



# Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi

## İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi

Yıl/Year: 2017, Cilt/Volume: 4, Sayı/Issue: 2

e-ISSN: 2149-1658

### İÇERİDEN ÖĞRENERLER TİCARETİNE YAKLAŞIMLAR

#### *APPROACHES TO INSIDER TRADING*

**M. Fevzi ESEN**

Yrd. Doç. Dr., İstanbul Medeniyet Üniversitesi, Turizm İşletmeciliği Bölümü, fevziesen@medeniyet.edu.tr

*Başvuru tarihi/Application date: 02.03.2017*

*Yayına kabul tarihi/Acceptance date: 04.07.2017*

#### **ÖZET**

İçeriden öğrenenler ticareti, piyasaların şeffaflığını engellemekte ve yatırımcıların piyasaya güvenini sarsmaktadır. İçeriden öğrenenler ticareti günümüzde birçok finansal piyasada yasaklanmış olmasına rağmen, yasaklanması veya serbest bırakılması konusunda literatürde halen görüş birliğine varılamamıştır. Menkul kıymet borsası bulunan ülke sayısındaki artışla birlikte, içeriden öğrenenler ticaretinin engellenmesine yönelik düzenlemede bulunan ülke sayısında da artış yaşanmıştır. Fakat bu ülkelerden yarısından daha azı, söz konusu düzenlemeleri uygulamaktadır. Bu çalışmada, içeriden öğrenenler ticaretini destekleyici ve yasaklayıcı yaklaşımlar incelenmiş olup; konu sosyolojik, ekonomik ve hukuki boyutlarıyla ele alınmıştır. Çalışmada, içeriden öğrenenler ticaretinin yatırımcılar başta olma üzere, piyasa oyuncularına sosyoekonomik etkilerinin test edilerek tartışılması gerektiği sonucuna ulaşılmıştır.

*Anahtar Kelimeler: İçeriden Öğrenenler Ticareti, Asimetrik Bilgi, Finansal Suçlar*

#### **ABSTRACT**

Insider trading prevents transparency of the market and undermines the investors' confidence. Although it is forbidden at many financial markets, it has not been decided whether to forbid or not. With the increasing number of countries which have stock exchange, there is an increasing number of countries that promulgate regulations. However, less than half of the countries apply regulations. In this study, prohibitive and supportive approaches to insider trading are reviewed and the topic is discussed with its sociologic, economic and judicial dimensions. The research concludes that socioeconomic impacts of insider trading to market, especially to investors, must be empirically tested.

*Keywords: Insider Trading, Asymmetric Information, Financial Crimes*

## GİRİŞ

Bilgi, karar - seçim mekanizmasının temel unsurlarındandır ve kıt kaynaklar içerisinde yapılan seçim, ekonominin en önemli temel sorularından biri olarak gösterilmektedir (MacKaay, 1982: 107). Bilginin iktisadi bir değerinin olması, sermaye piyasalarında öğrenenler ticaretinin farklı disiplinler açısından ele alınması gerekliliğini ortaya koymuş; piyasa şeffaflığı ve etkinliği için hangi tür bilginin piyasa işlemlerinde kullanılabilceği, hangi derecede bir serbesti sağlanacağı ve piyasa düzenleyicilerinin bu konudaki rollerinin ne olacağı tartışma konusu olmuştur. Bu sebeple literatürde içeriden öğrenenler ticareti yaklaşımları ekonomik, sosyal ve hukuki boyutlarıyla birlikte ele alınmıştır.

İçeriden öğrenenler ticareti kapsamında ayrıcalıklı bilginin kullanımı (yöneticilerin kendi menfaatleri için bilgiyi kullanması) konusundaki ilk çalışma 1910 yılında H.L. Wilgus tarafından yapılmıştır. Çalışmada, şirket yöneticilerinin yaptıkları hisse senedi alım-satım işlemleri incelenerek; yöneticilerin şirket içi pozisyonlarından doğan sorumlulukları, eksik ve hatalı işlem bildirimleri konusunda değerlendirmelerde bulunulmuştur (Wilgus, 1910). İçeriden öğrenenler ticareti konusunda yapılan ilk sayısal çalışmada ise Smith (1941), içeriden öğrenenlerin gerçekleştirdikleri işlem hacimlerinin hisse senedi fiyatlarına etkisini incelemiş ve içeridekilerin alım - satım davranışlarını belirlemede tanımsal istatistik ölçülerini kullanmıştır (Smith, 1941).

1961 yılında görülen Cady & Roberts davasıyla şahsi menfaat temini için içerideki bilginin kullanımının yasaklanması ve “bilginin kamuya açıklanması ya da bilgiye dayanılarak yapılan işlemlerden kaçınılması (disclose or abstain)”, içeriden öğrenenler ticaretinin yasaklanıp yasaklanmaması konusunu tartışmalı hale getirmiştir (Georgakopoulos, 1993: 2). Daha sonraki çalışmaların “bilgiye eşit ulaşım (equal access)” kapsamında çıkarılıp modern finans teorisi kapsamında incelendiği görülmektedir.

İçeriden öğrenenler ticaretinin işletmeyi ve piyasayı ne derecede etkilediği, yasaklama ve serbesti yaklaşımlarının temelini oluşturmaktadır. Önceleri, mahkemelere intikal eden vakalarda içeriden öğrenenlerin ticari işlemlerine sınırlama getirilmediğinden, içeriden öğrenenlerin sadece mensubu oldukları işletmelere karşı güven yükümlülüğü taşıması gerektiği noktasında hükümler verilmiş, bu tutum zaman içerisinde içeriden öğrenenlerin yatırımcılara karşı da güven sorumluluğu taşıdığı yönünde değişmiştir (Painter, 1965). 1980 sonrası içeriden öğrenenlerin mensup oldukları şirkete karşı güven yükümlülüğünü ihlali (fiduciary duty) ve bilginin suiistimal (misappropriation) edilmesi ilkelerinin birlikte değerlendirilmesi gerektiğinin savunulması, piyasalarda şeffaflığın sağlanmasına yönelik adımları da beraberinde getirmiştir. Bu doğrultuda, 1984 yılında içeriden öğrenenler ticareti suçu cezaları arttırılmış, Amerika Birleşik Devletleri Menkul Kıymetler ve Borsalar Komisyonunun (SEC) menkul kıymet alım-satım işlemlerini araştırma yetkisi genişletilerek tespit edilen haksız kazançların misliyle para cezaları öngörülmüştür (Brodsky, 1984: 937).

