

SERMAYE PİYASASINDA MANİPÜLASYON

MANIPULATION IN CAPITAL MARKETING

Aydın Alber YÜCE*

Özet : Sermaye piyasalarında fiyatın oluşumunda piyasa değerlendirmeleri esas alınır. Menkul kıymet ihraç eden bir anonim ortaklığın mali durumu, gerçekleştirmeyi düşündüğü başka yatırımlar ve bunlara ilişkin girişimleri, halka arz edilecek menkul kıymetlerin niteliği gibi bilgiler kamuya açıklanır. Piyasaya açıklanan bu bilgiler malın değerinin fiyata yansımada temel araçtır. Yatırımcılar piyasaya açıklanan bu bilgilere göre yatırım kararlarını verirler. Bir başka deyişle bilgi fiyata yansımış olur, fiyat bilgiyi taşır. Fiyatın bilgiyi taşıyıcı bu niteliği dolayısı ile manipülatif faaliyetler özel bir önem arz eder. Zira fiyattaki olumlu ya da olumsuz bir değişiklik yatırımcıların kararlarını etkilemekte, onları belli bir menkul kıymete yatırım yapmaya yönlendirmekte ya da bir menkul kıymete yatırım yapmaktan alıkoymaktadır. Piyasadaki manipülatif etkinin ortadan kalkması sonrasında ise yatırımcılar zarara uğramakta ve manipülatörler haksız kazanç sağlamaktadırlar. Bu durum ise yatırımcıların piyasaya olan güvenini ve özellikle işlem güvenliğini sarsmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Sermaye piyasası, menkul kıymet, işleme dayalı manipülasyon, bilgiye dayalı manipülasyon, manipülatör.

Abstract: Marketing assessments are predicated on price formation in capital marketing. Manipulative activities hold special importance, due to the information carrying character of the securities prices.

Key words: Capital marketing, stocks and shares, securities, manipulation based on acts, manipulation based on information, manipulator.

GİRİŞ

I. MANİPÜLASYON VE SERMAYE PİYASASINA ETKİLERİ

Malın değerini belirleyen birçok etken vardır. Değer öze ilişkin bir kavramı ifade eder. Fiyat ise bu mala atfedilen öneme ve ihtiyaçlara paralel olarak bir mala ödenmesi genel olarak kabul edilen bedeli ifade eder. Bu yüzden değer ve fiyat farklı kavramlar oldukları için değer ve fiyat her

* Erciyes Üniversitesi Hukuk Fakültesi Ticaret Hukuku Ana Bilim Dalı Araştırma Görevlisi.

zaman örtüşmeyebilir. Mala olan talebin azalması, piyasaya mevcut maldan daha işlevsel bir malın sürülmesi, malın arzının talepten fazla artması, dönemsel olarak ihtiyaç duyulan bir malın söz konusu olduğu bir durumda malın kullanıldığı dönemin geçmiş olması gibi durumlarda malın fiyatı değerinin altında kesinleşebilir¹. Malın fiyatı değerinin altında olabilir ancak bahsettiğimiz durumların aksinin söz konusu olduğu zamanlarda fiyat, malın değerinin üzerinde de belirlenebilir.

Fiyatın malın değerinin ortaya konulması açısından gösterge niteliğini kazanması piyasanın türüne göre değişmektedir. Bir malın satımında taraflar birbirini tanıyor ve aynı zamanda bu malın satımı için malın özellikleri ya da miktarına göre fiyat üzerinde müzakere etme şansları buluyorlarsa malın fiyatı sonradan ortaya çıktığından ve aleniyet de gerçekleşmediğinden dolayı malın fiyatı gösterge niteliğini kazanamayacaktır. Bunun gibi bir malın fiyatı önceden ilan edilerek piyasaya sürülse de işletme sahibi kazanç sağlayabilmek için malının fiyatını rekabet hukuku kuralları çerçevesinde değiştirebileceğinden burada da sonuçta bir nihai fiyata ulaşılsa da fiyat malın değerinin bir göstergesi olamaz. Ancak alıcının ve satıcının birbirini tanımadığı, işlemin niteliği bakımından böyle bir zorunluluğun da bulunmadığı sermaye piyasası gibi piyasalarda ise fiyatın işlevi klasik piyasalardan farklıdır. Böyle piyasalarda alıcı ve satıcı karşı karşıya gelemmez ve dolayısı ile fiyatın tartışılması ya da malın niteliği, arz edilen miktarı gibi etkenlere göre fiyat değişmez. Bu tip piyasalarda fiyat gösterge niteliği taşır çünkü tek tip mal -menkul kıymetler gibi- tek tip koşullarla alınır ve satılır. Dolayısı ile alıcı ve satıcının direkt olarak temas kurabildiği klasik piyasalarda alım kararının verilmesi bakımından fiyatın önemi yerine malın niteliği ya da mala duyulan ihtiyaç yahut benzer malların durumu daha ön plandadır. Sermaye piyasası gibi piyasalarda ise fiyat yatırım kararlarının verilmesinde yönlendirici olmaktan ziyade belirleyicidir. Sermaye piyasalarında yatırım yapılacak malın değeri konusunda fiyat temel ölçüttür².

Sermaye piyasalarında fiyatın oluşumunda piyasa değerlendirmeleri esas alınır. Menkul kıymet ihraç eden bir anonim ortaklığın mali durumu, gerçekleştirmeyi düşündüğü başka yatırımlar ve bunlara iliş-

¹ Çağlar Manavgat, Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı Manipülasyon Ve Özel Hukuk Bakımından Sonuçları, Banka Ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 2008, s. 1.

² Manavgat, s. 2.

kin girişimleri, halka arz edilecek menkul kıymetlerin niteliği gibi bilgiler kamuya açıklanır. Piyasaya açıklanan bu bilgiler malın değerinin fiyata yansımada temel araçtır. Yatırımcılar piyasaya açıklanan bu bilgilere göre yatırım kararlarını verirler. Bir başka deyişle bilgi fiyata yansımış olur, fiyat bilgiyi taşır³.

Açıkladığımız fiyat-değer ilişkisinin oluşturduğu düzende ortaya çıkabilecek aksaklıklar ve müdahaleler yatırımcının yatırım kararının sakatlanmasına neden olacaktır. Menkul kıymet piyasalarında, değer, bilgi, fiyat yapısına gelebilecek en önemli müdahaleler, market abuse başlığı altında toplanan içerden öğrenenlerin ticareti ve manipülasyon niteliğini taşıyan işlemlerdir⁴.

Fiyat- değer ilişkisini bozan müdahalelerin türlerinden biri içerden öğrenenlerin ticaretidir. İşletmeyle ilgili ve henüz kamuya açıklanmamış bilgilere bazı kişilerin kendi konumları ya da yürüttükleri faaliyetler nedeniyle erişimleri daha kolay ve hızlı olabilir. Ancak, işletmelere ilişkin bu tür bilgilere sahip olan kişiler, zaman zaman bunları kendileri ya da üçüncü şahıslar lehine kullanarak aşırı kazançlar elde edebilirler. Elde edilen bilgilerin kötüye kullanılması ve adil olmayan kâr transferlerinin gerçekleşmesi ile içeriden öğrenenlerin ticareti (insider trading) gerçekleşmektedir⁵.

Menkul kıymetlerin değerinin fiyata yansımada engelleyen bir diğer faktör ise manipülasyondur. Kelime anlamı bakımından manipülasyon, *“oyun; entrika; hile; dalavere; hokkabazlık; piyasada yalan yanlış haberler yayarak ve faaliyette bulunarak piyasayı kendi çıkarları doğrultusunda yönlendirme”* şeklinde tanımlanabilir⁶. Manipülasyon, sermaye piyasasında (menkul kıymet piyasalarında) işlem gören hisse senetlerine ilişkin olarak bilinçli şekilde yapay yollarla yatırımcıları yanlış yönlendirici bir izlenim uyandırma veya yanıltıcı bir piyasa oluşturmak amacıyla yapılan işlemler olarak ifade edilebilir. Manipülasyon, piyasada yüksek kazanç elde etmek amacıyla menkul kıymetlerin piyasa fiyatlarının yapay olarak yükseltilmesi, düşürülmesi veya belirli

³ Manavgat, s. 2.

⁴ Manavgat, s. 2.

⁵ Ayşe Nur Canbaloglu, *“Finans Sektöründe Kamunun Aydınlatılması Ve Türkiye Uygulaması”*, Ankara Üniversitesi SBE, Ankara 2011 (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), s. 32.

⁶ Ejder Yılmaz, *Hukuk Sözlüğü*, Ankara 2003.

seviyede tutulmasına yönelik faaliyetleri içerir⁷. Manipülasyonu ifade etmek için; yapay işlemle pazarı etkilemek, akılcı veya hileli yollarla hisse senedi fiyatlarını kontrol etmek, yıkama satış yöntemi veya uydurma emirlerle menkul değerlerin fiyatlarının artmasına ya da düşmesine sebep olmak, borsada hile, alım-satım yaparak piyasanın daha canlı görünmesini sağlayarak fiyatları etkilemek gibi tabirler de kullanılmaktadır⁸.

