

**HİSSE SENEDİ PİYASALARINDAKİ
MANİPÜLASYON SÜRECİNİN ANALİZİ:
BORSA İSTANBUL ÜZERİNDE
AMPİRİK BİR UYGULAMA**

Hilal OK

(Yüksek Lisans Tezi)

Eskişehir, 2016

**HİSSE SENEDİ PİYASALARINDAKİ MANİPÜLASYON
SÜRECİNİN ANALİZİ: BORSA İSTANBUL ÜZERİNDE
AMPİRİK BİR UYGULAMA**

Hilal OK

**T.C.
Eskişehir Osmangazi Üniversitesi
Sosyal Bilimler Enstitüsü**

**İşletme Anabilim Dalı
İşletme Bilim Dalı
YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Eskişehir
2016**

T.C.

ESKİŞEHİR OSMANGAZİ ÜNİVERSİTESİ

SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Hilal Ok tarafından hazırlanan Hisse Senedi Piyasalarındaki Manipülasyon Sürecinin Analizi: Borsa İstanbul Üzerinde Ampirik Bir Uygulama başlıklı bu çalışma 15.02.2016 tarihinde Eskişehir Osmangazi Sosyal Bilimler Enstitüsü Lisansüstü Eğitim ve Öğretim Yönetmeliğinin ilgili maddesi uyarınca yapılan savunma sınavı sonucunda başarılı bulunarak, Jürimiz tarafından İşletme Anabilim Dalında yüksek lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

Başkan: Prof. Dr. Özcan Dağdemir

Üye: Doç.Dr. Abdullah Yalaman

(Danışman)

Üye: Yard. Doç. Dr.Özlem Sayılır

ONAY

Prof. Dr. Hasan Hüseyin ADALIOĞLU

15/02/2016

ETİK İLKE VE KURALLARA UYGUNLUK BEYANNAMESİ

Bu tezin Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Bilimsel Araştırma ve Yayın Etiği Yönergesi hükümlerine göre hazırlandığını; bana ait, özgün bir çalışma olduğunu; çalışmanın hazırlık, veri toplama, analiz ve bilgilerin sunumu aşamalarında bilimsel etik ilke ve kurallara uygun davrandığımı; bu çalışma kapsamında elde edilen tüm veri ve bilgiler için kaynak gösterdiğimi ve bu kaynaklara kaynakçada yer verdiğimi; bu çalışmanın Eskişehir Osmangazi Üniversitesi tarafından kullanılan bilimsel intihal tespit programıyla taranmasını kabul ettiğimi ve hiçbir şekilde intihal içermediğini beyan ederim. Yaptığım bu beyana aykırı bir durumun saptanması halinde ortaya çıkacak tüm ahlaki ve hukuki sonuçlara razı olduğumu bildiririm.

Hilal Ok

ÖZET

HİSSE SENEDİ PİYASALARINDAKİ MANİPÜLASYON SÜRECİNİN ANALİZİ: BORSA İSTANBUL ÜZERİNDE AMPİRİK BİR UYGULAMA

OK, Hilal

Yüksek Lisans-2016

İşletme Anabilim Dalı

Danışman: Doç. Dr. Abdullah Yalaman

Sermaye piyasası araçlarında yapay fiyat hareketlerine sebep olup, yatırımcıları yanlış yönlendirmek suretiyle haksız kazanç elde etme işlemine manipülasyon denir. Manipülasyonların yapısının analiz edilerek önlenmesine yönelik geliştirilecek politikalar oldukça önemlidir, çünkü sermaye piyasalarındaki arz ve talep mekanizmasının sağlıklı ve güvenli bir şekilde çalışması ülke ekonomisinin kalkınmasında stratejik bir rol üstlenmektedir. Bu kapsamda bu tezin temel amacı Borsa İstanbul'da 2005-2013 yılları arasında gerçekleşen manipülasyon olaylarının getiri, volatilité ve işlem hacmi üzerindeki etkilerini analiz etmektir. Bu kapsamda çalışmada veri seti olarak 2005-2013 yılları arasında Sermaye Piyasası Kurulu'nun ilan etmiş olduğu, Borsa İstanbul'a kote olan firmalarda gözlemlenen tüm işlem bazlı manipülasyonlar kullanılmıştır. Ampirik bulgular manipülasyon dönemi boyunca hisse senetlerinin getiri, işlem hacmi ve volatilitésinin manipülasyon öncesi, sonrası, manipülasyon dışı ve manipülasyon yapılmayan hisse senetlerine göre artış gösterdiğini ortaya koymaktadır. Ayrıca en küçük kareler yöntemi kullanılarak yapılan regresyon analizi sonuçları göstermektedir ki manipülatörler manipülasyon yapacakları hisse senetlerini seçerken getiri, işlem hacmi ve volatilité önemli bir rol oynamaktadır. Bu tezin ampirik bulgularının kurumsal yatırımcılara, büyük portföy yöneticilerine, aracı kurumlara, yatırım

firmalarına, gelişmekte olan ülke yatırımcılarına, şirket yöneticilerine, politika yapıcılara ve akademisyenlere yarar sağlaması beklenmektedir.

ABSTRACT

ANALYSIS OF STOCK MARKET MANIPULATION PROCESS: İSTANBUL STOCK EXCHANGE ON AN EMPIRICAL APPLICATION

OK, Hilal

Master Degree-2016

Department of Business Administration

Field of Business Administration

Adviser: Assoc. Prof. Abdullah Yalaman

Manipulation is defined as transaction or orders to trade which give false or misleading signals price of capital market instruments. Policies to prevent manipulations are crucial for the reliable operation of the supply and demand mechanisms in capital markets which plays a strategic role in the growth of national economy. In this context, the purpose of this thesis is to analyze the impact of manipulations identified at Istanbul Stock Exchange in the period 2005-2013 on returns, volatility, and trading volume. The dataset used in the study contains all trading-based manipulations, announced by the Capital Markets Board in the period 2005-2013 for the firms listed at Istanbul Stock Exchange. Empirical evidence reveals that the returns, trading volume and volatility of stocks during a manipulation rise in comparison to the period before and after the manipulation, as well as to stocks which are not subject to manipulation. Furthermore, the regression analysis employing the least squares method shows that returns, trading volumes, and volatility levels are crucial for detecting manipulated stocks. The empirical findings of the thesis are expected to bring benefits to corporate investors, managers of large portfolios, stock brokers, and investment funds, investors from developing countries, company executives, policy-makers, and academicians.

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	v
ABSTRACT.....	vi
TABLOLAR LİSTESİ.....	ix
GRAFİKLER LİSTESİ.....	x
EKLER LİSTESİ.....	xi
KISALTMALAR LİSTESİ.....	xii
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

İŞLEM BAZLI MANİPÜLASYON KAVRAMI

1.1.KAVRAMSAL ÇERÇEVDE İŞLEM BAZLI MANİPÜLASYON.....	4
1.2. MANİPÜLASYON TÜRLERİ.....	6
1.2.1. Bilgi Bazlı Manipülasyonlar.....	6
1.2.2. Hareket Bazlı Manipülasyon.....	7
1.2.3. İşlem Bazlı Manipülasyon.....	8
1.3. MANİPÜLASYON YAPILIŞ NEDENLERİ VE AMAÇLARI.....	9
1.4. MANİPÜLATİF TEKNİKLER.....	10
1.4.1. Mülkiyette Değişiklik Yapmayan İşlemler.....	10
1.4.1.1. Kurgulu Emirler (Matched Orders).....	10
1.4.1.2. Kendinden Kendine İşlemler (Wash Sales).....	11
1.4.2. Fiyat Adımlarını Yükselterek Seri Halde Yapılan Tek Lotluk İşlemler İşlemler.....	12

1.4.3. Menkul Kıymette Yoğunlaşma (Runs).....	12
1.4.4. Arzı Kısıtlama (Corners).....	13
1.4.5.Piyasaya İstikrar Kazandırma (Market Stabilisation).....	13
1.4.6. Seans Açılışını ve Seans Kapanışını Belirleme.....	13
1.4.7 .Pay Depolama Tekniği (Parking and Warehousing).....	14
1.4.8 . Açığa Satış.....	15
1.5.MANİPÜLASYON İLE KARIŞTIRILMAMASI GEREKEN KAVRAMLAR.....	15
1.6. MANİPÜLATİF DAVRANIŞ KALIPLARI.....	17
1.7.SERMAYE PİYASALARINDA MANİPÜLASYONA İLİŞKİN YASAL DÜZENLEMELER.....	19

İKİNCİ BÖLÜM

HİSSE SENEDİ PİYASALARINDA MANİPÜLASYONLAR İLE İLGİLİ ÇALIŞMALAR

2.1. LİTERATÜR TARAMASI.....	23
------------------------------	----

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

HİSSE SENEDİ PİYASALARINDAKİ MANİPÜLASYON SÜRECİNİN ANALİZİ: BORSA İSTANBUL ÜZERİNDE AMPİRİK BİR UYGULAMA

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ.....	34
3.2. ARAŞTIRMANIN VERİLERİ.....	34
3.3. ARAŞTIRMANIN SINIRLARI.....	35

3.4. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ.....	35
3.5. AMPİRİK BULGULAR.....	37
SONUÇ.....	50
KAYNAKÇA.....	54
EKLER.....	60