İçeriden öğrenenler ticareti işletme yönetimi çerçevesinde ilk olarak Manne (1966) tarafından incelenmiştir. Düzenlemelerin keyfi, siyasi ve etkisiz olduğunu savunan çalışma ile birlikte, üzerinde halen uzlaşılamayan bir tartışma başlamıştır. Manne'ye göre içeriden öğrenenler ticareti işletme, toplum ve piyasalar için ekonomik olarak faydalıdır ve herhangi bir düzenlemeyi gerektirmemektedir (Manne, 1966). Manne'ye cevap niteliğinde olan

çalışmasında Schotland (1967), içeriden öğrenenler ticaretinin önlenmesinin yatırımcıların piyasa karşı güvenini koruyan bir faktör olduğunu belirtmektedir. Çalışmada ayrıca, SEC'in içeriden öğrenenler ticaretinin engellenmesinde yaptırımların yetersiz olduğu ve konuya bilimsel bakış açısı ile yaklaşılması gerektiğinin altı çizilmektedir.

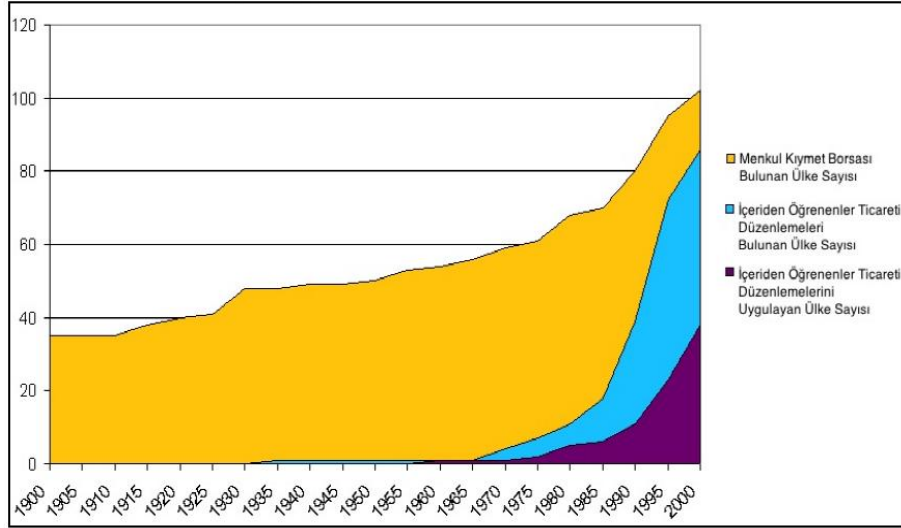
Modern finans teorisi kapsamında, yatırımcıların içeriden öğrenenlerin işlemlerini takip ederek piyasa üzerinde getiri sağlayıp sağlamadığı üzerine yapılan çalışmalarla, içeriden öğrenenler ticaretinin piyasalara etkisi ampirik olarak incelenmeye başlanmıştır. Bu konuda ilk olarak Niederhoffer (1968) içeriden öğrenenlerin gerçekleştirdikleri işlemlerin karakterlerini ve tahminleyici özelliklerini değerlendirmiş; alım - satım davranışlarındaki değişimlerin kuşkulu işlemler olabileceğini savunmuştur (Lorie & Niederhoffer, 1968).

Finansal küreselleşme bir diğer adıyla finansal entegrasyon süreci, piyasalarda yeni ürün ve hizmetlerin yaratılması ve finansal liberalizasyon başta olmak üzere bilginin ve teknolojinin finansal piyasalarda etkin şekilde kullanılmasına imkân tanımıştır. Gerek bireysel gerekse kurumsal yatırımcılar portföylerini geniş bir yelpazede çeşitlendirerek minimum maliyetle işlemler gerçekleştirmeye başlamış, bilgi teknolojilerindeki gelişmeler uluslararası piyasalardaki portföy yatırımlarını tetiklemiştir. Teknolojiye paralel olarak artan rekabet, yatırım - ticaret bariyerlerinin kalkması mal, hizmet ve sermayenin serbest dolaşımını sağlamıştır. İşletmeler toplum, kurumsal kültür ve politik odaklar üçgeninde çok boyutlu ilişkiler kurmaya başlamış, artan iş ilişkileriyle birlikte yöneticiler arasında işletme ve yatırımcıyı ilgilendirecek bilgi paylaşımları hız kazanmıştır. Bu durum işletmelerin kendi fonksiyonlarını yeniden tanımlama ve kurumsal yönetim ilkelerini gözden geçirmeleri gerektiğini ortaya koymuştur. Nitekim, McKinsey tarafından her dönem periyodik olarak yayımlanan global kurumsal yönetim raporuna göre yatırımcılar iyi yönetilen ve yatırımcıyı korumak adına kamuyu bilgilendirme gibi çeşitli araçlarla kurumsal yönetim etkinliği sağlayan işletmelere daha çok güvenmekte ve para ödemektedir (McKinsey Global Survey Results, 2015). Yöneticilerin ve çalışanların menkul kıymet işlemlerinin çalıştıkları işletmeye etkileri "vekalet teorisi"; sermaye piyasalarına etkileri de "piyasa teorisi" kapsamında değerlendirilmeye başlanmıştır. Örneğin, hisse senedi sahiplerinin daha fazla temettü elde edebilmek için kârlı yatırım projelerinin gerçekleştirilmesini beklediği bir durumda yapılacak yatırımın kârlı olduğu kadar riskli bir yatırım da olduğu farz edilirse, işletmenin yöneticileri teşviklerini, gücünü, itibarını veya işini kaybedeceği korkusuyla yatırım kararı almaya yanaşmamakta ve bu durum çeşitli anlaşmazlıklar doğurmaktadır (Jensen, 1976: 305). Şirket yöneticilerinin içeriden öğrenenler ticareti sebebiyle hissedarlar ile çıkar çatışması yaşayıp yaşamayacağı ve bu durumun işletmenin maliyetlerini ve etkinliğini ne şekilde etkileyeceği Bebchuk vd. (1990), Padilla (2002) ve Beny (2004) tarafından yapılan çalışmalarda tartışılmıştır.

İçeriden öğrenenler ticaretinin piyasaya etkileri konusunda yapılan ilk ampirik çalışmalara Jaffe (1974), Finnerty (1976) ve Kyle (1985) örnek olarak verilebilir. Söz konusu çalışmalardan, içeriden öğrenenler ticaretine düzenlemeler getirilmesinden çok, piyasa işleyişine müdahale olmadan kontrollü bir serbestinin getirilmesi gerektiği anlaşılmaktadır. Bu konuda yapılan etik çalışmaların ise piyasa güvenilirliği ve hakkaniyeti korumak adına sıkı düzenlemelerin yapılması görüşünde olduğunu söylemek mümkündür.

Piyasadaki bilginin niteliğine göre düzenleme yapılmasını savunan yaklaşımda, hisse senedi fiyatlarını arttıracak olumlu bilginin piyasalarda daha hızlı yayıldığı ve olumlu bilgiye dayanarak gerçekleştirilen işlemlerin yasaklanması gerektiği belirtilmektedir. Olumsuz bilgi piyasalarda daha uzun sürede ve kademeli düşüşlerle etkisini gösterdiği için, olumsuz bilgiyi kullanarak mutlak zarardan korunan içeriden öğrenenin ise toplumsal faydayı düşürmediğinden dolayı işlem gerçekleştirilmesinin yasaklanmaması gerektiği savunulmaktadır (Grechenig, 2007: 9-11).