2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47. maddesi manipülasyonu, *"yapay olarak, sermaye piyasası araçlarının, arz ve talebini etkilemek, aktif bir piyasanın varlığı izlenimini uyandırmak, fiyatlarını aynı seviyede tutmak, arttırmak veya azaltmak amacıyla alım ve satımını yapmak ve sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bilgi vermek, haber yaymak, yorum yapmak ya da açıklamakla yükümlü olunan bilgileri açıklamamak"* olarak ifade etmektedir. Manipülasyon ile ilgili yapılan tüm değerlendirmelerin ortak noktası, manipülasyonun yatırımcının karar alma sürecine ilişkin dışarıdan yapılan bir etkiyi içeriyor olmasıdır. Diğer bir ifade ile manipülasyon doğal sürece yapılan etkiyi ifade eden bir sözcüktür⁹.

Manipülatif işlemler, sermaye piyasalarının dürüst ve düzenli bir şekilde işlemesini ve fiyatların serbest arz ve talep kurallarına göre oluşmasını engellediği ve böylece piyasaya olan güveni sarstığı için yatırımcıların piyasaya gelmeleri önünde ciddi bir engel olarak durmakta ve bu yüzden yasaklanmaktadır¹⁰. Bu tür işlemleri gerçekleştirmenin hukukî sonuçları yanında cezai sonuçları da vardır ve bu suç manipülasyon suçu olarak adlandırılmaktadır¹¹. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47. maddesinde, diğer kanunlara göre daha ağır bir cezayı gerektirmemek koşuluyla 2 yıldan 5 yıla kadar hapis ve 5 bin günden 10 bin güne kadar adli para cezası öngörülmüştür. Ancak bu suçlardan dolayı kovuşturma yapılması, Sermaye Piyasası Kurulu

⁷ Serdar Karababa, Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması, Ankara 2001, s. 170.

⁸ Ali Hakan Evik, Sermaye Piyasası Araçlarının Değerini Etkileyebilecek Aldatıcı Hareketler Yapma (Manipülasyon) Suçları, Ankara 2004, s. 77.

⁹ İbrahim Onur Baysal, *"Sermaye Piyasasında Manipülasyon Suçu"*, Ankara Üniversitesi SBE, Ankara 2011 (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), s. 24.

¹⁰ Cemal Küçüksözen, Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması Türk Sermaye Piyasasının Bu Açından Değerlendirilmesi, Ankara 1999, s.178-179.

¹¹ Ayşe Sumer, Türk Sermaye Piyasası Hukuku Ve Seçilmiş Mevzuat, 3. Baskı, İstanbul 2002, s. 162.

tarafından Cumhuriyet savcılığına yazılı başvuruda bulunmasına bağlıdır (SerPK m. 49).

Yatırımcılar, işlem yaparken piyasadaki mevcut durumun, hisse senetlerine ilişkin gerçek durumu yansıttığını düşünmektedir. Çünkü menkul kıymet piyasalarında fiyat gösterge niteliği taşımaktadır. Dolayısıyla menkul kıymetlere ilişkin değerlendirme ve analizlerde, var olan durum üzerinden hareket edilir. Ancak manipülatif uygulamalar gerçekleştiren manipülatörler, bu değerlendirme ve analizlerin isabet-siz olmasına neden olarak aşırı kazanç elde edebilmektedirler. Sermaye piyasası aracının fiyatının düşük olacağını bilen bir manipülatörün, söz konusu sermaye piyasası aracının fiyatını yukarı yönlü etkilemek suretiyle yüksek fiyattan satış gerçekleştirmesi bu duruma örnektir.¹² Çünkü manipülatörün temel amacı, diğer kimselerin aleyhine olacak görünüşte fiyatı yaratarak, bir kayıptan kaçınmak veya kazanç sağlamaktır¹³.

Manipülasyon, bilgiye ve işleme dayalı olmak üzere iki kısımda incelenir. Bilgiye dayalı manipülasyon, kamuya yalan, yanlış, veya eksik bilgi akışı ya da açıklanması gerekirken bilginin açıklanmaması yüzünden, kamuyu aydınlatma sistemine olan güvenin bozulmasına yol açan ve bilginin fiyata yansımalarını engelleyen manipülasyon türüdür¹⁴. İşleme dayalı manipülasyon ise piyasanın doğal işleyiş görüntüsü içinde, ekonomik temeli olmayan, salt başkalarını yanıltma amacı taşıyan işlemler yapılarak fiyat oluşturulması ve kamunun fiyata olan güveninin kötüye kullanılması sonucunu doğuran manipülasyon türüdür. Menkul kıymetler ya da bunları ihraç eden ortaklıklar hakkında

¹² Rajesh K. Aggarwal/Guojun Wu, Stock Market Manipulation – Theory and Evidence, March 11, 2003, AFA 2004 San Diego Meetings, s. 6.

¹³ Melik Kamışlı, “İşlem Bazlı Manipülasyonun Finansal Oranlarla Belirlenmesi İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında İstatistiksel Sınıflandırma Analizleriyle Bir Uygulama”, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi SBE, Eskişehir 2008 (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), s. 6.

¹⁴ Sermaye piyasası araçlarının fiyatını etkileyen pek çok faktör bulunmaktadır. Yatırımcılar piyasadan edindikleri bu bilgileri değerlendirirler ve yatırım kararı verirler. Manipülatif hareketler sonucunda piyasadan edinilen bilgilerin güvenilirliği zarar görür ve yatırımcıların kararları etkilenir ve piyasanın doğal işleyişi bozulur. İşte bu noktada yatırımcıların tam ve doğru bilgiye ulaşmaları için hızlı ve doğru bilgilendirilmeleri gerekir. Yatırımcılar ne kadar hızlı ve doğru bilgilendirilirse manipülatif hareketleri başarı şansı o derecede azalacaktır. Ayrıntılı bilgi için bkz. Halil İbrahim Kütük, “Sermaye Piyasasında Manipülasyon Cezai ve Hukukî Sonuçları”, Süleyman Demirel Üniversitesi SBE, Isparta 2010 (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), s. 65 vd.

gerçek olmayan bilgilerin yayılması ya da sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını etkileyebilmek amacıyla yıkama satış gerçekleştirilmesi bilgiye ve işleme dayalı manipülasyona verilebilecek iki örnektir¹⁵. Her iki manipülasyon türünde de kamuyu aydınlatma sistemi bozulmaktadır. Sermaye piyasalarındaki fiyatın bilgiyi taşıma işlevi tamamen terk edilerek sadece fiyat oluşturma amacı taşıyan işlemler yapılmaktadır. Bunun sonucunda da üçüncü kişiler fiyatın bilginin ürünü olduğuna inanarak işlem yapmaktadır¹⁶.

İşleme dayalı manipülasyon, bilgiye dayalı manipülasyona göre daha zor tespit edilir. Çünkü işleme dayalı manipülatif fiiller çoğu kez yasal işlemler altında gerçekleştirilir.

II. MANİPÜLASYONUN TÜRLERİ

A. İŞLEME DAYALI MANİPÜLASYON, UNSURLARI VE TÜRLERİ

1. UNSURLARI

a. İşlem Yapmak

Piyasa fiyatı psikolojik etkenlere bağlı olarak değişebilir. Yatırımcıların sürü psikolojisi içinde, ekonomik değerlendirme yapmadan, başka yatırımcıların verdiği yatırım kararlarından etkilenerek işlem yaptığı ve bu yüzden fiyatların değişebildiği bir gerçektir. Bu yüzden işlem yapmak, işleme dayalı manipülasyonun en önemli unsurudur¹⁷.

İşleme dayalı manipülasyonda, menkul kıymetlerin alım-satım işlemleri sonucunda hisse senedi fiyatında değişimler olmaktadır. Bu türdeki manipülasyonda, alım-satım işlemleri ile piyasayı yanıltma amaçlı faaliyetler görülür. Örneğin bir manipülatör, hisse senedinin değerini etkileyebilecek menkul kıymet alım-satım işlemleri ile bir piyasa hareketi gerçekleştirebilir¹⁸.

İşleme dayalı manipülasyonda temel amaç, diğer yatırımcıları ger-

¹⁵ Aggarwal/Wu, s. 6.

¹⁶ Manavgat, s. 3.

¹⁷ Manavgat, s. 89.

¹⁸ Cemal Küçüksözen, "Finansal Bilgi Manipülasyonu Nedenleri, Yöntemleri, Amaçları, Teknikleri, Sonuçları Ve İMKB Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Çalışma", Ankara Üniversitesi SBE, Ankara 2004 (Yayımlanmamış Doktora Tezi), s. 33.

çek olmayan bir fiyat hareketi ile yanıltılmak olduğu için fiyat oluşturu-
 rucu işlem alım-satımla gerçekleştirilir¹⁹. 2499 sayılı Sermaye Piyasası
 Kanunu'nun 47. maddesinde de manipülasyon *“yapay olarak, sermaye
 piyasası araçlarının, arz ve talebini etkilemek, aktif bir piyasanın varlığı iz-
 lenimini uyandırmak, fiyatlarını aynı seviyede tutmak, arttırmak veya azalt-
 mak amacıyla alım ve satımını yapmak”* olarak tanımlanmıştır.

Alım-satım hareketlerinin dışında sözleşmesel bir hakkın kulla-
 nılması da manipülasyon amaçlı olabilir. Paya sahip olan kişinin pay
 fiyatlarını manipüle etmesi ve sonra paya ilişkin alım veya satım hak-
 kını kullanarak kazanç sağlaması mümkündür²⁰.

