

**Yayın Geliş Tarihi:** 30.11.2018  
**Yayına Kabul Tarihi:** 28.03.2019  
**Online Yayın Tarihi:** 25.09.2019  
<http://dx.doi.org/10.16953/deusosbil.490985>

Dokuz Eylül Üniversitesi  
Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi  
Cilt: 21, Sayı: 3, Yıl: 2019, Sayfa: 943-958  
ISSN: 1302-3284 E-ISSN: 1308-0911

*Araştırma Makalesi*

## **TURİZM İŞLETMELERİNDE İÇERİDEN ÖĞRENENLERİN İŞLEMLERİ: NEW YORK BORSASI ÖRNEĞİ**

*M. Fevzi ESEN\**  
*Ayşegül ACAR\*\**  
*Eda KOCABAŞ\*\*\**

### **Öz**

*Finansal piyasalarda yatırımcıların güvenini sarsan ve piyasa işleyişini değiştiren içeriden öğrenenler ticareti, son yıllarda beyaz yakalıların karıştığı ve en çok artış gösteren finansal suçların başında gelmektedir. Bu çalışmada, turizm literatüründe içeriden öğrenenler ticareti ilk defa ele alınmış olup; turizm alt endüstrilerinde faaliyet gösteren ve borsaya kote olmuş işletmelerin yönetici ve çalışanlarına ilişkin hisse senedi alım ve satım işlemleri betimsel olarak incelenmiştir. Bu kapsamda, Ocak 2008 ile Aralık 2016 arasında New York borsasına (NYSE) kote olmuş konaklama, seyahat, rekreasyon ve yiyecek- içecek alanında faaliyet gösteren toplam 227 işletmede, 1891 içeriden öğrenen tarafından gerçekleştirilen 35.205 adet hisse senedi alım ve satım işlemi tanımsal olarak değerlendirilmiştir. Çalışma sonucunda, turizm işletmelerindeki içeriden öğrenenlerin yüksek hacimli işlemler gerçekleştirdikleri, NYSE yıllık getirisinin en yüksek olduğu yılı takip eden 2014 yılında içeriden öğrenenlerin toplam işlem sayısının en yüksek seviyeye ulaştığı; en yüksek miktarda ve hacimde gerçekleştirenlerin konaklama işletmelerindeki içeriden öğrenenler olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca, çeşitli yönetici sınıflarında içeriden öğrenenlerin işlem özelliklerinin farklılaştığı sonucuna ulaşılmıştır.*

**Anahtar Kelimeler:** *İçeriden Öğrenenler Ticareti, Finansal Piyasalar, Turizm İşletmeleri, Finansal Suçlar.*

---

*Bu makale için önerilen kaynak gösterimi (APA 6. Sürüm):*

Esen, M. F., Acar, A. & Kocabaş, E. (2019). Turizm işletmelerinde içeriden öğrenenlerin işlemleri: New York Borsası örneği. *Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 21 (3), 943-958.

\* Dr. Öğr. Üyesi İstanbul Medeniyet Üniversitesi, Turizm Fakültesi, Turizm İşletmeciliği Bölümü, ORCID: 0000-0001-7823-0883, fevzi.esen@medeniyet.edu.tr

\*\* Arş. Gör., Karabük Üniversitesi, Safranbolu Turizm Fakültesi, Turizm İşletmeciliği Bölümü, ORCID: 0000-0002-1871-4904, aysegulacar@karabuk.edu.tr

\*\*\* Arş. Gör., İstanbul Medeniyet Üniversitesi, Turizm Fakültesi, Turizm İşletmeciliği Bölümü ORCID: 0000-0001-7272-8381, eda.kocabas@medeniyet.edu.tr

## THE INSIDERS' TRADES IN TOURISM COMPANIES: EVIDENCE FROM NEW YORK STOCK EXCHANGE

### Abstract

*Insider trading, that harms trust in financial markets and changes the market mechanisms, is one of the most committed financial crimes by the white collars in recent years. In this paper, insider trading has been studied for the first time in tourism literature. Stock purchases and sell transactions of the directors and managers as well as personnel who works in tourism companies listed on New York Stock Exchange (NYSE) were descriptively studied. Within this framework, 32.205 purchases and sales by 1891 insiders who work at 227 tourism companies (containing accommodation, travel, recreation, food and beverage sectors listed on NYSE, spanning January 2008 – December 2016. As a result, insiders trade high volume of stocks and total number of transactions was at the highest level in the period following the year 2014 which has the highest average annual return in NYSE and the highest number and volume of shares were traded by the insiders in accommodation companies. The characteristics of the insiders' trades also differ among various managerial positions.*

**Keywords:** *Insider Trading, Financial Markets, Tourism Companies, Financial Crimes.*

### GİRİŞ

Ekonomik sistemlerde para ve sermaye piyasalarının etkinliği, kaynakların birimler arasındaki dağılımı, sermaye birikimi ve büyüme ile doğrudan ilişkilidir. Finansal piyasaların işlevlerinden birinin piyasalarda fon transferini gerçekleştirmek olduğu göz önüne alınırsa, bir ülkenin hızlı ve etkin bir şekilde büyümesine katkı sağlayacak en önemli unsurun, ekonomik birimden bir diğerine gerçekleşecek fon transferinin hızlı, güvenilir ve etkin olması gerektiği bir gerçektir.

Etkin çalışan finansal bir sistemde, bireylerin fayda maksimizasyonunun sağlanması amaçlandığı için, alıcıların ve satıcıların üretim, yatırım veya harcama kararlarını verirken piyasa fiyatlarının ne derecede doğru bilgi içerdiği önem arz etmektedir. Temel olarak, ekonomik olaylar, şirketlere ilişkin gelişmeler, yatırımcı davranışlarına etki eden iç ve dış politik olaylar gibi finansal varlık fiyatlarını doğrudan veya dolaylı olarak etkileyebilecek tüm bilginin finansal varlık fiyatlarına yansıdığı varsayımına dayalı olarak geliştirilen “etkin piyasalar hipotezi (EPH)”, piyasaların fonksiyonel ve operasyonel etkinliğinin tartışıldığı çalışmaların odak noktası haline gelmiştir. EPH'ye göre, piyasalara yeni bir bilgi ulaştığı anda finansal varlık fiyatlarına yansımakta ve bu bilgiler tüm yatırımcılara tam ve doğru şekilde en kısa sürede ulaşmaktadır.

