

TÜRK SERMAYE PİYASASINDA ÖNCEDEN İŞLEMLERE KARŞI YENİ YAKLAŐIMLAR VE YENİ YAKLAŞIMLARIN PİYASA ÜZERİNDE OLASI ETKİLERİ

Oral ERDOĞAN*

Ethem SANCAK**

Öz

Bu makale, meşru olmayan bir piyasa uygulaması olarak bilinen “önceden işlem”leri ABD sermaye piyasası otoritesi olan Menkul Kıymetler ve Borsalar Kurulu (SEC) tarafından incelenen gerçek bir önceden işlem vakası ile ele alırken konu bu gerçek vaka ile birlikte literatür açısından ve Türkiye’deki uygulamalar ve piyasalar bakımından karşılaştırılarak değerlendirmekte ve makalede Türkiye için politika önerileri ortaya konulmaktadır. Önceden işlemler, finansal kuruluşların ve özelde yatırım kuruluşlarının profesyonel personeli tarafından gerçekleştirilebilen etik dışı alım ve satım faaliyetleridir. Tümüyle yeni bir kanun olan ve 2012 yılı sonunda çıkarılan Sermaye Piyasası Kanunu (YSPKn), önceden işlemleri yasaklamaktadır. Ayrıca bu kanuna dayalı olarak çıkarılan bir SPKı tebliği, önceden işlemleri piyasa bozucu eylem olarak tanımlamaktadır. Önceden işlemlere karşı kanun ve tebliğ normları ile yasak getirilmesi Türk sermaye piyasası için bir ilktir. Pek çok yönden sorunlu bir tür piyasa uygulaması olan önceden işlemlerin, caydırıcı yaptırımlarla yasaklanması, piyasa uygulamalarında değişikliğe yol açabilecektir. Yeterli bir düzenleme altyapısı ve etkili bir gözetim ve denetim organizasyonu varken beklenen sonuçların elde edilebilmesi, bu konuda düzenleyici ve denetleyici otorite olan SPKı’nın kararlı politikalarına bağlıdır. Önceden işlemlere dair yeni yaklaşımların somut etkilerinin görülmeye başlanması ile birlikte genel güven artışı yanında piyasa etkinliğinin ve likiditenin artması, etik kural ihlallerinin azalması ve işlem maliyetlerinin düşmesi beklenebilir. Bu etkilerin, ortaya çıkıp çıkmadığının ise, asgari birkaç yıllık bir veri setinin oluşması sonrasında test edilmesi söz konusu olabilecektir.

Anahtar Kelimeler: Önceden İşlem, Sermaye Piyasası, Piyasa Etkinliği, Piyasa Bozucu Eylem.

Jel Kodları: G14, G18, G28.

* Rektör, Prof.Dr. Piri Reis Üniversitesi/Rector, Professor of Finance, Piri Reis University, orerdo@gmail.com
** Sermaye Piyasası Kurulu Eski Daire Başkanı, Öğretim Görevlisi, Dr., Galatasaray Üniversitesi ve Marmara Üniversitesi / Former Director at the Capital Markets Board of Turkey, Adjunct Professor of Finance, Marmara University and Galatasaray University, dresanacak@gmail.com

NEW APPROACHES AGAINST FRONT RUNNING IN THE TURKISH CAPITAL MARKET AND THEIR POSSIBLE EFFECTS

Abstract

This paper focuses on the new regulatory rules about a market practice, called “front running”, and their probable effects on the Turkish capital market. The paper handles the issue with a real case reported and posted by the regulatory and supervisory agency of the U.S., namely the Securities and Exchange Commission. The paper compares and contrasts front running literature with the U.S. and Turkey’s market implementations utilizing the real case. At the end, the article concludes with policy recommendations for the Capital Markets Board of Turkey. Front running is an unethical and improper activity mostly deployed by the professional staff of financial intermediaries. A newly enacted capital market law which is the Turkish Capital Market Law of 2012 has banned front running with an article. Additionally, a communiqué based on the new law, has overtly defined front running as a kind of market abuse. Banning a market practice and sending a clear message to the market participants might change some trading manners and price discovery processes. Thus, one might expect a shift in market efficiency, costs, liquidity and other quality aspects of the market in the short and long terms. Even though, it is impossible to test the probable shifts right after the rule changes due to the lack of sufficient data, we academically discuss general outcomes of banning front running at the Turkish capital market and its probable effects. Having new rules against front running activities together with a well-organized market oversight structure at the regulatory and supervisory agency level in Turkey, the market may be better off in costs, liquidity, efficiency and some other aspects. However, the real effects are conditional on the future policies of the regulatory and supervisory agency.

Keywords: Front Running, Capital Markets, Market Efficiency, Market Abuse.

Jel Codes: G14, G18, G28.

Giriş

“Önceden alım satım” ya da “önceden işlem”, bir kavram olarak Türk sermaye piyasası literatüründe mevcut değildir. Bu konuda ilk çalışmalardan biri Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) Yeterlilik Etüdü olarak 2003’te hazırlanmıştır. Bu çalışmada İngilizce “front running” kavramı, Türkçe olarak «büyük miktartlı emir bilgisine dayanarak işlem» karşılığı ile kullanılmıştır¹. Bu kullanımdan sonra, finans literatüründe bir başka kullanım, “önden alım satım”dır². Ancak daha sonra bu kavramsal tanımlama yeniden ele alınarak “önceden alım satım” ve “önceden işlem” olarak yeniden belirlenmiştir (SANCAK, 2014, s. 276). Bu şekilde tanımlama, işlemin mahiyetine ve içeriğine uygun olarak yapılmıştır. Türk sermaye piyasasına yasaklanan bir faaliyet olarak giren bu konu, kavramsal olarak adlandırılmamıştır. Bu nedenle finans literatüründe önemli bir piyasa işlemi olan bu uygulamaların adlandırılması, literatürde kolaylık ve tutarlılık sağlayacaktır.

1 Bkz. GÜREL (2003).

2 Bkz. SANCAK, Ansiklopedik Türev Finansal Araçlar Sözlüğü (2012, s. 280).

Türk sermaye piyasasında piyasa işlemlerinin gözetimi konusunda 2009 yılından bu yana SPK'r bünyesinde radikal değişiklikler yapılmıştır. Bu değişikliklerin amacı, temelde piyasanın daha sağlıklı çalışmasına katkıda bulunmak, sağlıklı fiyat oluşumunu engelleyen unsurların ortadan kaldırılmasını sağlamak, en önemlisi de piyasa güvenini sarsabilecek uygulamalarla mücadele etmektir. Bu bağlamda, Türk sermaye piyasasının yasal otoritesi olan SPK'r, bir dizi teknolojik uygulama geliştirmiş ve yeni gözetim yöntemlerine başvurmuştur. Ancak SPK'r bünyesinde yürütölen teknik çalışmalar, temelde yetki veren yasalara dayalı olduğundan etki ve sonuç bakımından kısıtlı kalmıştır. Yasal kısıtlılıkları ortadan kaldırmak üzere, yeni bir kanunla etkin piyasa gözetimini sağlayacak hükümler getirilmiş ve sonuçta 2012 sonu itibarıyla yasalasın taslak, önceden alım satıma dair olanlar dahil yeni ve modern hükümlere kavuşmuştur. Ardından, 2014 yılı başında, Yeni Sermaye Piyasası Kanunu (YSPK'n) olarak adlandırılabilir yeni kanuna dayalı olarak, önceden alım satıma dair caydırıcı kurallar içeren Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği (PBE Tebliği) yayımlanmıştır.

Kısaca bahsedilen teknolojik altyapıdaki bu gelişmeler ve yasal altyapının yeniden oluşturulması, sonuç olarak piyasa etkinliğini ve piyasa güvenini etkileyebilecek mahiyettedir. Bu makalede, yeni sermaye piyasası düzeninde, önceden işlemlerin yeri ve olası etkileri ele alınacaktır. Yeni sermaye piyasası düzeninde, önceden işlemlerin yönünün değişmesi ya da bu tür işlemlerin azalması olasılıkları ve oluşın yeni piyasa uygulamalarının piyasa etkinliğine ve piyasa güvenine etkisi, ancak birkaç yıl sonra empirik olarak analiz edilmeye elverişli olabilecektir. Türk sermaye piyasasında yeni düzenlemeler sonrasında ilk bilimsel çalışmalardan biri olan bu makale, ileride bu konuyu empirik olarak incelemek isteyen araştırmacı ve akademisyenler için yararlı olabilecek, beklenen ve gerçekleşen etkilerin karşılaştırılmasına imkan verecektir. Öte yandan bu makale, SPK'r açısından yararlı olabileceği düşünölen politika önerileri içermektedir.

Önceden işlemler, sermaye piyasasında pek çok güncel konu ile yakından ilgilidir. Örneğin, kapalı havuz (dark pool) işlemleri, büyük hacimli işlemlerin tipik piyasa kuralları dışında ve piyasa etkisinden korunmak üzere yapılan işlemler olması nedeniyle, önceden işlemlerle yakından ilgilidir. Kapalı havuz işlemlerine karşı, açık işlemler (sunshine trading) ve bu tür işlemlerin piyasaya açıklanması ya da genel adıyla işlemlerde şeffaflık konusu da önceden işlemlerle bağlantılıdır. Türk sermaye piyasasına yeni giren bir konu olan içeridekilerin kazanç kuralı (short swing)³ da önceden işlemlerle bağlantılı bir konudur. Bu bağlamda, önceden işlemlere dair bu çalışmamız, bir açıdan ikincil piyasayı etkileyebilecek tüm yeni kurallar çerçevesinde ele alınabilir. Ancak bu çalışma, sadece önceden işlemlerle sınırlı tutulmuştur.

3 İhraççıların yöneticilerinin ilgili sermaye piyasası araçlarında altı ay veya daha kısa vadeli alım satım gerçekleştirmek suretiyle elde ettikleri net kazançların ihraççılara ödenmesini sağlayarak ihraççıların içsel bilgilerine konumları gereği daha erken ve daha kolay erişimi olanlarla bu bilgilere kamuya duyurulduktan sonra ulaşabilen yatırımcılar arasındaki fırsat eşişsizliğinin ortadan kaldırılmasına dayalı sermaye piyasası kuralı. Bu kurala göre, SPK'r VI.103.1 sayılı Yöneticilerin Net Alım Satım Kazançlarını İhraçılara Ödemeleri Hakkında Tebliğ çerçevesinde, ihraççıların yöneticileri, herhangi bir altı aylık dönem içerisinde ilgili sermaye piyasası araçlarında gerçekleştirdikleri alım, satım, alım ve satım veya satım ve alım işlemlerinden kazanç elde etmeleri durumunda, elde ettikleri net kazancı elde edilmesinden itibaren 30 gün içerisinde ihraççılara öderler.