Halka açık fonların fiyatını arttırmak ya da azaltmak kendiliğinden
 suç teşkil etmez. Eğer bir kimse sadece yatırım için büyük bir blok his-
 se senedi satın almaya çalışıyorsa veya çok sayıda hisse senedini elden
 çıkarmak istiyorsa piyasa fiyatının değişeceğini bilse dahi bu eylem
 manipülasyon olarak nitelendirilemez²¹. Aksinin kabulü serbest piya-
 sanın gerçekleşmesini engeller ve yatırımcıların özgürce karar verme-
 sine engel olur.

Sermaye piyasalarındaki bu yapay fiyat hareketleri başlıca üç şekil-
 de gerçekleştirilebilir²²: Yükselen bir piyasa olduğu veya bir piyasanın
 yükseleceği izlenimi oluşturularak fiyatların yükseleceği bir ortam ha-
 zırlamak; fiyatların düşüşe geçmesi için bazı işlemleri gerçekleştirerek
 düşük fiyattan hisse senetlerini toplamak; hisse senedinin gerçek de-
 ğerine ulaşmasını sağlayıcı işlemlerle fiyatı belirli bir düzeyde tutmak.

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yönetmeliği'nin 24. maddesin-
 de yapay piyasa oluşturmak amacıyla gerçekleştirilen işlemler sayılmış-
 tır. Buna göre bir menkul kıymette tek başına veya başkaları ile birlikte,
 diğer piyasa aktörlerini o menkul kıymeti alıp satmaya yöneltmek mak-
 sadıyla bir dizi işlemle menkul kıymet için görünürde aktif bir piyasa
 olduğu izlenimi yaratmak ve menkul kıymetin fiyatında yapay olarak
 artış veya düşüşe neden olmak ve piyasayı yanıltmak maksadıyla bir
 menkul kıymette fiyatı desteklemek, sabitlemek veya stabilize etmek

¹⁹ Alım hareketleri satım hareketlerine göre daha kuvvetli bir izlenim oluşturur.
 Çünkü satım hareketlerinin nakit ihtiyacı gibi sebeplere dayanması da mümkündür.
 Ayrıntılı bilgi için bkz. Manavgat, s. 91.

²⁰ Manavgat, s. 92.

²¹ Doğan Kütükçü, Sermaye Piyasası Hukuku, Cilt II, İstanbul 2005, s. 465.

²² Karababa, s. 171.

üzere, dolaylı veya dolaysız olarak, bir veya daha fazla kişi ile anlaşarak bir dizi alım satım yapmak amacıyla gerçekleştirilen işlemlerin yapay piyasa oluşturmak amacıyla gerçekleştirildiği kabul edilmektedir.

İMKB Yönetmeliği'nin 23. maddesine göre yapay fiyat ve piyasa oluşturulmasında yasaklanan hallerin herhangi birinin var olduğunun tespiti halinde iki veya daha fazla borsa üyesinin başvurusu üzerine ya da re'sen, üye ve/veya menkul kıymet bazında bekleyen emirler ve/veya gerçekleşen işlemler belirli bir zaman dilimi içinde veya zaman dilimine bağlı olmaksızın iptal edilebilir.

b. Yanıltıcı İzlenim Yaratarak Başkalarını İşlem Yapmaya İkna Etmek

Borsada yapılan işlemlerin amacı, manipülatif hareketlerden etkilenen fiyatların gerçek bir arz ve talep dengesi sonunda oluştuğu izlenimini oluşturmaktır. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47. maddesinde de "*aktif bir piyasanın varlığı izlenimini uyandırmak*" denilmek suretiyle bu unsur üzerine vurgu yapılmıştır²³.

Mülkiyette gerçek anlamda değişikliğe yol açmayan işlemler yanıltıcılık özelliğine sahiptir. Sermaye piyasalarında alıcı ve satıcı karşı karşıya gelmez ve işlem koşulları karşılıklı tartışılmaz. Bu durumda yatırımcı çoğu zaman yatırım kararını kamuya açıklanan bilgiler veya psikolojik etkenler yardımıyla vermektedir. Yatırımcının psikolojik durumunu etkileyebilecek ancak mülkiyette gerçek anlamda değişikliğe yol açmayan yanıltıcı işlemlerin amacı, o paylar üzerinde yoğun bir işlem yapıldığı zannını uyandırmak ya da söz konusu payın fiyatını sabit tutmak, artırmak ya da düşürmektir²⁴.

Manipülatif fiilin yanıltıcılığının tespitinde salt manipülatif işlemin varlığının tespiti yeterli değildir. Manipülasyon gerçekleştirmek amacıyla seri halinde işlemler gerçekleştirilmiş olsa da yapılan objektif değerlendirmeler sonunda fiilin yanıltıcılık özelliğinin olmadığı tespit edilirse sadece manipülatif bir işlem yapıldığı için tazminat sorumluluğu doğmayacaktır²⁵.

²³ Manavgat, s. 111.

²⁴ Manavgat, s. 111-112.

²⁵ Manavgat, s. 126.

Yatırımcının manipülatif fiillerden etkilenmiş fiyattan işlem yapması, ilgili menkul kıymete yatırım yapmak için ikna edilmiş olduğunun kabulü etmek için yeterlidir. Yatırımcının manipülatif hareket olmasa da yatırım kararı verecek olması fiilin manipülatif niteliğini etkilemez²⁶. Çünkü yatırımcı zaten manipülatif fiilden haberdar değildir.

c. Yapay Piyasa Oluşturmak

Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47. maddesinde "*yapay olarak ... aktif bir piyasanın varlığı izlenimini uyandırmak, fiyatlarını aynı seviyede tutmak, arttırmak veya azaltmak*" ifadelerine yer verilmiştir. Hüküm, işlem hacmi ve fiyatlar konusunda yanıltıcı bir izlenim oluşturma çabasını somutlaştırmıştır. Dolayısıyla fiyat hangi noktada oluşmuş olursa olsun, gerçek olmayan bir arz ve talebe bağlı olarak oluşturulmuşsa yapay fiyat vardır. Yine işlem hacmindeki ani değişiklikler de payın önceki durumu da dikkate alınarak yapay olarak nitelendirilebilir²⁷.

Herhangi bir yapay müdahale olmaksızın arz ve talebe göre oluşan fiyatla yapay fiyat arasındaki fark ve yapay işlem hacmi ile gerçek işlem hacmi arasındaki farkı kesin olarak belirlemek zordur. Bu yüzden manipülasyonla mücadele ederken, borsa sistemine zarar vermemek, yatırımcıların yatırım kararlarını olumsuz etkilememek ve işlem güvenliğini sağlamak için manipülasyon şüphesinin var olduğu durumlarda ihtiyatlı davranmak gerekir. Fiyat ve işlem hacmi üzerinde etkisi olan her işlemi manipülatif olarak nitelendirmek gerçekten yasal olan işlemlerin de manipülatif olarak değerlendirilmiş olmasına yol açabilir. Çünkü manipülatif işlemler gerçek ve yasal işlemler görüntüsü altında yapılır. Bu yüzden işlemi gerçekleştiren kişinin iradesi yani işlemdeki manevi unsur da dikkate alınmalıdır²⁸.

d. Manevi Unsur

İşleme dayalı manipülasyonun cezaî ve hukukî sorumluluklara yol açan sonuçları vardır. Bu sorumluluklara tabi olmak bakımından eylemin tespitinde manevi unsurun da dikkate alınması gerekir. Zira yukarıda açıkladığımız gibi manipülasyon konusu işlemlerin dış dünyaya

²⁶ Manavgat, s. 128.

²⁷ Manavgat, s. 102-103 ve 109.

²⁸ Manavgat, s. 103-106 ve 109.

yansımaları yasal sermaye piyasası işlemleri şeklinde gerçekleşmektedir. Bu yüzden yasal olan işlemler ile manipülatif işlemlerin birbirinden ayrılması bakımından manevi unsurun da üzerinde durulmalıdır. Manipülasyonun hukukî ve cezaî sonuçlarının ortaya çıkabilmesi için manipülatif işlem bilerek ve isteyerek gerçekleştirilmelidir. Burada genel bir kastın varlığı yeterli olmaz çünkü tüm borsa işlemleri bir iradenin ürünüdür. Bu yüzden özel kast aranmalıdır. Dolayısı ile manipülatörün sadece borsa işlemi gerçekleştirme amacı değil aynı zamanda borsada manipülatif bir işlem gerçekleştirme amacı bulunmalıdır²⁹.

2. GÖRÜNÜRDE VE GERÇEK İŞLEMLER

a. Görünürde İşlemler

Görünürdeki işlemlerin ortak özelliği mülkiyette gerçek anlamda bir değişiklik meydana getirmeyen işlemler olmalarıdır. Bu işlemlerden "*wash sale-yıkama satış*" işlem türünde alıcı ve satıcının aynı kişiden oluştuğu, görünürde bir alım-satım işlemi olmakla beraber, gerçekte işleme konu menkul kıymetin mülkiyetinde herhangi bir değişiklik olmamaktadır. Wash sale yönteminin fiyatları etkileyici yönü vardır ve bu da genel olarak sermaye piyasalarında yasaklanmış bir fiildir³⁰. Yıkama satışın en basit halinde, bu işlemi yapan şahıs iki farklı aracı kurumla çalışarak, önce birinin aracılığıyla satış emri verir, diğer aracı kuruluşa ise aynı miktarda alım emri verir. Sonuçta borsa kayıtlarına geçen işlem, sermaye piyasası aracının malikinde bir değişiklik meydana getirmediğinden yanıltıcı bir görüntü oluşturur. Satışı yapan şahıs ile alan şahısın borsa kayıtlarına göre aynı şahıs olarak gözükmesi şart değildir. Aynı amaç doğrultusunda hareket eden, aralarında, işveren-işçi, karı-koca gibi aynı menfaat doğrultusunda hareket ederek ortak hesaptan işlem yapan kişiler arasındaki işlemler de yıkama satış sayılır³¹.