EPH'yi test eden birçok çalışmada, asimetrik bilgi, kötü seçim ve aracılık problemleri, ahlaki riziko, mevsime bağlı etkenler ve anomaliler gibi birçok faktöre değinilmektedir. Fon akışını bozarak piyasaları etkinlikten uzaklaştıran faktörlerin başında asimetrik bilgi gelmektedir (Hiller, 1998). Aynı piyasa koşullarında, yatırımcılar arasında bilginin eşit olarak dağılmaması, bilgi asimetrisini

oluşturmakta; bilginin avantajından yararlanılarak kişinin kendi lehine veya diğerlerinin aleyhine işlem gerçekleştirebilmesine imkân sağlamaktadır. Sonuç olarak, fiyatların bilgi taşıma fonksiyonu bozulmakta ve fiyat oluşumu olumsuz olarak etkilenmektedir.

Kamuya açıklanmamış ve finansal varlık fiyatlarına etkisi olan bilgi, “ayrıcılık” olarak kabul edilmektedir (Dolgoplov, 2012). Bunlar, piyasada işlem yapan şirketlere ilişkin bilgiler olduğu gibi, işlem gerçekleştirilen finansal varlıklara veya piyasaya, dış faktörlere ilişkin bilgiler de olabilir. Piyasada ayrıcalıklı bilgiye dayalı işlem gerçekleştirenler, bilgiye sahip olmayanlara göre avantaj elde etmekte olup; normalin üzerinde getiri sağlamakta veya muhtemel bir zarardan kaçınmaktadır (Easley & O’Hara, 1987). İçeriden öğrenenler ticareti olarak adlandırılan bu durum, piyasalarda asimetrik bilgi problemlerinden biri olarak gösterilmektedir. ABD Sermaye Piyasası Kurulu’na (SEC) göre içeriden öğrenenler ticareti, kamuya açıklanmamış fakat menkul kıymet fiyatlarına etki edebileceği düşünülen ayrıcalıklı ve özel bilgilerin, şirket içerisinde çeşitli pozisyonlarda olan yönetici ve çalışanlar tarafından öğrenilmesi ve bu bilgiye dayalı olarak işlem gerçekleştirilmesi olarak tanımlanmaktadır (SEC, 2018).

İçeriden öğrenenler ticareti son yıllarda hem akademik çevrelerin hem de piyasayı düzenleyici kurum ve kuruluşların dikkatini çeken bir konudur. Bu dikkatin nedeni, içeriden öğrenenlerin kamuya henüz paylaşılmayan ayrıcalıklı bilgiye tekeli erişimleridir. Bir diğer nedeni ise, içeriden öğrenenlerin diğer yatırımcılara göre daha fazla ayrıcalıklı bilgiye sahip olduğu ve bunları kullanarak piyasa ortalaması üzerinde anormal bir kazanç sağladığı gerçeğidir. Yatırımcılar, içeriden öğrenenlerin işlemlerini takip ederek piyasa ortalaması üzerinde getiri sağlamakta ve bu durum dışarıdaki yatırımcılar için (outsiders) yatırım kararlarında içeriden öğrenenler ticaretinin takip edilmesi gereken önemli bir parametre olduğuna işaret etmektedir (Tavakoli vd., 2012).

Küresel Ekonomik Suçlar Raporu’na göre, hileli beyanlardan sonra sermaye piyasalarının işlerliğini en fazla tehdit eden piyasa dolandırıcılığı suçlarından biri olan içeriden öğrenenler ticareti, son yıllarda en fazla artış gösteren beyaz yaka suçlarından biri olarak gösterilmektedir (PwC, 2018; AGA, 2019). PwC Küresel Ekonomik Suçlar Araştırması’na göre, hileli yönlendirme, kara para aklama, ponzi ve piramit şemaları ve içeriden öğrenenler ticareti gibi güven bozucu ekonomik- mali suçlarda ilk sırayı finansal servisler sektörü oluştururken, dördüncü sırada %29 risk oranıyla turizm endüstrileri bulunmaktadır (PwC, 2016).

ABD başta olmak üzere Avrupa Birliği ve gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasaların düzenlenmesi konusunda içeriden öğrenenlerin piyasalardaki işlemlerine ilişkin temel standartların belirlenmesi amaçlanmış olsa da, söz konusu düzenlemelerin içeriden öğrenenlerin anormal kazançlarını engellemediği sonucuna ulaşılmıştır (Gebka vd., 2017).

İçeriden öğrenenler ticaretini test eden çalışmalarda, içeriden öğrenenlerin menkul kıymet alım satımını gerçekleştirdikleri işlem gününü takip eden dönemlerde piyasa getirisinin üzerinde anormal getiri sağlayıp sağlamadıklarının, getiri tahminlemesi yöntemi ile test edildiği görülmektedir. Yapılan çalışmalarda, içeriden öğrenenlerin gerçekleştirdikleri işlemlerin piyasa getirisinin ne kadarını açıkladığı, kamuya açıklama dönemlerinde yapılan işlemlerin ayrıcalıklı bilgi içerip içermediği konusu da incelenmektedir.

Finansal piyasalarda en önemli ekonomik suçlardan biri olarak nitelendirilen içeriden öğrenenler ticaretinin turizm uygulama alanına ilişkin, literatürde gerek kavramsal gerekse ampirik çalışmaya rastlanmamıştır. NYSE’de işlem gören turizm işletmeleri verisi kullanılarak yapılan bu betimsel çalışmada amaç, turizm sektöründe faaliyet gösteren işletmelerin yönetici ve çalışanlarından oluşan ve yaptıkları işlemleri yasal olarak borsa kuruluna bildirmek zorunda olan içeriden öğrenenlerin işlem özelliklerinin değerlendirilmesidir. Çalışmayla, turizm sektöründeki içeriden öğrenenler konusunda çalışma yapılmamış olması sebebiyle, çalışma sonucunda borsaya kote olmuş turizm işletmelerindeki içeriden öğrenenlerin işlem özelliklerinin belirlenmesi ve tanıtılması amaçlanmaktadır.

İçeriden öğrenenler ticareti konusunda yapılan çalışmaların dayandığı nokta, finans alanının önemli teorilerinden biri olan EPH’dir. Fama (1970) menkul kıymetlerin gelecekteki fiyatlarının tahminlenmesinde geçmiş fiyatların kullanılamayacağını savunan rassal yürüyüş teorisini geliştirerek EPH’yi literatüre kazandırmıştır. Hipotezde, borsada işlem gören menkul kıymet fiyatları ile piyasada dolaşımda olan bilgi arasında doğrusal bir ilişki bulunduğu ve bilginin tümüyle fiyatlara yansıdığı; piyasaya yeni bilgi girişinde fiyatların güncellendiği belirtilmektedir. Başka bir ifadeyle, etkin piyasa koşullarının hâkim olduğu piyasalarda menkul kıymet fiyatlarının rassal olarak hareket ettiği, ardıl fiyat değişimlerinin birbirinden bağımsız olduğu ve fiyat tahminlemesinin mümkün olmadığı ifade edilmektedir.