Bu çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde önceden işlemlerin mahiyeti açıklanmakta, bu tür işlemlerin mahiyetini somutlaştırmak üzere ABD sermaye piyasasından alınan gerçek bir olay irdelenmektedir. İkinci bölümde önceden işlemlerin piyasa etkinliği üzerindeki etkileri literatür taraması çerçevesinde işlenirken önceden işlemlerin Türk sermaye piyasası açısından Türkiye şartları dikkate alınarak değerlendirilmesi yapılmaktadır. Üçüncü bölümde, önceden işlemlere dair Türkiye’de geçerli olan düzenlemelere yer verilmektedir. Dördüncü bölümde ise, önceden işlemlere karşı koruyucu gözetim yaklaşımları ve bu konudaki öneriler ortaya konulmaktadır. Sonuç bölümünde, önceden işlemlerin Türk sermaye piyasasına olası etkileri özetlenirken gözetim yaklaşımları çerçevesinde yasal otorite olan SPK için politika önerilerine yer verilmektedir.

I. Önceden İşlemlerin Mahiyeti

I.1. İşlem Mekanizması

Önceden alım satım ya da önceden işlem (front running, running ahead), bir sermaye piyasası kurumu⁴ ya da dar anlamda yatırım kuruluşu çalışanının, müşterilerin verdikleri alım satım emirlerinin piyasa fiyatları üzerindeki muhtemel etkilerinden yararlanmak üzere, müşterinin emrini yerine getirmeden önce kendi emrini girmesidir (SANCAK, 2014, s.276). Burada müşteri emrinin sermaye piyasası kurumu çalışanı tarafından kullanılarak kazanç sağlanması söz konusu olduğundan, sermaye piyasası kurumu çalışanının bu bağlamda yaptığı işlem normal bir piyasa işlemi olmayacaktır (SANCAK, 2014, s.276). Özellikle aracı kurum çalışanlarından müşteriden emri ilk alan müşteri temsilcileri ile bu emri borsaya ileten borsa üye temsilcilerinin bu tür işlemler yapma imkanı daha yüksektir.

Temelde, bir aracı kurum müşterisinin hesabından müşterinin talimatına istinaden işlem yapılır. Bir müşterinin bir emri ve bir dizi emri piyasa fiyatları üzerinde önemli etki yapabilir. Örneğin, piyasa arz ve talep dengesini bozacak şekilde bir müşterinin büyük miktarda bir alım emri vermesi fiyatları yükseltici etki yapabilir. Çünkü borsada yapılan işlemlerde, verilen emirlerin bazı detaylarına tüm piyasada anlık olarak ulaşmak mümkündür. Dolayısıyla, belirli bir menkul kıymet piyasasında yüksek miktarda alım veya satım emirleri olması ya da bu emirlerin gerçekleşmesi o menkul kıymet fiyatını önemli oranda etkileyebilir. Aracı kurum çalışanı, genellikle müşteri temsilcisi ya da borsa üye temsilcisi, menkul kıymetlerin alım satımına aracılık ediyorsa, müşterinin emrini yerine getirmeden kendi hesabını veya bir başkasının hesabını kullanarak kendi adına alım emri girdiğinde, fiyat yükselişi gerçekleşmeden menkul kıymet almış olur ve sonra müşterisinin fiyat yükseltici etkisi olacak emrini verdiği aracı kurum çalışanı müşteriden önce aldığı menkul kıymeti yükselen fiyattan satarak kar elde edebilir. Bu tür bir uygulama, aracı kurum çalışanı açısından öncelikle mesleki açıdan etik olmayan bir işlemdir.

4 Sermaye piyasası kurumları, kapsam olarak yatırım kuruluşları, kolektif yatırım kuruluşları, portföy yönetim şirketleri dahil sermaye piyasasında faaliyette bulunabilecek özel statülü şirketlerdir. Yatırım kuruluşları içerisinde, tüm emirlerin ilgili borsanın piyasalarına iletilmesinde temel geçiş noktası olmaları nedeniyle aracı kurumlar önceden işlemlere en müsait kurumlardır. Ancak, büyük miktarda emirler daha çok kolektif yatırım kuruluşlarından gelebildiği için, bu kuruluşlar da önceden işlemleri kontrol etmede odak noktası olabilir.

Önceden alım satım, adından da anlaşılacağı üzere, hem alım hem de satım işlemleri için yapılabilir. Önceden alım satımı doğurucu işlemler ve önceden alım satım işlemleri aracı kurumların komisyon gelirlerini artırıcı etki yaptığı için, aracı kurum bünyesinde dikkatli ve etkili kontrol yapılmıyor olabilir. Ancak, önceden alım satım, belirli boyutlara ulaştığında, önceden alım satımı doğurucu işlemi yapacak müşteriye zarar veriyor olabilir. Çünkü önceden alım satımların ciddi boyutlara ulaşması, piyasa fiyatları üzerinde az veya çok etki yapacağı için, burada müşteri işlemleri daha maliyetli veya beklenenden az kazançlı olabilir. Bütün bu durumların, sağlıklı işleyen bir piyasada olmaması ve bu tür uygulamaları önleyici tedbirlerin düzenleyici ve denetleyici otoritelerce alınması gerekir.

Temelde fırsat eşitliğini bozan bir davranış olan önceden işlemler, sermaye piyasası kurumlarında çalışan personelin kendilerine verilen konumdan yararlanmasına yönelik bir çeşit güveni kötüye kullanma mahiyeti taşır. Bu nedenle modern sermaye piyasalarında önceden işlemler yasak ve caydırılması gereken işlemler arasında yer alır.

Önceden alım satım işlemine benzer bir uygulama “yakın takip işlem”dir. Yakın takip işlem (tailgating, piggybacking), bir sermaye piyasası kurumu çalışanın, çoğunlukla müşteri temsilcisi veya borsa üye temsilcisinin (broker), müşterinin yaptığı cazip bir alım veya satım işleminin hemen ardından sadece müşteri işlemi nedeniyle veya müşteri işlemine bağlı olarak işlem yapmasıdır⁵. Bu tür işlemler, önceden alım satımda olduğu gibi müşterinin pozisyonundan ve müşterinin piyasadaki etkisinden ya da müşterinin tecrübe ya da bilgisinden yararlanma amaçları ile yapılabilir. Önceden alım satımda, kurum çalışanı, müşteri emrinden önce veya müşteriye işlem yapılmadan hemen önce kendine işlem yaparken, yakın takip işlemlerde kurum çalışanı, müşteri emri ile birlikte veya hemen sonra kendi emrini vererek işlem yapmak istemektedir. Örneğin, bir aracı kurumun müşterisi, müşteri temsilcisine önemli miktarda alım emri verdikten sonra, müşteri temsilcisi bu müşterisinin emrini ilgili borsaya iletirken kendisi de kendi hesabına ayrıca emir vererek kar beklentisi içine girdiğinde yakın takip alım yapmış olmaktadır. Aslında önceden alım satım (front running) işlemine benzer bir tür işlem gibi görünmekle birlikte önceden alım satımda, sermaye piyasası kurumu çalışanı müşteriden önce kendi hesabına işlem yapmaktadır.

Önceden işlem ve yakın takip işlemlere benzer bir başka tür işlem de ikili alım satımdır (dual trading). İkili alım satım ya da ikili işlem; örneğin vadeli işlem aracı (futures commission merchant) çalışanlarının türev piyasalarda (borsada), müşteri işlemini yaparken bu işlemle bağlantılı olarak pozisyon almalarıdır. İkili alım satım yapan kişinin, kendi emrini mutlaka önemli bir emirden önce girmesi gerekmez; ancak girilen emir mutlaka müşterinin önemli emirleri ile bağlantılıdır.

Bu tür uygulamalar, pek çok ülke düzenlemeleri ile yasaklanmış ya da sıkı kurallara

5 İngilizce “tailgate” kelimesinin Türkçedeki karşılıklarından biri de bir taşıt aracının, önündeki aracı çok yakın mesafeden izlemesidir. Bu kelime aynı zamanda, birisinin özel kimliği ve imkanları ile girebildiği bir yere bu kişiye takılan bir başka kişinin de “kaynak yaparak” girmesi anlamına gelebilir. İngilizce “piggyback”, fil formunda iken, bir kişinin avantajlı durumuna izinsiz ortak olma ve avantajlı durumdan yararlanma anlamındadır. İsim formunda ise, gerçek anlamı ile bir kişinin sırtına binme durumunu ifade eder.

bağlanmıştır. Buna rağmen, bu tür uygulamaların serbest olması gerektiği çünkü ikili alım satım, önceden işlemler, yakın takip işlemler ve benzeri işlemlerin piyasanın canlılığı, bilgilendirilme ve likiditesini artırdığı görüşleri de ileri sürülebilmektedir. Bu yöndeki görüşler, piyasa aktörlerince ileri sürülebildiği gibi akademik açıdan konunun tek bir yönüyle ele alınması, diğer değişkenlerin ise dikkate alınmaması durumunda bu tür sonuçlara ulaşmak mümkün bulunmaktadır. Bu çalışmamızda önceden işlemler, salt mikro analizlerden çok piyasa düzeni (market integrity) açısından ele alınarak değerlendirilmiştir.

1.2. Bilgi Suistimali ile Önceden İşlemlerin Benzerlik ve Farkları

Bilgi suistimali bir şirketin temel göstergeleri ve içsel verileri ile ilgili bilgilerin kötüye kullanılmasıdır⁶. Örneğin, bir halka açık şirketin henüz kamuya açıklanmamış önemli bir kar artırıcı faaliyete dair haberin kullanılarak kazanç sağlanması bilgi suistimali kapsamına girebilir. Önceden işlemler ise, şirketin temel gösterge ve içsel verileri ile ilgili değil, şirket menkul kıymetlerinin piyasası ve piyasa fiyatlarını etkileyebilecek mahiyetteki alım satım emirleri ve planları ile ilgilidir. Örneğin, halka açık bir şirketin pay piyasasında fiyatları yükseltecek kadar büyük miktarda bir alım emrini kullanarak alım yapan ve sonrasında yükselen fiyatlardan satım yapan bir aracı kurum çalışanı, sadece ikincil piyasa alım bilgilerini kullanarak haksız kazanç elde etmiş olur. Hukuki çalışmalar yanında finans literatüründe bu ayırım benimsenmiş ve kullanılmıştır. Ancak bir kanun ile bu tür faaliyetler tanımlanırken, bilgi suistimali ile önceden işlemler tek bir başlık altında toplanabilmektedir. YSPKn,106'ncı madde ile bu yaklaşımı benimsemiş, şirketin temel göstergeleri ve içsel bilgileri ile şirket menkul kıymetlerine dair piyasa işlem bilgilerinin kötüye kullanımını “bilgi suistimali” başlığı ile tanımlamıştır.