Gerçekte var olmayan kişiler adına yapılan işlemler de görünürde işlemler kategorisinde değerlendirilir. "*Kurgulu emirler-matched orders*" türünde başka bir yatırımcı tarafından, yakın zaman, yakın miktarda, yakın fiyattan girilen, tek veya seri halinde emirlerle karşılanacağı bilinen ve bu suretle sisteme iletilen emirler vardır. Burada zaman ve

²⁹ Manavgat, s. 130 ve 133.

³⁰ Guolin Jiang/Paul G. Mahoney/Jianping Mei, Market Manipulation: A Comprehensive Study of Stock Pools, Forthcoming Journal of Financial Economics Papers, s. 20.

³¹ Manavgat, s. 141; Kütük, s. 81; Baysal, s. 82.

işleme konu miktarlar bakımından mutlak bir aynılığa gerek yoktur³². Sermaye piyasasındaki gerçekleşen kurgulu emirlerden habersiz yatırımcılar, gerçek olmayan arz ve talep sonucu oluşan fiyat doğrultusunda yatırım kararı vererek fiyatlar yükseltiliyorsa alım, indiriliyorsa satım yaparlar. Bunun sonucunda da manipülatör, etkilenen bu fiyatlardan duruma göre alım ya da satım yaparak haksız kazanç elde etmiş olur. Yıkama satış, işlem yapılan menkul kıymetin sahipliğinde gerçek bir değişikliğe yol açmazken; kurgulu emirler aynı zamanda alım ve satım emirlerinin verilmesiyle gerçekleştirilir³³.

b. Gerçek İşlemler

Gerçek işlem niteliğindeki işlemlerin yapılma amacı, sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının gerçek olmayan bir arz ve talep sonucu oluştuğu izlenimini uyandırmaktır. Bu tür işlemlerden seans kapanış fiyatını belirleyen işlemler (*marking the close*) manipülatif faaliyetler içinde önemli bir yer tutar. Çünkü kapanış fiyatları sözleşmesel bir hakkın kullanılmasının kapanış fiyatına bağlandığı hallerde önemlidir. Ayrıca bir sonraki seansın açılış fiyatını belirleyen etkenlerden biri de kapanış fiyatı olduğu için seans kapanışında gerçekleştirilen işlemler önemlidir. Çünkü seans kapanış fiyatı yatırımcılar üzerinde psikolojik bir etkiye sahiptir. Çünkü kapanış fiyatı işlem yapılan menkul kıymete ilişkin kamuya açıklanan bilgilerden biridir ve gösterge niteliğindedir³⁴.

“*Marking the Close*” bir hisse senedinin kapanış fiyatını etkilemek amacıyla seansın son anlarında alım ya da satım emri vermek veya alım ya da satım yapmakla oluşan bir çeşit manipülatif faaliyettir. Seans kapanışındaki işlemler günün özetini sunmaktadır. Bu nedenle, son durum itibarıyla hisse senedinin hangi fiyat seviyesinde olduğunu görmek isteyen katılımcılar, kapanış fiyatına bakacaklardır. Medya ve borsa bültenleri de seansın seyrini ayrıntılı olarak sunmadığı için, piyasayı seans boyunca takip etmemiş olanlar piyasanın yönünü seansın kapanışındaki fiyat seviyesinde izlemektedirler. Bu nedenlerle seansın sonuna doğru arz, talep ve/veya fiyatı etkileyerek değerlendirme sonuçlarını, sonraki seans için piyasayla ilgili diğer kişilerin beklentilerini

³² Manavgat, s. 140-141.

³³ Kütük, s. 82; Baysal, s.82; Kern Alexander, Insider Dealing And Market Abuse, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge Working Paper No. 222, s. 38.

³⁴ Manavgat, s. 144.

ve alım satım kararlarını etkilemek manipülatif bir işlem olarak kabul edilmektedir³⁵. Marking the close zaman merkezli bir manipülatif faaliyettir ve seans kapanışında kapanış fiyatlarının etkilenmesiyle, bu fiyatı esas alarak işlem yapanların yanlış yönlendirilmesi amaçlanır³⁶.

Pay depolama işlemleri de manipülasyonun gerçekleştirilmesinde kullanılan yöntemlerdendir. Depolama işlemleri iki şekilde gerçekleştirilebilir. Birincisi "*warehousing*" yöntemi denilen ve bir aracı kurum veya yatırımcının, bir başkasına devretmek amacıyla pay satın almasıdır. Bu işlem pay sahipliğini gizlemeye yarar. Burada pay sahipliğini gizlemek isteyen taraf ekonomik ve hukukî risklerini üstlenerek geri alma taahhüdü verdiği payları bir başkasına devreder. İkinci depolama işlemi "*parking*" olarak adlandırılan işlemdir. Burada bir aracı kurum, sahip olduğu payların bir başka aracı kurumun veya müşterilerinin hesaplarına geçici olarak aktarmaktadır³⁷. Depolama yöntemleri bir halka arz sırasında uygulandığında bir yandan tüm paylar satılmadığı halde satılmış gibi gösterilerek halka arzın başarısızlığı gizlenir; diğer yandan halka arz sonrası piyasadaki pay sayısı sınırlandırılmış olacağı için artan talebe bağlı olarak fiyatlar yükselir³⁸.

İşleme dayalı manipülasyonda kullanılan yöntemlerden bir diğeri, daha yüksek ve daha düşük fiyatlardan art arda verilen emirlerle işlemler gerçekleştirmektir. Seri işlemler olarak adlandırılan bu yöntemde miktar bakımından küçük olmakla beraber fiyat bakımından birer basamak azaltarak veya yükselterek verilen emirlerle yapay bir fiyat oluşturulur³⁹.

Fiyatı sabitlemeye yönelik işlemlerde menkul kıymet piyasalarında buluna büyük miktarlarda payların, piyasa fiyatını belirli bir düzeyin altında tutmak (capping) amacıyla satışı veya belirli bir düzeyin üstünde tutmak (pegging) amacıyla alışı şeklinde gerçekleştirilen bu işlemlerin en önemli özelliği fiyatı belirli bir düzeyde tutma amaçlarıdır. Burada fiyatı düşürmek ya da yükseltmek için değil belirli bir düzeyde sabitlemek için işlem yapılır⁴⁰.

³⁵ Kamışlı, s. 17.

³⁶ Alexander, s. 38.

³⁷ Manavgat, s. 146; Kütük, s. 84; Kamışlı; 15-16.

³⁸ Manavgat, s. 147.

³⁹ Manavgat, s. 151.

⁴⁰ Manavgat, s. 153; Kamışlı, 19.

Pay sahipliğinde yoğunlaşma da sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını etkilemenin yollarından biridir. Piyasa fiyatını etkileyebilecek kadar paya sahip olduğunda fiyatları yükseltmek kolaylaşacaktır. Pay sahipliğinde yoğunlaşma, halka arz sonrası fiyatı kontrol etmek için de kullanılabilen bir yöntemdir. Halka arz sonrasında henüz fiyat istikrarının sağlanamadığı bir dönemde arzı kısıtlamak fiyatları yükseltici bir etki uyandırabilir. Özellikle halka arz sırasında yoğunlaşarak payları satın alan aracı kurumların halka arzın sonra erdiği andan itibaren payların piyasaya arzı konusunda üstün konumları vardır⁴¹.

Bir başka manipülatif işlem türü büyük emir bilgisine dayalı işlemlerdir. "Frontrunning" olarak da adlandırılan bu işlem türünde, bir piyasa aktörünün piyasaya etki edecek büyüklükteki alım-satım emri piyasaya iletilmeden önce işlem yapılarak olası fiyat etkisinden yararlanma hedeflenir. Bu işlemler aracı kuruluşlar veya yatırımcı hesapları üzerinde vekaleten işlem yapma yetkisine sahip kişi veya kurumlar tarafından gerçekleştirilebilir⁴².

Açığa satış işlemleri de manipülatif etki oluşturabilecek bir niteliğe sahiptir. Seri:V, No:65 numaralı Sermaye Piyasası Araçlarının Kredili Alım, Açığa Satış ve Ödünç Alma ve Verme İşlemleri Hakkında Tebliğ'in 24. maddesine göre açığa satış işlemi; sahip olunmayan sermaye piyasası araçlarının satılmasını ya da satışa ilişkin emrin verilmesini ifade eder. Ayrıca satışa ilişkin takas yükümlülüğünün ödünç alınan sermaye piyasası araçları ile yerine getirilmesi de açığa satış sayılır. Açığa satış belirttiğimiz gibi yasal bir işlem olmasına rağmen gerçekleştiği anda henüz paya sahip olunmamasından dolayı manipülatif etkilere sahip olabilir. Satış emrini verenin paylara sahip olmaması dolayısıyla ile verilen emir piyasada yanlış algılanabilir. Yukarıda bahsettiğimiz tebliğin 28. maddesi "Müşteri tarafından açığa satış emri olduğu yazılı olarak bildirilen emirlerin alınması veya aracı kurum tarafından 24 üncü maddenin üçüncü fıkrası kapsamında bir işlemin açığa satış olduğunun tespit edilmesi yahut aracı kurumun kendi hesabına açığa satış işlemi gerçekleştirecek olması durumunda, aracı kurum emri Borsaya iletirken emrin açığa satış emri olduğunu açıkça belirtir." demektedir. Yani satış emri açığa satış niteliğini taşıyorsa bunun belirtilmesi zorunludur. Aksi takdirde piyasada

⁴¹ Manavgat, s. 154-155.

