bankacılık Sırrı veya Müşteri Sırrı Niteliğindeki Bilgi veya Belgelerin Açıklanması Suçu**

Sözkonusu suçta, gizli bilgilerin kamuya açıklanması yasaklanmaktadır. İçerden öğrenenlerin ticaretinde ise, gizli bilginin menfaat sağlamak amacıyla kullanılması sözkonusudur. Her iki suçta da maddî konu sır niteliğindeki bilgidir. Ancak birinde kullanılması yasaklanırken, diğerinde kamuya açıklanması yasaklanmaktadır<sup>274</sup>.

---

<sup>273</sup> Tacir, a.g.e., s. 42.

<sup>274</sup> Tacir, a.g.e., s. 43.



## SONUÇ

İçerden öğrenenlerin ticaretinin serbest bırakılması gerektiğini düşünenler olsa da, içerden öğrenenlerin ticareti bir suçtur ve önleminin alınması gerekir.

İçerden öğrenenlerin ticareti en başta şirket sahip ve ortaklarına karşı güvenin suistimal edilmesidir. Kişi, kendi çıkarları için şirketle ilgili gizli bilgileri kullanmış ve haksız kazanç elde etmiştir. Öncelikle şirket sahiplerine karşı görevini yerine getirmemiştir. İkinci olarak diğer piyasa katılımcılarına haksızlık etmiştir. Ayrıcalıklı bilgiyi kullanarak haksız kazanç elde etmiştir. Onların bilmediği fakat kendisinin bilgiye dayalı olarak menkul kıymet işlemi yapmış ve kâr elde etmiş veya olası bir zarardan kurtulmuştur. Bu, diğer piyasa katılımcılarına haksızlıktır. Bu yüzden içerden öğrenenlerin ticaretinin önlenmesi gerekmektedir. Bunun için de yasal düzenlemeler yapılmalıdır. Eğer mevcut yasalar yeterli gelmiyorsa, yeni yasalar hazırlanmalıdır.

Ancak burada önemli bir nokta var: Yalnızca yasaların varlığı yetmez. Bunların uygulanması gereklidir. Kişilerin içerden öğrenenlerin ticaretinin yapıldığına ilişkin şüpheleri varsa, yasal yollara başvurulmalıdır. Yasanın varlığı değil ne kadar uygulanabilir olduğu önemlidir. Bunun için de denetim kurumlarının dikkatli ve titiz bir biçimde şirketlerden gelen raporları incelemeleri ve suç unsuru teşkil edebilecek herhangi bir terslik görürlerse yasal süreci başlatmaları gerekir. Ancak yasaların kesin bir şekilde uygulanması ve hatta yasaların katılaştırılması ile içerden öğrenenlerin ticareti suçunun önüne geçilebilir.

## YARARLANILAN KAYNAKLAR

### KİTAPLAR

Apak, Sudi. **Sermaye Piyasaları ve Borsa**, Eskişehir:Bilim Teknik Yayınevi, 1995

Bebczuk, Ricardo N. **Asymmetric Information in Financial Markets**, United Kingdom:Cambridge University Press, 2003

Carlton, Dennis, W. Daniel R. Fischel. “The Regulation of Insider Trading”, **Economic Analysis of The Law**, Ed. Donald A. Wittman, United Kingdom:Blackwell Publishing, 2003

Civan, Mehmet. **Türk Sermaye Piyasasındaki Son Gelişmeler**, Ankara: Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, 1994

Kabaalioğlu, Haluk A.. **Sermaye Piyasasında Kamuyu Aydınlatma İlkesi**, İstanbul, 1985

Kara, Şinasi. **Sermaye Piyasası**, İstanbul:Doyuran Matbaası, 1990

Karlı, Muharrem. **Sermaye Piyasası, Borsa, Menkul Kıymetler**, İstanbul: Beta Yayınları, 1989

Kaya, Arslan. **Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı**, Ankara:Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, 2001

Küçüksözen, Cemal. **Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması:Türk Sermaye Piyasasının Bu Açıdan Değerlendirilmesi**, Ankara:SPK Yayınları, Yayın no:131, 1999

Langevoort, Donald C.. **Insider Trading:Regulation Enforcement and Prevention**, Securities Law Series, New York:Clark Boardman Callaghan, 1995