Önceden işlemlerin mahiyetine bakıldığında, bu tür işlemler, piyasa fiyatı olan her türlü finansal araçta yapılabilecek türdedir. Örneğin, bir vadeli işlemler sözleşmesinde (VİS), açık pozisyon sayısının artması VİS piyasa fiyatını etkileyebilir. Bu nedenle, önemli miktarda pozisyon artışı yapacak bir müşteri emri, piyasa fiyatında etkili olabilirken, bu bilgiye dayalı önceden işlem yapanlar da bu fiyat değişiminden yararlanıyor olabilir.

1.3. Gerçek Bir Olay İncelemesi: ABD Sermaye Piyasası Otoritesinin (SEC) Daniel Bergin Dosyası

Önceden işlemlerin mahiyetini somutlaştırmayı kolaylaştırıcı gerçek bir örneği, ABD sermaye piyasalarından alarak inceleyebiliriz⁷. ABD sermaye piyasası otoritesi olan Securities and Exchange Commission (SEC), Dallas orijinli bir alsatıcıyı⁸ (trader) önceden işlem yapmakla

6 Bilgi suistimali, daha önce Türkçe sermaye piyasası literatüründe “içerden öğrenenlerin ticareti” olarak adlandırılıyordu. Bu kavramın İngilizce karşılığı “insider trading” olarak kullanılmaktadır.

7 Önceden işlemlere dair uygulamalar, hem sektör hem de finansal otoriteler açısından, rapor olarak yayınlanmadığı için, bu tür bir örnek olay incelemesinin Türk sermaye piyasası açısından yapılmasını güçleştirmektedir. ABD yasal otoritesi olan SEC ise, Türkiye uygulamalarından farklı olarak, bu konuda çalışmalar yapmakta, yine Türkiye uygulamalarından farklı olarak, yapmış olduğu inceleme ve denetim çalışmalarına dair raporları yayınlamaktadır.

8 Türkçede “alsatçı” tabiri yerine yabancı bir kavram olan “trader” kullanılabilmektedir. Bu çalışmada, bazı başka eserlerde de kullanıldığı üzere “trader” yerine uygun Türkçe karşılık tercih edilmiştir.

suçlamıştır (SEC, 2013, s. 1). SEC dava dosyasına göre, pay piyasası üzerine kıdemli bir alsatı olan Daniel Bergin, Dallas'ta yerleşik bir yatırım danışmanlığı firmasında çalışırken müşteri firmaların pay fiyatları üzerinde önemli etkisi olabilecek büyüklükteki işlemlerinden önce kendi emirlerini ileterek meşru olmayan kazanç sağlamıştır (SEC, SEC v. Bergin&Zaun, 2013, s. 2). Yaklaşık 2,5 milyar dolarlık fon yöneten bir yatırım danışmanlığı firmasında alışan Bergin, piyasa fiyatı risklerine karşı yönetim yapan ve büyük miktarlı işlemlerde müşterilerin alım satım emirlerini ileten kıdemli alsatı (senior trader) konumunda çalışmaktaydı. SEC'nin Bergin Dosyasına dair temel bulgular ve değerlendirmeler şöylece özetlenebilir (SEC, SEC v. Bergin&Zaun, 2013, s. 2-13):

- Bergin, hem müşterilerin önemli miktarlı işlemlerinden önce alımlar yapmış hem de yaptığı işlemler hakkında çalıştığı yatırım danışmanlığı firmasına bilgi vermemiştir. Yani önceden işlemler, bildirim yükümlülüğüne (reporting violation) uymamakla saklanmaya çalışılmıştır.
- Bergin, işlemleri için eşine ait hesapları kullanmış, eşine ait altı ay rı hesabı çalıştığı firmaya bildirmemiştir.
- Bergin, eşine ait hesaplara çalıştığı iş günlerinde firma bilgisayarlarını kullanarak defalarca erişim sağlamış, müşterilerin büyük emirlerinden önce kendi emirlerini eşine ait hesaplardan iletmemiştir. Müşterilerin emirlerini girdikten sonra da daha önce alış yaptığı menkul kıymetlerde satım emri vererek bir gün içerisinde önemli miktarlarda kişisel kazançlar sağlamıştır.
- Bergin, bu mahiyetteki işlemleri ile hem çalıştığı firmayı hem de müşterilerini aldatmıştır.
- Müşteri işlemleri firmanın ve müşterinin özel bilgileridir. Bergin bu özel ve gizli bilgileri kullanarak kişisel menfaat sağlamıştır.
- Bergin, konumu itibarıyla, büyük ve piyasa fiyatı üzerinde etkili olabilecek mahiyetteki müşteri emirlerini bilme imkanına sahipti.
- Bergin'in çalıştığı firmada etik kurallar yönergesi, müşteri emirlerinin önemli bilgi olduğunu ve bunların gizli tutulması gerektiğini açıkça ifade etmekte, bunlara dayalı olarak doğrudan veya dolaylı menfaatine olacak işlem yapılmasını yasaklamaktadır ki, bu yönerge Bergin'i de bağlamaktadır. Bu yönerge ayrıca, doğrudan ya da dolaylı menfaati olan tüm yatırım hesaplarının bildirilmesini zorunlu tutmaktadır. Bu yönerge çerçevesinde Bergin'in çalıştığı firma, her üç ayda bir elektronik olarak Bergin'i işlemleri ve stoklarını kapsayacak şekilde bir sorgudan geçirmektedir. Ancak Bergin tüm bu sorgulara göre, eşine ait ancak kendisi tarafından kullanılan yatırım hesapları olduğunu beyan etmemiş ama kendisine ait ancak işiyle bağlatılı işlem yapılmayan hesaplar olduğunu beyan etmiştir.
- Bergin'in çalıştığı firmanın etik kurallar yönergesine göre, müşteri işlemlerinin yapıldığı güne göre yedi gün içerisinde bunlarla bağlantılı menkul kıymetlerde işlem yapılamamaktadır.

- SEC düzenlemeleri, Bergin'in üçer aylık ve yıllık dönemler itibarıyla menkul kıymet işlemlerini ve stoklarını çalıştığı firmaya raporlamasını zorunlu tutmaktadır.
- SEC tarafından incelenen 2011 ve 2012 yıllarında Bergin, eşine ait hesaplar üzerinden aynı gün işlemleri ile toplam 1,7 milyon Dolar para kazanmıştır. Bu tutarın, 520.000 Dolardan fazlası, önceden işlem mahiyetindeki günlük alım ve satımlardan elde edilmiştir.

SEC tarafından incelenen bu konu, ABD sermaye piyasasının temel kanunlarından 1934 tarihli Menkul Kıymetler Borsası Kanunu'nun Bölüm 10 (b) ve Kural 10b-5 hükümlerine göre ele alınmıştır. Bu hükümler de temelde, alım satım işlemleri ile bağlantılı suçları tanımlamaktadır. Bu suçlar, gerçeğe aykırı bilgi vermek, bilgi suistimali, piyasa dolandırıcılığı dahil her türlü yatırımcı kararlarına dair kötüye kullanımları kapsamaktadır (SARKAR D. , 1992, s. 1). Bergin'e dair suçlamalar ayrıca çalıştığı sektöre dair temel bir kanun olan 1940 tarihli Yatırım Şirketleri Kanunu'nun ilgili hükümlerine göre yapılmıştır.

SEC, konu ile ilgili raporunda ve dava dilekçesinde, yukarıda özetlenen tespitler ve değerlendirmeler çerçevesinde, Bergin'in eşine ait hesapları kullanarak önceden işlem yapmak suretiyle haksız kazanç elde ettiğini ileri sürmektedir.

Burada dikkat edilmesi beklenen hususlardan biri, hem Bergin'in hem de çalıştığı firmanın özel lisans belgelerine ve özel bir statüye sahip olmasıdır. Bunun anlamı, önceden işlemler gerçekleştiren kişinin, tipik bir yatırımcı gibi ya da genel müşteri gibi değerlendirilemeyeceğidir. Bu nedenle, önceden işlemler yapan kişilerin, yaptığı işin farkında olmaması olasılık dışı olarak kabul edilebilir.

Yukarıdaki gerçek olay, önceden işlemlerin bu işlemleri yapan kişi açısından hangi şartlarda gerçekleştirildiğini ortaya koymaktadır. Öte yandan, bu tür işlemlerin bir finansal varlık piyasası açısından ne tür etkiler yapabileceği konusu, akademik çalışmalara konu olabilmektedir.

2. Önceden İşlemler ve Piyasa Etkinliği

2.1. Literatür

Önceden işlemler, eşit bilgiye dayalı alım satım yapma kuralını ihlal etmektedir. Bir sermaye piyasası suçu olarak ele alınan ülkelerde önceden işlemler, bilgi suistimali gibi değerlendirilmektedir. Bu durum YSPKn çerçevesinde Türk sermaye piyasası için de geçerli olacaktır. Bu bağlamda, bilgi suistimali üzerine literatürün kısayan önceden işlemlere de uygulanması mümkündür. Önceden işlemlerin kendine özgü literatürü de mevcut olmakla birlikte literatürde finansal açıdan önceden işlemlere dair çalışmaların sayısı azdır. Önceden işlemlerin finansal açıdan ele alınması, benzer mahiyette olan ve daha çok akademik ilgi çeken bilgi suistimali bağlamında görülmektedir.