Etkin bir piyasada, yatırımcılar mal, piyasa koşulları ve fiyatlar konusunda tam bilgi sahibidir. Teoride, piyasadaki tüm bilgiye yatırımcılar kolayca ve şeffaf olarak erişebiliyorsa, ayrıcalıklı bilgi dahi anormal getiri elde edilmesinde kullanılamamaktadır. Bu durumdaki bir piyasanın güçlü formda etkin olduğundan söz edilebilir. Piyasalarda içeriden öğrenenler işlem maliyetleri hariç, diğer piyasa katılımcılarına göre daha yüksek getiri elde ediyorlarsa veya içeriden öğrenenlerin yaptıkları menkul kıymet işlemlerinin kamuya açıklandığı gün fiyat oynaklığında artış gözleniyor, anormal getiriler oluşuyorsa, etkin bir piyasadan bahsetmek doğru olmayacaktır.

İçeriden öğrenenler çalışmalarında, kişilerin ayrıcalıklı bilgiye sahip olduğu ve gerçekleştirdikleri işlemler neticesinde anormal getiriler sağladığı bilinmektedir (Aktas vd., 2008; Seyhun, 1998). Başka bir deyişle, menkul kıymet ihraç eden şirkete, finansal varlığa veya piyasalara ilişkin ayrıcalıklı bilgiye ulaşım imtiyazına sahip olan yatırımcılar, getiri üzerinde son derece önemli etkisi olan bilgilere

kolaylıkla ulaşarak daha fazla kâr elde edilmesi veya muhtemel bir zarardan kaçınma sağlayabilmektedir.

İçeriden öğrenenler ticareti ilk olarak 1934 tarihli SEC kanununda ele alınmış olup, kanunun 10b-5 maddesinde, içeriden öğrenenler, hileli yönlendirme gibi yatırımcıları yanlış yönlendirecek, aldatma amaçlı tüm piyasa uygulamaları yasaklanmıştır. Aynı kanunun 16. maddesiyle içeriden öğrenenler ticaretinin tanımı anlaşılır hale getirilmiş, işletme içerisindeki yönetici, çalışan ve %10 ve daha fazla şirket hissesine sahip olanların yaptıkları menkul kıymet alım ve satım işlemlerinin SEC'ye bildirimleri zorunlu hale getirilmiştir. Türkiye'de ise 2013 yılında kabul edilen 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanununa göre, içeriden öğrenenlerin gerçekleştirdikleri işlemlerin Kamuyu Aydınlatma Platformu'na (KAP) bildirimini zorunlu kılınmıştır.

Piyasaları bozucu işlemlerden biri kabul edilen içeriden öğrenenler ticareti, bir kısım yatırımcıların erişemediği ve etki unsuru içeren içerideki bilginin kullanılarak menkul kıymet alım-satım işleminin gerçekleştirilmesidir. Yatırımcıların güvenini ve işletmelere, kişilere olan sadakatini zedeleyen içeriden öğrenenler ticareti, beyaz yakalıların en çok işledikleri finansal suçlardan biri olup, piyasalarda likidite ve etkinliği düşürmektedir (Leap, 2007; Sjödin, 2006).

Menkul kıymet ihraç eden bir işletmeyle güvene dayalı ilişkisi olan, işletmenin henüz kamuya açık olmayan fiyata duyarlı bilgisinin farkında olan ve bu bilgiye direkt / indirekt ulaşabilen kişiler içeriden öğrenenler olarak nitelendirilmektedir. Bu kişiler, işletmede çalıştıkları pozisyonlar sebebiyle bilgiye kolayca ulaşabilen yöneticiler ve çalışanlar başta olmak üzere, işletmenin menkul kıymetlerinin belirli kısmını elinde bulunduran hissedarlar, işletmeye şahsiyle sorumlu ve görevlerini ifa etmekle yükümlü olan kurul üyeleri, denetçiler ve avukatları da kapsamaktadır. Sarbanes Oxley Yasasının 403. maddesine göre menkul kıymetlerinin %10'dan fazlasına sahip olanların içerideki bilgiye ulaşabilecekleri varsayılmış ve söz konusu kişilerin işlem bildirimleri zorunlu olan içeriden öğrenenler grubundan olduğu belirtilmiştir (SOX, 2002).

Bu çalışmada amaç, turizm işletmelerinde faaliyet gösteren içeriden öğrenenlerin işlem özelliklerini turizm alanına tanıtmak ve içeriden öğrenenler ticareti konusunda teorik / ampirik yeni çalışma konularını ortaya çıkarmaktır. Bu sebeple çalışmada, içeriden öğrenenlerin işlemleri boylamsal olarak tablolar halinde sınıflandırılmış ve aylara, yıllara, işlem türüne ve yönetici sınıfına göre işlem karakteristikleri verilmiştir.

## **LİTERATÜR TARAMASI**

İçeriden öğrenenler ticareti konusunda yapılan ilk çalışmalarda, içeriden öğrenenlerin işletmelerine karşı güven yükümlülüğü taşıdıkları ve bu sebeple işletme yöneticilerinin gerçekleştirecekleri ticari işlemlere sınırlama getirilmesi gerektiğine

temas edilirken, içeriden öğrenenlerin menkul kıymet alım ve satım işlem hacimlerinin menkul kıymet fiyatlarına etkileri tanımsal istatistik ölçütleriyle incelenmektedir (Esen, 2017).

İçeriden öğrenenler ticareti konusunda yürütülen çalışmalar beş farklı kategoride sınıflandırılmaktadır (Bajo & Petracci, 2004). Şirket satın almaları (Agrawal ve Nasser, 2012), menkul kıymet ihraçları ve fiyatlara etkileri (Tavakoli vd., 2012), kâr payı dağıtım ve bütçe açıklamaları (Cheng vd., 2011), kurumsal yapı ve yönetici değişiklikleri (Dai vd., 2016; Klein vd., 2017) gibi şirketleri ilgilendiren olayların meydana geldiği dönemlerde, içeriden öğrenenlerin menkul kıymet getirileri ve kârlılıklarını inceleyen çalışmalar ilk kategoride bulunmaktadır. Eksik veya yanlış bilgilendirmenin menkul kıymet fiyatlarına etkisi ve içerideki bilginin içeriği (Ahern, 2017; Chauhan vd., 2016) ikinci kategorideki çalışmaları oluşturmakta olup, içeriden öğrenenler ticareti düzenlemeleri hukuki boyutu ve etkileri (Hauser vd., 2018; Macey, 1988) üçüncü kategorideki çalışmalar içerisinde yer almaktadır. İçeriden öğrenenler ticaretinin etik, kurumsal ve sosyal refah boyutunu inceleyen çalışmalarla birlikte (Gao vd., 2014; Kaplan vd. 2009; Manne, 1966) likidite, piyasa derinliği ve fiyat oluşumuna etkisinin incelendiği çalışmalar (Baruch vd. 2017; Cheng vd., 2006; Jain & Mirman, 2002) diğer kategorilerdeki çalışmaları oluşturmaktadır.