⁴² Manavgat, s. 158.

arzın niteliği ve kapsamı bakımından yanlış bir görünüm belirecektir⁴³. Ayrıca açığa satış işleminde; hisse senedi yatırımcıları, hisse senedi fiyatlarının gerçek değerinin üzerine çıktığını ve kısa zamanda tekrar düşeceğini varsayarak, elde olmayan hisse senetlerini satışa çıkardıkları için fiyatları yapay bir şekilde etkileyen manipülatörler tarafından sustimal edilirler. Ancak piyasadaki şişkinlik gerçek bir durumu yansitmaktan ziyade manipülatörlerin yaptığı alımların etkisiyle gerçekleşir. Manipülatörler, hisse senedinin önemli bir kısmını ele geçirdiklerinde, açığa satış yapanların pozisyonlarını düşük fiyattan alım yaparak kapatmaları mümkün olmayacağından, hisse senedinin fiyatını kontrol eden manipülatörler, açığa satanlara (short sellers) istedikleri fiyattan hisse senedi satarak onları köşeye sıkıştırmış olurlar⁴⁴.

B. BİLGİYE DAYALI MANİPÜLASYON

a. Finansal Bilgi Manipülasyonu Kavramı

Finansal bilgi, işletmelerin her türlü faaliyetlerinin sebep ve sonuçlarıyla ilgili bilgilerdir. Finansal bilgiler, hem şirket içi yatırım kararlarının alınmasında hem de şirket dışı yatırımcıların bu yatırımlara olabilecek katılımlarında önemlidir. Finansal bilgilerin doğruluğu şirketlerin alacakları kararların bu doğruluk ölçüsünde verimli olmasını sağlar ve manipülatif faaliyetleri engeller. Finansal bilgi manipülasyonunun gerçekleşmesi yatırımcıların şirketler hakkında doğru ve faydalı bilgileri elde etmesine engel olur ve böylelikle fonlar yanlış yatırımlara yönlendirilmiş olur⁴⁵. Ekonomide kaynakların etkin kullanılması esastır. Finansal bilgi manipülasyonu ise bunun karşısında büyük bir engeldir⁴⁶.

Menkul kıymetlerin alınıp satıldığı borsalarda işlem gören hisselerin ait oldukları şirkete ilişkin bilgiler yatırımcıların yatırım kararları vermeleri bakımından son derece önemlidir. Borsalar tabiri caiz ise uçan kuştan olumsuz etkilenen organizasyonlar oldukları için kamu ile paylaşılan finansal bilgilerin doğru, açık, yanıltıcılıktan uzak olması gerekir⁴⁷.

⁴³ Manavgat, s. 164.

⁴⁴ Kamışlı, s. 21.

⁴⁵ Gonca Canbulut, "Finansal Bilgi Manipülasyonu ve Örnek Bir Uygulama", Dokuz Eylül Üniversitesi SBE, İzmir 2008 (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi), s. 19-20.

⁴⁶ Küçüksözen, Finansal Bilgi Manipülasyonu, s. 39.

⁴⁷ Evik, s. 218.

Finansal bilgi manipülasyonu, bir işletme ile ilgili olan ancak gerçek durumu yansıtmayan bilgilerin manipülatörler tarafından kullanılarak yatırımcıların zarara uğratılması sonucunu doğuran faaliyetlerdir. Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47. maddesi bu durumu "*sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bilgi vermek, haber yaymak, yorum yapmak ya da açıklamakla yükümlü oldukları bilgileri açıklamamak*" şeklinde açıklamıştır.

b. Finansal Bilgi Manipülasyonunun Başlıca Nedenleri

Şirketlerin zayıf yönetim yapıları finansal bilgi manipülasyonunun nedenlerinden biridir. Örneğin yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun, şirkette aynı zamanda üst düzey yönetici konumunda olmaları ya da üst düzey yönetimde bulunan büyük çoğunluğun aynı zamanda şirketin kurucusu olmaları finansal bilgi manipülasyonuna sebep olabilir⁴⁸. Çünkü bu durum profesyonellikten uzak bir yönetim anlayışını ifade eder. Yöneticilerin aynı zamanda sahip olmaları kimi durumda gerçeğe aykırı bilgilerin yayılmasına neden olabilir.

Yöneticilerin menfaatleri de bilgiye dayalı manipülasyonun sebeplerindedir. Çünkü yöneticiler her durumda kendi karlarını maksimize etmek isteyeceklerdir. Yöneticiler ticari itibarlarını korumak ve istikrarlı bir işletme görüntüsü vermek için manipülatif faaliyetler içinde olabilirler⁴⁹.

Şirketlerdeki iç denetim mekanizmalarının yetersizliği de finansal bilgi manipülasyonunun nedenlerinden biridir. Çünkü böyle bir iç denetimin yokluğu, piyasaya işletme ve faaliyetleri ile ilgili yayılan bilgilerde gerçeğe aykırılıkların ortaya çıkmasına sebep olabilir⁵⁰.

Şirketlerin muhasebe kayıtlarının tutmada kullandıkları yöntemler de finansal bilgi manipülasyonu için elverişli bir ortama sebep olabilir. 5018 sayılı Kamu Mali Yönetimi ve Mali Kontrol Kanunu'nun 51. maddesinde "*kamu gelir ve giderleri tahakkuk ettirildikleri mali yılın hesaplarında gösterileceği*" belirtilmiştir. Bu tahakkuk esaslı muhasebedir. Tahakkuk esaslı muhasebe şirketin gelir ve giderinin gerçekleştirildiği yılda gösterilmesini gerektirir. Bu da yöneticilerin sahip oldukları muhasebe ka-

⁴⁸ Küçüksözen, Finansal Bilgi Manipülasyonu, s. 108.

⁴⁹ Canbulut, s. 23.

⁵⁰ Küçüksözen, Finansal Bilgi Manipülasyonu, s. 111.

yıtlarını tutmadaki esneklikle birlikte değerlendirildiğinde manipülatif faaliyetlerin yüksek olasılıkla gerçekleştirilebileceğini ortaya koyar.

Kamuyu aydınlatma ilkesi çerçevesinde şirketlerin periyodik olarak piyasayı bilgilendirmesi mümkündür. Finansal bilgi kullanıcıları olan mevcut ve potansiyel yatırımcılar bu bilgileri kullanarak yatırımlarını bu açıklanan finansal bilgilere göre yönlendirebilmektedirler. Ancak bu bilgilerin doğru ya da yanlış olduğu bilinmemektedir. Burada yatırımcılar adeta bu bilgileri piyasaya sunanların insafına kalmış olmaktadır. Dolayısı ile burada da manipülatif faaliyetlerin ne kadar olası olduğu tartışmalıdır⁵¹.

c. Finansal Bilgi Manipülasyonunun Amaçları

Finansal bilgi manipülasyonunun en önemli amacı hisse senedi fiyatlarını etkilemektir. Çünkü hisse senedi fiyatlarının değiştirilmesiyle kâr yüksek gösterilir ya da zarar düşük gösterilir⁵². Bu da şirketin istikrarlı bir ekonomik yapıya sahip olduğu izlenimini oluşturur. Yatırımcıların fonlarını bu noktalara aktarmak konusundaki kanılarını etkileyen en önemli sebeplerden biri de şirketlerin mali yapılarıdır.

Şirket yöneticilerinin menfaatleri de finansal bilgi manipülasyonunun arkasındaki gizli etken olabilir. Yöneticilerin alacakları ücret ya da primlerin kamuya açıklanacak kâra bağlanması durumunda, yöneticiler alacakları ücret ya da primin artması için kamuya açıkladıkları birtakım bilgilerde gerçek dışı unsurlara yer verebilirler⁵³.

Finansal bilgi manipülasyonunun bunlardan başka şirket performansının gelecekte daha iyi görünmesini sağlamak, kârı istikrarlı hale getirmek, Sermaye Piyasası Kurulu ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu gibi düzenleyici otoritelerin kışkırtıcıdan kurtulabilmek için kârlılığını düşük göstermek, halka açılmak ya da sermaye artırmak suretiyle fon sağlamak, içerden öğrenenlerin ticareti kapsamında henüz açıklanmamış bilgileri kamuya sağlayarak menfaat temin etmek, yöneticilerin görev yaptıkları şirketleri ele geçirmek amacıyla yaptıkları işlemlerin maliyetini düşürmek ve devlete karşı olan mali yükümlülüklerin tutarını azaltmak gibi amaçları vardır⁵⁴.

⁵¹ Canbulut, s. 25.

⁵² Canbulut, s. 25.

⁵³ Küçüksözen, Finansal Bilgi Manipülasyonu, s. 180.