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1: Manipülasyonla İlişkili Çalışmalar	24
Tablo 2: 2005-2013 Yılları Arasında Üzerinde Manipülasyon Yapılan Firma Sayıları.....	37
Tablo 3: Manipülasyona Uğrayan ve Manipülasyona Uğramayan Pay Senetleri İçin Özet İstatistikler.....	38
Tablo 4: Getiriler için Kolmogorov- Smirnov Testi Sonuçları.....	41
Tablo 5: İşlem Hacmi için Kolmogorov- Smirnov Testi Sonuçları.....	44
Tablo 6: Volatilite için Kolmogorov- Smirnov Testi Sonuçları.....	47
Tablo 7: Regresyon (Getiri) Sonuçları.....	48
Tablo 8: Regresyon (İşlem Hacmi) Sonuçları.....	49
Tablo 9: Regresyon (Volatilite) Sonuçları.....	50

ŞEKİLLER LİSTESİ

- Şekil 1:** Manipülasyon Dönemi, Manipülasyon Öncesi Dönem, Manipülasyon Sonrası Dönem ve Manipülasyon Dışı Dönem için Getiri Karşılaştırması.....39
- Şekil 2:** Manipülasyon Dışı Dönemi ve Manipülasyon Yapılmayan Pay Senetleri için Getiri Karşılaştırması.....40
- Şekil 3:** Manipülasyon Dönemi, Manipülasyon Öncesi Dönem, Manipülasyon Sonrası Dönem ve Manipülasyon Dışı Dönem için İşlem Hacmi Karşılaştırması...42
- Şekil 4:** Manipülasyon Dışı Dönemi ve Manipülasyon Yapılmayan Pay Senetleri için İşlem Hacmi Karşılaştırması.....43
- Şekil 5:** Manipülasyon Dönemi, Manipülasyon Öncesi Dönem, Manipülasyon Sonrası Dönem ve Manipülasyon Dışı Dönem için Volatilite Karşılaştırması.....45
- Şekil 6:** Manipülasyon Dışı Dönemi ve Manipülasyon Yapılmayan Pay Senetleri için Volatilite Karşılaştırması.....46

EKLER LİSTESİ

Ek 1: 2005 - 2013 Borsa İstanbul'da işlem gören hisse senetlerinden üzerinde manipülasyon yapılan firmalar ve manipülasyon süreleri.....	61
---	----

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD : Amerika Birleşik Devletleri

AB :Avrupa Birliği

BİST : Borsa İstanbul A.Ş

SPK : Sermaye Piyasası Kurulu

SPKn : Sermaye Piyasası Kanunu

TTK : Türk Ticaret Kanunu

ÖNSÖZ

Öncelikle tez çalışmamın başından sonuna kadar, tüm desteklerini, değerli katkılarını ve zamanını benden esirgemeyen saygıdeğer hocam Sayın Doç. Dr. Abdullah Yalaman'a sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

Lisans ve yüksek lisans eğitimim boyunca bilgi ve zamanlarını esirgemeyen Eskişehir Osmangazi Üniversitesi'nin birbirinden kıymetli hocalarına;

Bana olan inanç ve güvenlerini hiçbir zaman yitirmeyen sevgili annem Birsen Ok ve babam Dursun Ok'a, ayrıca bu süreçte her zaman yanımda olan tüm arkadaşlarıma, özellikle de sevgili Yeşim Karahan'a teşekkürlerimi sunarım.

Çalışmakta olduğum Magnesit Anonim Şirketi Genel Müdürü Sayın Ekrem Bulur'a, Genel Müdür Yardımcısı Sayın Sabri Özkan'a ve Sayın Şefim Sinem Bayramoğlu'na desteklerinden dolayı sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

HİLAL OK

GİRİŞ

Sermaye piyasalarının dinamiklerini oluşturan arz ve talep mekanizmasının sağlıklı ve güvenli bir düzeyde olması ülke ekonomisinin kalkınmasında önemli bir rol oynar. Manipülasyonlar piyasa dinamiklerini olumsuz etkileyerek güven unsurunu yok eder. Rasyonel karar almayı engelleyen manipülasyon olayları hem yerli hem de yabancı yatırımcıların piyasadan uzaklaşmasına sebep olur. Borsalarda yaşanan manipülasyon olaylarının sıklığı ülke ekonomisini olumsuz yönde etkileyebileceği gibi ülke prestijine de gölge düşürebilir. Manipülasyonların analizi politika yapıcılardan piyasa yatırımcılarına kadar geniş bir yelpazede birçok kesimi ilgilendirmektedir.

Bu kapsamda bu tezin temel amacı Borsa İstanbul'da 2005-2013 yılları arasında gerçekleşen işlem bazlı manipülasyonların analiz edilmesidir. Bu kapsamda 2005-2013 yılları arasında Borsa İstanbul'da gerçekleşen tüm işlem bazlı manipülasyon verileri kullanılmıştır. Veriler Thomson Reuters Data Stream'den sağlanmıştır. Analize verisi mevcut olan 99 adet firma dahil edilmiştir. Tezde ayrıca manipülasyona uğrayan hisse senetlerinin fiyat davranışları üzerinde manipülasyon tespit edilmemiş 99 firmanın verisi (ulusal pazarda yer alan 306 firma arasından rastsal olarak seçilen) ile karşılaştırılarak bulguların gerçekten manipülasyon sürecinden kaynaklanıp kaynaklanmadığı da sınanmıştır. Manipülasyon sürecinin analiz edilmesinde özet istatistiklerden, dağılımlardan, Kolmogorov-Smirnov testinden ve regresyon analizinden yararlanılmıştır.

Tezin ampirik bulgularına göre manipülasyon dönemi boyunca hisse senetlerinin getirisi yapay bir yükseliş trendi göstermiştir. Tahmin edilen regresyon modelinden elde edilen sonuçlara göre hisse senetlerinde manipülasyon yapılması getiriyi manipülasyon dönemi için pozitif, manipülasyon sonrası dönem için negatif etkilemiştir. Buna göre, manipülasyon yapılan hisse senetlerinin manipülasyon dönemi getirilerinin manipülasyon yapılmayan hisse senetlerine göre daha fazla olduğu tespit edilmiştir. Hisse senetlerinde manipülasyon yapılması durumunda manipülasyon yapılan hisse senetlerinin manipülasyon sonrası dönemi getirilerinin

manipülasyon yapılmayan hisse senetlerine göre daha düşük çıkmıştır. Regresyon analizi sonucu elde ettiğimiz anlamlı sonuçlara göre ise manipülatörler manipülasyon yapacakları hisse senetlerini seçerken “getiri” önemli bir rol oynamaktadır.

Elde edilen diğer bir sonuç işlem hacmi ile ilgilidir. Manipülasyon dönemlerinde hisse senetlerinin diğer dönemlere göre (manipülasyon öncesi, manipülasyon sonrası, manipülasyon dışı ve manipülasyon yapılmayan hisse senetlerine ait işlem hacmi dağılımları) daha fazla işlem hacmine sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Buna göre hisse senetleri manipülasyon dönemlerinde artan işlem hacmine sahiptir. Ancak bu işlem hacmi artışının sadece manipülasyondan kaynaklandığını eldeki ampirik verilere dayalı olarak söylemek mümkün olmamıştır. İşlem hacmi ile ilgili yapılan regresyon analizi sonuçlarına göre piyasada manipülasyon yapılması işlem hacminin manipülasyon dönemi için pozitif, manipülasyon öncesi ve sonrası dönem için negatif sonuç vermiştir. Regresyon analizi sonucu elde edilen anlamlı sonuçlara göre manipülatörlerin manipülasyon yapacakları hisse senetlerini seçerken “işlem hacminin” önemli bir rol oynadığıdır.

Bir başka sonuç ise manipülasyona uğrayan hisse senetlerinin volatilité değerleriyle ilgilidir. Manipülasyon dönemlerinde hisse senetlerinin diğer dönemlere göre (manipülasyon öncesi, manipülasyon sonrası, manipülasyon dışı ve manipülasyon yapılmayan hisse senetlerine ait volatilité dağılımları) daha fazla volatil (volatilitelerinin daha yüksek) olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Regresyon sonuçlarına göre ise hisse senetlerinde manipülasyon yapılması volatilitéyi en çok manipülasyon dönemi olmak üzere pozitif etkilemiştir ve manipülatörlerin manipülasyon yapacakları hisse senetlerini seçerken “volatilité” önemli bir rol oynamaktadır.

Bu kapsamda tezin birinci bölümünde manipülasyon kavramı geniş bir çerçevede ele alınmış olup, manipülasyon teknikleri, manipülasyon türleri, manipülasyon neden ve amaçları, manipülatif davranış kalıpları hakkında bilgilendirme yapılarak Sermaye Piyasası Kanunu’na göre suç olarak kabul edilen manipülasyon eyleminin yasal yaptırımları üzerinde durulmuştur.

Tezin ikinci bölümünde manipölasyon ile ilgili literatür çalışmalarına yer verilmiştir. Tezin son bölümünde ise, ampirik bulgular sunulmuş, sonuç ve öneriler tartışılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

İŞLEM BAZLI MANİPÜLASYON KAVRAMI

1.1. KAVRAMSAL ÇERÇEVDE İŞLEM BAZLI MANİPÜLASYON

Sermaye piyasasının güven ve şeffaflık ilkeleri çerçevesinde düzenli bir şekilde faaliyet göstermesini engelleyen fiillerden bir tanesi de manipülasyonlardır. Manipülasyon kavramı birçok farklı kaynak ve çalışmaya göre birçok farklı biçimlerde tanımlanmıştır. Örneğin ABD Securities Exchange Commission (S.E.C.)'in yaptığı tanımlamaya göre manipülasyon; menkul kıymet piyasasında kontrollü veya yapay olarak yatırımcıları kandırmak için tasarlanmış kasıtlı davranışlardır. Manipülasyon, hisse senetleri arz ve talebi etkilemek için çok sayıda teknikleri barındırır. Bu teknikler şirket hakkında yanlış bilgi yayma, halka arz limitini yanlışlama, kota hileleri, hisse senedi fiyat ve işlemlerinde piyasada yanlış ve aldatıcı izlenim yaratmadır.