KYLE (1985) önceden işlemlerle bağlantılı olabilecek ve sonraki çalışmalarda da sıklıkla atıf yapılan bir çalışmadır. Sonrasında RÖELL (1990), FISHMAN & LONGSTAFF (1992) ve PAGANO & RÖELL (1993), konu üzerine önemli çalışmalar arasında yer alır. Bu çalışmalarda önceden işlemlerin, şirket kaynaklı bilgilere göre işlem yapanların beklenen kazançlarını azalttığı

ancak likidite alsatılarının işlem maliyetlerini dūřurdūęu ortaya konulmuştur. SARKAR A. (1995) tarafından ortaya konulan çalışmada ise, likidite alsatılarının önceden işlemlerden etkilenmediği sonucuna varılmıştır.

Önceden işlemlere dair dikkate değer bir başka çalışma, yatırım fonu yöneticilerinin önceden işlemleri üzerine yapılmıştır. DANTHINE ve MORESI (1998, s.32) alışmalarında, önceden işlemlerin asimetrik bilginin olduğu bir piyasada likidite maliyetlerini dūřurdūęu ancak riskten korunma imkanlarını azalttığı, bireysel ama küçük ölçekli işlem yapan yatırımcılara önceden işlemlerin bir etkisinin olmadığı, şirket bazlı kamuya açıklanmamış ve asimetrik bilgi olmadığı bir ortamda işlem bilgilerinin bir değer taşımadığını ortaya koymaktadırlar. Adı geçen yazarlar önceden işlemleri, yatırım fonu yöneticisi çerçevesinde ve takipçi alsatılar (noise traders) ile likidite alsatıları bağlamında, likidite maliyetleri, korunma imkanları, genel servet düzeyi değişimi gibi unsurları ele alarak değerlendirmiştir. Adı geçen yazarların makalesinde konu ayrıca, içsel bilgiler (corporate-related insider information) ve işlemlere dair bilgiler (trade-related information) ayrımı ile ele alınmaktadır.

Literatürde dikkate değer bir başka alışma FISHMAN & HAGERTY (1992) tarafından bilgi suistimali ve pay fiyatlarının etkinliği üzerine yapılmıştır. Yazarlar bu çalışmalarında (s.107), bilgi suistimalinin piyasa rekabetinde iki önemli ters etki yaptığını, bunlardan birinin bilgi dağılımının dengesini alsatılardan biri lehine bozması diğerinin de alsatıların bilgi edinme ve işlem yapma motivasyonunu kırması olduğu, bu nedenle bilgi suistimalinin glu etkinlikte piyasa oluşumunu engellediğini ileri sürmektedirler. FISHMAN ve HAGERTY (1992, s.107), piyasa genelinde bilgi suistimalinin toplam bilgiyi artırdığını ortaya koyduklarını ifade etmekle birlikte, bazı durumlarda bilgi suistimalinin iki önemli negatif etki nedeniyle daha dūřk bilgi etkinliği sonucu verdiğini belirtmektedirler. Bu tespitler aynı zamanda, bilgi suistimali ile ortaya dökülen bilgilerin piyasa aktörleri arasında eřit dağılmaması nedeniyle işlem rekabetinde zayıf bir piyasa oluşumuna yol açtığını da göstermektedir. Öte yandan literatürde, bilgi suistimali gibi bilgi sızıntısına konu olan olaylarda, bilgilerin piyasaya iki aylık bir sürede yayıldığı varsayılmaktadır (SEYHUN, 1986, s. 190). Böyle bir varasayım, bilgi suistimalinin piyasa etkinliğini artırdığına dair akademik çalışmaların ve görüşlerin de kıymetini dūřurmektedir.

Piyasa etkinliğini bilgi sızıntıları bağlamında ele alan çalışmalardan biri 2005 yılında BRUNNERMEIER tarafından ortaya konulmuştur. BRUNNERMEIER (2005, s.417) bilgi sızıntısının alım satım davranışları ve piyasa etkinliğine olan etkilerini analiz etmiştir. Bilgi sızıntısı, kısa vadede fiyatları daha bilgi içerikli hale getirirken uzun vadede fiyatların doğru bilgi taşıma özelliğini (informativeness) azaltmaktadır (BRUNNERMEIER, 2005, s. 417). Kısa vadede doğru bilgi taşıma özelliğini artırmasının nedeni, bilginin fiyatların gerçek değerini yansıtmasına daha hızlı katkıda bulunması nedeniyle dir. BRUNNERMEIER (2005, s.418), önceden bilgi sahibi olanların  özellik gösterdiğini ileri sürer: i) nceden bilgi sahibi olanlar, biri bilginin kamuya açıklanmasından önce ikincisi bilginin kamuya açıklanmasından sonra olmak üzere iki aşamada işlem yaparlar. ii) Bu kesim, daha sonra kamuya açıklanacak bilgiye dayalı olarak pozisyon oluşturur nk kamuya açıklanacak bilginin piyasada etki yapacağı dūřnlr. iii) Bu kesimin kamuya açıklanmamış bilgidен önce işlem yapması, diğer piyasa katılımcılarının geçmiş fiyat

hareketlerinden sonuçlar çıkarmasını güçleştirir. BRUNNERMEIER'in analiz sonuçları ayrıca bu tür işlemlerin uzun vadede fiyatların doğru bilgi taşıma özelliğini azalttığını ortaya koymuştur ki, bu sonuç da önceden bilgi edinmeye dayalı işlem yapmanın yasaklanmasına haklı gerekçe olur. BRUNNERMEIER bu durumu, önceden edindikleri bilgiye dayalı işlem yapanların diğerlerine olan etkisini “*diğerlerinin gözüne kum fırlatmak*” olarak ifade etmektedir. Burada, fiyatlardaki değişim hatta işlem hacmi verileri, teknik analizciyi yanıltıcı etki yapar. Hatta bu yanıltıcı etki, bilgiyi önceden edinmiş kişileri bir kez daha avantajlı duruma getirebilir. BRUNNERMEIER (2005, s.420) çalışmasında önemli bir kavram ayrımını da ortaya koymaktadır: Bilgisel etkinlik (informational efficiency) ve doğru bilgi taşıma özelliği (informativeness). Bunlardan birincisi bir ekonomide fiyatların toplamda içerdiği bilgilerin düzeyini gösterirken ikincisi fiyatlama süreçlerinin kendi içinde ne derecede bilgilendirici olduğunu gösterir. BRUNNERMEIER (2005, s.420), bu bağlamda şu sonuçlara ulaşır: i) Bilgi sızıntısı hem bilginin kamuya açıklanmasından önce hem de sonra fiyatlama sürecinin bilgisel etkinliğini azaltmaktadır. ii) Uzun vadede fiyatların doğru bilgi taşıma özelliğinin azalması pahasına kısa dönemde fiyatların bu özelliği artmaktadır. BRUNNERMEIER (2005, s.437) tarafından bu çalışmada düzenleme bağlamında yapılan yorum, bilgi sızıntısını önlemeye yönelik kuralların, bilgisel etkinliği artıracığı yönündedir.

Bilgi sızıntıları işlem maliyeti açısından ele alındığında ise BRUNNERMEIER (2005) ile R.ELEWARAPU, THOMPSON, & VENKATARAMAN (2004) çalışmalarında yer aldığı üzere, bunların, maliyet artırıcı olduğu konusunda görüşlere rastlanmaktadır.

Konunun hukuksal boyutuna ise MEMİŞ & TURAN (2015) çalışmasında değinilmiştir. Söz konusu çalışmada, önceden işlemlerin bilgi suistimali kapsamında değerlendirildiği belirtilerek bu yaklaşımın isabetli olduğu vurgulanmıştır⁹.

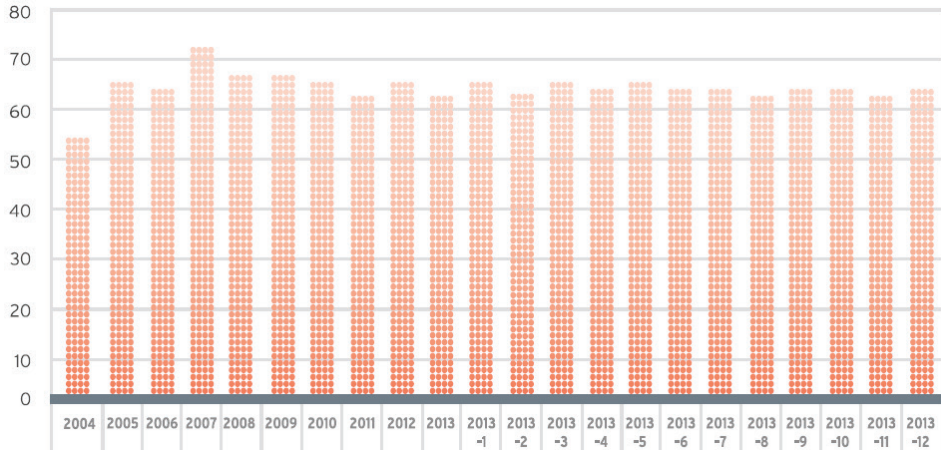
2.2. Türkiye’de Organize Piyasalar ve Önceden İşlem Riski

Türk sermaye piyasasında, önceden işlem teşebbüslerine rastlanabilecek iki önemli piyasa, pay piyasası ile tahvil ve bono piyasasıdır. Ayrıca vadeli işlem ve opsiyon piyasaları bağlamında hem önceden işlemlere hem de ikili işlemlere (dual trading) rastlama olasılığı mevcuttur. Borsa İstanbul bünyesinde organize piyasalarda gerçekleşen pay işlemleri ile tahvil ve bono işlemleri, Borsa İstanbul ya da kısa adıyla BİST üyesi yatırım kuruluşları tarafından aracılık edilen yatırımcı ve kurum emirleri çerçevesinde gerçekleşmektedir. İşlem miktarı olarak BİST Tahvil ve Bono Piyasası, Pay Piyasasına göre yaklaşık on kat büyüklüktedir. Bu yönüyle, Tahvil ve Bono Piyasası’nda işlem miktarına bağlı olarak önceden işlem yapmak ve buna bağlı haksız kazanç elde etmek güç olabilir. Ancak bu piyasada büyük alıcı ve satıcıların işlemleri olduğundan ve miktarların görece yüksek olmasından kaynaklanan ortam nedeniyle, bu piyasada da önceden işlem teşebbüslerine rastlanabilir. Buna karşın hem uygulamada hem de literatürde, önceden işlemler pay piyasaları bağlamında yoğunlaşmaktadır. Bu durum Türkiye açısından da geçerli olabilir. Türkiye’de tek bir borsa vardır o da Borsa İstanbul’dur. BİST Pay Piyasası’nda 450 kadar şirkete ait paylar işlem görmektedir. Herbir şirkete ait payların piyasa özelliklerinin çok farklı

9 Sermaye piyasası suçları bağlamında yapılan değerlendirmeler için bkz. MEMİŞ & TURAN (2015, s.206-209)

olması nedeniyle, bir müşteriye ait görece büyük bir emrin piyasa fiyatları üzerindeki etkisi daha büyük olabilecektir. Özellikle görece sığ piyasalarda önceden işlem yoluyla haksız kazanç elde etmek daha sık rastlanan uygulamalardır. BİST Pay Piyasası'nda çok sayıda sığ piyasası olan şirket vardır. Bu yapı, önceden işlem riskinin yüksek olması anlamına gelebilir.