⁵⁴ Ayrıntılı bilgi için Küçüksözen, Finansal Bilgi Manipülasyonu, s. 172 vd.

d. Finansal Bilgi Manipülasyonunun Yöntemleri

Finansal bilgi manipülasyonu, Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47. maddesinde "*sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bilgi vermek, haber yaymak, yorum yapmak ya da açıklamakla yükümlü olunanı bilgileri açıklamamak*" olarak ifade edilmiştir. Dolayısı ile bilgiye dayalı manipülasyon fiilinin unsurları bilgi vermek, haber yaymak, yorum yapmak ya da açıklanması gereken bir bilgiyi açıklamamaktır. Ayrıca finansal bilgi manipülasyonundan söz edebilmek için finansal bilgilerin yalan, yanlış, yanıltıcı veya mesnetsiz olması gerekir⁵⁵.

Finansal bilgi manipülasyonunu gerçekleştirmede kullanılan ilk yöntem kâr yönetimidir. Kâr Yönetimi; bir şirketin, iş performansı veya faaliyet sonucu ile ilgili farklı bir imaj yaratmak amacıyla, muhasebe sonuçlarının aktif bir şekilde manipüle edilmesidir⁵⁶. Bu yöntemden Amerikan Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (Securities and Exchange Commission) 1999 yılı raporunda da bahsedilmiştir. Buna göre kâr yönetimi, bir şirketin gerçek finansal performansını çarpıtarak istenen ekonomik sonucu elde etmek için değişik hileli yöntemlerin kullanılmasını kapsamaktadır⁵⁷.

Kârın istikrarlı hale getirilmesi, kâr yönetimi uygulama yöntemlerinden biri olup, istikrarlı bir kâr dağıtımı sağlayarak daha az riskli bir şirket izlenimi oluşturmak amacıyla başvurulan bir yöntemdir⁵⁸. Böylece kâr elde etme açısından çok başarılı olunan yılların kârları daha az kârlı geçen yıllara paylaştırılır ve istikrarlı bir şirket görüntüsü oluşturulmaya çalışılır. Kâr yönetimi, bir şirketin yıldan yıla yaşadığı ekonomik dalgalanmaların etkisini yumuşatmakla, kazanç bakımından zirveye ulaşılmış yıllara ait kârları daha az başarılı yıllara kaydırarak gerçekleştirilir⁵⁹.

Yaratıcı muhasebe uygulamaları da finansal bilgi manipülasyonu için elverişli şartları sağlayabilir. Muhasebe usulleri, yasal gereklilikler ve şirketlerin finansal durumlarına ilişkin sunumlardaki rekabet an-

⁵⁵ Evik, s. 220 ve 226.

⁵⁶ Küçüksözen, Finansal Bilgi Manipülasyonu, s. 50.

⁵⁷ SEC 1999 Annual Report, s. 84, www.sec.gov (Erişim Tarihi: 16 Aralık 2011)

⁵⁸ Küçüksözen, Finansal Bilgi Manipülasyonu, s. 67.

⁵⁹ Ronald M. Copeland, "Income Smoothing" Journal of Accounting Research, Vol. 6, Empirical Research in Accounting: Selected Studies 1968 (1968), s. 101.

layışını bağdaştırmaya çalışır. Bu noktada var olan esneklik, manipülasyon, yanlış tanıtma, ve aldatmanın gerçekleşmesi için fırsatlar sağlamaktadır⁶⁰. Yaratıcı muhasebe uygulamaları, kamuya açıklanacak bilgilere göre gelecek tepkilerin önceden kestirilerek ve finansal bilgi kullanıcılarının beklentileri de göz önünde bulundurularak finansal tablolarındaki görünümün değiştirilmesi esasına dayanır⁶¹. Başlıca bu üç tür yöntemden başka agresif muhasebe, büyük temizlik muhasebesi, aldatıcı finansal raporlama ve muhasebe hata ve usulsüzlükleri gibi yöntemler de vardır⁶².

A. MANİPÜLASYON SAYILMAYAN EYLEMLER

Sermaye piyasalarındaki fiyat-değer ilişkisini bozan ve manipülasyona benzemekle beraber; haksız ve hukuka aykırı surette, sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını etkileyerek olası fiyat değişikliklerinden kazanç sağlama amacını taşıdığı söylenemeyecek bazı fiiller vardır ki bunların birçoğu hukuk düzenleri tarafından yasal olarak değerlendirilmekte ve herhangi bir yaptırıma tabi tutulmamaktadır. Bu nitelikteki fiillerin başlıcaları; spekülasyon, ihraç edilen sermaye piyasası araçlarının geri alınması, fiyat istikrar işlemleri, açığa satış, repo ve ters repodur.

Spekülasyon, kişisel öngörülere dayanarak fiyatında yükselme beklenen iktisadi varlığı satın alarak veya fiyatında düşme bekleneni satarak aradaki fiyat farklılıklarından kâr elde etme etkinliğidir. Manipülasyonda ise sermaye piyasası araçları üzerinde yanlış, yanıltıcı, aldatıcı bilgilerle veya piyasada aldatıcı işlemlerle menkul kıymetlerin fiyatlarını etkilemek söz konusudur. Dolayısı ile spekülasyon risklerini üstlenerek kazanç sağlama hedefiyle işlemler yapmaktan başka bir şey değildir⁶³.

Sermaye piyasası araçlarını ihraç edenlerin bu araçları geri almaları da manipülasyon olarak nitelendirilemez⁶⁴. Örneğin 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu'nun 383. ve devamı maddelerinde bazı şartlarla şirketin kendi paylarını karşılıksız olarak iktisap edebileceği öngörülmüştür⁶⁵.

⁶⁰ Jameson, M. (1988) Practical Guide to Creative Accounting, London: Kogan Page, s. 7-8.

⁶¹ Küçüksözen, Finansal Bilgi Manipülasyonu, s. 79.

⁶² Ayrıntılı bilgi için bkz. Küçüksözen, Finansal Bilgi Manipülasyonu, s. 91 vd.

⁶³ Kütük, s. 112.

⁶⁴ Kütük, s. 114.

⁶⁵ TTK m. 383/1: "Bir şirket, bedellerinin tamamı ödenmiş olmak şartıyla, kendi paylarını ivazsız iktisap edebilir."

Fiyat istikrar işlemleri de manipülasyon sayılmayı gerektiren durumların istisnasını oluşturur. Fiyat istikrar işlemleri, piyasada oluşan arz ve talep dışında bir mekanizmayla fiyat oluşumuna olanak tanıyan, piyasada oluşabilecek olumsuz etkilerin fiyata yansımalarını engelleyen işlemlerdir. Ancak bu işlemler, halka arz sonrasında arz ve talebin istikrar kazanmadığı, fiyat konusunda belirsizliklerin olduğu bir dönemde piyasayı düzenleme işlevi gördüğü, dolayısıyla hem ihraççıyı, hem de yatırımcıyı koruma amacı taşıdığı için yasal düzenlemelerle manipülasyondan doğan cezaî ve hukukî sorumluluğun kapsamı dışına çıkarılmışlardır⁶⁶.

Açığa satış da manipülasyon sayılmayan sermaye piyasası işlemlerindedir. Açığa satış işlemi sahip olunmayan sermaye piyasası araçlarının satılmasını ya da satışa ilişkin emrin verilmesini ifade eder.

Repo, menkul kıymetlerin geri alma taahhüdü ile satımı iken; ters repo menkul kıymetlerin geri satma taahhüdü ile alınmasıdır. Repo ve ters repo da manipülatif işlem değildir. Bu işlemler gelecekteki fiyat değişimlerinin tahmin edilmeye çalışılmasıyla yapılan spekülatif yatırımlardır⁶⁷.

III. MANİPÜLASYONDAN DOĞAN HUKUKİ SORUMLULUK

A. GENEL AÇIKLAMALAR

Manipülatif fiiller, gerçekleştirildiğinde kendisini ika eden kişiye hukuken korunan bir hak sağlamayan ve hukuk düzenlerince kendisine hem hukukî hem de cezaî yaptırımların bağlandığı fiillerdir. Manipülasyon niteliği gereği hukuka uygun piyasa hareketleri aracılığı ile gerçekleştirildiğinden dolayı fark edilmesi zor birtakım işlemler silsilesidir. Sert ve taviz vermeyen bir yaklaşımla manipülasyonla mücadele edilmesi piyasadaki hukuka uygun diğer işlemlerin de iptal gibi yaptırımlarla karşı karşıya kalmasına sebep olur. Oysa sermaye piyasalarında yatırımcının ihtiyaç duyduğu şeylerin başında piyasaya duyacağı güven gelir. Bu bağlamda piyasada gerçekleşen manipülatif fiillere karşılık öngörülen cezaî yaptırımlar, malvarlığı hukuka aykırı

⁶⁶ Manavgat, s. 46-48.

⁶⁷ Kütük, s. 125.

bir şekilde eksiltelen kişilerin bu tür zararlarını karşılama bakımından yetersiz kalacaktır. Zira manipülasyon sonucu bir taraf kazanç sağlarken diğer taraf malvarlığında haksız bir kayba uğramaktadır. Manipülatör uzun sürebilecek yargılamalar sonunda cezalandırılrsa bile zarar görenin zararı özel hukuk hükümleri çerçevesinde tazmin edilmez ise manipülasyonla mücadele tam anlamıyla gerçekleşmemiş olur⁶⁸.

Türk Sermaye Piyasası Hukuku'nda manipülasyonu düzenleyen Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47. maddesi bir ceza hükmü de olsa manipülasyondan doğan hukukî taleplerin de temel dayanağını oluşturur. Manipülasyondan doğan sorumluluğun temeli hile hükümlerine dayanır. Çünkü manipülatif işlemleri yapanların fiyatları yükseltmek, azaltmak ya da aynı seviyede tutmak için gerçekleştirdikleri işlemler hileli nitelik taşırlar.