Avrupa Birliği'nin düzenlediği bir direktifte, üç tür manipülasyon tanımlanmıştır. Bu tanımdan ilki “*sermaye piyasası araçlarının arz ve talebini yanlış veya yanıltıcı şekilde etkileyen/etkileyebilecek ya da sermaye piyasası araçlarının fiyatlarının yapay veya anormal şekilde oluşmasını amaçlayan emir veya işlemler*”; ikinci tanım “*diğer yanıltıcı ve hileli olgulara dayanan emir ve işlemlerin gerçekleştirilmesi*”; son tanım ise “*sermaye piyasası araçlarıyla ilgili yanlış veya yanıltıcı bir etki yaratan/yaratabilecek nitelikteki bilgilerin yayılması*”dır (Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, 2003).

Sermaye Piyasası Kurulu ise manipülasyonu aşağıdaki şekilde tanımlamaktadır:

“Çeşitli ülke mevzuatlarında, doktrinde ve yargı kararlarında yapılan manipülasyon tanımlamalarında genellikle, piyasaların işleyişine dışarıdan yapılan müdahaleler üzerinde durulmaktadır. Söz konusu tanımlamalarda manipülasyon, insanları kandırarak bir menkul kıymeti almaya veya satmaya sevk etmeye veya menkul kıymetin fiyatını yapay bir seviyede tutmaya yönelik davranışlar olarak ifade

edilmektedir. Menkul kıymet piyasalarında arz ve talebin serbest bir şekilde karşı karşıya gelerek fiyatları belirlemesine yönelik sürecin kasıtlı olarak engellenmesi şeklinde yapılan tanımlar da mevcuttur. Bu tanımlara göre (1) arz ve talebin serbest bir şekilde etkileşimini engelleyerek fiyat mekanizmalarına müdahalede bulunmak, (2) insanları kandırarak bir menkul kıymette işlem yapmaya sevk etmek, (3) menkul kıymet fiyatını yapay bir seviyede tutmak, maksadıyla tasarlanan eylemler manipülatif olarak kabul edilmektedir” (Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, 2003).

Chambers (2004) tarafından yapılan bir tanımlamaya göre manipülasyon, sermaye piyasalarında alım satımına konu olan finansal varlıkların fiyat oluşumuna gerçek ve kabul edilebilir bir nedene dayanmaksızın etkide bulunulması, kendi amaç ve istekleri doğrultusunda diğer yatırımcıların yanlış yönlendirmesi ve bunların menfaat sağlamaya yönelik olarak yapılmasını içeren davranış ve işlemlerin bütünüdür.

Yüce (2012) manipülasyonu “*sermaye piyasasında işlem gören hisse senetlerine ilişkin olarak bilinçli bir şekilde doğal olmayan yollarla yatırımcıları yanlış ve yönlendirici bir izlenim uyandırma veya yanıltıcı bir piyasa oluşturmak amacıyla yapılan işlemler*” olarak tanımlamaktadır.

Bütün tanımların ortak noktalarından yola çıkarak manipülasyon; “farklı araç ve işlemler kullanarak yapay bir şekilde sermaye piyasası araçlarında gerçek dışı fiyat hareketlerine sebep olup yatırımcıları yanlış yönlendirmek suretiyle haksız kazanç ve fırsat eşitsizliği ile fiyatları etkileme işlemleri” olarak tanımlanabilir. Bu kapsamda manipülasyonun özelliklerini aşağıdaki gibi sıralanabilir (Kamışlı, 2008: 7):

- Manipülasyonlar bilinçli bir şekilde yapılan eylemleri kapsar ve manipülasyonlarda planlı bir müdahale söz konusudur.
- Manipülasyonlarda **yapay bir fiyat oluşturma** amacı söz konusudur.
- Bir manipülasyon işleminde manipülasyonu yapan manipülatörlerin hedefinde yatırımcıyı **aldatarak ve kandırarak haksız kazanç** elde etmek vardır.

- Literatürdeki çok sayıda çalışma açık bir şekilde göstermektedir ki, manipülasyonlar, asimetrik bilginin var olduğu, yeterli güvenlik ve denetim mekanizması olmayan, gelişmekte ya da yeni kurulmakta olan piyasalarda daha sık görülmektedir.
- Manipülasyon işlemleri sonucunda oluşan yapay fiyat hareketleri, ikincil piyasaların, birincil piyasalara likitide ve fon sağlama fonksiyonunu zayıflatmaktadır (Tezcanlı, 1996: 123).
- Manipülasyonlar piyasa şeffaflığını ortadan kaldıran işlemlerin tümü olduğundan, yatırımcıların piyasaya olan güvenini olumsuz yönde etkilemenin yanı sıra piyasaların gelişimini de engeller. Bu nedenle manipülasyonlarla ilgili olarak hemen hemen tüm ülkelerde çeşitli yasaklama ve düzenlemeler mevcuttur (Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, 2003).
- Manipülasyonlarda menkul kıymetler el değiştirilmeden alım-satım yapılabilir (Kutukız, 1999: 126).
- Manipülasyon eylemi hukuki açıdan bir suç sayılmakla birlikte hukuk sistemlerinde tam, eksiksiz ve yeknesak bir tanımı bulunmamaktadır. Bunun sebebi manipülasyon suçunun çeşitli araç ve yöntemlerle işlenmesi ve her durumda farklılık arz etmesidir (Şensoy, 2013: 378). Bu kapsamda manipülasyon suçu Sermaye Piyasası Kanunu'nda bir suç eylemi olarak tanımlanmış olup yasal yaptırımlara tabi tutulmuştur.

1.2. MANİPÜLASYON TÜRLERİ

Manipülasyon türleri işlem bazlı (trade-based), bilgi bazlı (information-based) ve hareket bazlı (action-based) olarak sıralanabilir (Allen ve Gale, 1992). Söz konusu manipülasyon türlerine ilişkin açıklamalara izleyen başlıklarda yer verilmiştir.

1.2.1 Bilgi Bazlı Manipülasyonlar (Information-Based Manipulation)

Bilgi bazlı manipülasyon piyasadaki arz-talep dengesini istenilen noktaya getirebilmek için yatırımcılara yanlış ve yanıltıcı bilgiler vermek ya da şirketle ilgili olarak gerçek olmayan bir takım söylentiler çıkarmak gibi faaliyetleri içeren manipülasyon türüdür (Şensoy, 2013: 379). Bilgi bazlı manipülasyonların; bilgi akışının şeffaf ve adil olarak sağlanamadığı, asimetrik bilgi dağılımının var olduğu piyasalarda görülme olasılığı daha yüksektir (Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, 2003).

Şirketlerin zayıf yönetim yapıları, yönetici çıkarları ve şirketlerin ortaklık yapıları, şirketlerdeki denetim ve kontrol mekanizmasının yetersizliği, finansal raporlamalardaki yetersiz bilgi akışı mekanizması gibi unsurlar bilgi bazlı manipülasyonların en temel nedenleri olarak sıralanabilir (Canbulut, 2008: 22).

Globalleşen dünya ve bilgiye kolay erişim bilgi bazlı manipülasyon işlemlerinin de daha az maliyetle ve daha hızlı bir şekilde yapılmasına olanak sağlamıştır. Örneğin internet ortamında forumlar aracılığıyla ortaya atılan yanıltıcı bir bilgi, piyasalarda yanlış bir algıya sebep olabilir.

Bilgi bazlı manipülasyonlar her zaman şirketler ile ilgili bilgi değil, bazen de menkul kıymet piyasasının tüm araçlarını etkileyebilecek nitelikte siyasi ya da ekonomik amaçlı bir bilgi üzerine kurgulanabilir. Buna en güzel örnek 19. Yüzyıl İngiltere’inde Napolyon’un öldüğüne dair bir grup tarafında bilinçli olarak yayılmış olan yanlış haberdır. Bu haber üzerine halkın İngiliz devlet tahvillerine olan talebi artmış ve artan talep üzerine ellerinde tahvil bulunduranlar bu tahvilleri yüksek fiyattan satabilme imkânı bulmuşlardır (Seyman, 2010: 15).

1.2.2. Hareket Bazlı Manipülasyonlar

Bir menkul kıymetin piyasada alım satıma konu olan kısmının önemli bir bölümünü ele geçirmeyi ya da şirket çalışanlarının elinde bulundurdukları şirket hisselerini kendi çıkarları için kullanmalarını ve bazı durumlarda aracı kurumların müşteri emirlerini gerçekleştirilmemelerini hareket bazlı manipülasyona örnek olarak gösterebiliriz (Küçükkoçaoğlu, 2005: 58).

Harekete dayalı manipölasyonlar Şirket bilançolarını süslemek ve daha az vergi vermek amaçlı olabileceğinden hisse senedi fiyatları ile Şirketin piyasa değeri sürekli olarak değıştirilir. Bu kapsamda ABD’de 1934 yılında çıkarılmış olan yasa gereğİ harekete dayalı manipölatif işlemleri engelleyici tedbirler konulmuştur (Tezcanlı, 1996: 125).