Öte yandan, BİST Pay Piyasası'nın önceden işlemlere açık olma bakımından kritik bir başka özelliği daha vardır: Pay Piyasası'nda işlem gören paylarda ağırlıklı yabancı sahipliği vardır. Pay Piyasası'nda yabancı saklama verileri şöyledir:



Grafik: Pay Piyasasında Yabancı Yatırımcıların Saklama Bakiyeleri (SPK, Faaliyet Raporu, 2013).

Yukarıdaki grafikte görüldüğü üzere, BİST Pay Piyasası'nda yabancılar saklama bakiyesi olarak ağırlığa sahiptir. Bu nedenle, yabancı yatırımcıların işlemleri, piyasa fiyatlarını hem beklenti olarak hem de işlemler olarak etkileyebilecek potansiyele sahiptir¹⁰. Yabancıların işlemlerinin görece büyük miktarlı olması nedeniyle, yerli yatırımcıların yabancıları yakından izlediğinin bir piyasa olgusu olarak görüldüğü Türk sermaye piyasasında önceden işlem riskinin yüksek olduğu söylenebilir. Böyle bir piyasada bu riske karşı etkin gözetim yapılmadığında literatürde belirtildiği gibi etkin olmayan bir piyasa oluşabileceği, bu nedenle Türkiye'de Pay Piyasası'nın daha özel önceden işlem gözetimine konu olması gerektiği anlaşılmaktadır.

10 Yüksek oranlardaki stok verilerine karşılık, Borsa İstanbul Pay Piyasası'nda yabancı işlem oranları yerlilere göre daha düşüktür ve stok verileri ile farklılaşmaktadır. Yabancı işlemleri 2013 itibarıyla % 17-25 aralığındadır (SPK, Faaliyet Raporu, 2013). Ancak yabancı işlemlerinin, piyasa yönüne dair beklentileri yansıtmaması ve her defasındaki emir büyüklüklerinin görece yüksekliği nedenleriyle piyasa etkisi (market impact) yapma gücü daha fazla olabilmektedir. Bir başka ifade ile toplam işlemler içerisinde toplam yabancı payının düşük olması, yabancı işlemlerinin önceden işlemlere uygun olabileceği yönündeki savımızı etkilememektedir.

Türkiye'de borsa işlem süreçlerinin elektronik ortamda yapılması nedeniyle, önceden işlem riskinin bu yönüyle azaldığı söylenebilir. Ancak, büyük miktarlı işlem yapan müşteriler, aracı kurum yönetici ve ihtisas personeli ile çalışma ve özel müşteri muamelesi ile özel hizmet alma eğiliminin bir sektör olgusu olması bağlamında hala eski işlem süreçlerini kullanabilmektedirler. Ayrıca, büyük miktarlı emir talimatlarında, yazılı talimatların aracı kuruma gönderilmesi, belge ve kayıt düzeni açısından ve hukuki ihtilaflarda daha güvenli bir yol olmaktadır.

Önceden işleme konu olan araçların piyasasında, özel bilgiyi kullanarak işlem yapan yatırım kuruluşu ihtisas personeli, kendilerine yüklenen işlem hedeflerine ulaşmak ve sorumlu oldukları müşterileri kar ettirerek memnun etmek motivasyonları ile özel bilgiyi hatırlı müşterilerine aktarma eğiliminde olabilmektedir. Böyle bir durumda, bir sermaye piyasası aracının piyasasında, gerçek bir alım veya gerçek bir satım saiki yokken işlem yapılmakta, gerçek piyasa motivasyonu faktörlerine bağlı olmayan "gölge işlemler piyasası" oluşmaktadır. Böyle bir piyasada, örneğin bir pay piyasasında, sadece gizli kalması gereken büyük miktarlı müşteri emri saikiyle talep artışı ve buna bağlı fiyat artışı olabilmekte, büyük miktarlı emir işleme konulduğunda ise, güçlü talep artışı nedeniyle fiyat olması gerektiğinden daha fazla yükselebilmektedir. Böyle bir piyasada, özel bilgiye dayalı işlem yapanlar, işlemlerini kara dönüştürmek için satım yaptıklarında, bu bilgiye sahip olanların sayısı fazla ise, satış baskısı ile fiyata düşüş motivasyonu da verebilmektedirler. Öte yandan, büyük miktarlı emirler, arizi emirler ise, bu emirlerden kaynaklanan fiyat artışları geçici artışlar olarak kalmakta, pay fiyatı eskisine yakın bir düzeye geri dönebilmektedir. Bu tablo, sık bir piyasada büyük oranlı ve kısa süreli fiyat dalgalanmalarına yol açabilmekte, yani oynaklık (volatility) gerçek arz ve talepten kaynaklanmayan ek bir artışa konu olabilmektedir ki bu durum söz konusu araç için ek risk primi anlamına gelebilmektedir.

Böyle bir tablo nedeniyle, iyi niyetli yatırım motivasyonu taşıyan potansiyel yatırımcıların hatta pozisyon sahibi yatırımcıların, piyasadaki istikrar ve piyasa etkinliği zayıflaması nedeniyle yatırım kararlarını değiştirmeleri söz konusu olabilmektedir ki, bu durum AKERLOF (1970) tarafından işaret edilen piyasa kalitesinin kötü satıcılarca düşürülmesinin olası bir uygulamasıdır.

3. Türk Sermaye Piyasasında Önceden İşlemlere Dair Düzenlemeler

YSPKn çerçevesinde, önceden alım satım işlemleri hem suç olarak hem de kabahat olarak iki düzeyde tanımlanmıştır. Suç olarak tanımlama, ayrı bir madde ile değil, bilgi suistimalini tanımlayan madde içerisinde yapılmıştır. YSPKn'nun bilgi suistimalini tanımlayan maddesinde, sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını, değerlerini veya yatırımcıların kararlarını etkileyebilecek nitelikteki ve henüz kamuya duyurulmamış bilgilere dayalı olarak ilgili sermaye piyasası araçları için alım ya da satım emri veren veya verdiği emri değiştiren veya iptal eden ve bu suretle kendisine veya bir başkasına menfaat temin eden; iş, meslek ve görevlerinin icrası nedeniyle bu bilgilere sahip olan kişiler, iki yıldan beş yıla kadar hapis veya adli para cezası ile cezalandırılırlar (TBMM, 2012, Madde 106). Bu maddeye göre, örneğin bir aracı kurum çalışanı, BİST Pay Piyasası'nda işlem gören bir payın piyasasında piyasa fiyatı üzerinde etkili olabilecek mahiyette bir müşteri alım emrini BİST'e aktarmadan önce kendisi alım yapsa ve müşteri emrini ilettikten sonra kişisel

olarak ilişkili hesaplarından satış yapsa ve byylece bu işlemlerden kazanç sağlasa, bilgi suistimali suçunu işlemiş olabilecektir. Ancak, bilgi suistimali suunun oluşabilmesi için, söz konusu aracı kurum çalışanının bilerek ve isteyerek bu süreçten para kazanması ve yaptığı işlemin müşterinin işlemi ile birebir bağlantısı olması gerekir. Esasında, aracı kurum çalışanlarının eğitimli ve lisanslı kişiiler olması gerektiğinden, böyle bir süreçte aracı kurum çalışanının müşteri emrinin etkisini bilebilecek durumda olduğu kabul edilmelidir. Öte yandan, zen borcu gereği, bir aracı kurum çalışanının, müşteri emirlerinden önce kendi emrini iletmesi uygun olmayacaktır.

Önceden işlemler, örtülü kazanç aktarımında olduğu gibi, bilinçli hareket etme motivasyonunu içinde barındıran fiillerden oluştuğu için bilgi suistimali suuna yönelik inceleme yapacak SPK'r Uzmanlarının iddiaları karşısında aracı kurum çalışanının kendini savunmasına yönelik olası savları çok azdır. Burada önemli bir konu, YSPKn ile suç olarak tanımlanan bu fiilin, ayrıca yine bir YSPKn hükmüne istinaden tebliğ ile kabahat sayılmış olması nedeniyle, hangi normun uygulanacağı konusudur. Bunun cevabı kastın ispatında gizlidir. Böyle bir durumda, kasıt ortaya konulabilirse bu bir suç iddiası olacaktır. Kasıt ortaya konulamazsa, ilgili tebliğ hükmüne aykırılık nedeniyle SPK'r'na idari para cezası istenebilecektir¹¹. Bu bağlamda, her durumda, sermaye piyasası araçlarının fiyatını veya değerini etkileyebilecek büyüklükteki emirlerin yatırım kuruluşlarına, ilgili borsaya ve teşkilatlanmış diğer piyasalara iletilmesinden önce, yatırımcıların emir bilgilerine vakıf olarak emre konu olan sermaye piyasası aracında veya bu araçla ilgili diğer sermaye piyasası araçlarında emir verilmesi, verilen emrin değiştirilmesi ya da iptal edilmesi veya söz konusu emirlere ilişkin bilgilerin üçüncü şahıslara aktarılması piyasa bozucu eylem olarak yaptırma tabi olacaktır (SPK'r, 2014, Madde 7/(1)).