Macey, Jonathan R.. **Insider Trading(Economics, Politics and Policy)**, Washington:American Enterprise Institute, 1991

Rodoplu, Gültekin. **Türkiye`de Sermaye Piyasası ve İşlemleri**, İstanbul:Marmara Üniversitesi Nihad Sayar Eğitim Vakfı Yayınları, Yayın no:459-692, 1993

Sarıkamış, Cevat. **Sermaye Pazarları**, İstanbul:Fatih Matbaası, 1998

**Sermaye Piyasası Kanunu ve İlgili Mevzuat**, Ankara:Seçkin Yayıncılık, 2003

Seyhun, H. Nejat. **Investment Intelligence from Insider Trading**, London:The MTI Press, 1998

Spencer, Peter D.. **The Structure and Regulation of Financial Markets**, New York:Oxford University Press, 2000, s. 13

Şakar, S.Ünal. **Araçları, Kurumları ve İşleyişi İle Sermaye Piyasası**, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi Yayınları, Yayın No:1010, 1997

Tanör , Reha. **Türk Sermaye Piyasası:Taraflar**, İstanbul:Beta Yayınları, 1.Cilt, 1999

Tanör, Reha. **Türk Sermaye Piyasası:Halka Arz**, İstanbul:Beta Yayınları, 2. Cilt, 2000

**Tezcanlı**, Meral Varış. İçerden öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyonlar, **İstanbul:İMKB Yayınları, 1996**

Turanboy, Asuman. **Insider Muameleleri(Şirkete Ait Bilgilerin Haksız Kullanımı)**, Ankara, 1990

Ünal, Oğuz Kürşat. **Sermaye Piyasalarında Halka Açık Anonim Ortaklıklar**, Ankara:Nobel Yayın Dağıtım, 1999

Wegen, Gerhard, Heinz-Dieter Assmann. **Insider Trading IN Western Europe Current Status**, Londra:Graham&Trotman Limite, 1994

Yanlı, Veliye. **Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması**, İstanbul:Beta Yayınları, 2005

## **MAKALELER**

Abdolmohammadi, Mohammad, Jahangir Sultan. “Ethical Reasoning and The Use of Insider Information”, **Journal of Business Ethics**, Sayı 37, 2002

Aktan, Can. “Rant Kollama”, <http://www.canaktan.org/din-ahlak/ahlak/rant-kollama/turleri.htm> , (23/09/2005)

Asubel, Lawrence M.. “Insider Trading in a Rational Expectations Economy”, **The American Economic Review**, Aralık, Sayı 80, 1990, s. 1022-1041

Baydoğan, Barkan. “Asimetrik Bilgi ve Sürecinde Repütasyonun Önemi”, **Ekonomistler Bülteni**, Kasım, 2005

Beams, Joseph D., Robert M. Brown, Larry N. Killough. “An Experiment Testing The Determinants of Non-compliance With Insider Trading Laws”, **Journal of Business Ethics**, Sayı 45, Dordrecht, 2003

Bhattacharya, Uptal, Hazem Daouk. “The World Price of Insider Trading”, [http://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Teaching/BA453\\_2005/BD\\_The\\_world.pdf](http://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Teaching/BA453_2005/BD_The_world.pdf), 15/11/2005

Corrigan, Louis. “Insider Trading: A Misappropriated Theory”, <http://www.fool.com/Rogue/1997/Rogue970703.htm> , 13/04/2006

Demir, Osman, Salih Barışık. “Türkiye`de Finansal İstikrarı Tehdit Eden Sorunlar ve Çözüm Arayışı”, [http://iibf.karaelmas.edu.tr/bolumler/iktisat/akademikkadro/politikasi/salih\\_barisik.html](http://iibf.karaelmas.edu.tr/bolumler/iktisat/akademikkadro/politikasi/salih_barisik.html), 23/04/2006

Duman, Koray. “Finansal Kriz ve Bankacılık Sektörünün Yeniden Yapılandırılması”, **Akdeniz Üniversitesi İktisadî ve İdarî Birimler Fakültesi Dergisi**, Sayı 4, 2002