Hareket bazlı manipölasyonlar için Amerikan Çelik ve Kablo Şirketi yöneticilerinin 1901 yılı içerisinde yaptıkları işlemler örnek gösterilmektedir. Bu işlemlerde Şirket yöneticileri önce Şirket hisseleri üzerinde açık pozisyon almışlar, daha sonra Şirketin çelik imalathanelerinden birini kapatarak hisselerin fiyatının 60 dolardan 40 dolara düşmesine sebep olmuşlardır. Sonrasında ise açık pozisyonlarını 40 dolar üzerinden kapatmışlardır. Kapatılan çelik imalathanesi tekrar faaliyete geçirilip hisse senedi fiyatlarının daha önceki seviyesine gelmesi sağlanarak da bu işlemlerden önemli kazançlar elde etmişlerdir (Özcan, 1997: 24).

1.2.3. İşlem Bazlı Manipölasyonlar (Trade-Based Manipulation)

İşlem bazlı manipölasyon bir menkul kıymetin sadece alım-satım işlemleri sonucunda fiyatında fiktif değışiklikler oluşturarak piyasayı yanıltma sürecidir. Bu türdeki manipölasyonlarda diğerlerinden farklı olarak, hisse senedine ilişkin bilgilerin kamuya açıklanma ve yayınlanmasında eksik, yanlış bilgi açıklamalarına dayanılmaksızın, sadece alım-satım işlemleri ile piyasayı yanıltma amaçlı faaliyetlerde bulunmaktadır (Tezcanlı, 1996: 126). Bu tür manipölasyonlar bilgi akışının çok sağlıklı olmadığı, yatırımcı profilinin çok fazla bilgi sahibi olmadığı, denetim ve kontrol mekanizmalarının yetersiz, asimetrik bilgi dağılımının olduğu piyasalarda görölmektedir (Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, 2003).

İşlem bazlı manipölasyonlarla oluşturulmak istenen yapay fiyat hareketleri başlıca üç şekilde gerçekleştirilebilir (Yüce, 2012: 369):

- Piyasanın yükselişe geçeceği izlenimiyle fiyatların yükseleceğİ bir ortam hazırlamak,
- Piyasada düşük fiyat izlenimi uyandırmak adına düşük fiyattan hisse senetlerini toplamak,

- Fiyatların artmasını ya da düşmesini engellemek için gerçek değeri sağlayıcı işlemlerle hisse senedi fiyatları belirli bir düzeyde tutmak.

İşlem bazlı manipülasyona en iyi örnek Birinci ve İkinci Harlem Demiryolu Köşesi Davası'dır. Birinci Harlem Davası'nda açığa satmak üzere hisse senetlerinin fiyatları değiştirilmiştir. Hisse senedinin gerçek fiyatına ulaştığını düşünen yatırımcılar hisse senetlerini açığa satmışlardır. Fakat bir manipülatör bu durumu fark etmiş ve büyük miktarda alım yapmıştır (Kutukız, 1999: 132).

İşlem bazlı manipülasyonlarda kullanılan tekniklerin her olaya göre değerlendirilmesi ve suç olup olmadığının araştırılması gerekmektedir. Burada unutmamak gerekir ki, kullanılan bu teknikler tek başlarına yasal bir tekniği temsil edebilir olmalarına rağmen, kordineli yapılan işlemlerle birlikte manipülasyon olabilmektedir (Canbulut, 2008: 17).

1.3. MANİPÜLASYONLARIN YAPILIŞ NEDENİ VE AMAÇLARI

Manipülasyona başvurma nedenleri; menkul kıymetin fiyatının yükselmesini sağlamak (fiyatları yükseltici alım-satım işlemleri yapmak), menkul kıymet fiyatlarının belirli bir düzeyde, istikrar ve sürekliliğini sağlamak ve menkul kıymet fiyatlarının düşmesini sağlamak (açığa satış işlemleriyle kazanç sağlama beklentisi) olarak sıralanabilir (Tezcanlı, 1996: 124). Manipülasyonların nedenleri ise aşağıdaki gibi ifade edilebilir:

- Yatırımcı kitlesinin eğitim düzeyinin yeterli olmaması ve bireysel katılımcı kitlesinin ağırlıklı olması,
- Menkul kıymet piyasalarında aracı kurumların yetersizliği ve mesleki geleneğin oluşmaması,
- Komisyon ve kredi piyasasında rekabet düzeyinin oldukça fazla olması,
- Hisse senedi fiyatlarının şirketlerin potansiyelini tam olarak yansıtmıyor olmaması,
- Manipülasyon davalarında manipülatörlerin caydırarak düzenleme ve kanunların yeterli düzeyde olmayışı (Altınbaş, 2012: 26).

1.4. MANİPÜLATİF TEKNİKLER

Menkul kıymet piyasalarında çok farklı şekillerde manipülatif hareketlere rastlanılmaktadır. Kullanılan her yöntemi kendi olaylar bütününde değerlendirip manipülasyon olup olmadığına karar vermek gerekmektedir. Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü (The International Organization of Securities Commissions (IOSCO) (2000) manipülatörler tarafından kullanılan metotları fiktif satış (muvazaalı satış), sıçrama, düşme, yakın işaretleme, piyasa köşesi, piyasa sıkıştırma olarak sınıflamışlardır. IOSCO ile bağlantılı olarak Sermaye Piyasası Kurulu tarafından denetimlerde tespit edilen ve uluslararası uygulamalarda da kabul edilen yöntemler ise; mülkiyette değişiklik yaratmayan işlemler, fiyat adımlarını yükselterek seri halde yapılan tek lotluk işlemler, menkul kıymette yoğunlaşma, arzı kısıtlama, menkul kıymetin piyasasına istikrar kazandırma, seans açılışını ve seans kapanışını belirleme, pay depolama ve açığa satış işlemleridir.

1.4.1. Mülkiyette Değişiklik Yaratmayan İşlemler

Mülkiyette değişiklik yaratmayan işlemler ekonomik temelli değildir ve bu nedenle manipülatif niteliği diğerlerinden kolayca ayırt edilebilirler. İktisadi olarak anlamlı sonuçları yoktur.

Mülkiyette değişiklik yaratmayan işlemler kurgulu emirler ve kendinden kendine işlemler olmak üzere iki farklı şekilde sınıflandırılabilir.

1.4.1.1.Kurgulu Emirler (Matched Orders)

Bu teknikte birlikte hareket eden şahıslar, aynı anda belirlemiş oldukları fiyat ve miktar üzerinden alım/satım işlemi gerçekleştirirler. Bu şekilde verdikleri emirlerle hisse senedi fiyatlarını istedikleri yöne çekmeye çalışırlar ve yapay bir piyasa oluşturmaya çalışırlar (Seyman, 2010: 17).

Kurgulu şekilde gerçekleştirilen alım satım emirleri aynı fiyat ve miktarda eşleşirler. Bu emirlerin en temel amacı aktif bir piyasa izlenimiyle diğer yatırımcıları yanıltmak ve söz konusu hisse senedinin satışını sağlayabilmektir. Bu şekilde

yatırımcılar piyasasaya girerek hisse senedinin fiyatını yükseltecektir. Manipulatörler ise söz konusu hisse senetlerinin satışını gerçekleştirerek kar elde edebileceklerdir. Kurgulu emirler tekniğinde hisse senetlerinin fiyatların düşüşü ya da artışı amaç olabilir (Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, 2003).

Bazı kaynaklarda eşleştirilmiş emirler olarak da tanımlanan kurgulu emirler tekniği tespit edilmesi en zor işlem bazlı manipülasyon tekniğidir. Çünkü burada yapılan işlemler sonuç olarak yasal görünümlü, düzenlemelere uygun olarak yapılan işlemlerdir. Burada manevi unsuru tespit etmek oldukça zordur. Bu tür bir manipülasyonun tespitinde, öncelikle işlemi gerçekleştiren kişiler arasındaki yapılan anlaşmayı açığa çıkarmak ve somut belgelerle ortaya koymak gerekir (Kütük, 2010: 82).

1.4.1.2. Kendinden Kendine İşlemler (Wash Sales)

Kendinden kendine işlemler adı verilen bu teknik “yıkama satış” ya da “sahte satış” olarak da adlandırılmaktadır. Bu tip işlemler mülkiyette değişiklik yaratmadığından iktisadi olarak anlamlı değildirler.

Bu teknikte amaç, zarar etmemek için yapay fiyat oluşturmaktır. Yıkama satışlarda hisse senetleri el değiştirmez, vergisel olarak daha az yükümlü olmak amacıyla bilançoda değiştirmeler yapılarak gerçekleştirilir. Burada amaç suni fiyatlar oluşturarak zarardan kaçınarak, kar fırsatı yaratmaktır. Kendine kendine işlemler aşağıda ifade edildiği gibi yapılabilmektedir (Tezcanlı, 1996: 128):

- Piyasada yer alan iki işlemci, aralarında alım satım fiyatı konusunda anlaşma sağlarlar, fakat gerçek anlamda bir hisse senedi alım/satımı ya da para değişimi söz konusu olmaz.
- İşlemci elindeki hisse senetlerini tanıdığı birilerine satıp daha sonra ondan geri alabilir.
- İşlemci vergisel yükümlülüklerinden kurtulmak için hisse senetlerini bir yakınına devredebilir.