ABD borsalarına kote olmuş şirket verileri ile yapılan birçok çalışma birbirleriyle benzer nitelikte olup; içeriden öğrenenlerin diğer yatırımcılara oranla işlem yaptıkları şirket hakkında daha fazla bilgi sahibi olduğunu ve yaptıkları işlemler sonucunda anormal getiriler sağladıklarını göstermektedir. Ayrıca yapılan çalışmalarda, yüksek işletme sermayesine sahip şirketlerin ihraç ettikleri menkul kıymetlerin, düşük işletme sermayesine sahip işletmelere kıyasla yatırımcılar tarafından daha etkin olarak fiyatlandırıldığı ve içeriden öğrenenlerin anlamlı derecede fazla miktarda hisse senedi satım işlemi gerçekleştirdikleri tespit edilmiştir (Aktas vd., 2008; Lakonishok & Lee, 2001). Meulbroek (1992) içeriden öğrenenlerin işlem günündeki işlem miktarının, öncesi ve sonrası günlerdeki işlemlerden farklılaştığı ve işlem gerçekleştirdikleri günde beklenenden daha yüksek olduğunu tespit etmiştir. Buna göre, içeriden öğrenenlerin işlemlerini gerçekleştirdikleri tarihte söz konusu menkul kıymete ilişkin fiyat hassasiyetinin arttığı; piyasa işlemlerinde ortaya çıkan anormal artışın önemli bir bölümünün içeriden öğrenenlere ait olduğu saptanmıştır. Ayrıca, içeriden öğrenenlerin ayrıcalıklı bilgi tarafından motive edildiği, yatırımcıların söz konusu işlemleri takip ederek anormal getiriler elde edebilecekleri belirtilmektedir (Lakonishok & Lee 2001; Jeng vd., 2003; Lee vd., 2014).

## **VERİ SETİ VE YÖNTEM**

Çalışmaya konu olan içeriden öğrenenlerin işlem verisi, Thomson Reuters Insiders Filings veri tabanından alınmıştır. Çalışmada, Ocak 2008 ile Aralık 2016 arasında NYSE'ye kote olmuş konaklama, seyahat, rekreasyon ve yiyecek-içecek

işletmeleri alanında faaliyet gösteren toplamda 227 işletmede, 1891 içeriden öğrenen tarafından gerçekleştirilen 35.205 adet alım ve satım işlemi değerlendirilmiştir. Hisse sembolü, şirket ismi ve CUSIP kodu her iki veri tabanında da rastlanmayan ve hisse bilgileri eşleştirilemeyen değerler ile fiyat, hacim ve piyasada bulunan hisse senedi miktarı bilgisi girilmeyen işlemler veri setinden çıkarılmıştır. İçeriden öğrenenlerin gerçekleştirdiği işlemin değeri, nakit temettü ve hisse senedi bölünmelerine göre ayarlanmış hisse fiyatının ayarlanmış işlem miktarı ile çarpımından elde edilmiştir. Çalışmada kullanılan veri, temizleme, birleştirme ve dönüştürme gibi ön-işleme süreçlerinden geçirilmiş olup; eksik veriler, veri setinden çıkartılmıştır. İçeriden öğrenenlerin işlem fiyatları, alım satım miktarı ve hacimlerinde rastlanan çok büyük değerler, EDGAR Filings – Open Insider veri kaynaklarıyla karşılaştırılarak kontrol amaçlı doğrulama işlemi yapılmıştır. Veri seti içerisindeki değişkenlerin içerdiği bilginin özetlenmesi ve yeni bilgilerin keşfedilmesi amacıyla tablo, grafik ve özetleyici ölçüler kullanılmıştır.

## ARAŞTIRMA BULGULARI

Çalışmada, Tavakoli vd. (2012) yönetici sınıflandırması izlenerek, NSYE'ye kote olmuş turizm işletmelerinde görev yapan üst düzey yöneticiler (top executives), orta düzey yöneticiler (senior management) ve diğer düzeylerde görev alan kişiler olarak üç yönetici grubuna ayrılmış olup, gruplara ilişkin alım ve satım işlem özellikleri belirlenmiştir. Tablolar, içeriden öğrenen pozisyonu, işlemin gerçekleştiği yıl ve ay, işlem türü (alım, satım), işlem hacmi ve şirket türüne göre oluşturulmuştur.

**Tablo 1:** En Büyük Hacimli İçeriden Öğrenenler İşlemleri

İçeriden Öğrenen ID	TICKER	İşletme	İçeriden Öğrenen Pozisyonu	İşlem Tarihi	Menkul Kıymet Fiyatı (\$)	İşlem Miktarı (milyon adet)	İşlem Türü
1x29xx0x	HLT	Hilton Worldwide	Gerçek Lehdar	15/03/2017	54,57	72,42	Satım
1x00xx4x	H	Hyatt Hotels	Direktör	10/11/2009	23,72	38,00	Satım
1x08xx5x	RCL	Royal Caribbean	Direktör	03/11/2014	67,45	7,00	Satım
1x22xx7x	SIX	Six Flags Recreational	Gerçek Lehdar	20/05/2010	33,40	3,96	Alım
1x2xx	WYNN	Wynn Resorts	CEO	14/08/2009	56,21	1,40	Satım

Tablo 1’de Hilton Worldwide gerçek lehdarları tarafından 15/03/2017 tarihinde 54,57\$ menkul kıymet fiyatı ile 74,42 milyon adet menkul kıymet satışı yapılarak en yüksek hacimli içeriden öğrenen işlemi gerçekleştirildiği görülmektedir. En büyük hacimli içeriden öğrenen alım işleminin ise Six Flags gerçek lehdarları tarafından gerçekleştirildiği tespit edilmiştir.

Tablo 2’de, her yıl ortalama 104 turizm işletmesinin çalışanının borsada işlem gerçekleştirdiği; borsada en az bir işlem gerçekleştiren içeriden öğrenen

sayısının en yüksek 2014 yılında gözlemlenmiş olup; bu sayının S&P 500 yıllık ortalama getirisinin en yüksek olduğu (%32,39) yılı takiben izlenmesi dikkat çekmektedir. Ayrıca, 2014 yılında içeriden öğrenenlerin toplam işlem hacmi ve işlem sayısının en yüksek seviyeye ulaştığı; satış işlemleri sayısının diğer yıllara göre en yüksek seviyede izlendiği gözlemlenmektedir. Aynı yıl içerisinde alım işlemleri sayısında da yaklaşık altı kat artış yaşandığı tespit edilmiştir. Yıllık ortalama getirinin en yüksek olduğu 2013 yılını takip eden 2014 yılında, borsada işlem gerçekleştiren içeriden öğrenenler ve işletme sayısındaki artışa rağmen, içeriden öğrenenlerin satım işlemleri sayısının alım işlemlerinden fazla olduğu dikkat çekmektedir. Bu durum, işlem hacmindeki artışla birlikte, içeriden öğrenenlerin hisse senedi piyasalarında olumsuz haber / beklentinin ortaya çıkışıyla mı yoksa içerideki bilginin satım sinyali içerdiğinden hareket ederek mi gerçekleştirildiğinin araştırılmasını gerektirmektedir.