**Şekil 1.** Menkul Kıymetler Piyasası Olan Ülkeler ve İçeriden Öğrenenler Ticareti Düzenlemeleri



**Kaynak:** Bhattacharya ve Daouk, 2002: 106

Yıllar itibariyle menkul kıymetler borsası bulunan ülke sayısında artış kaydedildiği halde, 1965 yılına kadar içeriden öğrenenler ticareti düzenlemeleri bulunan ve bu düzenlemeleri uygulayan tek devlet Amerika Birleşik Devletleri olarak tespit edilmiştir. 2016 itibariyle 113 ülkede menkul kıymet borsası bulunurken, bunlardan yaklaşık %80'inde içeriden öğrenenler ticareti konusunda hukuki bir düzenleme mevcut olup, bunların yarısından azı düzenlemeleri uygulamaktadır. Langevoort (2010) içeriden öğrenenler ticareti düzenlemelerinin, büyük yatırımcıların piyasaları domine ettikleri algısının kırılması için sembolik olarak yapılmış olduğu ve yatırımcıların menfaatlerinin korunduğu mesajı verilerek olumlu bir imaj yaratılmak istendiğini belirtmektedir (Langevoort, 2010: 165). Ayrıca düzenlemelerin aynı bilgiye ulaşımı değil, kamuya açıklanmış bilgiye eşit olarak ulaşımı desteklediği ve düzenlemelerin içeriden öğrenenlerin piyasa üstünde kâr ettiği algısını önlemek için yapıldığı belirtilmektedir (Wang & Steinberg, 2010: 20-27).

Özet olarak, içeriden öğrenenler ticareti yaklaşımları incelendiğinde konunun literatürde:

- İçeriden öğrenenler ticaretinin ihraççı işletmenin operasyonlarına, kurumsal yapısına, maaş ve ücret sistemine etkisi,
- İçeriden öğrenenler ticaretinin piyasalardaki bilginin, sermayenin ve operasyonların dağılımdaki etkisi,
- Adalet, bilgide eşitlik ve kamu hakları,

- İşletme hissedarları ve diğer piyasa oyuncularına etkisi gibi argümanların çerçevesinde tartışıldığı anlaşılmaktadır.

## 1. İÇERİDEN ÖĞRENENLER TİCARETİNİ YASAKLAYICI YAKLAŞIMLAR

İçeriden öğrenenler ticareti 1980'li yıllardan itibaren hem basının hem de akademik dünyanın ilgisini çeken beyaz yaka piyasa suçlarından biri olmuştur. Bu sebeple 80'li yılların ikinci yarısından itibaren içeriden öğrenenler ticareti düzenlemeleri tüm dünyada yaygınlık kazanmış ve cezai yaptırımlar ağırlaştırılmıştır. Yapılan ampirik çalışmalar, gelişen piyasalara paralel olarak içeriden öğrenenler ticareti düzenlemelerinin kapsamının da genişlediği sonucuna ulaşmaktadır (Beny, 2005: 17).

İçeriden öğrenenler ticaretini yasaklayıcı yaklaşımların temelinde ekonomik motivasyonun yanı sıra; adalet, eşitlik ve güven gibi hukuki - etik gerekçelerin bulunduğu açıktır. Buna ek olarak, literatürde içeriden öğrenenler ticaretini yasaklayıcı yaklaşımların siyasi argümanlarla şekillendiğini savunan çalışmalar da bulunmaktadır (Strudler & Orts, 1999).

Yasaklayıcı düzenlemelerin piyasalara etkileri üzerine yapılan çalışmalarda cezai yaptırımları ağır olan ve sıkı denetlenen ülkelerde menkul kıymet fiyatlarının bilgilendirici, piyasaların daha likit ve yatırımcı portföyünün daha geniş olduğu saptanmıştır (Bris, 2005: 268).

Etik yaklaşımlar içeriden öğrenenler ticaretinin, etkisi ne olursa olsun, içerdiği fiil bakımından uygun olmadığı ve piyasa oyuncuları arasında haksız rekabet ortamı oluşturduğunu iddia etmektedir. Örneğin, köleliğin günümüzde serbest olduğu varsayımından hareketle, kölenin sahibi için çalışıp kazanacağı para, köleye sahip olmadan kişinin kazanabileceği paradan daha fazla olsa yani; kölelik sisteminin ekonomik katkısı fazla olsa bile; söz konusu uygulama niteliğinden dolayı etik değildir. Bu bağlamda bir eylemin sonucu, o eylemin değerini veya etik olup olmadığını belirleyemez ve taraflar arasında eşitlik - adalet söz konusu değilse uygulama etik değildir. Konuya diğer bir örnek ise gündelik yaşamdan doktor - hasta ilişkisi olarak verilebilir. Sonucu iyi veya kötü olsun hastaya en küçük tıbbi müdahalenin söz konusu olduğu durumlarda dahi, doktorun süreç hakkındaki tüm bilgiyi hastaya aktarması hem etik hem de hukuki bir zorunluluktur. Bu açıdan düşünüldüğünde, içeriden öğrenenlerin kamuya açıklanmamış bilgiyi kullanarak işlem gerçekleştirmesi etik bir davranış olarak görülmemektedir.

Yukarıda bahsedilen örneklerde taraflar arasındaki (köle - sahip, doktor-hasta) ilişkinin sermaye piyasalarındaki yatırımcı - içeriden öğrenenler ilişkisiyle eşit tutulamayacağı savunulabilir. Örneğin, bir kölenin sahibi ile olan ilişkisi, yatırımcı ve içeriden öğrenen ilişkisinden farklıdır. Bir köle, özgürlüğü elinden alınarak ve etik olmayan bir uygulamaya maruz bırakılarak işini gerçekleştirmektedir. Fakat tedavi olabilmek için belirli bir maliyete katlanan hastanın doktoruyla olan ilişkisi yukarıda dikkat çekilen ilişkiden tamamen farklıdır. Piyasalarda da yatırımcıların içeriden öğrenenlerden daha fazla riski göze alarak yani belirli bir maliyete katlanarak yatırım yaptıkları ve ayrıcalıklı bilgi açısından dezavantajlı oldukları gerçeği de göz önüne alınırsa; içeriden öğrenen - yatırımcı ilişkisinin doktor - hasta ilişkisine benzer bir yapıda olduğu söylenebilir (Snoeyenbos & Smith, 2000: 361 – 363). Bu konuda

Easterbrook (1981) içerideki bilginin nasıl yaratıldığı, paylaşıldığı ve kullanıldığı konusunun önemine dikkat çekmiştir. Werhane (1989) ise çalışmasında piyasalarda serbestiyetin rekabet için gerekli bir şart olduğuna dikkat çekerek, taraflar arasında eşitliği bozan durumların adaleti ve tarafsızlığı ihlal edeceğini belirtmiştir. Ayrıca çalışmada, ekonomik veya etik gerekçesi ne olursa olsun, legal olan bir piyasa mekanizmasında adaleti ve tarafsızlığı ihlal eden illegal bir uygulamanın meşru olamayacağı savunulmaktadır.