GREL (2003) alışmasında eski Sermaye Piyasası Kanunu'nun (SPKn) içeriden öğrenenlerin ticareti olarak adlandırılan ve tanımlanan suçun (YSPKn ile bilgi suistimali) nceden işlemleri de kapsadığı ifade edilmektedir. Hukuki bir konu olmakla birlikte, bu görüşte olmadığımızı ve SPKn ile önceden işlemlerin kapsamamış olduğunu belirtmeliyiz. Bu görüşümüz, SPKn ile tanımlanan suçun "sermaye piyasası araçlarının değeri" odaklı tanımlanmış olması ile ilgilidir. Bilgi eşitliğini bozan bu tür suçlar ya da kabahatler, iki ayrı kaynaklı bilgiye dayanır. Bunlardan biri ihraya bağlı bilgilerdir. Örneğin pay ihracısı olan bir halka açık şirketin, temel göstergelerindeki önemli bilgiler bu kapsamdadır. İkinci kaynak ise, ihracıdan bağımsız olan ihraç edilmiş araçların piyasasına dair bilgilerdir. Bunlar, önemli miktartlı emirlerin aracın fiyatlarında etkili olması ya da aracın piyasa işlem kurallarının değişmesine bağlı avantajların ortaya çıkması ile ilgili bilgilerdir. İkinci gruptaki bilgilerin, ihracının ya da şirketin temel göstergeleri ve şirketin ihraç ettiği menkul kıymetlerinin "değeri" ile değil "fiyatı" ile ilgisi bulunmaktadır.

Literatürde, bir sermaye piyasası aracının değerine dair bilgiler kadar bu aracın işlem gördüğü piyasaya dair işlem bilgilerinin de önemli olduğu kabul edilmektedir (DANTHINE & MORESI, 1998, s. 30). Bu nedenle, literatürde aracın değerine dair bilgi (fundamentals-information) ve alım

11 YSPKn'na göre (Md.104) piyasa bozucu eylemi gerçekleştirenlere bu eylemlerden ötürü yirmi bin Türk lirasından beş yüz bin Türk lirasına kadar idari para cezası verilebilmektedir. Ancak bu bağlamda verilecek ceza, elde edilen menfaattin iki katından az olamaz.

satım piyasasına dair bilgi (trade-related information) ayrımı yapılmakta, her iki tür bilgiye sahip olmanın avantajlı konum sağladığı ya da asimetric bilgi anlamı taşıyabileceği belirtilmektedir. Önceden işlemlerde temel odak konusu, bir finansal aracın işlem piyasasında büyük miktarlı alım ya da satım emri bilgisidir.

Bu nedenlerle, SPK'n'dan farklı olarak YSPKn bilgi suistimali tanımı içerisinde “sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını” da aldığı için, YSPKn önceden işlemleri de bilgi suistimali kapsamında ele almaktadır.

Önceden işlemlerin caydırılmasına yönelik olarak sermaye piyasası kurumlarının kendi iç düzenlemeleri ile borsalar ve meslek birlikleri de üyeleri ve üyelerinin çalışanlarına ait mesleki faaliyetlerinde kural ihlalleri nedeniyle yaptırımlar uygulayabilmektedir. Ancak bu faaliyetler nedeniyle yaptırım uygulama motivasyonu sermaye piyasası kurumlarında, borsalarda ve birliklerde zayıf kalmaktadır. Borsalar ve birliklerin disiplin ve etik kurallar açısından yürütmesi gereken ve özdüzenleyici faaliyetler olarak değerlendirilen bu tür uygulamalar, önceden işlemleri caydırmada yeterli görülmemektedir. Bu durumun bir nedeni, Türkiye’de borsa ve birliklerin örgütlenmelerinde eksiklikler olup bu soruna bağlı olarak bu kuruluşlarca tepe yönetim düzeyinde karar almak güçleşmektedir. Örneğin, ABD’de özdüzenleyici bir yapı olan FINRA’nın yönetim yapısında çıkar çatışmasını önleyici bir organizasyon vardır (FINRA, 2010). Bu durum, Türkiye’deki özdüzenleyici örgütlerde zayıftır. Bu bağlamda, finansal aracılık sektöründe önceden işlemleri caydırma konusunda SPK’r düzeyinde güçlü caydırıcı kurallar ve uygulamalar daha fazla önem taşımaktadır.

4. Önceden İşlemlere Karşı Koruyucu Gözetim Yaklaşımları ve Öneriler

4.1. Mevcut Durum

Önceden işlemler gibi eylemler, çoğu ülke düzenlemeleri ile yasaklanmış ya da sıkı kurallara bağlanmıştır. Buna rağmen, bu tür uygulamaların serbest olması gerektiği çünkü ikili alım satım, önceden işlemler ve yakın takip işlemler benzeri işlemlerin piyasanın canlılığını ve likiditesini artırdığı görüşü de ileri sürülebilmektedir. Kabul edilmesi güç olan aşırı liberal bu görüşün, finansal piyasaların temelde tam bir güven platformu olması ve her türlü çıkar çatışması riskinden uzak durulması gerektiği temel anlayışı ile çelişir.

Akademik çalışmalarda önceden işlemler gibi bilgi sızıntısına konu eylemlerin piyasada bilgi etkinliğini ve likiditeyi artırabileceği yönünde görüşler olmakla birlikte bu çalışmamızda ortaya konulduğu üzere, aksi yönde çok sayıda görüş de vardır. Ancak, akademik çalışmalarda sağlıklı bir piyasanın tüm özellikleri yerine likidite, genel kazanç imkanları ve getiri düzeyi, bilgisel etkinlik ve fiyatların doğru bilgi taşıma özelliği gibi finans literatüründe teorik yönü ön plana çıkan unsurlara ağırlık verilmektedir. Konuyu düzenleyici ve denetleyici otoritelerin bakış açısıyla ele aldığımızda daha bütüncül ve genel piyasa düzenine yönelik yaklaşımların benimsendiğini görürüz. Vaka incelemesi olarak özetlediğimiz Bergin dosyasında Bergin’in bu mahiyetteki işlemlerini bir SEC yetkilisi şu şekilde özetlemekte ve konunun teorik yönünden

Çok güveni kötüye kullanma ve zen borcuna aykırılık yönüne dikkat çekmektedir (SEC, 2013, s.1): “*Bergin, adil olmayan bir tarzda alım satım avantajı sağlayarak işlemlere dair bilgileri gizlice kullanmak suretiyle müşterilerin güvenine ihanet etmiş ve kendisine önemli miktarda haksız kazanç sağlamıştır.*” Bu anlamda önceden işlemler ile finansal sektör mensuplarının çalıştığı özel statülü finansal kurumlarda özel konumlarının avantajlarını kullanarak (haksız) kazanç sağlanmaya çalışılması;

- i) alışılan özel statülü sermaye piyasası kurumu ile olan iş sözleşmesi çerçevesinde bir güveni kötüye kullanma eylemi olması,
 - ii) Sermaye piyasası kurumunun müşterisine karşı zen borcu kuralının ihlal edilmesi,
 - iii) İşleme konu finansal araç piyasasında diğer piyasa katılımcıları ile eşit ve adil şartlarda olmayan alım satımlar yapılması,
 - iv) Büyük miktartlı işlem yapacak işlemci ya da yatırımcıları işlem yapmaktan alıkoyacak veya işlem yapmalarını zorlaştıracak ya da işlem maliyetlerini artıracak olması,
 - v) Sermaye piyasası araçları piyasalarında, gerçek piyasa işlem motivasyonundan kaynaklanmayan işlemler olması ve fiyat değişkenliğini artırıcı olması,
- nedenleriyle çok yönlü olarak sakıncalıdır.

Önceden işlemler konusunda kritik bir soru, büyük miktartlı emrin miktarının ne kadar olması gerektiğidir. Bu sorunun devamında ise, önemli olan şu soruya cevap verilmelidir: Hangi büyüklükteki emirler, piyasa fiyatı üzerinde etkili olabilir? Bu soruyu cevaplayabilmek için, söz konusu sermaye piyasası aracının farklı büyüklükteki emirlere olan tepkisini test etmek gerekebilir. Nitekim plak gözle büyük diye adlandırılan bir emrin piyasa fiyatını etkilediği görülebilir ancak araya başka faktörler de karışmiş olabilir. Türkiye’de SPK’r gözetim teknolojisi ile bir sermaye piyasası aracının fiyat oluşum süreci kolaylıkla ortaya konulabilmekte, fiyat değişimlerini hangi emirlerin tetiklediği saniye bazında ve detaylı olarak gösterilebilmektedir. Bu bağlamda, bir emrin piyasa fiyatını etkileyip etkilemediği, başka faktörlerin olup olmadığı gibi sorular, konuyu ele alacak SPK’r Uzmanlarınca cevaplandırılabilir durumdadır.

Pek çok ülkede olduğu gibi Türkiye’de de kanun ve tebliğ normları ile açıkça caydırılmaya çalışılan önceden işlemlerin 2014’ten itibaren piyasada azalması beklenebilir. Ancak, bu tür kuralların piyasada gerçekten etkili olabilmesi için bu konularda yaygın denetim yapılması ve piyasaya kararlılık mesajı verilmesi gerekmektedir. Piyasa aktörleri, günlük işlemlerde sürekli kazanç peşinde koşarken, yeni getirilen kurallara dikkat etmeyebilir ya da yeni getirilen kuralların ne tür sonuçlar doğurabileceğini anlamamış ya da umursamamış olabilir. Yeni kuralların sonuç doğurmasının en etkili yollarından biri, kuralların uygulanıp uygulanmadığının uzman personel ile denetlenmesidir. Nitekin Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları rgt (IOSCO, International Organization of Securities Commissions) etkin piyasa gözetiminde şu unsurların olması gerektiğini ortaya koymaktadır (IOSCO, 1999, s. 2):

- i) Uygun düzenleme hedeflerinin belirlenmesi,

- ii) Bu hedeflere ulaşmak için gerekli mekanizmaların hayata geçirilmesi,
- iii) Bu hedeflerin gerçekleşip gerçekleşmediğinin takip edilmesi,
- iv) Yükümlülükler aykırılık/uyum konusunda gerekli denetim ya da düzenleme tedbirlerinin alınması.

Türk sermaye piyasasında yeni rejim ile önceden işlemleri caydırabilecek objektif ve açık kurallar ortaya konulmuştur. Bu kuralların uygulanıp uygulanmadığını denetleyebilecek teknik altyapı ve elverişli organizasyon ve personel SPK bünyesinde mevcuttur. Ancak, IOSCO'nun etkin piyasa gözetimine dair unsurlarının son ikisinin henüz Türk sermaye piyasası açısından gerçekleştiğine dair bir bilgiye rastlanmamıştır.