Yıkama satış yöntemi gelişmekte olan piyasalarda yasal düzenlemelerin yetersizliğinden dolayı sık kullanılan bir tekniktir (Akanak, 2013: 233). Bu teknik

ile fiyatlar önemli derece etkilendiğinden, menkul kıymet piyasalarında yasaklanmıştır (Yüce, 2012: 37).

1.4.2. Fiyat Adımlarını Yükselterek Seri Halde Yapılan Tek Lotluk İşlemler

Borsada hisse senetleri için işlem yapılan her bir birime “lot” adı verilir. Borsa İstanbul’ da işlem yapabilmek için asgari emir birimi 1 lottur. Fakat 1 lotluk işlemler ekonomik açıdan anlamlı sonuç vermezler fakat fiyatları etkileme imkânı vardır. Bu nedenle bu teknikte maliyeti düşük olmasına rağmen fiyatları etkileme ihtimali olan 1 lotluk işlemler seri halde gerçekleştirilir. Burada amaç hisse senedinin, son gerçekleşen fiyatını arttırmak ya da düşürmektir. Böylece kapanış fiyatının daha yüksek ya da düşük görünmesini sağlamaktır (Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, 2003).

1.4.3 Menkul Kıymette Yoğunlaşma (Runs)

Sermaye Piyasası Kurulu’na göre menkul kıymette yoğunlaşma:

“Söz konusu uygulama bir yatırımcının hisse senedinde yoğun alım (veya satım) yapmak suretiyle hisse senedinin piyasasında bir canlılık sağlamaya çalışmasını kapsamaktadır. Yoğun alımlardaki amaç diğer yatırımcıları etkileyerek onları alıma yönleltmek suretiyle hisse senedinin fiyatını yükseltmek, bir noktadan sonra da hisse senetlerini yüksek fiyattan elden çıkartarak menfaat sağlamaktır.”

Görüldüğü üzere bu teknikte seans içerisinde çok fazla alım-satım işlemi yapılır. Manipülatörün amacı hisse senedinde işlem hacminin fazlalığı ile yatırımcıları söz konusu hisse senedine yönlendirerek hisse senedinin fiyatını yükseltmektir. Argoda “keriz silkeleme” olarak da bilinmektedir.

Bu teknikte işlemler seri halde yoğun bir şekilde gerçekleştirildiğinden bu tür uygulamalara seri işlemler de denilmektedir. Menkul kıymete yoğunlaşma işlemleri görünüş itibarıyla yasal işlemlerdir. Fakat bu işlemler incelendiğinde düzenli bir şekilde fiyat arttırıcı ya da fiyat azaltıcı işlemler olduğu görülür. Bu tür işlemlerin manipülasyon amaçlı olup olmadığının tespiti için yatırımcı ya da işlemi yapan

aracı kurumun incelenmesi ve rasyonel olup olmadığının araştırılması gerekmektedir (Kütük, 2010: 84).

1.4.4 Arzı Kısıtlama (Corners)

Bu manipülasyon tekniğinde bir şirketin hisse senetlerinin kontrolünü ele geçirmeye çalışan kişiler bu hâkimiyeti kullanarak, açığa satış yapan kişilerin yükümlerini yerine getirirken onları köşeye sıkıştırıp yüksek fiyattan satış yapar.

Bu manipülasyon tekniği “baskı oluşturma”, “baskı” ya da “köşeye sıkıştırma” olarak da adlandırılmaktadır. Bilinçli ya da doğal olarak gelişen bir piyasa ortamında menkul kıymetin fiyatlarının yükseltme ya da düşürülme amaçlı olarak alınıp satılmasıdır. Bu teknik ayrıca, şirketlerin kontrolünü ele geçirme amaçlı olarak piyasada yapay fiyat ve işlemler oluşturmak amaçlı olarak da yapılabilir (Tezcanlı, 1996: 128). Arz kısıtlama uygulamasında yatırımcının arzı kısıtlanarak menkul kıymetin fiyatının yükselmesi sağlanır. Bu teknik, türev araçlarla ilgili olarak da kullanılabilir (Seyman, 2010: 20).

1.4.5. Piyasaya İstikrar Kazandırma (Market Stabilisation)

Bu uygulama, piyasaya yeni ihraç edilen bir hisse senedinin fiyatının hızlı düşmesini önlemek amacıyla gerçekleştirilen işlemleri kapsamaktadır. Aracı kuruluşlar başarılı bir ihraç gerçekleştirmek için bu işleme başvurabilirler. Bu uygulama amacına uygun olarak yapıldığında (yalnızca fiyat düşmelerini önleme ve kamuyu aydınlatma görevini yerine getirdiği müddetçe) piyasalar için faydalı bir mekanizmadır (Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, 2003).

1.4.6. Seans Açılışını ve Seans Kapanışını Belirleme

Kapanış fiyatları yatırımcıların kararlarını önemli derecede etkilediğinden, menkul kıymet piyasalarında seans açılış ve kapanış saatlerinin belirlenmesi oldukça önemlidir.

Kapanış fiyatının yatırımcıların kararlarında önemli olmasının nedenleri aşağıdaki gibi sıralanabilir (Seyman, 2010: 18):

- Eğer menkul kıymete dayanılarak sözleşmeye dayalı bir hak kullanılacaksa kapanış fiyatı önem kazanır.
- Portföy yönetim sözleşmesine taraf olan yatırımcı için eğer sözleşmede performans primi kapanış primi üzerinden belirlenmişse kapanış fiyatı önem taşır.
- Menkul kıymetin performansı değerlendirilirken kapanış fiyatı ve işlem hacmi önemli bir göstergedir ve yatırımcıların o hisse senedine yatırım yapma kararını önemli ölçüde etkiler.

Yukarıdaki nedenlerden dolayı manipülatörler seans açılış ve kapanış saatlerinde fiyatlara baskı kurmak için seansın son dakikalarında fazla miktarda alış ya da satış yaparak hem fiyat hem de işlem hacmini etkileyerek manipülatif bir faaliyette bulunabilirler. İşlemler genel olarak yapay gerçekleştirilir ve bu da hisse senedinin fiyatının olduğundan daha düşük ya da yüksek olmasına sebep olur.

Çoğunlukla seansın son anlarında işlem yığınlarının oluşması ve özellikle son dakikalarda yapılan düşük hacimli işlemler birçok ülkenin piyasaya yapımcılarının dikkatini çekmiştir. Bu nedenle bu manipülasyon tekniğine karşı açılış ve kapanış ihalesi uygulamasına geçilmesi ve bu ihalelerin rassal zamanda yapılması gibi çeşitli tedbirler alınmıştır (Özcan, 1997: 35).

Küçükkocaoğlu (2005) yaptığı bir çalışmada kapanış fiyatlarını belirlemeye yönelik manipülatif hareketlerin Borsa İstanbul için geçerli olduğunu ortaya koymuştur ve çözüm yolu olarak seans kapanışına doğru özel kapanış prosedürleri uygulayı önermiştir.

1.4.7. Pay Depolama Tekniği (Parking and Warehousing)

Pay depolama tekniği “fiktif hesaplar kullanma tekniği” olarak da adlandırılıp “parking” ve “warehousing” olarak iki şekilde gerçekleştirilir. Genel olarak yıkama satış veya kurgulu emirlerin ortaya çıkmaması için uygulanan tekniklerdir.

“Warehousing” bir yatırımcı ya da aracı kuruluşun bir başkasına devretmek üzere hisse senedi satın almasıdır. Bu yöntemle hisse senedi sahibi kimliğini gizlemiş olur. Bu kişi tüm riskleri üstlenerek geri alma taahhüdü verdiği hisse senetlerini bir başkasına devreder (Yüce, 2012: 374). “Parking” ise bir aracı kurumun hisse senetlerini bir başka aracı kuruma ya da müşterilerinin hesabına geri alınmak üzere aktarması anlamına gelmektedir (Kütük, 2010: 84).

1.4.8. Açığa Satış

Açığa satış “saticının elinde olmayan sermaye piyasası araçlarını ödünç alarak alıp satması ve vade sonunda aynı miktardaki sermaye piyasası aracını satın alıp ödünç aldığı şahsa iade etmesi işlemidir” Açığa satışlar tebliğdeki kurallara uygun şekilde yapıldığı sürece manipülasyon suçu olarak görülmez (Kütük, 2010: 87).

Eğilmez (2011) açığa satış işlemini satıcının elinde karşılığı bulunmadığı halde fiyatın gelecekte düşeceği beklentisiyle menkul kıymetin satışını gerçekleştirmesi, menkul kıymetin teslim zamanı geldiğinde ise bu menkul kıymeti piyasadan alıp teslim etmesi işlemi olarak tanımlamıştır (Eğilmez, 2011: 171).

Açığa satış işleminde söz konusu hisse senedinin fiyatının düşmesi beklenir. Bu sebeple manipülatif amaçlı olarak açığa satış yapmak isteyenler, hisse senedi fiyatını düşürmek amaçlı fiktif işlemler gerçekleştirirler (Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, 2003).

1.5. MANİPÜLASYON İLE KARIŞTIRILMAMASI GEREKEN KAVRAMLAR

Menkul kıymet piyasalarında hukuk düzenleri açısından mevzuatsal olarak yasal ve herhangi bir yaptırıma tabi tutulmadığı halde piyasadaki fiyat mekanizmasını etkilemeye yönelik olan fiiller vardır. Bu eylemler manipülasyona benzemekle beraber haksız piyasada oluşan fiyat hareketleri ile kazanç sağlamaya

yönelik olarak yapılırlar. Spekülasyon, fiyat istikrar işlemleri, açığa satış, repo ve ters repo bu fiilerin en önemlileridir (Yüce, 2012: 380).