Turizm işletmelerindeki içeriden öğrenenlerin gerçekleştirdikleri işlemlerin miktar ağırlıklı ortalama fiyatları değerlendirildiğinde, 2013 yılında alımlar için ortalama işlem fiyatının 0,06 \$ olduğu, aynı yıl satışlar için söz konusu fiyatın 14,5 \$ olduğu tespit edilmiştir. 2010 yılında ise, ortalama işlem fiyatının 9,12 \$ alım işlemleri için; 17,37 \$ ise satım işlemleri için gerçekleştiği tespit edilmiştir. Bu durum ayrıca, alım-satım fiyat marjının 2013 yılında en yüksek; 2010 yılında ise en düşük seviyede gerçekleştiğini göstermektedir.



**Tablo 2: İçeriden Öğrenenler Alım-Satım İşlemi Portföyü İstatistikleri**

Yıl	İşleme Sayısı	İçeriden Öğrenen Sayısı	ALIM İŞLEMLERİ			SATIM İŞLEMLERİ			Toplam İşlem Sayısı	Toplam İşlem Miktarı (milyon adet)	Toplam İşlem Hacmi (milyar \$)	S&P 500 Yıllık Getiri Oranı (%)	İşlem Günü Sayısı
			Toplam İşlem Sayısı	Ortalama Miktar (milyon adet)	Ortalama Hacim (milyon \$)	Toplam İşlem Sayısı	Ortalama Miktar (Milyon adet)	Ortalama Hacim (Milyon \$)					
2008	127	503	3087	0,29	0,29	1900	0,03	0,35	4,987	141,82	1,57	-37,00	254
2009	114	382	1185	0,60	0,36	2005	0,24	1,76	3,190	1.200,98	3,97	26,46	253
2010	94	393	397	0,16	1,46	2158	0,08	1,39	2,555	242,18	3,58	15,06	237
2011	99	438	1650	2,42	0,25	1272	0,42	4,23	2,922	4.541,41	5,80	2,11	248
2012	94	437	421	1,66	0,19	1679	0,09	2,10	2,100	862,75	3,62	16,00	249
2013	97	514	363	4,00	0,25	1846	0,08	1,16	2,209	306,32	2,24	32,39	249
2014	110	628	1902	0,06	0,09	5776	0,09	2,33	7,678	685,75	13,63	13,69	249
2015	108	590	1116	0,20	0,27	3414	0,13	3,24	4,530	676,15	11,38	1,38	243
2016	99	476	590	0,77	1,23	2656	0,22	5,63	3,246	1.0527,66	15,69	11,96	236

**Açıklama:** Tabloda verilen “işleme sayısı”, yıl içerisinde en az bir içeriden öğrenenin işlem yaptığı işletme sayısını vermektedir. Menkul kıymet alım - satım miktarı (menkul kıymet adedi) toplulaştırılarak toplam işlem miktarı sütununda verilmiştir. Yıl içerisinde gerçekleştirilen menkul kıymet alım - satım miktarının, menkul kıymetin emrin gerçekleştiği tarihteki dolar cinsinden düzeltilmiş kapanış fiyatının çarpımıyla toplam işlem hacmi hesaplanmıştır. Ortalama işlem hacmi ve miktarı, toplam işlem hacmi ve işlem miktarının toplam işlem sayısına bölünmesiyle elde edilmiştir. İçeriden öğrenenlerin yıl içerisinde işlem gerçekleştirdikleri toplam gün sayısı ise “işlem günü sayısı” sütununda belirtilmiştir.

**Tablo 3:** Aylara göre Menkul Kıymet Alım-Satım İstatistikleri

Aylar	İşlem	Ort. İşlem Miktarı (milyon adet)	Ort. İşlem Hacmi (milyon \$)	Toplam İşlem Sayısı	Toplam			
					Ort. İşlem Miktarı (milyon adet)	Ort. İşlem Hacmi (milyon \$)	Hisse Senedi Ort. Fiyatı (\$)	Toplam İşlem
Ocak	Alım	0,76	1,03	504	0,25	0,99	3,96	1798
	Satım	0,06	0,97	1294				
Şubat	Alım	0,13	0,12	1152	0,11	1,83	16,64	3391
	Satım	0,11	2,70	2239				
Mart	Alım	0,06	0,16	1279	0,05	0,82	16,40	3930
	Satım	0,04	1,13	2651				
Nisan	Alım	0,09	1,02	631	0,08	1,42	17,75	2092
	Satım	0,07	1,59	1461				
Mayıs	Alım	0,07	0,71	746	0,08	1,64	20,50	3945
	Satım	0,08	1,86	3199				
Haziran	Alım	0,25	0,25	408	0,17	4,08	24,00	2114
	Satım	0,14	5,00	1706				
Temmuz	Alım	0,68	0,63	409	0,65	5,38	8,27	1485
	Satım	0,64	7,18	1076				
Ağustos	Alım	0,50	0,22	1411	0,24	1,16	4,83	3747
	Satım	0,09	1,73	2336				
Eylül	Alım	0,08	0,07	1145	0,08	1,20	15,00	2394
	Satım	0,10	2,24	1249				
Ekim	Alım	0,24	0,21	1093	0,20	1,21	6,05	2233
	Satım	0,17	2,18	1140				
Kasım	Alım	0,93	0,32	1058	0,41	2,06	5,02	3856
	Satım	0,22	2,47	2798				
Aralık	Alım	5,65	0,35	575	1,49	1,70	1,14	2432
	Satım	0,20	2,12	1857				

**Açıklama:** İşlemler gerçekleştirildikleri aya göre toplulaştırılarak, ilgili aylar içerisindeki toplam alım ve satım işlem sayılarına bölünerek ortalamaları hesaplanmıştır.

İçeriden öğrenenlerin satım işlemleri hacmi Haziran ve Temmuz aylarında en yüksek seviyede gerçekleşmiş olup; hisse senedi ortalama fiyatları en yüksek Şubat-Haziran dönemini kapsayan aylarında izlenmektedir (Tablo 3). Alım ve satım işlemi sayıları Eylül ve Ekim aylarında ise benzer seviyelerde gerçekleşmiştir. Ayrıca ortalama işlem hacminin en yüksek Temmuz aylarında gerçekleştiği görülmektedir.