6098 sayılı Türk Borçlar Kanunu'nun aldatma başlıklı 36. maddesinde hile neticesinde akdedilen bir sözleşmenin akıbetinin ne olacağı düzenlenmiştir. Buna göre manipülatif işlemleri gerçekleştiren taraf, gerçekleştirdiği işlemler sonucunda bir sermaye piyasası aktörüyle menkul kıymet alım-satımı gibi bir işlem yapmışsa 36. maddenin ilk fıkrası uygulanacaktır⁶⁹. Bu fıkra taraflardan birinin diğerini aldatması sonucu sözleşme yapılması hali düzenlenmiştir. Ancak manipülasyonda asıl sorumluluk üçüncü kişinin hilesiyle sözleşme yapılması halinde doğar ki bu durumda aynı maddenin ikinci fıkrasının uygulanması gerekecektir⁷⁰. Görüldüğü üzere her iki durumda da hile ile sözleşmeyi akdeden taraf sözleşme ile bağlı olmamaktadır. Ancak üçüncü kişinin hilesi söz konusu ise hile ile iradesi sakatlanan tarafla sözleşme yapan kişinin hileyi bilmesi ya da bilebilecek durumda olması sözleşme ile bağlı olmamanın koşuludur⁷¹. Ancak Borçlar Kanunu genel nitelikte bir kanundur ve bu kanunun getirdiği ilkeler özellikli hukuk dallarının ihtiyaçlarını karşılayamayabilir. Bu sebeple burada hileye uğrayan tarafın sözleşme ile bağlı olmamasını,

⁶⁸ Manavgat, s. 175; Kütük, s. 150.

⁶⁹ m. 36/1: "Taraflardan biri, diğerinin aldatması sonucu bir sözleşme yapmışsa, yanılması esaslı olmasa bile, sözleşmeyle bağlı değildir."

⁷⁰ m. 36/2: "Üçüncü bir kişinin aldatması sonucu bir sözleşme yapan taraf, sözleşmenin yapıldığı sırada karşı tarafın aldatmayı bilmesi veya bilecek durumda olması hâlinde, sözleşmeyle bağlı değildir."

⁷¹ Safa Reisoglu, Borçlar Hukuku Genel Hükümler, 22. Bası, İstanbul 2011, s. 180-181; Turgut Akıntürk/Derya Ateş Karaman, Borçlar Hukuku, 17. Bası, Ankara 2011, s. 58; Şahin Akıncı, Borçlar Hukuku Bilgisi, 5. Bası, Konya 2011, s. 102.

piyasaya güven ilkesinin korunması bakımından sermaye piyasasının özelliklerini de dikkate alarak dar yorumlamak gerekir. Zaten manipülatif fiiller genellikle üçüncü kişinin hareketleri ile gerçekleştiği için sözleşme ile bağlı olmama durumu daha az olasılıkla rastlanabilecek bir durumdur⁷².

Hile hükümlerinin uygulanması bakımından gereken birinci şart aldatma fiilidir. Bu şartın varlığı manipülasyon açısından değerlendirildiğinde, menkul kıymetlerin fiyatlarını değiştirmek ya da sabit tutmak için gerçekleştirilecek herhangi bir fiil yeterlidir denilebilir. İkinci şart ise hileli fiil ile aldatma kastıdır⁷³. Aldatma fiili ile manipülatif fiilin etkisiyle kurulmuş sözleşme ilişkisi arasındaki uygun illiyet bağı hilenin varlığının üçüncü koşuludur⁷⁴.

B. TAZMİNAT DAVASI

6098 sayılı Borçlar Kanunu'nun 39. maddesi "*aldatma veya korkutmadan dolayı bağlayıcılığı olmayan bir sözleşmenin onanmış sayılması, tazminat hakkını ortadan kaldırmaz*" demektedir. Yani bir taraf manipülatif bir fiilin etkisiyle menkul kıymet alım-satımı yapmış olsa ve daha sonra manipülasyonu öğrendiği halde kurulmuş sözleşmesel ilişkinin devamına icazet vermiş olsa dahi uğradığı zararları talep edebilir. Bu zararlar, alınan bir menkul kıymetin fiyatının manipülatif hareketlerle yükseltilmesinden ya da satılan bir menkul kıymet için bu değer manipülatif hareketlerle düşürülmesinden ileri gelebilir.

Hileden doğan zararın tazmininin hukukî dayanağını haksız fiil hükümleri oluşturur⁷⁵. Borçlar Kanunu'nun 49. maddesi "*Kusurlu ve hukuka aykırı bir fiille başkasına zarar veren, bu zararı gidermekle yüküm-*

⁷² Manavgat, s. 181.

⁷³ Manipülasyona bu niteliği atfetmek için yukarıda değindiğimiz manipülatif fiilin manevi unsurunun da değerlendirilmesi gerekir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Manavgat, s. 182.

⁷⁴ Akıncı, s. 101; Reisoğlu, s. 123.

⁷⁵ Ancak sözleşmenin karşı tarafının hilesinde, zararın tazmininin sözleşme öncesi kusura dayalı olarak sözleşme hükümlerine göre gerçekleşmesi daha faydalı olabilir. Sözleşmenin diğer tarafının hilesinde de haksız fiil vardır ancak burada sözleşme öncesi sorumlulukla haksız fiile ilişkin sorumluluğun zarara uğrayana sağladığı haklar yarıdır. Bununla beraber sözleşme öncesi sorumluluğa dayanmak örneğin tazminat talebinin uğrayacağı zamanaşımı bakımından zarar görene daha kapsamlı bir hukukî koruma sağlayabilir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Manavgat, s. 182-183.

lüdür." demek suretiyle haksız fiil gerçekleştiğinde bu fiil neticesinde ortaya çıkan zararların tazmin sorumluluğunun koşullarını belirlemiştir. Bu sebeple haksız fiil niteliğindeki manipülatif filer gerçekleştiğinde ortaya çıkan hukukî sorumluluğu tayin bakımından aşağıdaki açıklamaları yapabiliriz.

1. TAZMİN SORUMLULUĞUNUN KOŞULLARI

a. Hukuka Aykırılık

BK m. 49 "*Kusurlu ve hukuka aykırı bir fiille başkasına zarar veren, bu zararı gidermekle yükümlüdür.*" diyerek fiilin hukuka aykırı olmasını şart koşturmaktadır. Hukuka aykırılık haksız fiil sorumluluğunun en önemli unsurlarındandır⁷⁶. Bu anlamda manipülasyondan doğan sorumluluğun söz konusu olabilmesi için manipülatif fiilin hukuka aykırı olması gerekir. Bu bağlamda Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47. maddesine aykırılık fiilin hukuka aykırı kabul edilmesi için yeterlidir. Burada söz konusu maddenin cezaî yaptırımları ağırlıklı olarak içeren bir hüküm olmasının tazminat taleplerine dayanak olabilmek bakımından bir engel oluşturmadığını belirtmek gerekir⁷⁷.

b. Nedensellik Bağı

Nedensellik bağı haksız fiil sorumluluğunun zorunlu unsurlarından biridir. Ortaya çıkan zarar, haksız fiili meydana getiren davranışın uygun sonucu olmalıdır⁷⁸.

Ancak uygun illiyet bağı yaklaşımının özellikli durumları içeren manipülasyon fiillerine aynen uygulanması, her zaman yeterli sonuçların elde edilmesini temin etmez. Manipülasyonun kendine has birtakım şartları gözardı edilir ve uygun nedensellik bağı teorisi manipülasyon olaylarına da aynen uygulanırsa zarara uğrayanın manipülatif işlemler olmasaydı o yatırım kararını vermeyeceğini ispat etmesi gerekir. Bu sermaye piyasalarının özellikleriyle bağdaşmadığı gibi zarar göreni de gereksiz bir ispat yükü altına sokar. Zira borsa gibi menkul kıymetlerin alınıp satıldığı piyasalarda manipülatif fiiller gerçekleşme-se dahi işlem yapılabilir. Hatta manipülatif fiiller bilinse dahi yatırım kararı verilebilir. Bu durumda yatırımlar fiyata göre değil arz ve talebe

⁷⁶ Reisoğlu, s. 162; Akıntürk/Karaman, s. 88; Akıncı, s. 140.

⁷⁷ Manavgat, s. 184.

⁷⁸ Reisoğlu, s. 173; Akıntürk/Karaman, s. 91; Akıncı, s. 138.

göre şekillenecektir. Bu farklılık arz eden duruma getirilecek çözüm nedensellik bağının kabul edilmesi için sadece ve sadece borsada işlem yapmanın yeterli görülmesidir⁷⁹.

c. Zarar

BK m. 49 “...zarar veren, bu zararı gidermekle yükümlüdür.” diyerek tazmin yükümlülüğü altında olan kişinin zarar veren kişi olduğunu belirlemiştir. Manipülasyon söz konusu olduğundan bu kişi manipülatördür.

Haksız fiilin bir başka zorunlu unsuru zarardır. Zarar maddi veya manevi olabilir. Maddi zarar bir kimsenin malvarlığında rızası dışında gerçekleşen eksilmedir⁸⁰. Menkul kıymetlerin manipülatif faaliyetler sonrasında değerlerinin normalin dışında etkilere maruz kalmasıyla uğranılan zararlar maddi zararlardır. Bu zararların fiyattaki değişimle doğduğunu savunanlar olduğu gibi manipülatif etkinin kalkmasının ardından zararın doğduğu da savunulmaktadır⁸¹. Türk Hukuku bakımından manipülatif etkinin kalkmasını takiben fiyatın değişmesi sonucunda malvarlığında meydana gelen azalma ile doğduğunu kabul etmek yerinde olacaktır⁸².