Spekülasyon genel olarak bir mal, döviz veya menkul değerin gelecekteki piyasa fiyatları konusunda tahminlerde bulunmak ve bu tahminler doğrultusunda, risk yüklenerek söz konusu ekonomik varlığı alma veya satma işlemine verilen addır (Akanak, 2013: 198). Manipülasyon ise “farklı araç ve işlemler kullanarak yapay bir fiyat hareketlerine sebep olup yatırımcıları yanlış yönlendirmek suretiyle haksız kazanç ve fırsat eşsizliği ile fiyatları etkileme işlemleri”dir.

Spekülasyon ile manipülasyonu karşılaştırdığımızda spekülasyonun piyasanın doğasında olan ve kendiliğinden gelişen bir sonuç olduğunu, manipülasyonun ise yapay ve yatırımcıyı yanıltmaya yönelik bir eylem olduğunu görmekteyiz (Akanak, 2013: 204).

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 yansımaları 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 çıkarılmışlardır (Yüce, 2012: 381).

Repo, menkul kıymetlerin geri alma taahhüdü ile satımıdır. Ters repo ise menkul kıymetlerin geri satma taahhüdü ile alınmasıdır. Repo ve ters repo da manipülatif bir işlem olarak değerlendirilmeyip yasal düzenlemelere uygun kabul edilir ve buna bağlı olarak herhangi bir yaptırıma tabi değildir.

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 (Yüce, 2012: 381).

1.6. MANİPÜLATİF DAVRANIŞ KALIPLARI

İşlem bazlı manipülasyonların tespitinin zor olması borsada işlem yapan yatırımcıların hangi tür davranışların manipülatif olduğu, hangi tür davranışların normal bir işlem olduğu konusunda tereddüt yaşatmaktadır. Bu durum yatırımcıları yaygın olarak kullanılan manipülatif işlem kalıplarını incelemeye yöneltmektedir. Fakat normal bir işlem gibi görünmesine karşın çok farklı tekniklerle de manipülasyon yapılabilir. Bunun yanında manipülatif bir işlem olarak görünüp aslında manipülasyon olmayan işlemler de söz konusu olabilir.

Sermaye Piyasası Kurulu' nun yayınladığı raporda aşağıda sıralanan davranış kalıpları genel olarak manipülasyon belirtisi olarak kabul edilmektedir. Fakat işlemlerin tüm unsurlarıyla birlikte değerlendirilmesi ve daha sonrasında piyasayı yanıltmak amacıyla olup olmadığına karar verilmektedir. Söz konusu manipülatif davranış kalıpları aşağıda maddeler halinde kısaca açıklanmıştır (Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, 2003) :

- Verilen emirlerin ve gerçekleştirilen işlemlerin menkul kıymetin günlük işlem hacmi içinde önemli bir oran teşkil etmesi ve özellikle bu işlemlerin menkul kıymetin fiyatında önemli değişmelere neden olması,
- Menkul kıymette önemli oranda pozisyona sahip kişiler tarafından verilen emirlerin ve gerçekleştirilen işlemlerin menkul kıymet fiyatında önemli bir değişikliğe yol açması,
- Menkul kıymette yükselişten menfaat elde edecek olanlarla işlem gerçekleştirenlerin birlikte hareket etmeleri,
- Seans içinde sürekli olarak aynı anda veya yakın zaman aralıklarıyla alım ve satım emirleri verilmesi ve kendi vermiş olduğu emirlerin eşleşmesi ile hisse senedinin mülkiyetinde herhangi bir değişikliğe yol açmayan işlemlerin gerçekleştirilmesi; bu emirlerin ve işlemlerin, kişinin toplam işlemleri içinde ve toplam işlem hacmi içinde önemli bir yer tutması,
- Seans içinde kısa zaman aralıklarıyla alıcı pozisyonundan satıcı pozisyonuna veya satıcı pozisyonundan alıcı pozisyonuna dönülerek gerçekleştirilen işlemlerin yatırım mantığıyla yapılmaması, bu işlemlerin hisse senedinin

günlük işlem miktarının önemli bir oranını oluşturmasıyla menkul kıymeti fiyatında önemli değişikliklere yol açması,

- Verilen emirlerin ve gerçekleştirilen işlemlerin seansın çok kısa bir bölümüne denk gelmesi ve hisse senedinin fiyatında ters yönde bir değişime neden olması,
- Hisse senedinin sırasında bekleyen en iyi alış ve en iyi satış fiyatını değiştirmeye yönelik emirler verilmesi veya hisse senedinin alış ve satış emirlerinin kompozisyonunu değiştirmeye yönelik alış ve satış emirler vererek bu emirlerin gerçekleşmeden önce iptal edilmesi,
- İşlemlerin yoğun olarak seans başında veya seans sonunda gerçekleştirilmesi,
- Çok sayıda aracı kurum üzerinden kendi adına veya vekâleten yönetilen veya kontrol edilen hesaplar aracılığıyla emirlerin verilmesiyle işlem yapılması,
- Değişik aracı kurumlardaki farklı hesaplar üzerinden emirler vererek işlem gerçekleştirilmesi, işlemlerin gerçekleştirildiği dönemde menkul kıymetin fiyatında önemli değişikliklerin meydana gelmesi ve hesap sahiplerinin hesaplarında gerçekleştirilen işlemleri açıklayabilecek mali güçlerinin ve menkul kıymet işlemleriyle ilgili bilgi ve tecrübelerinin bulunmaması,
- Birlikte hareket eden kişiler tarafından farklı aracı kurumlar ve farklı hesaplar üzerinden seans içinde birbirleriyle eşleşmesini sağlayacak şekilde devamlı olarak üst veya alt fiyat basamaklarından alım ve satım emirlerinin karşılıklı olarak verilmesi sonucunda, işlemlerin gerçekleştirilmesi, bu emir ve işlemlerin hisse senedinde gerçekleşen toplam işlemlerin içinde önemli bir pay oluşturması,
- Satın alınan hisse senedi bedellerinin, $t+2$ gününde aynı hisse senedinden yapılan satışları teminat olarak kabul eden başka bir aracı kurum tarafından satış tutarında kullanılan kredi ile ödenmesi, yapılan satışlara ilişkin takas yükümlülüğünün de $t+2$ gününde satın alınan hisse senetleriyle karşılanması, söz konusu işlem ve kredi sisteminin işlem gerçekleştirilen günlerde devamlı olarak uygulanması.

Yukarı da sıralanan manipülatif işlem kalıpları piyasada yanlış ve yanıltıcı izlenim yaratma, kazanç elde etmek gibi amaçlarla ile desteklenmedikçe

manipülasyon suçunu oluşturmamaktadır. Bu yüzden ki, işlem bazlı manipülasyon piyasada yasal olan işlemler arasında gizli bir şekilde oluşabilir (Yüce, 2012: 382).

1.7. SERMAYE PİYASALARINDA MANİPÜLASYONLA İLGİLİ YASAL DÜZENLEMELER

Manipülasyonlar, piyasa mekanizmasının etkin faaliyet göstermesinde bir tehlike unsurudur. Piyasadaki güven unsurunu zedeleyen, şeffaflığı ortan kaldıran manipülasyon faaliyetlerini engelleyebilmek amacıyla dünyanın birçok ülkesinde olduğu gibi Türkiye’de de yasal düzenlemeler mevcuttur.

Manipülasyon düzenlemeleri ile korunmak istenen öncelikle milli ekonomi, halka arz olan şirketler ve yatırımcılardır. Piyasa ekonomisi zinciri halkalarını oluşturan yatırımcılar ve piyasada etkin olan şirketlerin iktisadi menfaatleri ülke ekonomisinin büyüme hedefleri ve etkin kaynak dağılımının sağlanması açısından önemlidir (Kütük, 2010: 62).

Türkiye’de sermaye piyasasının düzenlenmesi ve denetlenmesi Sermaye Piyasası Kurulu’na aittir Sermaye Piyasası Kurulu, kanunlar çerçevesinde düzenleme ve denetleme yetkisine sahiptir. Türk sermaye piyasalarının yasal çerçevesini ise Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn) ve Türk Ticaret Kanunu (TTK) belirlemektedir. Bu alandaki SPK Tebliği ve borsa düzenlemeleri ise ikincil olarak başvurulmuş idari düzenlemelerdir (Şensoy, 2013: 384).

Sermaye piyasalarında manipülasyon 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu ile piyasa dolandırıcılığı olarak ifade edilmiş olup bir suç tipi olarak düzenlenmiştir. 6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu 107’nci maddesinin birinci fıkrasında manipülasyon “Sermaye piyasası araçlarının fiyatlarına, fiyat değişimlerine, arz ve taleplerine ilişkin olarak yanlış veya yanıltıcı izlenim uyandırmak amacıyla alım veya satım yapanlar, emir verenler, emir iptal edenler, emir değiştirenler veya hesap hareketleri gerçekleştirenler iki yıldan beş yıla kadar hapis ve beş bin günden on bin güne kadar adli para cezası ile cezalandırılırlar. Ancak, bu suçtan dolayı verilecek

olan adli para cezasının miktarı, suçun işlenmesi ile elde edilen menfaatten az olamaz” olarak ifade edilmiştir.