4.2. Önceden İşlemlerin Gözetimine Dair Öneriler

Önceden işlemler, mahiyeti itibarıyla kolay yoldan para kazanmaya yönelik olduğu için, kolay yoldan para kazanma eğilimi yüksek ve etik değerleri zayıf olan kişilerin bu tür işlemlere başvurma riski vardır. Bu nedenle, bu motivasyonu caydırıcı operasyonel süreçler, gözetim mekanizması ve nihayetinde caydırıcı yaptırımlar olması ideal bir piyasa organizasyonu için düşünülmelidir. Önceden işlem, yakın takip işlem ve ikili işlem mahiyetindeki işlemlerin takibinde, ilk gözetim ve kontrol noktası yatırım kuruluşlarıdır. Bunun temel nedeni, sermaye piyasası işlemlerinin ilgili piyasa ya da borsaya iletilme merkezinin yatırım kuruluşları olmasıdır. Kurumsal bir yapıya sahip olan ve müşteri haklarına özen gösteren yatırım kuruluşları, büyük miktarda emirlerle işlem yapan müşterilerine zarar verme olasılığı olan personel işlemlerini gözetim altında tutmalı ve iş disiplini ve iş etiğini korumalıdır. Yatırım kuruluşları içerisinde de, ikincil pay piyasası işlemlerini gerçekleştirmeye sadece aracı kurumların yetkili olması nedeniyle aracı kurumlar ön plana çıkar. Bu bağlamda, aracı kurumlar kendi bünyelerinde önceden işlemlere karşı önlemler almalı, iç çalışma prosedürleri içerisinde bu tür işlemleri caydırıcı etik kurallar ve disiplin kuralları koymalıdır. Özellikle, özel müşteri statüsünde olan ve büyük miktarda işlem yapan müşterilere hizmet veren aracı kurum çalışanlarına dikkat edilmelidir. SEC'nin Bergin dosyasında olduğu gibi, kurum çalışanlarının hesaplarının beyan edilmesi sağlanmalı, hesaplarını çıkar çatışması ya da önceden işleme konu olabilecek işlemlere yönelik kullanmaması için düzenli bilgilendirme yapılmalı, yine Bergin dosyasında görüldüğü üzere, periyodik sorgulamalar ile iç kontrol süreci etkin çalıştırılmalıdır.

Önceden işlemlerde en çok dikkat edilmesi beklenen kesim de kolektif yatırım kuruluşlarıdır. Zira yatırım fonu ve yatırım ortaklıklarından oluşan bu kuruluşlar, büyük miktarda işlem yapabilen sermaye piyasası kurumlarıdır. Bunların portföy yöneticileri, çalışanları ve bunlarla bağlantısı olanların önceden işlemler eylemi içerisinde olma olasılığına karşı yukarıda aracı kurumlar için sayılan tedbirler alınmalıdır. Tipik bir önceden işlemi ortaya koyan SEC'nin Bergin dosyasında ifade edildiği üzere, Bergin, 2,5 milyar dolarlık bir fonu yöneten bir yatırım danışmanlığı firmasında çalışan bir ihtisas personeldir.

Yukarıda saydıklarımız, işlemlerin merkezi olabilecek piyasa aktörlerine dair önerilerdir. Ancak, bu düzeydeki önleyici tedbirlerin istenen etkinliği sağlayacağı Türkiye'de ve pek çok

diğer ülkede görülen piyasa tecrübeleri ile sabittir. Bu nedenle, SPKr tarafından benimsenen şu gözetim modelinin uygulamada önceden işlemler için de çalıştırılması yararlı olacak ve etkin sonuçlar üretecektir:



Őekil: SPKr (Yeni) Gözetim Modeli (SPKr, 2010, s. 83).

SPKr Gözetim Modeli, 2010 yılında devreye alınan yeni bir modeldir. Bu modelin esası, bir konuda çok noktadan gözetim ve denetim yapmaktır. Bu bağlamda, önceden işlemlere karşı öncelikle ilgili yatırımcılar ya da müşteriler dikkat etmeli, bu tür işlemlere izin vermemelidirler. Yatırımcılar ya da alsatlar, müşterisi oldukları finansal kuruluş bünyesinde verdikleri büyük miktarlı emir bilgilerinin kötüye kullanıldığını farketmeleri durumunda bu duruma karşı önleyici tedbirler alınmasını istemeli, durumu SPKr'na bildirmelidirler. Bu yönde bir davranış eğilimi, SPKr'nun piyasa aktörlerini bilgilendirmesi ile daha fazla oluşacaktır.

İkinci aşamada bu tür işlemlerin olup olmadığı ilgili sermaye piyasası kurumu bünyesinde gözetim ve kontrole tabi tutulmalıdır. Sonraki aşama ise, borsalar ve diğer zdzenleyici kuruluşlardır. Türkiyede bu kuruluşlar Borsa İstanbul ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'dir. En etkili düzey ise yasal otoritedir. Yasal otoriteye kadar gelen bir önceden işlemler raporu, bu düzeyde ciddi yaptırımlara konu olabileceğinden en caydırıcı düzey yasal otorite düzeyidir. Ancak ideal olan, bu tür işlemlerin yatırım kuruluşu düzeyinde önlenmesidir.

Sonuç

Finansal hukuk, finans sektörü uygulamaları üzerinde önemli etkisi olabilen kurallar bütünüdür. Türk sermaye piyasası, finansal hukukun temel kanunlarından biri olan Sermaye Piyasası Kanunu ile şekillenmektedir. Bu kanun 2012 yılı sonunda 6362 sayılı bir kanun olarak tümden yeni kurallarla çıkarılmıştır. Yeni Sermaye Piyasası Kanunu (YSPKn) denilebilecek bu

kanun, piyasa uygulamalarını etkileyebilecek kapsamlı ve yeni kurallar getirmiştir. YSPKn ile getirilen yeni kurallardan biri de önceden işlemlere dairdir. Sermaye Piyasası Kurulu (SPKr) da bu alandaki düzenleyici ve denetleyici otorite olarak önceden işlemleri de içeren tebliğ formunda düzenlemeler yapmıştır.

Önceden alım satım ya da önceden işlem (front running, running ahead), bir sermaye piyasası kurumu ya da dar anlamda yatırım kuruluşu çalışanının, müşterilerin verdikleri alım satım emirlerinin piyasa fiyatları üzerindeki muhtemel etkilerinden yararlanmak üzere, müşterinin emrini yerine getirmeden önce kendi emrini girmesidir. Burada sermaye piyasası kurumu çalışanı tarafından müşteri emri kullanılarak kazanç sağlanması söz konusu olduğundan, sermaye piyasası kurumu çalışanının bu bağlamda yaptığı işlem normal ve meşru bir piyasa işlemi olmamaktadır.

Önceden alım satım, adından da anlaşılacağı üzere, hem alım hem de satım işlemleri için yapılabilir. Önceden alım satımı doğurucu işlemler ve önceden alım satım işlemleri yatırım kuruluşlarının komisyon gelirlerini artırıcı etki yaptığı için, yatırım kuruluşu bünyesinde dikkatli ve etkili kontrol yapılmıyor olabilir. Ancak, önceden alım satımların ciddi boyutlara ulaşması, piyasa fiyatları üzerinde az veya çok etki yapacağı için, bu durumda müşteri işlemleri daha maliyetli veya beklenenden az kazançlı olabilmektedir.

Önceden işlemler, her piyasada görülebilecek meşru olmayan işlemlerdir. Bu tür işlemlerin;

- i) Çalışılan sermaye piyasası kurumu ile kurulmuş olan iş sözleşmesi çerçevesinde bir güveni kötüye kullanma eylemi olması,
- ii) Sermaye piyasası kurumunun müşterisine karşı özen borcu uygun davranma kuralını ihlal edecek mahiyette olması,
- iii) İşleme konu finansal araç piyasasında diğer piyasa katılımcıları ile eşit ve adil şartlarda olmayan alım satımlar yapılması,
- iv) Büyük miktarda işlem yapacak işlemci ya da yatırımcıların işlem yapmalarını zorlaştıracak ya da işlem maliyetlerini artıracak olması,
- v) Sermaye piyasası araçlarının piyasasında, gerçek piyasa işlem motivasyonundan kaynaklanmayan işlemler olması ve fiyat değişkenliğini artırıcı olması,

nedenleriyle bu tür işlemler çok yönlü olarak sakıncalıdır.

Türk sermaye piyasasında önceden işlem riski yüksektir. Riskin yüksek olmasında;

- i) Bu tür işlemlerin geçmişte yasaklanmamış olması ve zamanla bu tür işlemlerin alışılabilir bir piyasa uygulaması ve kar kapısı olarak görülmesi olasılığı,
- ii) Borsa İstanbul Pay Piyasası'nda yabancıların yüksek oranda saklama bakiyesi ile ağırlığa sahip olması, yabancıların işlemlerinin görece büyük miktarda olması, yerli yatırımcıların yabancıları yakından izlemesi,

önemli unsurlardır.

Önceden işlemler temelde yukarıdaki gerekçelerle bazı ülkelerde bilginin kötüye kullanılması olarak kabul edilmekte ve bilgi suistimali (insider trading) gibi değerlendirilerek cezai veya idari ya da her iki tür yaptırımlarla caydırılmaya çalışılmaktadır. Türk sermaye piyasası hukukunda ise, YSPKn uygulamaya girinceye kadar önceden işlemler yasaklanmış eylemler arasında sayılmamaktaydı. Bu durum, Türk sermaye piyasası için ciddi sorunlara açık kapı demektir.

Önceden işlemler, literatürde sıklıkla rastlanan çalışmalar arasında yer almamakla birlikte bu tür işlemler mahiyeti itibarı ile bilgi suistimaline (insider trading) benzemesi nedeniyle bu bağlamda ele alınabilmektedir. Literatürde büyük miktarda emirlerin sızmasının ve kötüye kullanılmasının; kısa vadede artırsa da uzun vadede fiyatların doğru bilgi taşıma özelliğini azalttığı ileri sürülmektedir. Bu tür uygulamaların ayrıca bilgisel etkinliği azalttığı, analistleri yanılttığı ve maliyetleri artırdığı görüşleri ortaya konulmuştur. Önceden işlemlere dair literatürde ortaya konulan çalışmalardaki sonuçlar, bu tür işlemlerin yasaklanmasına ve denetim altında tutulmasına işaret etmektedir.