İçeriden öğrenenler ticaretini “sosyal adalet teorisi” kapsamında değerlendiren bir diğer çalışmada ise, içeriden öğrenenler ticaretinden yararlanan / zarar gören birey sayısı oranının söz konusu ticareti faydalı veya zararlı olarak nitelendirmede kullanılıp kullanılmayacağı tartışılmış; “iyi olan doğrudur” anlayışını, “doğru olan iyidir” şeklinde hakkaniyet esaslı olarak ele alan “adalet teorisi” kapsamında değerlendirmeler yapılmıştır (Lippke, 1993). McGee (2010) içeriden öğrenenler ticaretini etik ve fayda teorileri kapsamında inceleyen çalışmaya örnek olarak verilebilir.

İçeriden öğrenenler ticaretinin etik olmadığı konusundaki bir diğer argüman ise, ayrıcalıklı bilginin yatırımcıların izni olmadan kullanılması ve bu yolla bilgi avantajı elde edilmesidir (Velasquez, 2002: 454-458). Yaklaşımda, birçok yatırımcının eşit şartlarda ulaşamadığı içerideki bilgiye sahip olan bir yatırımcının, piyasada bilgi asimetrisi sorunu doğurduğu ve söz konusu bilgiye dayanarak yaptığı işlemlerin hakkaniyet çerçevesinde değerlendirilemeyeceği savunulmuştur (Colvin, 1991: 603). Buna göre, içeriden öğrenenin yatırımcılara ve işletmeye karşı güven yükümlülüğü taşıdığı için ayrıcalıklı bilgiyi suistimal ederek işlem yapması yasaklanmıştır. Piyasalarda diğer yatırımcıların ulaşamadığı içerideki bilgiyi kullanarak işlem yapanların piyasalarda adaletsizliği körüklediği ve yatırımcıların güvenini sarstığı belirtilmiştir (Brudney, 1979).

İçerideki bilginin mülkiyet hakkı, ticari sır ve patentlerde olduğu gibi, işletmelerin tüzel kişiliğine ait sayılmaktadır (Macey, 1984: 28). Ekonomik değerinden hareketle, içerideki bilginin içeriden öğrenenler ve yatırımcılar arasında önemli bir faktör olduğu gerçeği, içerideki bilginin işletme–içeriden öğrenen–yatırımcı üçgeninde doğru konumlandırılması ve bunun sosyal refaha katkısı konularını beraberinde getirmektedir. İçerideki bilgi, ekonomik bir değeri olduğu için işletmenin malıdır ve bilginin üretilmesi aşamasında kendilerinin emeği olduğunu düşünen içeriden öğrenenler çıkarlarını optimize ettikten sonra, yani işletme ve içeriden öğrenenler mutabakatı sağlandığında, bir düzenleme getirilmesi taraftarıdır (Easterbrook & Fischel, 1996: 256-262). Bu noktada içeriden öğrenenler ticareti düzenlemeleri, içerideki bilgiyi doğru konumlandığı için işletme içi maliyetleri (sermaye ve aracılık maliyetleri) düşürmekte ve kaynakların etkin kullanımına bağlı olarak sosyal refahı arttırmaktadır (Macey, 1988: 793-795).

Piyasaların dinamik yapısı gereği yatırımcılar kamuya açıklanan bilgilerden yararlanarak yatırım kararlarında değişikliğe gitmektedir. Değişikliklerin bir kısmı rasyonel gerekçelere dayanmakta, bir diğer kısmı ise yatırımcıların beklentilerini yönlendiren söylentilerden ileri gelmektedir. Hisse senedi fiyatlarına “gürültü” faktörünü ekleyen “söylentiler”, piyasalarda yeterli bilgiye sahip olmayan yatırımcıların zararına sebep olmaktadır. Bu kapsamda incelenen içeriden öğrenenler ticaretinin, söylentiye dayalı işlemleri ve bedavacılığı (free-riding) arttırarak piyasaları rasyonellikten uzaklaştırdığı; ihraççı

işletmenin itibarını düşürerek menkul kıymet fiyatlarını olumsuz yönde etkilediği belirtilmiştir (Moore, 1990: 177-179).

Piyasalarda tüm yatırımcıların getirilerini etkileyen faiz riski, kur riski, politik risk gibi sistematik riskin kaynaklarından biri de içeriden öğrenenler ticareti olarak görülmektedir. Yatırımcılar içeriden öğrenenler ticaretini sistematik bir risk olarak gördükleri için yatırım stratejilerini içeriden öğrenenlerin işlemlerini taklit ederek düzenlemektedir (Bergmans, 1991: 119). Bu durum zamanla diğer yatırımcıları piyasanın dışına itmekte ve içeriden öğrenenleri piyasalarda avantajlı bir oyuncu konumuna getirmektedir (Goshen & Parchomovsky, 2001: 1229 - 1234). Ayrıca, piyasayı terk eden yatırımcılar menkul kıymet fiyatlarında alım-satım marjı (bid-ask spread) artışına sebep olmaktadır (Chung & Charoenwong, 1998: 1-3). Bu durumun içeriden öğrenenlerin sayısında da artışa sebep olduğu ampirik olarak gösterilmiştir (Estrada, 1994: 211).

İçeriden öğrenenler ticaretinin menkul kıymet fiyatlarındaki oynaklığı arttırdığı ve yaygın olduğu piyasaların diğer piyasalara göre daha oynak olduğu belirtilmektedir (Du ve Wei, 2004: 916-917). Oynaklık piyasada riskleri arttırdığı için piyasa etkinliğini düşürmekte ve daha az maliyetle, yüksek hacimlerde işlemlerin gerçekleştirilebildiği likit bir piyasaya imkan tanımamaktadır. Piyasa likiditesindeki düşüş ise piyasadaki çıkışları beraberinde getirdiği için bu durum menkul kıymetlerin de içerisinde bulunduğu bir çok finansal varlığa olan talebin azalmasına ve piyasa aktivitelerinin genelinde bir düşüşe sebep olmaktadır. Bununla birlikte oynak bir piyasada yatırımcı, artan riskten kaçındığı için menkul kıymet alım - satım marjı artmaktadır.

Bir işletmede içerideki öğrenenler ticaretinin varlığı, yatırımcıların ve piyasanın söz konusu işletmeye olan güvenini sarsmaktadır. Güveni sarsılan yatırımcılar alım-satım işleminden kaçınmakta ve menkul kıymetler fiyatları seviyesi düşmektedir. Fiyatların yani işletmenin değerinin düşmesi, yatırımcıların beklediği getirileri de düşürdüğü için işletmenin özsermaye maliyeti de artmaktadır. Piyasaları terketmeyen yatırımcılar ise işletmelerden risk primlerinin tazmin edilmesini isteyip, işletmeye mali olarak ekstra yük getirebilmektedir (Wang & Steinberg, 2010: 32).