Ercan, Metin. “İçerden Öğrenmenin Dayanılmaz Hafifliği”,  
<http://www.radikal.com.tr/haber.php?haberno=109083> , 07/09/2005

Evranos, Furkan. “Bankacılık Sektöründe Regülasyon Gerekli midir?”,  
<http://www.haberzade.com/index.php?link=yazaroku.php&yaziid=39>,  
10/10/2005

Fishman, Michael J.. “Insider Trading and The Efficiency of Stock Prices”,  
**The Rand Journal of Economics**, Sayı 23, 1992, s. 106-122

Givoly, Dan, Dan Palmon. “Insider Trading and the Exploitation of Inside Information: Some Empirical Evidence”, **The Journal of Business**, Ocak, Sayı 58, 1985, s. 69-87

Haddock, David D.. “Insider Trading”,  
<http://www.econlib.org/library/Enc/InsiderTrading.html>, 10/10/2005

“In Defense of Insider Trading”,  
[http://arbyte.us/essays/Defense\\_of\\_Insider\\_Trading.html](http://arbyte.us/essays/Defense_of_Insider_Trading.html), 11/04/2006

“Insider Trading”, <http://www.business.uiuc.edu/broker/pdf/insider.pdf> ,  
10/03/2006

“Insider Trading”,  
<http://management.about.com/cs/businessethics/a/Insidertrade702.htm>,  
10/10/2005

“Insider Trading”, <http://www.sec.gov/answers/insider.htm>, 05/10/2005

“Insider Trading:Information on Bounties”,

<http://www.sec.gov/divisions/enforce/insider.htm>, 15/04/2006

Irons, John. “Nobel Prize for Asymmetric Information”,

[http://www.argmax.com/mt\\_blog/archive/000289.php](http://www.argmax.com/mt_blog/archive/000289.php); 04/09/2005

Jaffe, Jeffrey F.. “Special Information and Insider Trading”, **The Journal of Business**, Temmuz, Sayı 47, 1974, s. 410-428

Karahan, Özcan. “Bilgi ve İletişim Teknolojilerindeki Gelişmelerin Finansal Piyasa Üzerine Etkileri”,

[http://www.bilgiyonetimi.org/cm/pages/mkl\\_gos.php?nt=256](http://www.bilgiyonetimi.org/cm/pages/mkl_gos.php?nt=256), 05/10/2005

Karasioğlu, Fehmi. “İçerden öğrenenler Ticareti(Insider Trading) ve Türkiye`de Muhasebenin Yatırımcılara Bilgi Sağlama Sorumluluğu”,

[http://www.bilgiyonetimi.org/cm/pages/mkl\\_gos.php?nt=488](http://www.bilgiyonetimi.org/cm/pages/mkl_gos.php?nt=488), 15/09/2005

Karasioğlu, Fehmi. “Kamunun Aydınlatılması Açısından Finansal Bilgi Kaynakları ve Bağımsız Denetim Fonksiyonu”,

[http://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Teaching/BA453\\_2005/BD\\_The\\_world.pdf](http://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Teaching/BA453_2005/BD_The_world.pdf), 15/09/2005

Manavgat, Çağlar. “Türk Hukukunda “İçerden Öğrenen” Kavramı”, **Banka ve Ticaret Hukuku Dergisi**; Cilt XIX, Sayı 4, Ankara, 1998

Müslümov, Alövsat. “Para Piyasaları, Ekonomik Krizler ve Bilgi:Türkiye Örneği”, [http://www.bilgiyonetimi.org/cm/pages/mkl\\_gos.php?nt=152](http://www.bilgiyonetimi.org/cm/pages/mkl_gos.php?nt=152), 17/04/2006

Özden, Mehmet. “Profesyonel Meslek Birlikleri”, Ankara:Rekabet Kurumu, 2004, <http://www.rekabet.gov.tr/word/tezler/mehmetozden.doc>, 20/04/2006

Rasmussen, Hannah. “Insider Trading”, [http://economics.about.com/cs/finance/a/insider\\_trading.htm](http://economics.about.com/cs/finance/a/insider_trading.htm) , 11/04/2006