Thomson Reuters içeriden öğrenenler veri tabanındaki yönetici pozisyonları kodlamasından yararlanılarak içeriden öğrenenler, üst düzey yöneticiler (yönetim kurulu ve icra komitesi başkanı ve başkan yardımcıları, CFO, genel müdür), orta düzey yöneticiler (direktörler, kontrolörler, müdürler) ve işlemleri SEC'e bildirmesi zorunlu olan diğer çalışan grupları (şirket hisselerinin %10 veya daha fazlasına sahip olan gerçek lehdarlar, genel kurul üyeleri, denetim, kurumsal yönetim ve diğer komite üyeleri, şirket avukatları, sekreterler, danışmanlar, dolaylı hissedarlar, genel ortaklar, temsilciler, yetki devredilenler ve diğer şirket çalışanları) olarak üç farklı yönetici grubunda incelenmiştir. 2008-2016 yıllarında işlem gerçekleştiren içeriden öğrenenlerin ortalama %54'ü orta düzey yöneticileri oluştururken, %21'i üst düzey yönetici grubunu oluşturmaktadır. İçeriden öğrenenlerin %25'i diğer çalışan grubu olarak tespit edilmiştir.

Tablo 4’de, yönetici gruplarına göre işlemlere bakıldığında ise üst düzey yöneticilerin en yüksek ortalama alım işlem hacminin 2010 yılında gerçekleştiği, orta düzey yöneticiler ve diğer çalışan gruplarının ise 2016 yılında ortalama alım işlem hacminin en yüksek seviyeye ulaştığı görülmektedir. Satım işlemlerinde ise, üst düzey yöneticilerin 2015 yılında en yüksek ortalama işlem hacmine ulaştıkları; orta düzey yönetici ve diğer çalışan gruplarında 2016 yılında en yüksek rakama ulaşıldığı tespit edilmiştir. 2011 ve 2012 yıllarında üst düzey yönetici grubunun çok yüksek miktarda fakat düşük hacimlerde alım işlemi gerçekleştirmesi, ilgili yıllarda likit olmayan hisse senetlerinin piyasalardan toplandığı yorumunu da beraberinde getirmektedir. Ayrıca, yüksek işlem hacminin yüksek likiditeyi işaret ettiği gerçeği, üst düzey yönetici ve diğer çalışan grubunun, orta düzey yöneticilerine kıyasla, likit piyasası olan hisse senetlerine rağbet ettiğini göstermektedir. Aynı zamanda işlem hacminin yüksek olması hisse senedi fiyatlardaki oynaklığın da düşük olduğunun bir göstergesidir. Yüksek işlem hacmi, likidite açısından iyi bir performans göstergesi olmasına rağmen, piyasa derinliği ve alım-satım niteliği hakkında kesin bir fikir beyan etmemektedir. İşlem hacmine katkıda bulunan içeriden öğrenen sayısı ve bu kişilerin net alıcı veya satıcı olup olmadıkları konusu, işlem özelliklerinin belirlenmesi açısından aynı derecede önemlidir. Ayrıca, bir piyasada aktif yatırımcı sayısının fazla olması, hisse senedi fiyat oluşum mekanizması etkinliğinin de bir göstergesidir.

Alıcı (hisse senedi alan içeriden öğrenenlerin fazla olması) veya satıcı (hisse senedi satan içeriden öğrenenlerin fazla olması) pozisyonunda olan içeriden öğrenenlerin sayısına bakıldığında, S&P 500 yıllık ortalama getirisinin negatif olduğu 2008 yılı hariç üst düzey yönetici grubu içerisinde satıcı pozisyonda olanların sayısının alıcı pozisyonda olanlardan daha fazla olduğu göze çarpmaktadır. Negatif getirinin olduğu 2008 yılı için diğer çalışanlar grubunda hisse senedi alıcıları sayısının satıcıların sayısının yaklaşık iki katı olduğu; bu oranın üst düzey yöneticiler grubunda 1,24 kat olduğu tespit edilmiştir. Başka bir ifadeyle, hisse senedi getirisinin olmadığı ve kayıpla sonuçlandığı 2008 yılında üst düzey yöneticiler ve diğer çalışan gruplarının büyük çoğunluğunun hisse senedi alıcısı olduğu görülmektedir. Aynı yıl içerisinde orta düzey yöneticiler grubunun çoğunluğu satıcı pozisyonunda, diğer çalışanlar grubunun ise alıcı pozisyonunda olduğu; tüm yıllara bakıldığında ise üst ve orta düzey yönetici gruplarının satıcı pozisyonunda olup benzerlik gösterdiği, diğer çalışanlar grubunun ayrıştığı tespit edilmiştir.

**Tablo 4:** Yönetici Gruplarına göre İçeriden Öğrenenlerin Alım ve Satım İşlemleri

Yıl	İşlem	Üst Düzey Yöneticiler					Orta Düzey Yöneticiler					Diğer				
		İşlem Sayısı	Ortalama İşlem Miktarı (Yüz bin adet)	Ortalama İşlem Hacmi (Milyon \$)	Alıcı-Satıcı Sayısı	Alıcı / Satıcı Oranı	İşlem Sayısı	Ortalama İşlem Miktarı (Yüz bin adet)	Ortalama İşlem Hacmi (Milyon \$)	Alıcı-Satıcı Sayısı	Alıcı / Satıcı Oranı	İşlem Sayısı	Ortalama İşlem Miktarı (Yüz bin adet)	Ortalama İşlem Hacmi (Milyon \$)	Alıcı-Satıcı Sayısı	Alıcı / Satıcı Oranı
2008	Alım	325	0,13	0,10	63	1,24	682	0,05	0,04	124	0,98	2080	0,39	0,40	93	2,11
	Satım	880	0,10	0,20	51		667	0,15	0,29	127		353	0,93	0,85	44	
2009	Alım	274	17,75	0,17	37	0,84	294	5,04	0,02	84	0,62	617	1,30	0,61	28	0,52
	Satım	413	6,42	0,90	44		593	1,28	1,26	135		999	1,44	2,00	54	
2010	Alım	67	0,67	3,90	23	0,47	220	1,64	0,14	39	0,23	110	2,34	0,12	17	0,17
	Satım	507	0,38	0,78	49		1079	0,41	0,62	167		572	2,03	3,38	98	
2011	Alım	180	20,88	0,15	43	0,83	1124	1,95	0,12	94	0,58	346	0,46	0,75	30	0,54
	Satım	196	0,87	1,32	52		603	0,52	1,08	163		473	10,52	9,44	56	
2012	Alım	108	59,87	0,09	32	0,49	131	3,49	0,11	59	0,28	182	0,47	0,32	15	0,26
	Satım	389	0,34	1,18	65		907	0,32	0,61	209		383	3,09	6,57	57	
2013	Alım	59	0,06	0,08	15	0,19	75	16,59	0,10	39	0,14	229	0,89	0,32	54	1,02
	Satım	446	0,35	1,18	80		1168	0,14	0,40	273		232	5,53	4,97	53	
2014	Alım	576	0,20	0,02	38	0,39	246	3,32	0,06	62	0,20	1080	0,34	0,13	55	0,77
	Satım	1904	0,52	1,75	97		3086	0,14	0,68	305		786	5,29	10,22	71	
2015	Alım	278	0,26	0,50	30	0,37	350	5,33	0,08	79	0,29	488	0,73	0,27	63	1,02
	Satım	1098	0,36	1,56	82		1846	0,25	0,91	274		470	7,68	16,32	62	
2016	Alım	118	0,11	0,25	27	0,42	262	15,85	0,89	69	0,31	210	2,03	2,21	21	0,30
	Satım	688	0,27	1,03	64		1288	0,24	1,35	225		680	7,99	18,38	70	