İçerideki bilginin çalışanlar arasında bilgiyi edinim rekabetini doğurması ve çalışanların, işletmede ayrıcalıklı bilgiye dayalı ticaretin gerçekleştiği yönündeki tespitleri, iş motivasyonu başta olmak üzere ücret mekanizmasının adil işletilmediği problemlerini beraberinde getirmektedir. Kraakman (1991) çalışmasında içeriden öğrenenler ticaretinin işletme içerisinde ücret etkinliğini bozduğunu belirtmektedir. İşletme maliyetlerini arttırıcı bu durumla birlikte, işletme etkinliği bozularak işletme yatırımlarında düşüş gerçekleşmektedir (Manove, 1985: 823-825). Ayrıca içeriden öğrenenler ticaretinin yöneticilerin karar alma süreçlerini sekteye uğratan önemli bir faktör olduğu; içeriden öğrenenler ticaretinin yasaklanmasının, özellikle büyük şirketlerde, karar alma mekanizmalarını geliştireceği belirtilmektedir (Haft, 1982).

## 2. İÇERİDEN ÖĞRENENLER TİCARETİNİ DESTEKLEYİCİ YAKLAŞIMLAR

Rasyonel her yatırımcı menkul kıymet alıp satarken, düşük fiyattan minimum işlem maliyetiyle satın almayı ve sonrasında yüksek fiyattan satıp kâr etmeyi amaçlamaktadır.

Yatırımcının sahip olduğu yeteneklerle bilgiyi anlamlı hale dönüştürüp kullanarak yatırımlarını daha kârlı hale getirmesi veya gerçekleştirdiği işlemlerden dolayı zarara uğraması, finansal işlemlerin muhtemel iki sonucudur. Haklı bir nedene dayanmaksızın diğer yatırımcıların aleyhine olacak şekilde meydana gelen bir “sebepsiz zenginleşmeden” veya “zarardan kaçınma” işleminden farklı olarak içeridekilerin, diğer yatırımcılara zarar vermeden içerideki bilgiyi kullanarak kazanç sağlamasının en doğal hak olduğu görüşü, içeriden öğrenenler ticaretini destekleyici yaklaşımların temelini oluşturmaktadır.

Hukuki açıdan bakıldığında, içeriden öğrenenler ticaretinin yatırımcıları zarara uğratan yanlış bir davranış olduğu konusunun (fiilin zararının) ispatlanamaması, fiilin bir suç olarak kabul edilemeyeceği görüşünü beraberinde getirmiştir. Çünkü suç, anlama ve isteme kabiliyeti olan kişinin yarattığı bir hareketin hukuki bir değeri ihlal etmesiyle ceza veya tedbir uygulanmasını gerektiren bir fiildir (Pollock, 2010: 3-4) ve suçun nedensellik bağları arasında, suçu işleyen “fail” ve suçun fiili ile zarara uğrayan “mağdur” bulunmaktadır. Bu görüşü savunanlar, içeriden öğrenenler ticaretinin yaralama, gasp, hırsızlık, hakaret suçları gibi fail - mağdur ilişkisinin söz edildiği durumların dışında olduğunu ve zararının ispatlanamayacağını belirtilmiş; içeriden öğrenenler ticareti ironik bir şekilde “mağdursuz suç” olarak tanımlanmıştır (Manne, 1985: 937).

İçeriden öğrenenler ticareti düzenlemelerini eleştiren ilk akademik çalışma 1966 yılında Manne tarafından yayınlanmıştır. Manne'ye göre içeriden öğrenenler ticaretiyle tüm bilgiler fiyatlara yansıdığı için hisse senedi fiyatları gerçek değerini bulmakta ve bu durum hem işletmeye hem de toplumsal faydaya katkı sağlamaktadır. İçeriden öğrenenler ticaretini serbest bırakmak yöneticiler, direktörler ve işletme çalışanlarının girişimcilik duygularını geliştirerek işletme değerini arttırıcı, yeni - inovatif bilgi üretimi yönündeki motivasyonlarına katkı sağlayacak ve artan bilgi akışı sebebiyle doğrudan işletmeye, dolaylı olarak da topluma yarar sağlanacaktır (Manne, 1966: 110-119). Bu durum işletmelerin yönetici ve diğer çalışanları için ekstra ücret ve teşvik programlarından kaynaklanan maliyetlerini de düşürecektir (Carlton ve Fischel, 1982: 866). Ayrıca, içeriden öğrenenlerin ticareti düzenlendiği takdirde, kararlarında risk alan ve şirketi için yeni fikirler üreten lokomotif yöneticilerin ve çalışanların menkul kıymet alım - satım işlemleri kısıtlanacak; çalışanların işlemleri açısından denetlenmesi zor bir tablo ortaya çıkacaktır. Nitekim, içeriden öğrenenler ticareti yasağından dolayı işlem yapamayan yönetici ve çalışanların, fonlarını offshore olarak değerlendirerek risk ve yaptırımlardan doğacak maliyetlerden sakındıkları belirtilmiştir (Manne, 1969: 1-8).

Piyasalarda kısa süreli işlemlerle yüksek kazanç hedefleyen spekülâtörler olduğu gibi, alım - satım işlemi yapmadan önce işletmenin temel mali tablolarını inceleyip kapsamlı bir analiz yaparak, az riskle uzun vadede kazanç hedefleyen uzun vadeli yatırımcılar da bulunmaktadır. İçeriden öğrenenler ticaretine düzenleme getirildiği takdirde içeridekiler ayrıcalıklı bilgiyi kullanamayacağı için, piyasalarda spekülâtif işlemler artmaktadır. İçeriden öğrenenlerin içerideki bilgiyi kullanabildiği durumda ise, içerideki bilgi zaten fiyatlara yansıtacağı için yatırımcıların sağlıklı bilgi teminini bozan spekülâtif işlemlere fırsat olmayacak ve piyasanın doğasına uygun olarak, uzun vadeli yatırımcıların işlem hacimlerinde artış gözlenecektir (O'Hara, 2001: 1052). Yatırımcıların yatırımlarına başlamadan önce temel analizle uygun menkul kıymeti seçmesi ve teknik analizle işlem zamanlamasını



gerçekleştirmesi reel bilgi sağlayacağı için, yatırımcılar arasında piyasaların sağlıklı işlediği algısı artacak ve uzun vadeli yatırımcıların sayısı artarak, ihraççı şirkete olan sadakat perçinlenecektir.