Bu kanun hükmü ile “*sermaye piyasası araçlarının fiyatlarına, fiyat değişimlerine, arz ve taleplerine ilişkin olarak yanlış veya yanıltıcı izlenim uyandırmak amacıyla alım veya satım yapanlar, emir verenler, emir iptal edenler, emir değiştirenler veya hesap hareketleri gerçekleştirenler*” ifadesi ile işlem bazlı manipülasyon yapan manipülatörlerden söz edilmekte olup işlem bazlı manipülasyon suçunun maddi unsuru dile getirilmiştir (Şensoy, 2013: 387). Suçun maddi unsurunu piyasada yapay fiyat hareketlerine sebep olabilecek alım ve satımlar, işlem emirleri, değiştirilen emirler ya da hesap hareketleri oluşturmaktadır (Çalışkan, 2015: 383).

6362 Sayılı SPKn’nun ikinci maddesinde ise “Sermaye piyasası araçlarının fiyatlarını, değerlerini veya yatırımcıların kararlarını etkilemek amacıyla yalan, yanlış veya yanıltıcı bilgi veren, söylenti çıkaran, haber veren, yorum yapan veya rapor hazırlayan ya da bunları yayan ve bu suretle menfaat sağlayanlar iki yıldan beş yıla kadar hapis ve beş bin güne kadar adli para cezası ile cezalandırılırlar” hükmü yer almaktadır. Kanun hükmündenden de anlaşıldığı üzere SPKn’nun 107/2 maddesi bilgi bazlı manipülasyonlarla (piyasa dolandırıcılığı) ile ilgilidir.

6362 sayılı SPKanununun 108. maddesinde ise manipülasyon sayılmayan hallerden bahsedilmiştir. Bunlar:

- TCMB ya da yetkilendirilmiş başka bir resmî kurum veya bunlar adına hareket eden kişiler tarafından para, döviz kuru, kamu borç yönetim politikalarının uygulanması veya finansal istikrarın sağlanması amacıyla işlem yapılması,
- Kurul düzenlemelerine göre uygulanan geri alım programları, çalışanlara pay edindirme programları ya da ihraççı veya bağlı ortaklığının çalışanlarına yönelik diğer pay tahsis edilmesi,
- Kurulun bu Kanun kapsamındaki fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlere ve piyasa yapıcılığına ilişkin düzenlemelerine uygun olarak icra edilmeleri kaydıyla, münhasıran bu araçların piyasa fiyatının önceden belirlenmiş bir süre için

desteklenmesi amacıyla sermaye piyasası araçlarının alım veya satımının yapılması yahut emir verilmesi veya emir iptal edilmesi, şeklindedir.

2499 Sayılı eski SPKn'da 47/A-2 hükmüne göre işlem manipülasyonu “yapay olarak sermaye piyasası araçlarının, arz ve talebini etkilemek, aktif bir piyasanın varlığı izlenimini uyandırmak, fiyatlarını aynı seviyede tutmak, artırmak veya azaltmak amacıyla alım ve satımını yapan gerçek kişilerle, tüzel kişilerin yetkilileri ve bunlarla birlikte hareket etmek” olarak tanımlamıştır. 2499 Sayılı eski Sermaye Piyasası Kanunu'na göre işlem manipülasyonun yaptırımını 2 yıldan 5 yıla kadar hapis ve 5000 günden 1000 güne kadar adli para cezası üst sınırla bağlı olmaksızın suçun işlenmesi suretiyle temin edilen menfaatin üç katından az olamaz şeklinde karara bağlanmıştır.

6362 Sayılı yeni SPKn ile yürürlükten kalkan eski 2499 Sayılı SPKn'nu işlem bazlı manipülasyon hükümlerini karşılaştırdığımızda işlem bazlı manipülasyon suçunun maddi unsurunun genişletilmiş olduğunu görmekteyiz. Alım satım yapılmasının yanı sıra, emir verme, değiştirme ve hesap hareketleri gerçekleştirmek de suçun oluşmasına sebep olur. Ayrıca işleme dayalı manipülasyon için aktif pişmanlık hükmü getirilmiştir. Yeni düzenlemede işlem bazlı manipülasyon yaptırımında hapis cezası aynı şekilde kalırken, adli para cezasının üst sınırı kaldırılmıştır (Gündoğdu, 2014: 352).

Manipülasyon fiileriyle ilgili işlenebilecek suçları önlemek amacıyla Sermaye Piyasası Kurulu 21 Ocak 2014 tarihinde “Bilgi Suistimali Veya Piyasa Dolandırıcılığı Suçları Hakkında Bildirim Yükümlülüğü Tebliği (V-102.1)” 28889 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir (Gündoğdu, 2014: 350).

Tebliğin 6.maddesinin üçüncü bendine göre “Piyasa dolandırıcılığı suçu işlendiğine ilişkin bir bilginin veya şüphenin bulunduğu hallerde yapılacak bildirimler, gerçekleştirilen işlemler, işleme konu paylar, birlikte hareket eden kişiler, kullanılan hesaplar, hesapları kullanan şahıslar ve bu kişilerin aralarındaki ilişkiyi gösteren; her türlü bilgi, belge, doküman, kimlik bilgisi, mevzuat uyarınca tutulan ses kaydı ve diğer delillerle birlikte yapılır” hükmü yer almaktadır.

Genel olarak baktığımızda işleme dayalı manipülasyon suçunun maddi unsununu eylemi yapanlar oluştururken, manevi unsurunu özel kasıt başka bir ifadeyle bilinçli bir şekilde belirli bir amaçla hareket edilmiş olması belirler. Bu noktada failin amacının hakkaniyet çerçevesi içerisinde değerlendirilmesi büyük önem taşır (Şensoy, 2012: 389).

İKİNCİ BÖLÜM

HİSSE SENEDİ PİYASALARINDA MANİPÜLASYONLAR İLE İLGİLİ ÇALIŞMALAR

2.1 LİTERATÜR TARAMASI

İşlem bazlı manipülasyonlara ilişkin literatür incelendiğinde oldukça sınırlı sayıda çalışmanın olduğunu görmekteyiz. Türkiye üzerine yapılan çalışmalar çoğunlukla bilgi bazlı muhasebe manipülasyonları üzerinde odaklanmıştır. Aşağıda detayları yer alan literatür incelemelerimizde yapılan çalışmaların genel olarak; hisse senetleri üzerinde gerçekleştirilen manipülasyon olaylarını tespit etme ve farklı yöntemlere bağlı olarak manipülasyonun piyasadaki etkilerini araştırmaya yönelik olduğunu söyleyebiliriz.

Literatürde manipülasyon stratejileri ile ilgili özellikle kapanış fiyatı manipülasyonlarını incelemeye yönelik çok sayıda çalışmanın olduğunu da söylemek mümkündür.

Tablo 1: Manipülasyonla İlişkili Çalışmalar

Yazar	Yıl	Bulgular
Robert A. Jarrow	1992	Bu çalışmada hisse senetleri üzerinde deneysel modellemelerle yeterli koşullar sağlandığında manipülasyonların gerçekleşip gerçekleşmediği sınıanmıştır. Çalışmada hisse senedi getirileri manipülasyon döneminde incelenmiştir. Sonuç olarak manipülasyon için tüm koşullar olsa da manipülasyonun gerçekleşmeyebileceği vurgulanmıştır.
Franklin Allen ve Gary Gorton	1992	Bu çalışmada araştırmacılar kârlı bir manipülasyonda; alıcı tarafın bilgi sahibi, satıcı tarafın ise, bu bilgiden yoksun olabileceğini kanıtlamışlardır. Çalışmada, piyasada bulunan bir yatırımcının hisse senedinin fiyatını alım emriyle kolayca ve hızlıca üst fiyat adımlarına çıkarıp, ardından satışa geçerek kar elde edilebildiği gösterilmiştir. Ayrıca bilgi sahibi yatırımcıların ve manipülatörlerin riske karşı duyarsız (risk nötr), pasif yatırımcıların ise riskten kaçınan kişiler olduğunu olduğu bulgusuna rastlanmıştır.
Praveen Kumar ve Duane J. Seppi	1992	Bu çalışmada vadeli işlem piyasaları ile ilgili olarak işlem bazlı manipülasyonlar üzerinde durulmuştur. Çalışmada manipülatörlerin, başlangıç aşamasında fiyatların hiç kimse tarafından bilinmediği ve dolayısıyla etkilenmediği bir durumda, vadeli işlem piyasalarında harekete geçtikleri gözlenmiştir. Buna göre manipülatörün, bilgi sahibi olan bir yatırımcı ile anlaşarak menkul kıymet piyasasında fiyatları değiştirdiği gözlemlenmiştir.
Karl Felixson, Anders Pelli	1999	Bu çalışmada Finlandiya hisse senedi piyasasında kapanış fiyatları manipülasyonu incelenmiştir. Çalışmada, Fin hisse senedi piyasasındaki kapanış fiyatı manipülasyonunu test etmek amacıyla basit bir gerileme modeli inşa edilmiştir. Ampirik bulgular Fin Borsası'nda kapanış fiyatı manipülasyonun varlığını göstermektedir.