Literatürde önceden işlemler ayrımı, kullanılan bilginin kaynağının ikiye ayrılması ile somutlaştırılmaktadır: İçsel bilgiler (corporate-related insider information) ve işlemlere dair bilgiler (trade-related information). Önceden işlemler, sadece işlemlere dair bilgilerle ilgilidir. Bu özellik, önceden işlemlerin gözetim ve denetim ile caydırılmasında şirket içi bilgileri değil piyasa bilgilerine odaklanılmasını, piyasada da işlemlerin temel geçiş noktası olan yatırım kuruluşlarının ve bu kuruluşların çalışanlarının işlemlerinin takip edilmesini gerektirmektedir. SPKr, bu alanda 2009 yılından beri faaliyette olan Piyasa Gözetim ve Denetim Dairesi ile güçlü bir gözetim ve denetim alt yapısına sahiptir. Önceden işlemlerin yasaklanması ile birlikte mevcut gözetim ve denetim organizasyon yapısı, SPKr'na bu tür işlemleri güçlü caydırma kapasitesi sağlamıştır.

Dünya sermaye piyasalarına yönelik standart belirleyici bir kuruluş olan Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü (IOSCO, International Organization of Securities Commissions) etkin piyasa gözetiminde şu unsurların olması gerektiğini ortaya koymaktadır: i) Uygun düzenleme hedeflerinin belirlenmesi, ii) Bu hedeflere ulaşmak için gerekli mekanizmaların hayata geçirilmesi, iii) Bu hedeflerin gerçekleşip gerçekleşmediğinin takip edilmesi, iv) Yükümlülükler aykırılık/uyum konusunda gerekli denetim ya da düzenleme tedbirlerinin alınması. **Önceden işlemler açısından** bu unsurlardan ilk ikisi tamamlanmış olmakla birlikte sonraki ikisi için zamanla uygulamaları takip etmek ve ileride bir yargıda bulunmak mümkündür.

ABD sermaye piyasası otoritesi olan Securities and Exchange Commission (SEC) tarafından ortaya konulan Bergin Dosyasındaki gerçek olaylardan da görüldüğü üzere, önceden işlemlerinin caydırılmasının ve gözetiminin sadece finansal kuruluşlara bırakılması ve bu tür işlemlerin caydırılması için iç denetimle sınırlı kalınması yeterli değildir. Bu tür işlemlere karşı dış denetim mahiyetinde çalışmalar da yapılmalıdır. Bu kapsamda borsalar ve meslek birlikleri de üyeleri ve üyelerinin çalışanlarının mesleki faaliyetlerini denetleyebilmekte ve kural ihlalleri nedeniyle yaptırımlar uygulayabilmektedir. Ancak, bu faaliyetler nedeniyle yatırım uygulama motivasyonu sermaye piyasası kurumlarında, borsalarda ve birliklerde zayıf kalmaktadır. Bu nedenle, finansal aracılık sektöründe önceden işlemleri caydırma konusunda SPKr düzeyinde kararlı politikalar

daha fazla önem taşımaktadır. Bu bağlamda SPKı tarafından, hem piyasa aktörlerine hem de bu konuda kritik konumda olan yatırım kuruluşları ve kolektif yatırım kuruluşlarına, konunun yeterince önemsendiğine dair güçlü mesajlar verilmelidir. Daha stratejik yaklaşım ise, SPKı'nun yeni gözetim modeli ile benimsenmiş dört katmanlı yaklaşımın önceden işlemler için de uygulanmasıdır.

Sonuç olarak, YSPKı getirdiği yeni hükümler ile ve bu kanuna dayalı olarak yapılan tebliğ formundaki düzenlemeler ile yasal altyapı bağlamında önceden işlemleri caydırmada hukuki zemin oluşturulmuştur. Ancak sadece yasaları değiştirmek veya yeni kural getirmek caydırıcılık açısından yeterli olmayacaktır. Bu konuda SPKı, bu kurallara uyulup uyulmadığını takip etmelidir. SPKı'nun etkin gözetim ve denetimi, bir piyasa sorunu olarak kabul edilen önceden işlemleri önemli oranda caydırabilecektir. Ancak, hem SPKı uygulamalarının etkilerinin zamanla ortaya çıkabileceği hem de meşru olmasa da uzun yıllardır alışılmış piyasa uygulamalarının bir anda piyasa aktörlerince terk edilmemesinin bir olasılık olduğu bir dönemde, bu düzenlemelerin etkilerinin net olarak makul bir zamanla somutlaşması beklenmelidir. Bu kuralların somut etkilerinin görülmeye başlanması ile birlikte genel güven artışı yanında, piyasa etkinliğinin ve likiditenin artması, etik kural ihlallerinin azalması ve işlem maliyetlerinin düşmesi beklenebilir. Bu etkilerin ortaya çıkıp çıkmadığının ise, asgari birkaç yıllık bir veri setinin oluşması sonrasında test edilmesi söz konusu olabilecektir.

Kaynaklar

- AKERLOF, G. (1970). The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Finance*, 488-500.
- BHOJRAJ, S., J.BLOOMFIELD, R., & TAYLER, W. B. (2009). Margin Trading, Overpricing, and Synchronization Risk. *Review of Financial Studies*, 2059-2085.
- BOMMEL, J. V. (2003). Rumors. *The Journal of Finance*, 1499-1520.
- BRUNNERMEIER, M. K. (2005). Information Leakage and Market Efficiency. *Review of Financial Studies*, 417-457.
- CAI, F. (2003). *Was There Front Running During the LTCM Crisis?* Washington, DC: Governors of the Federal Reserve System.
- DANTHINE, J.-P., & MORESI, S. (1998). Front-Running by Mutual Fund Managers: A Mixed Bag. *European Finance Review*, 29-56.
- DYAKOV, T., & VERBEEK, M. (2013). Front-Running of Mutual Fund Fire-Sales. *Journal of Banking & Finance*, Volume 37, Issue 12, 4931-4942.
- FAMA, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, Vol.25, 383-417.
- FINRA. (2010). *Restated Certificate of Incorporation of Financial Industry Regulatory Authority, Inc.* Nisan 14, 2015 tarihinde FINRA: http://finra.complinet.com/en/display/display.html?rbid=2403&element_id=4589 adresinden alındı
- FISHMAN, M. J., & HAGERTY, K. M. (1992). Insider Trading and the Efficiency of Stock Prices. *The RAND Journal of Economics*, Vol. 23, No. 1.106-122.
- FISHMAN, M., & LONGSTAFF, F. (1992). Dual Trading in Futures Markets. *Journal of Finance*, 47, 643-671.
- GARRIOTTY, C. O. (2012). *Front-running and Post-trade Transparency*. Nisan 13, 2015 tarihinde The University of Warwick: http://www2.warwick.ac.uk/fac/soc/wbs/subjects/finance/fof2012/programme/garriott_-_front-running_and_post-trade_transparency.pdf adresinden alındı
- GÜREL, P. (2003). *Büyük Miktarlı Emir Bilgisine Dayanarak İşlem (Front running) Yapanların Sorumluluğu*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu.
- IOSCO. (1999). *Supervisory Framework for Markets*. Madrid: IOSCO.
- IOSCO. (2003). *Objectives and Principles of Securities Regulation*. Madrid: IOSCO.
- KHAN, M., & LU, H. (2013). Do Short Sellers Front-Run Insider Sales? *The Accounting Review*, Vol. 88, No. 5, pp. 1743-1768.
- KYLE, A. S. (1985). Continuous Auctions and Insider Trading Source. *Econometrica*, Vol. 53, No. 6, 1315-1335.
- LELAND, H. E. (1992). Insider Trading: Should It Be Prohibited? *The Journal of Political Economy*, , Vol.100, No.4, 859-887.
- LIANG, D. (2007). *Distressed Sales and Financial Arbitrageurs: Front-running in Illiquid Markets*. Nisan 25, 2014 tarihinde SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1343086 adresinden alındı
- MARKHAM, J. W. (2010). "Front-Running" - Insider Trading under the Commodity Exchange Act. *FIU Legal Studies Research Paper Series*, Research Paper No.10-43.
- MEMİŞ, T., & TURAN, G. (2015). *Sermaye Piyasası Hukuku*. Ankara: Yetkin Yayıncılık.
- PAGANO, M., & RÖELL, A. (1993). Front-running and Stock Market Liquidity. V. CONTI, & R. HAMAUI içinde, 1) PAGANO, M. ve RÖELL, Ailsa., *Front-running and Stock Market Liquidity*, iFinancial

- Markets' Liberalisation and Role of Banks* (s. 178-200). Cambridge: Cambridge University Press.
- R.ELESWARAPU, V., THOMPSON, R., & VENKATARAMAN, K. (2004). The Impact of Regulation Fair Disclosure: Trading Costs and Information Assymetry. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Volume 39, Issue 02, 209-225.
- RÖELL, A. (1990). Dual-capacity Trading and the Quality of the Market. *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 1, Issue 2, 105-124.
- SANCAK, E. (2012). *Ansiklopedik Türev Finansal Araçlar Sözlüğü*. Ankara: Gazi Kitabevi.
- SANCAK, E. (2014). *Sermaye Piyasası Sözlüğü*. İstanbul: Scala Yayıncılık.
- SARKAR, A. (1995). Dual trading: Winners, Losers, and Market Impact. *Journal of Financial Intermediation*, 77-93.
- SARKAR, D. (1992). *Securities Exchange Act of 1934*. Nisan 13, 2015 tarihinde Cornell University Law School, Legal Information Institute: https://www.law.cornell.edu/wex/securities_exchange_act_of_1934 adresinden alındı
- SEC. (2013, Mayıs 24). *SEC Charges Dallas-Based Trader With Front Running*. Nisan 12, 2015 tarihinde SEC: <http://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1365171574978> adresinden alındı
- SEC. (2013, 04 23). *SEC v. Bergin&Zaun*. 04 12, 2015 tarihinde SEC: <https://www.sec.gov/litigation/complaints/2013/comp-pr2013-93.pdf> adresinden alındı
- SEYHUN, H. (1986). Insiders' Profits, Costs of Trading, and Market Efficiency. *Journal of Financial Economics*, Vol.16, 189-212.
- SPKr. (2010). *Faaliyet Raporu*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu (SPKr).
- SPKr. (2013). *Faaliyet Raporu*. Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu (SPKr).
- SPKr. (2014, Ocak 21). Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği. Ankara, Türkiye: Resmi Gazete.
- TBMM. (2012, Aralık 30). Sermaye Piyasası Kanunu. *6362 sayılı Kanun*. Ankara, Türkiye: Resmi Gazete.
- XUE, Y. & GENÇAY, R. (2012). Hierarchical Information and the Rate of Information Diffusion. *Journal of Economic Dynamics & Control*, 36, 1372-1401.