Rosser, J. Barkley. “A Nobel Prize for Asymmetric Information:The Economic Contributions of George Akerlof, Michael Spence and Joseph Stiglitz”, <http://cob.jmu.edu/rosserjb/Nobel%20Prize.%20Akerlof-Spence-Stiglitz.doc>, 15/05/2006

Sarıkaya, Murat. “Asimetrik Bilgi Çerçevesinde Müzayedeler”, **C.Ü. İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt 3, Sayı 2, 2002

**Sarısu, Ayhan. “İçerden Öğrenenlerin Ticareti ve İş Ahlâkı”, Dünya Gazetesi, 22.09.2000**

Sayılgan, Şevket. “Finans Piyasalarında Simetrik Bilginin Yönetilmesi ve Medyanın Rolü”, <http://bsy.marmara.edu.tr/TR/konferanslar/2005/2005teblipleri/32.doc>, 23/04/2006

Seyhun, H.Nejat. “The Information Content of Aggregate Insider Trading”, **The Journal of Business**, Ocak, Sayı 61, 1988, s. 1-24



Talhaoğlu, Mustafa. “Asimetrik Bilgi,

<http://www.yenimesaj.com.tr/index.php?sayfa=yazarlar&haberno=1120&tarih=2001-10-16>, 07/09/2005

Uras, Güngör. “Hisse Senetlerinin Halka Arzında İş Etiği”,

<http://www.milliyet.com.tr/2004/11/20/business/bus08.html> , 10/10/2005

Yanlı, Veliye. “Sermaye Piyasası Kanunu Açısında İçerden Öğrenenlerin Ticareti Suçu”, **Lebib Yalkın Mevzuat Dergisi**, Aralık, 2004, Sayı 12, s. 31-45

## **DİĞER KAYNAKLAR**

Baş, Şanlı. İçerden öğrenenlerin Ticareti Konusundaki Düzenlemelerin Ülke Dışı Uygulanabilirliği, SP Kurul Yeterlik Etüdü, Ankara, 1999

Erkarakaş, Nalan. “İçerden Öğrenenlerin Ticaretinin Ekonomik Anlamı ve Sermaye Piyasalarına Etkileri ile ABD`de Bu Konudaki Mevcut Yasal Düzenlemeler”, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, 1986

“Kamuyu Aydınlatma Şartları ve Gözetim”,

<http://www.imkb.gov.tr/piyasalar/hisse.htm>, 15/05/2006

Kamuyu Aydınlatma Platformu,

[http://www.spk.gov.tr/kap/eisis\\_genel\\_bilgi.html](http://www.spk.gov.tr/kap/eisis_genel_bilgi.html), 10/04/2006

Küçüksözen, Cemal. “SEC`in Denetim Programı ve Insider Trading Konusunda Yapılan Araştırma Raporu”, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, 1986

Oruç, Bora. “Finansal Sistemlerin Ekonomik Kalkınma ve Krizler Üzerindeki Etkileri: Türk Sermaye Piyasası”, Sermaye Piyasası Kurul Yeterlik Etüdü, 2002

Özçam, Mustafa. “Türk Sermaye Piyasalarında İş Ahlâkı (Business Ethics) Kurallarının Geliştirilmesine Yönelik Ön Değerlendirmeler”, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, 1998

Özistek, İ. Barış. “Sermaye Piyasalarında İçerden Öğrenenlerin Ticareti ve Türk Sermaye Piyasası Örneği”, Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Yönetimi Basılmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul, 2002,

“Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri”,  
[http://www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/kurumsalyonetim/kurumsal\\_yonetim\\_ilkeleri.pdf](http://www.spk.gov.tr/HaberDuyuru/kurumsalyonetim/kurumsal_yonetim_ilkeleri.pdf), 22/03/2006

“Sermaye Piyasası Raporu Sunuş”, [www.tspakb.org.tr/docs/sp\\_raporu\\_sunus.pdf](http://www.tspakb.org.tr/docs/sp_raporu_sunus.pdf),  
20/03/2006

“Suç Duyuruları ve Ceza Davaları”,  
<http://www.spk.gov.tr/hid/hid.htm?tur=succeza>, 12/05/2006

Tacir, Hamide. “Sermaye Piyasalarında İçerden öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyon Suçları”, Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi, T.C. Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Hukuk Anabilim Dalı, İstanbul, 2005