İçeriden öğrenenler ticaretinin yasaklanması karşıtı bir diğer argüman ise, “adalet ve eşitlik” olgularının subjektif olduğu konusudur. İçeriden öğrenenler ticareti düzenlemelerinin dayandırıldığı “piyasalarda adaleti sağlama ve bilgiye eşit ulaşım” ilkesi, kavram olarak ölçülemediği ve kişiden kişiye değiştiği için bilimsel manada eleştirilmiş ve piyasa oyuncularına ispatlanmış bir zararı yoksa, içeriden öğrenenler ticareti düzenlemelerinin “adalet” temeline oturtulamayacağı savunulmuştur. Bu noktada içeriden öğrenenler ticaretine yararcılık ve hak odaklı çerçevede bakılması gerektiği; etik ilkelere uygunluğundan çok, ekonomik açıdan getiri ve götürüsünün değerlendirilmesi gerektiği belirtilmiştir. Pratikte, her yatırımcının bilgiye ulaşım açısından eşit tutulamayacağı gerçeği göz önünde bulundurulduğu takdirde, yeteneği, sermayesi ve emeği diğerlerinden üstün olan yatırımcılar veya işletmenin büyük çoğunluğunu elinde bulunduran hissedarların işletmede üretilen bilgi konusunda da entellektüel mülkiyet hakkına sahip olacağı belirtilmektedir (Brudney, 1979).

Bilginin piyasalara hızlı, homojen ve tam dağılımı likitide açısından önemli bir faktördür. İçeriden öğrenenler ticareti ile içerideki bilginin piyasalara daha hızlı yayıldığı ve menkul kıymet fiyatlarına yansıyan bilgi ile fiyatların doğru konumlandırılarak, piyasalardaki belirsizliğin yani riskin düştüğü savunulmaktadır. Bu durum işletmelerin piyasa değerini arttırdığı gibi, işletmelerin kendi yatırımları için tahsis ettikleri parasal kaynakların maliyeti olan sermaye maliyetlerini de düşürmektedir (McGee, 1988).

Piyasalarda minimum maliyetle edinilen geçerli ve kapsalı bir bilgi, yatırımcıların rasyonel davranışlarına katkı sağlayarak menkul kıymetlerin doğru fiyatlandırılmasını sağlamakta ve piyasa etkinliğini arttırmaktadır. “Kamuya açıklama” stratejisi ile hedeflenen bu durum, çoğu zaman bilgiyi toplama, biçimlendirme, üretme ve piyasaya sunma maliyetlerinin yanısıra; bilginin rakiplerin eline geçmesi gibi ekstra maliyete sebep olmaktadır. İçeriden öğrenenler ticaretini engellemek için piyasa düzenleyicileri tarafından şart koşulan “kamuyu aydınlatma” maliyetleri arttıracığı için, içeriden öğrenenler ticaretinin yasaklanmaması gerektiği belirtilmiştir (Meek vd, 1995: 555).

Ekonomik etkilerine bakıldığında içeriden öğrenenler ticaretinin menkul kıymet fiyatlarında zaman içerisinde ne kadar değişime sebep olduğu, yani finansal enstrümandan beklenen getiriler üzerindeki belirsizliğe etkisi tartışılmalıdır. Piyasalarda finansal enstrümanların fiyatlarındaki dalgalanmalara, farklılıklara işaret eden belirsizlik ve risk ölçütü olarak tanımlanan volatilité, tüketim davranışları, sermaye yatırımları ve makroekonomik değişkenler üzerinde önemli etkilere sahip olduğundan dolayı, yatırımcıların menkul kıymet alım - satımı sırasında göz önünde bulundurduğu en temel değişkendir. İçeriden öğrenenler ticareti serbestisini savunan yaklaşımlarda, içeriden öğrenenlerin yaptıkları işlemlerin hisse senedi fiyatlarında kademeli artışa sebep olduğu ve ani fiyat dalgalanmalarını düşürdüğü tespit edilmiştir. Örneğin, hisseleri piyasada 2\$'dan işlem gören bir şirketin, üretim maliyetlerini düşüren yeni bir teknolojiyi kullanacağı ve buna ilişkin duyurunun ay sonunda kamuya paylaşılacağı belirtilmiş olsun. İçeriden öğrenenler ticaretinin yasak olduğu bir durumda hisse senedi fiyatlarının kamuya açıklama sonrası ani şekilde değer kazanacağı ve

10\$ seviyesine çıkacağı düşünüldüğü takdirde, hisse senedinin ortalama fiyatı 6\$, standart sapması ise 4\$ olarak izlenecektir. İçeriden öğrenenler ticaretine izin verildiği takdirde; örneğin, ilk kademede içeriden öğrenenler işlemi gerçekleştiğinde fiyat 5\$a çıkacak, sonraki işlemlerde fiyatlar kademeli olarak 7\$ ve 10\$ seviyesini bulacaktır. Bu durumda ise ortalama fiyat 6\$'da sabit kalırken, standart sapma 2,92\$ seviyesinde kalacak yani volatilité düşecektir. Bu durum içeriden öğrenenler ticaretinin menkul kıymet fiyatlarında kademeli bir artışa sebep olduğunu ve fiyatlardaki belirsizliği düşürdüğünü göstermektedir (Estrada, 1994: 211-212).

Bir menkul kıymetin gerçek değerini belirleyebilmek için, makro ekonomik, endüstriyel ve menkul kıymet ihraççısına ait nitel ve nicel verilerin sistematik şekilde toplanarak değerlendirilmesi gerekmektedir. Piyasadaki tüm bilginin menkul kıymet fiyatlandırma sürecine katılarak gerçek fiyatların belirlenmesi metodlarından birisi olan “mozaik teorisine” göre yatırımcıların parça şeklinde, birbiriyle ilişiksiz ve anlamsız gördüğü bilgilerin yönlendirici, bir yöne eğiltici tüyo şeklinde yatırım kararları için anlamlı olabileceği savunulmaktadır. Söz konusu teoriye göre, analistler, yatırımcılar veya işletme yöneticileri, direktörler ve çalışanlar tarafından birbirinden ayrı olarak farklı zamanlarda yapılan yatırım değerlendirmeleri ve projeksiyonlar iyi derlenip, dokümanite edilmesi halinde bilgi mozaığı oluşacak ve menkul kıymet hakkında anlamlı bilgilere ulaşılabilecektir (Jegadeesh vd., 2004: 1083-1084). İçeriden öğrenenler ticareti serbest bırakıldığı takdirde içerideki bilgi analistler ve profesyoneller tarafından farklı kaynaklardan elde edilip kullanılabilmesi için, harmanlanıp yatırımcının faydasına sunulacağı ve bu durumun piyasa etkinliğini arttıracığı belirtilmiştir (Caccese, 1997: 11). Örneğin, 2009 yılında Galleon Grup Başkanı Raj Rajaratnam'ın 63 milyon \$ haksız kazanç elde ettiği iddiasıyla başlatılan ve 2011 yılında içeriden öğrenenler ticareti gerçekleştirildiği sonucuna varılan vaka, “mozaik teorisi” kapsamında değerlendirilmektedir. Söz konusu davada fail içerideki bilgiyi direkt veya tüyo şeklinde edinmemiş, tek başına ayrıcalıklı ve gizli bilgi kategorisinde değerlendirilemeyecek farklı ve tek başına anlamsız görünen bilgi parçalarını farklı kaynaklardan edinerek içeriden öğrenenler ticareti suçuna karışmıştır (Henning, 2011).