2. TAZMİNAT TALEP EDİLEBİLECEK VE TAZMİNAT TALEP EDEBİLECEK KİŞİLER

Manipülatif fiil neticesinde tazmin yükümlülüğü altında olan ilk grup, bu fiili gerçekleştiren kişiler yani manipülatörlerdir. Menkul kıymetin fiyatını arz ve talep dengesini yanıltıcı bir görünüme kavuşturmak suretiyle değiştiren ve değiştirenlere yardım edenler⁸³ fiili asıl işleyen kişilerdir. Borçlar Kanunu'nun 61. maddesine göre “Birden çok kişi birlikte bir zarara sebebiyet verdikleri veya aynı zarardan çeşitli sebeplerden dolayı sorumlu oldukları takdirde, haklarında müteselsil sorumluluğa ilişkin hükümler uygulanır.” Dolayısı ile haksız fiili birlikte işleyenler doğan zarardan müteselsil mesuliyet esaslarına göre sorumlu olacak-

⁷⁹ Manavgat, s. 185, 194, 200.

⁸⁰ Akıntürk/Karaman, s. 90.

⁸¹ Ayrıntılı bilgi için bkz. Manavgat, s. 210-215.

⁸² Manavgat, s. 216.

⁸³ Aracı kurumlar faaliyet alanları gereği menkul kıymet işlemlerinin gerçekleştirilmesine aracılık etmek durumunda oldukları için bunların manipülatif bir fiile ortak olmaları ihtimal dahilindedir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Manavgat, s. 225vd.

lardır⁸⁴. Burada manipülatör ve manipülatörün sermaye piyasası araçlarını alıp satmasında rol oynayan aracı kurum gibi kişilerin ortaya çıkan zararlardan müteselsilen sorumlu oldukları söylenebilir.

Tazminat talep edecek kişiler ise manipülatif fiil neticesinde işlem gerçekleştiren veya manipülatif etki altındaki piyasa durumunu göz önünde bulundurarak yatırım yapma kararından vazgeçenlerdir. Manipülatif etki altındaki piyasadan alım yapan ancak manipülatif etkinin ortadan kalkmasından sonra düşen fiyattan satım yapmak durumunda olan ve malvarlığı bu surette rızası dışında eksilmeye uğrayan kişi arasındaki farkın tazminini isteyebilir. Bunun gibi borsada işleme konu payları, borsanın durumunu da göz önünde bulundurarak almamak da bir yatırım kararı olacağı için manipülatif etki altındaki borsanın durumunu yatırım için elverişsiz gören ve belki de ekonomik bir avantajı kaçıran kişi de yatırım kararı etkilendiği için uğradığı zararın tazminini isteyebilir⁸⁵. Ancak sermaye piyasalarındaki işlem hacminin ve aktör sayısının çokluğunun bu hususta doğuracağı ispat güçlüğü de göz ardı edilmemelidir.

SONUÇ

Sermaye piyasasının anonim niteliği, diğer piyasalardaki fiyat ve değer ilişkisinin değerlendirilmesinden farklı bir değerlendirme yapmayı gerektirir. Çünkü sermaye piyasalarında alıcı ve satıcı karşı karşıya gelmez. Alıcı alacağı menkul kıymetin durumuna ilişkin son derece sınırlı bilgiye sahiptir. Menkul kıymet yatırımcısı anonim piyasalarda yatırım kararı verirken menkul kıymetin değerini öncelikle göz önünde bulundurur. Fiyatın diğer piyasalardan farklı bir işleve sahip olması menkul kıymetlerin işlem gördüğü sermaye piyasalarındaki fiyat hareketlerini önemli kılar.

Sermaye piyasalarında fiyat hareketlerini etkileyen en istenmeyen durum manipülasyondur. Manipülasyon, menkul kıymetlerin fiyatlarının manipülatörler tarafından hileli davranışlarla belirli bir seviyenin üzerine çıkarılmak istenmesi, belirli bir seviyenin altına düşürülmek istenmesi ya da olduğu gibi sabitlenmek istenmesi dolayısı ile gerçekleştirilen faaliyetlere verilen addır. Manipülasyon sermaye pi-

⁸⁴ Reisoğlu, s. 204 vd.

⁸⁵ Manavgat, s. 220-221

yasalarında piyasaya duyulan güvenliği ve özellikle işlem güvenliğini sarstığı için hiç istenmeyen bir durumdur.

Türk hukukunda manipülasyon iki ana başlık altında incelenir. İşleme dayalı manipülasyon, yapay olarak, sermaye piyasası araçlarının, arz ve talebini etkilemek, aktif bir piyasanın varlığı izlenimini uyandırmak, fiyatlarını aynı seviyede tutmak, arttırmak veya azaltmak amacıyla alım ve satımını yapmak olarak değerlendirilirken; bilgiye dayalı manipülasyon ise sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bilgi vermek, haber yaymak, yorum yapmak ya da açıklamakla yükümlü olunan bilgileri açıklamamak olarak belirlenmiştir.

İşleme ve bilgiye dayalı manipülasyonun çerçevesini çizen Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47. maddesi her ne kadar cezaî hüküm olsa da manipülasyonun ağır hukukî sonuçları da vardır. Esasen manipülasyonlar tam bir mücadele için her iki tür yaptırımların da caydırıcı olması gerekir. Bu noktada hukukî sorumluluğun çerçevesini tayinde söz konusu maddeden yararlanılmaktadır.

KAYNAKLAR

- Ali Hakan **Evik**, *Sermaye Piyasası Araçlarının Değerini Etkileyebilecek Aldatıcı Hareketler Yapma (Manipülasyon) Suçları*, Ankara 2004.
- Ayşe Nur **Canbaloglu**, *"Finans Sektöründe Kamunun Aydınlatılması Ve Türkiye Uygulaması"*, Ankara Üniversitesi SBE, Ankara 2011 (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi).
- Cemal **Küçüksözen**, *"Finansal Bilgi Manipülasyonu Nedenleri, Yöntemleri, Amaçları, Teknikleri, Sonuçları Ve İMKB Şirketleri Üzerine Ampirik Bir Çalışma"*, Ankara Üniversitesi SBE, Ankara 2004 (Yayımlanmamış Doktora Tezi).
- Cemal **Küçüksözen**, *Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması Türk Sermaye Piyasasının Bu Açından Değerlendirilmesi*, Ankara 1999.
- Çağlar **Manavgat**, *Sermaye Piyasasında İşleme Dayalı Manipülasyon Ve Özel Hukuk Bakımından Sonuçları*, Banka Ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara 2008.
- Doğan **Kütükçü**, *Sermaye Piyasası Hukuku*, Cilt II, İstanbul 2005.
- Ejder **Yılmaz**, *Hukuk Sözlüğü*, Ankara 2003.

- Gonca **Canbulut**, “*Finansal Bilgi Manipülasyonu ve Örnek Bir Uygulama*”, Dokuz Eylül Üniversitesi SBE, İzmir 2008 (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi).
- Guolin **Jiang**/Paul G. **Mahoney**/Jianping **Mei**, *Market Manipulation: A Comprehensive Study of Stock Pools*, Forthcoming Journal of Financial Economics Papers.
- Halil İbrahim **Kütük**, “*Sermaye Piyasasında Manipülasyon Cezai ve Hukukî Sonuçları*”, Süleyman Demirel Üniversitesi SBE, Isparta 2010 (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi).
- İbrahim Onur **Baysal**, “*Sermaye Piyasasında Manipülasyon Suçu*”, Ankara Üniversitesi SBE, Ankara 2011 (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi).
- Jameson**, M. (1988) *Practical Guide to Creative Accounting*, London: Kogan Page.
- Kern Alexander, *Insider Dealing And Market Abuse*, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge Working Paper No. 222.
- Melik **Kamışlı**, “*İşlem Bazlı Manipülasyonun Finansal Oranlarla Belirlenmesi İstanbul Menkul Kıymetler Borsasında İstatistiksel Sınıflandırma Analizleriyle Bir Uygulama*”, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi SBE, Eskişehir 2008 (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi).
- Rajesh K. **Aggarwal**/Guojun **Wu**, *Stock Market Manipulation – Theory and Evidence*, March 11, 2003, AFA 2004 San Diego Meetings.
- Ronald M. **Copeland**, “*Income Smoothing*” *Journal of Accounting Research*, Vol. 6, *Empirical Research in Accounting: Selected Studies* 1968 (1968).
- SEC 1999 Annual Report, s. 84, www.sec.gov (Erişim Tarihi: 16 Aralık 2011).
- Safa **Reisoğlu**, *Borçlar Hukuku Genel Hükümler*, 22. Bası, İstanbul 2011.
- Serdar **Karababa**, *Hisse Senedi Yatırımcısının Korunması*, Ankara 2001.
- Sumer**, *Türk Sermaye Piyasası Hukuku Ve Seçilmiş Mevzuat*, 3. Baskı, İstanbul 2002.
- Şahin **Akıncı**, *Borçlar Hukuku Bilgisi*, 5. Bası, Konya 2011.
- Turgut **Akıntürk**/Derya Ateş **Karaman**, *Borçlar Hukuku*, 17. Bası, Ankara 2011.