**Açıklama:** Alım ve satım portföyleri için ortalama işlem miktarı ve ortalama işlem hacmi, toplam işlem hacmi ve miktarının toplam işlem sayısına bölünmesinden elde edilmiştir. Tabloda, yönetici gruplarına göre alıcı ve satıcı olan içeriden öğrenenler sayısından faydalanılarak alıcı / satıcı sayısı hesaplanmıştır. Örneğin, bir yöneticinin sene içerisinde gerçekleştirdiği menkul kıymet alım miktarı (işlem miktarı) satım miktarından fazla ise söz konusu yönetici “alıcı” olarak; aksi durumda ise “satıcı” olarak etiketlenmiştir. Alım ve satım miktarı eşit olan içeriden öğrenenler değerlendirmeye alınmamıştır.

İşletme türlerine göre işlemler incelendiğinde, konaklama işletmeleri sayısının işlem gerçekleştiren tüm turizm işletmelerinin yaklaşık %70'ini oluşturduğu; konaklama işletmelerindeki içeriden öğrenen ve işlem gerçekleştiren işletme sayısının, ortalama işlem sayısı ve işlem hacminin, ulaştırma, rekreasyon ve yiyecek – içecek gibi diğer kategorideki turizm işletmelerden daha fazla olduğu dikkat çekmektedir.

## SONUÇ

İçeriden öğrenenler ticareti finansal piyasalarda menkul kıymet fiyatlarının doğru olarak konumlandırılmasını engelleyen bir risk primi ve yatırımcıların piyasaya olan güvenini sarsan en önemli finansal suçlardan biridir. Birçok ülkede hukuki düzenlemeler ve teknolojik tedbirlere rağmen, içeriden öğrenenler ticaretinin piyasalarda önemi artan bir suç olarak kalması, bu konudaki çalışmaların güncelliğini korumaktadır. Bu sebeple, yatırımcıların piyasaya olan güvenini sağlayacak ve yeni yatırımcıları piyasaya çekecek, içeriden öğrenenler ticaretini önleyici uygulamaların gerçekleştirilmesi önem kazanmaktadır. Söz konusu uygulamaların gerçekleştirilebilmesi için, piyasa mikro yapısının, piyasa araçlarının, işlem yöntemleri ve emir-işlem esaslarının göz önünde bulundurulması gerektiği gibi; içeriden öğrenenlerin faaliyet gösterdiği işletmelerin kurumsal yapısının, faaliyet gösterdiği sektörün ve içeriden öğrenenlerin işlem özelliklerinin ele alınması gerekmektedir. İçeriden öğrenenler ticaretinin turizm alan yazınında daha önce çalışılmamış olması, bu konuda öncelikli olarak turizm sektörü ve içeriden öğrenenler ticareti ilişkisinin tanımlayıcı olarak çalışılması konusundaki gerekliliği ortaya koymaktadır. Bu çalışmada, turizm endüstrilerinde faaliyet gösteren ve borsaya kote olmuş işletmelerin yönetici ve çalışanlarının piyasalardaki işlem özelliklerinin belirlenmesi amacıyla tanımlayıcı bir yöntem izlenmiş olup; yıllara, yönetici gruplarına ve işletmelerin faaliyet alanlarına ilişkin istatistikler verilmiştir.

Çalışma sonucunda, turizm işletmelerinde görev yapan içeriden öğrenenler ve işletme sayısının 2014- 2016 yıllarını kapsayan periyotta yükseldiği ve hisse senedi alım- satım hacminin arttığı tespit edilmiştir. Bu durum yüksek likidite ve piyasa derinliği konusunda olumlu bir gösterge olduğu kadar, içeriden öğrenenlerin ayrıcalıklı bilgiye dayalı olarak işlem gerçekleştirip gerçekleştirmediğinin test edilmesini gerekli kılmaktadır. Söz konusu dönemdeki yüksek işlem hacminin satım işlemlerinden kaynaklandığı görülmektedir. 2008-2016 yıllarını kapsayan dönemde, hisse senedi ortalama fiyatının en yüksek Şubat- Haziran aylarını kapsayan periyotta gerçekleştiği; Haziran ve Temmuz aylarında ise satım işlem hacminin en yüksek seviyeye ulaştığı görülmektedir. Ayrıca, içeriden öğrenenlerin Haziran ayında yüksek fiyattan yüksek hacimde satım işlemleri gerçekleştirdiği görülmektedir. Aralık ve Ocak aylarında hisse senedi alım işlemi miktarının artması takip eden aylarda hisse senedi ortalama fiyatlarına da artış olarak yansımaktadır.

İçeriden öğrenenlerin turizm işletmeleri içerisindeki pozisyonları değerlendirildiğinde, direktör, kontrolör ve müdürlerden oluşan orta düzey

yöneticilerin içeriden öğrenenlerin yarısından fazlasını oluşturduğu görülmektedir. Üst ve orta düzey yöneticiler 2008 yılı hariç tüm yıllarda satıcı pozisyondayken (hisse senedi satan içeriden öğrenenlerin fazla olması), gerçekleştirilen ortalama işlem hacmi ve miktarı benzerlik göstermektedir. 2008 yılında yıllık ortalama piyasa getirisinin negatif gerçekleştiği dikkate alındığında; tüm yönetici gruplarında bulunan içeriden öğrenenlerin alıcı pozisyonunda (hisse senedi alan içeriden öğrenenlerin fazla olması) olması, her ne kadar içeriden öğrenenlerin piyasaların yükseleceğini düşünerek düşük fiyattan hisse senedi alımı gerçekleştirdiği manasına gelebiliyor olsa da, ortalama işlem hacminin çok düşük kalması bu tezi desteklememektedir. Ayrıca, konaklama işletmelerinin turizm işletmeleri içerisinde, borsaya kote olmuş işletme sayısı, gerçekleştirilen alım- satım işlem sayısı, işlem hacmi ve işlem gerçekleştiren içeriden öğrenen sayısı bakımından en yüksek paya sahip olduğu tespit edilmiştir. İçeriden öğrenenlerin turizm sektörünü ilgilendiren veya hukuki düzenlemeler, siyasi, politik, ekonomik olaylar ile işletmelerin iflas, birleşme, finansal raporların veya özel durumların kamuya açıklanması öncesi veya sonrasında işlem özelliklerinin, yönetici grupları veya alt sektörlerle göre işlem özelliklerinin tespiti ayrı bir çalışma konusudur.