“Yeni Sermaye Piyasası Kanun Tasarısı Taslağı”, <http://www.spk.gov.tr/#>,  
10/04/2006

“ Yeni Sermaye Piyasası Kanun Tasarısı Taslağı Hakkında Genel Açıklamalar”, <http://www.spk.gov.tr/#>, 10/04/2006

“Yeni Sermaye Piyasası Kanun Tasarısı Taslağı Hakkında Not”,  
<http://www.spk.gov.tr/#>, 10/04/2006

“2002 Yılı Sermaye Piyasası Kulu Faaliyet Raporu”,  
[http://www.spk.gov.tr/yayinlar/faaliyetraporu/2002\\_faaliyet\\_rapor.pdf](http://www.spk.gov.tr/yayinlar/faaliyetraporu/2002_faaliyet_rapor.pdf) ,  
12/05/2006

“2003 Yılı Sermaye Piyasası Kulu Faaliyet Raporu”,  
[http://www.spk.gov.tr/yayinlar/faaliyetraporu/2003\\_faaliyet\\_rapor.pdf](http://www.spk.gov.tr/yayinlar/faaliyetraporu/2003_faaliyet_rapor.pdf) ,  
12/05/2006

“2004 Yılı Sermaye Piyasası Kulu Faaliyet Raporu”,

[http://www.spk.gov.tr/yayinlar/faaliyetraporu/2004\\_faaliyet\\_rapor.pdf](http://www.spk.gov.tr/yayinlar/faaliyetraporu/2004_faaliyet_rapor.pdf) ,

12/05/2006

“2005 Yılı Sermaye Piyasası Kulu Faaliyet Raporu”,

[http://www.spk.gov.tr/yayinlar/faaliyetraporu/2005\\_faaliyet\\_rapor.pdf](http://www.spk.gov.tr/yayinlar/faaliyetraporu/2005_faaliyet_rapor.pdf) ,

12/05/2006

## ÖZGEÇMİŞ

### KİŞİSEL BİLGİLER

**Ad – Soyad** : Ceyhan Ağırman  
**Doğum Yeri** : İstanbul  
**Doğum Tarihi** : 07.02.1980  
**Anne Adı** : Fatma  
**Baba Adı** : Ali Haydar  
**Adres** : İnönü mah. Güneş sok. No:13/1 Sarıgazi Ümraniye/İst.  
**Telefon** : 0216 621 37 83  
**Cep Tel** : 0536 639 76 78  
**e-mail** : [ceyhan\\_arman@yahoo.com](mailto:ceyhan_arman@yahoo.com)

### AKADEMİK BİLGİLER

<u>Okullar:</u>	<u>Devam Edilen Tarihler</u>	<u>Mezuniyet Derecesi</u>
Yıldız Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Yönetimi Yüksek Lisans Programı	2002 -	
Yıldız Teknik Üniversitesi Kimya-Metalurji Fakültesi Matematik Mühendisliği	1998 – 2002	3,01
Vefa Anadolu Lisesi	1991 – 1998	4,49
Lütfi Banat İlkokulu	1986 – 1991	5

<u>Yabancı Dil Bilgisi:</u>	<u>Seviyesi</u>
İngilizce	İyi seviyede
Almanca	Başlangıç seviyesinde

<u>Bilgisayar Bilgisi:</u>	<u>Seviyesi</u>
Pascal	Orta seviyede
MS Office	İleri seviyede
Access	İleri seviyede

Visual Basic

İleri seviyede

## **İŞ TECRÜBESİ**

### **Yapılan Stajlar:**

### **Yapılan İş**

Emlak Bankası Otomasyon

Personel Takibi Projesi

Elit Yazılım Bilgisayar Ltd. Şti.

Muhasebe Programı(Stok-Fatura-Müşteri Bilgileri)

Star Kumaşçılık

İşletme tenkidi(Elle yapılan kayıtların otomasyona çevrilmesi)

### **Çalışılan Firma**

### **Çalışılan Tarih**

### **Pozisyon**

Tunalı Yazılım Bilgisayar Ltd. Şti.

18.02.2005 -19.01.2006

Backoffice Elemanı