Düzenleme karşıtı görüşlerden bir diğeri ise, içeriden öğrenenler ticaretinin etik olmadığını iddia edilemeyeceği konusudur. Bu görüşte, içeriden öğrenenler ticaretinin hiçbir yatırımcıya zarar vermediği ve içeriden öğrenenlerin de yatırımcıların zarar gördükleri hissini taşımadıkları belirtilmektedir (Wang & Steinberg, 2010: 92). Nitekim aktif ve potansiyel yatırımcıların içeriden öğrenenler ticareti algısını tespit etmek için yapılan bilimsel çalışmalarda, sanılanın aksine; kişilerin içerideki bilgiyi kullanarak işlem gerçekleştirmeye meyilli oldukları tespit edilmiştir (Statman, 2005: 78). Bu durum, içeriden öğrenenler ticaretinin etik olmayan bir davranış olarak sayılmadığı görüşünü desteklediği gibi, içeriden öğrenenler ticaretinin piyasa oyuncularına zarar verdiği görüşünün içeriden öğrenenler tarafından benimsenmediğini iddia etmektedir (Wang & Steinberg, 2010: 92).

## SONUÇ

Adil ve etkin bir piyasa için içeriden öğrenenler ticaretini yasaklayıcı düzenlemelerin gerekliliğini savunan argümanlar şu şekilde sıralanabilir:

1. İçeriden öğrenenler ticareti finansal piyasalarda güveni sarsar ve yatırımcıları yatırım yapmaktan uzaklaştırır. Bu hem likiditeyi hem piyasa etkinliğini düşürür.

2. İçeriden öğrenenler ticareti kamuyu geç aydınlatmaya sebep olmakta ve buna bağlı piyasa riskleri artmaktadır. Piyasalarda yatırımcılar yatırım kararlarını beklenen getiri ve riske göre aldıkları için, yatırım kararlarını ertelerler.
3. İçerideki bilgi işletmenin malıdır ve içeriden öğrenenler ticareti bir nevi bilgi hırsızlığıdır.
4. İçeriden öğrenenler ticareti ile bilgi tüm yatırımcıların hizmetine sunulmadığı ve birçok yatırımcıya eş anlı olarak ulaştırılmadığı için içeriden öğrenenler ticareti adil bir ticari faaliyet değildir.
5. İçeriden öğrenenler ticaretini yapanlar haksız kazanç temin ederek zenginliklerini arttırmaktadır. Bu durum sebepsiz zenginleşmeye de sebep olduğu için ahlâken yanlıştır.

İçeriden öğrenenler ticaretinin düzenlemelerle yasaklanmasının aleyhinde sunulan argümanlar ise şunlardır:

1. İçeriden öğrenenler ticareti kurumsal girişimciler için önemli bir motivasyon kaynağıdır.
2. İçeriden öğrenenler ticaretini yasaklamak içeriden öğrenenlerin kendi işletmelerinin hisse senedi alımını zorlaştırır.
3. İçeriden öğrenenler ticareti menkul kıymetlerdeki riski düşürür ve doğru fiyat oluşumuna katkı sağlayarak piyasa etkinliğini artırır.
4. İçeriden öğrenenler ticareti hiçbir yatırımcıya zarar vermez.
5. İçeriden öğrenenler ticaretini engellemek maliyetli ve çok zordur.
6. İçeriden öğrenenler ticareti “suç” kavramıyla ilişkilendirilemez.
7. İçeriden öğrenenler ticaretini yasaklamak, bilgiye ulaşımı daha maliyetli hale getireceği için sadece profesyonel yatırımcılara ve analistlere fayda sağlamaktadır.

Piyasaları bozucu işlemlerden biri olarak kabul edilen içeriden öğrenenler ticaretinin piyasalarda doğal fiyat oluşumunu engelleyici ve günümüzde en hızlı artış yakalayan ekonomik suçlardan biri olduğu göz önünde bulundurulacak olursa, Türkiye’de içeriden öğrenenler ticaretinin yatırımcılar başta olma üzere, piyasa oyuncularına sosyoekonomik etkilerinin ampirik olarak test edilerek tartışıldığı bir çalışmaya rastlanmamıştır.

İşletme yöneticileri, çalışanlar ve işletmede söz sahibi olan hissedarlarla birlikte, bunların yakınları ve işletmeyle işe dayalı bir ilişki içerisinde bulunan denetçiler, yatırım danışmanları, broker’lar gibi ayrıcalıklı bilgiye ulaşabilecek kişilerin “içeriden öğrenen” kategorisine dahil edilip edilemeyeceği dinamik bir çerçevede değerlendirilip ampirik olarak tetst edilmelidir. İçeriden öğrenenler ticaretinin piyasalara maliyeti esas alınarak yapılacak düzenlemelerin, işletmelerin kurumsal ilkeleri ve minimum işlem maliyeti gözetilerek şekillendirilmesi önerilebilir.

Sonuç olarak içeriden öğrenenler ticareti piyasa düzenleyici kurumlar açısından prestij, güç ve piyasalarda adaleti sağlama; içeriden öğrenenler açısından kazançları artırma; diğer yatırımcılar açısından ise zarara uğramama manasına gelmektedir. İçeriden öğrenenler ticareti konusunda yapılacak düzenlemelerin piyasa oyuncularının yatırım profilleri de göz önünde bulundurularak toplumsal refah açısından değerlendirilmesi; işlemlerin şeffaf bir şekilde gerçekleştirilmesinin sağlanması ve denetime açık platformlarla diğer piyasa oyuncularının

güveninin tesis edilmesi gerekmektedir. Bu doğrultuda Türkiye’de içeriden öğrenenler ticaretinin piyasalara etkisinin sosyal refah, etik – hukuk ve kurumsal yönetim ilkeleri boyutunda test edilmesi gerekli olup; bu konuda ampirik çalışmaların gerçekleştirilebilmesi için araştırmacılarla veri paylaşımının ilgili otoritelerce yapılması gerekmektedir. İçeriden öğrenenlerin işlem verilerine ulaşımı kolaylaştıracak düzenlemelerin Türkiye’de içeriden öğrenenler ticaretine ilişkin birçok çalışmaya kapı aralayacağı değerlendirilmektedir.