Sermaye piyasalarında içeriden öğrenenler ticareti önem teşkil eden ve hız kesmeyen suçlardan biri olarak düşünülmektedir. Bu durum içeriden öğrenenler ticaretini düzenleyen ülkelerde söz konusu suça ilişkin cezai yaptırımlar artırılmasını sağlamıştır. ABD'de 1993-1999 yılları arasında içeriden öğrenenler ticareti mahkûmları ortalama bir seneden az hapis cezasına çarptırılırken, bu rakamın, 2010 - 2015 yılları arasında ortalama 30 aya kadar çıktığı bilinmektedir (Esen, 2016). Ayrıca ABD'deki sermaye piyasaları başta olmak üzere birçok ülkede sermaye piyasasını düzenleyici kurumların mahkemeye intikal eden davaları ve sonuçlarını tüm piyasa oyuncularıyla paylaşması şeffaflık, yatırımcının güvenini sağlama ve kamu yararını gözetme ilkesiyle yürütülürken; yaklaşık 35 senelik borsa tecrübesi olan ülkemizde şimdiye kadar detayları kamuya açıklanmış içeriden öğrenenler ticareti davası bulunmamaktadır. Bu noktada, mevcut yasaların iyi işletilmesi ve mahkemeye yansımış davalar konusunda yatırımcıların bilgilendirilmesi önem taşımaktadır.

## **KAYNAKÇA**

Agrawal, A. & Nasser, T. (2012). Insider trading in takeover targets. *Journal of Corporate Finance*, 18 (3), 598-625.

Ahern, K. R. (2017). Information networks: Evidence from illegal insider trading tips. *Journal of Financial Economics*, 125 (1), 26-47.

Association of Government Accountants (AGA). (2019). Fraud statistics report. <https://www.agacgfm.org/>, (Erişim Tarihi: 06.03.2019).

Bajo, E. & Petracci, B. (2004). Do what insiders DO: Abnormal performances after the release of insiders' relevant transactions. (*Araştırma Notları*), Bologna Üniversitesi.

Baruch S., Panayides M. & Venkataraman K. (2017). Informed trading and price discovery before corporate events. *Journal of Financial Economics*, 125 (3), 561-588.

Chauhan, Y., Kiran, Kumar, K. & Chaturvedula, C. (2016). Information asymmetry and the information content of insider trades: Evidence from the Indian stock market. *Journal of Multinational Financial Management*, 34, 65-79.

Cheng L. T.W., Davidson W. N. & Leung T. Y. (2011). Insider trading returns and dividend signals. *International Review of Economics & Finance*, 20 (3), 421-429.

Cheng, L., Firth, M., Leung, T.Y. & Rui, O. (2006). The effects of insider trading on liquidity. *Pacific-Basin Finance Journal*, 14 (5), 467-483.

Dai L., Fu R., Kang J.K. & Lee I. (2016). Corporate governance and the profitability of insider trading. *Journal of Corporate Finance*, 40, 235-253.

Dolgoplov, S. (2012). Insider trading, informed trading, and market making: liquidity of securities markets in the zero-sum game. *William & Mary Business Law Review*, 3 (1), 12.

Esen, M.F. (2017). İçeriden öğrenenler ticaretine yaklaşımlar. *Sosyal Bilimler Araştırma Dergisi*, 6 (4), 70-82.

Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25 (2), 387-417.

Gao, F., Lisic, L. L. & Zhang, I. X. (2014). Commitment to social good and insider trading. *Journal of Accounting and Economics*, 57 (2-3), 149-175.

Gebka, B., Korczak, A., Korczak, P. & Traczykowski, J. (2017). Profitability of insider trading in Europe: A performance evaluation approach. *Journal of Empirical Finance*, 44, 66-90.

Hauser F. & Schredelseker K. (2018). Who benefits from insider regulation?. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 68, 203-210.

Jaffe, J.F. (1974). Special Information and Insider Trading. *The Journal of Business*, 47 (3), 410-428.

Jain, N. & Mirman, L. J. (2002). Effects of insider trading under different market structures. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 42 (1), 19-39,

Jeng, L.A., Metrick, A. & Zeckhauser, R.J. (2003). Estimating the returns to insider trading: A performance-evaluation perspective. *The Review of Economics and Statistics*, 85 (2), 453-471.

Kaplan, S. E., Samuels, J. A. & Thorne, L. (2009). Ethical norms of CFO insider trading. *Journal of Accounting and Public Policy*, 28(5), 386-400.

Klein, O., Maug, E. & Schneider C. (2017). Trading strategies of corporate insiders. *Journal of Financial Markets*, 34, 48-68.

Lakonishok, J. & Lee, I. (2001). Are insider trades informative?. *The Review of Financial Studies*, 14(1), 79-111.

Lee, I., Lemmon, M., Li Y. & Sequeira, J.M. (2014). Do voluntary corporate restrictions on insider trading eliminate informed insider trading?. *Journal of Corporate Finance*, 29, 158- 178.

Macey, J.R. (1988). Ethics, economics and insider trading: Ayn Rand meets the theory of the firm. *Harvard Journal of Law and Public Policy*, 11(1), 727-784.

Meulbroek, L.K. (1992). An empirical analysis of illegal insider trading. *The Journal of Finance*, 47(5), 1661-1699.

PricewaterhouseCoopers (PwC) (2016). Global economic crime and fraud survey. <http://www.pwc.com>, (Erişim Tarihi: 13.08.2018).

PricewaterhouseCoopers (PwC) (2018). Global economic crime and fraud survey. <http://www.pwc.com>, (Erişim Tarihi: 05.03.2019).

SEC (2018). Insider trading. <http://www.sec.gov>, (Erişim Tarihi: 07.09.2018)

Seyhun, N. (1998). *Investment intelligence from insider trading*, MIT Press.

Tavakoli, M., McMillan, D. & McKnight, P. J. (2012). Insider trading and stock prices. *International Review of Economics & Finance*, 22 (1), 254-266.

SOX (2018). Sarbanes- Oxley Act Section 806, Whistleblower protection. <http://www.sox-online.com>, (Erişim Tarihi: 17.07.2018).