**KAYNAKLAR**

- BEBCHUK, L.A., & CHAIM, Fershtman (1990), “The effect of insider trading on insiders' reaction to opportunities to “waste” corporate value”, Northwestern University Kellogg Business School, Discussion Paper 889, 1-30
- BENY, L.N. (2004), “A comparative empirical investigation of agency and market theories of insider trading”, Law & Economics Working Papers, 1-67
- BERGMANS, Bernhard (1991). Inside information and securities trading: a legal and economic analysis of the foundations of liability in the U.S.A. and the European community, Graham & Trotman
- BHATTACHARYA, Utpal, DAOUK, Hazem (2002), “The world price of insider trading”, The Journal of Finance, 57(1), 75-108
- BRIS, Arturo (2005), “Do insider trading laws work. European Financial Management”, 11(5), 267-312
- BRODSKY, D.M. (1984), “Insider trading and the insider trading sanctions act of 1984: new wine into new bottles?”, Washington And Lee Law Review, 41(3), 921-941
- BRUDNEY, Victor (1979), “Insiders, outsiders, and informational advantages under the federal securities laws”, Harvard Law Review, 93(2), 322-376
- CACCESE, Michael S. (1997), ”Insider trading laws and the role of securities analysts”, Financial Analysts Journal, 53(2), 9-12
- CARLTON, Dennis W., FISCHER, Daniel R. (1982), “The regulation of insider trading”, Stanford Law Review, 35, 857-895
- CHUNG, Kee H., CHAROENWONG, Charlie (1998), “Insider trading and the bid-ask spread”, Financial Review, 33(1), 1-20
- COLVIN, Oliver (1991), “A dynamic definition of and prohibition against insider trading”, Santa Clara Law Review, 31, 603-640
- EASTERBROOK, Frank H., FISCHER, Daniel R. (1996), “The economic structure of corporate law”, Harvard University Press
- ESTRADA, Javier (1994), “Insider trading, regulation, deregulation and taxation”, Swiss Review of Business Law, 5, 209-218
- FINNERTY, J.E. (1976), “Insiders' activity and inside information: a multivariate analysis”, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 11(2), 205-215.
- GEORGAKOPOULOS, Nicholas (1993), “Insider trading as a transactional cost a market microstructure justification and optimization of insider trading regulation”, Connecticut Law Review, 26, 1-51
- GOSHEN, Z., PARCHOMOVSKY, Gideon (2001), “On insider trading, markets, and “negative” property rights in information”, Virginia Law Review, 87(7), 1229 – 1277
- GRECHENIG, Kristoffel R. (2007), “Positive and negative information - insider trading rethought”, University Of St. Gallen Law School Law And Economics Research Paper Series, 28, 2-13
- HAFT, Robert J. (1982), “The effect of insider trading rules on the internal efficiency of the large corporation”, Michigan Law Review, 80, 1051–1071
- HENNING, Peter J. (2011), “Why is insider trading wrong?”, <http://dealbook.nytimes.com/2011/04/11/Why-is-insider-trading-Wrong/>, (Erişim: 20.05.2016)
- JAFFE, J.F. (1974), “Special information and insider trading”, The Journal of Business, 47(3), 410-428
- JEGADEESH, Narasimhan, KIM, J., D. KRISCHE, S., & LEE, M. C. (2004), “Analyzing the analysts: when do recommendations add value?”, Journal of Finance, 59, 1083-1124

- JENSEN, Michael C., MECKLING, William H. (1976), “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, 3(4), 1976, 305-360
- JULAN, Du, SHANG-JIN, Wei (2004)”, Does insider trading raise market volatility”, *The Economic Journal*, 114(498), 2004, 916-942
- KRAAKMAN, Reinier (1991), *The legal theory of insider trading regulation in the United States, European insider dealing: law and practice*, Lexis Law.
- KYLE, A. S. (1985), “Continuous auctions and insider trading”, *Econometrica*, 53, 1315–1336
- LANGVEOORT, Donald C. (2010), “Cross-Border insider trading”, *Dickinson Journal of International Law*, 19, 161-180
- LIPPKE, R. (1993), “Justice and insider trading”, *Journal of Applied Philosophy*, 10(2), 215-226
- LORIE, J. H., NIEDERHOFFER, V. (1968), “Predictive and statistical properties of insider trading”, *Journal of Law And Economics*, 11, 35-51
- MACEY, J.R. (1984), “From fairness to contract: the new direction of the rules against insider trading”, *Hofstra Law Review*, 13(1), 9-64
- MACEY, Jonathan R. (1988), “Ethics, economics and insider trading: Ayn Rand meets the theory of the firm”, *Yale University Law School Faculty Scholarship Series, Paper 1738*, 785-804
- MACKAAY, Ejan (1982), *Economics of information and law*, Springer
- MANNE, Henry C. (1969), “Offshore and on - the Sec’s reach threatens to exceed its grasp”, *Barron’s*, 1-8
- MANNE, Henry G. (1966), *Insider trading and the stock market*, New York, Free Press
- MANOVE, M. (1985), “The harm from insider trading and informed speculation”, *Quarterly Journal of Economics*, 104(4), 1985, 823-845
- MCGEE, R.W. (1988), “Insider trading: an economic and philosophical analysis”, *Mid-Atlantic Journal of Business*, 25(1), 35-48
- MCGEE, Robert (2010), “Analyzing insider trading from the perspectives of utilitarian ethics and rights theory”, *Journal of Business Ethics*, 91(1), 65-82
- MCKINSEY, Global survey results of 2015, <http://www.mckinsey.com/insights>, (Erişim: 12.06.2016)
- MEEK, Gary K., ROBERTS, Clare, B., Gray, SIDNEY J. (1995), “Factors influencing voluntary annual disclosures by U.S., U.K. and continental european multinational corporations”, *Journal of International Business Studies*, 26, 555-572
- MOORE, J. (1990), “What is really unethical about insider trading”, *Journal of Business Ethics*, 9(3), 171-182
- O'HARA, Phillip Anthony (2001), “Insider trading in financial markets: legality, ethics, efficiency”, *International Journal of Social Economics*, 28(10), 1046-1063
- PADILLA, Alexandre (2002). Can agency theory justify the regulation of insider trading?”. *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, 5(1), Pp. 3-38
- PAINTER, W.H. (1965), “Inside information: growing pains for the development of federal corporation law under rule 10b-5”, *Columbia Law Review*, 65(8), 1361-1370
- POLLOCK, Joycelyn M. (2010), *Criminal law*, Elsevier
- SCHOTLAND, Roy A. (1967), “Unsafe at any price: a reply to Manne”, *insider trading and the stock market. Virginia Law Review*, 53(7), 1425 – 1438
- SMITH, F.P. (1941), *Management trading, stock market prices and profits*, Yale University Press
- SNOEYENBOS, Milton, SMITH, Kenneth (2000), “Ma and sun on insider trading ethics”, *Journal of Business Ethics*, 28(4), 361 – 363

- STATMAN, M. (2005), "Fair Trading: The ethics of trading in financial markets", *Journal of Portfolio Management*, 76, 76-84.
- STRUDLER, Alan, Orts, Eric (1999), "Moral principle in the law of insider trading", *Texas Law Review*, 78, 375-438
- VELASQUEZ, M. G. (2002), *Business ethics: concepts and cases*, Upper Saddle River Nj, Prentice Hall
- WANG, William, Steinberg, Marc (2010). *Insider trading*, Oxford University Press, Usa
- WERHANE, Patricia H. (1989), "The ethics of insider trading", *Journal of Business Ethics*, 8(11), 841-845
- WILGUS, H. L. (1910), "Purchase of shares of corporation by a director from a shareholder", *Michigan Law Review*, 8(4), 267-297