Yazar	Yıl	Bulgular
Jianping Mei, Guojun Wu, Chunsheng Zhou	2004	Bu çalışmada davranışsal finans çerçevesinde teorik bir model oluşturulmuştur. Bu modelde manipülatör önyargılı yatırımcıların fiyat sürecini ayarlayarak kar elde etmek için arbitraj sınırlamalarından avantaj elde edebildiği gösterilmiştir.
Güray Küçükkoçaoğlu	2005	Bu çalışmada Borsa İstanbul'da gün içi getiri, volatilité ve kapanış fiyatı manipülasyonu incelenmiştir. Yatırımcıların kapanış fiyatı üzerindeki manipülatif etkilerini inceleyen bu çalışma, çoklu regresyon modeli kullanarak gün içinde hisse senedinde yüklü miktarda pozisyon alan yatırımcıların kapanış fiyatına olan etkilerini incelemektedir. Kapanış fiyatının manipülasyonunu incelemek üzere yapılan regresyon analizi sonuçlarına göre, Borsa İstanbul'da gün boyu yüklü miktarda alım-satım yapan yatırımcılar tarafından kapanış fiyatını belirlemeye yönelik manipülatif hareketlerin hakkında bulgular elde edilmiştir.
Rajesh K. Aggarwall ve Guojen Wu	2006	Bu çalışmada ABD hisse senedi piyasalarında meydana gelen manipülasyon olayları ve piyasaya etkileri ampirik olarak analiz edilmiştir. Çalışmada ABD borsasında 1990-2001 yılları arasında gözlenen 142 manipülasyon vakası analiz edilmiştir. Çalışma sonucunda manipülasyona uğrayan hisse senetlerinin manipülasyon süresince getiri, volatilité ve işlem hacminin daha yüksek olduğu gözlemlenmiştir.
Carole Comerton-Forde, Tâlis J. Putniş	2006	Çalışmada deneysel piyasalardaki kapanış fiyat manipülasyonunun etkilerini ve manipülasyonun sosyal zararları araştırılmıştır. Çalışmaya göre manipülatörler ve verilen manipülasyon durumları ile ilgili teşvikler, fiyat doğruluğu ayrıca likitideyi de azaltmaktadır. Sadece manipülasyon olasılığı dahi piyasadaki işlem yapanların davranışlarını ve likitideyi azaltmaktadır.

Yazar	Yıl	Bulgular
Franklin Allen, Lubomir Litov, Jianping Mei	2006	Bu çalışmada Amerikan hisse senedi piyasalarında ve 1863 ile 1980 yılları arasındaki ürün tekellerinde, fiyat ve işlem davranışları incelenmiştir. Çalışmada, büyük yatırımcılar ve ortaklarının, kendilerine fiyatları manipüle etme izni veren piyasa gücüne sahip olduklarına dair güçlü kanıtlar elde edilmiştir. Manipülasyon, piyasa tekellerinin piyasa istikrarsızlığını yükseltmeye yol açmakta ve diğer mal varlıklarında elverişsiz fiyat etkisine sebep olmaktadır. Piyasada büyük yatırımcıların varlığının, satıcıların yanlış fiyatlandırmaya karşı işlemleri için risk oluşturmakta olduğu vurgulanmıştır.
Melik Kamışlı	2008	Bu çalışmada finansal oranların işlem bazlı manipülasyon açısından kullanılabilirliğini ölçmek amacıyla Lojistik Regresyon ve Diskriminant Analizi kullanılmıştır. Çalışmada, Borsa İstanbul'da 1996–2005 yılları arasında meydana gelen işlem bazlı manipülasyonlara ait veriler kullanılarak, finansal oranlar hesaplanmıştır. Bu finansal oranlar analizlerde bağımsız değişkenleri oluşturmuş, bağımlı değişken ise işlem bazlı manipülasyonun gerçekleşme durumuna göre “0” ve “1” şeklinde dikotomik olarak kodlanmıştır. Yapılan analizlerin sonucunda “Aktif Kârlılığı” ve “Hisse Başına Defter Değeri” bağımsız değişkenlerinin, işlem bazlı manipülasyonun belirlenmesinde önemli finansal oranlar olduğu tespit edilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre bu iki göstergenin de yüksek değerde olması, hisse senedinde işlem bazlı manipülasyonun gerçekleşme olasılığını azaltmaktadır. Bununla beraber yapılan analizlerin sonucunda işlem bazlı manipülasyonun gerçekleşme olasılığını artıran finansal oranlara ve kesin bulgulara ise ulaşılamamıştır.
Matthijs Nelemans	2008	Bu çalışmada “desteklenmeyen fiyat baskısı” anlayışı benimsenmiştir. Desteklenmeyen fiyat baskısı yatırımcıların piyasada rutin olarak gerçekleştirdiği fiyat baskısından farklı olarak şüphe uyandıran fiyat hareketleri olarak nitelendirmiştir. Nelemans'a göre bir düzenleyici, hisse senedi fiyat değişiminin büyüklüğünden çok fiyat baskısının boyutuna odaklanmalıdır. Sonuç olarak, desteklenmeyen fiyat baskısının piyasa operasyonları üzerinde negatif etkiye sahip olduğunu gözlemlemiş ve likiditeyi azalttığını ortaya koymuştur. Araştırmanın önerisi, politika yapıcıların desteklenmeyen fiyat baskısına göre bir manipülasyon yasağı dizayn etmesidir.

Yazar	Yıl	Bulgular
Ahmet Kurtaran	2009	Bu çalışmada, 1998-2007 yılları arasında Borsa İstanbul'da işlem gören hisse senetlerinin aylık getirileri kullanılmıştır. Çalışmada farklı verilerle iki ayrı test yapılmıştır. Böylece sonuçların birbiriyle tutarlı olup olmadıklarını görülmüş ve ona göre değerlendirme yapılmıştır. İlk testte sadece açıklayıcı değişken olarak hisse senetleri, ikinci testte ise makro ekonomik değişkenler kullanılmıştır. Her iki testte de ilk aşamada faktör analizi yapılmış, sonraki aşamalarda modelin öngördüğü iki aşamalı test sürecine yönelik olarak çoklu doğrusal regresyon analizi kullanılmıştır. Böylece, arbitraj fiyatlandırma modelinin Borsa İstanbul'da yer alan hisse senetlerinin fiyatlandırılmasında geçerli olup olmadığı belirlenmeye çalışılmıştır. Araştırma sonucunda arbitraj fiyatlandırma modelinin Borsa İstanbul'da geçerli olduğu, hisse senedi getirilerinin en az iki sistematik risk faktöründen etkilendiği bulunmuştur.
Carole Comerton-Forde, Tālis J. Putniņš	2011	Bu çalışmada manipülasyona ilgili olarak iki önemli konu üzerinde durulmuştur. İlk olarak çeşitli ticari özelliklerde hisse senetlerinin kapanış fiyatı manipülasyonun etkileri ölçülmüştür. Bunun için Amerika ve Kanada Borsası'ndan 184 kapanış fiyatı manipülasyon örneği incelenmiştir. Tüm uygulamalarda manipülatörler kapanış fiyatını arttırmaya çalışmışlardır. Bu örneklerden yola çıkarak manipülasyon sürecinde gün sonu fiyat verilerinin oldukça arttığıyla ilgili olarak güçlü kanıtlar elde edilmiştir. Manipülasyon (- % 1,4 ve %1,9 arasında her zamanki seviyelerine göre yaklaşık altı kat daha büyük) gün sonu getirilerinde artışa neden olmaktadır. Bu anormal getiriler piyasalarda sabah saatlerinde eski seviyesine dönmektedir. Ayrıca manipülasyon sırasında işlem sıklığı (%0.11 ve % 0.63 arasında) arttığı gözlenmiştir. Çalışmada ikinci olarak; kapanış fiyatları manipülasyonu ile ilgili kullanılabilir, ampirik çalışmalar için faydalı bir endeks oluşturulmuştur. İndeks 1997 ve 2009 yıllarını kapsamakta olup veriler özgün bir şekilde toplanmıştır. Elde edilen sonuçlara göre manipülasyon fiyat doğruluğu üzerinde önemli ve zararlı bir etkiye sahiptir. Fiyat çarpıtmaları genellikle kısa bir süre için olmasına rağmen kapanış fiyatlarının yaygın kullanımından dolayı sonuçları önemli ölçüde etkilemektedir.

Yazar	Yıl	Bulgular
Ulrich Horst ve Felix Naujokat	2011	<p>Bu çalışmada Almgren tarafından kullanılan lineer bedel fonksiyonuyla yarı kapalı form çözümü elde edilmiştir. Bu çözümün analizi, piyasa manipülasyonunun nasıl azaltılabileceğini göstermektedir. Yatırımcının temelde fiyat üzerinde kalıcı bir etkisi olmadığına, piyasa manipülasyonunun olmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Bununla beraber toplam işlem hızının işlem yapan kişilerin artmasıyla azaldığı öne sürülmüştür. Daha çok likit sağlayıcının varlığı; rekabete ve daha az piyasa manipülasyonuna yol açmaktadır. Öyle ki piyasada işlem yapanların sayısı sonsuza ulaştığında manipülasyon da yok olmaktadır. Manipülasyondan kaçınmak için uygulanabilecek stratejilerden biri halka açılmadır. İkinci bir strateji ise eldeki hisse senetlerinin çeşitlendirilerek farklı işlemler yapılmasıdır.</p>
Rebecca Söderström	2011	<p>Bu çalışma piyasa manipülasyonunun düzenlemesi amacıyla bir yaklaşım oluşturmak adına kurgulanmıştır. Amerika ve Avrupa'nın piyasa manipülasyon rejimleri, piyasa etkisi perspektifinden tanımlanmış, karşılaştırılmış ve analiz edilmiştir. Çalışmada, piyasa manipülasyonu düzenlemesinin dizaynı yaklaşımı için üç prensip ortaya konulmuştur:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Düzenlemeler, piyasa fonksiyonlarını korumalıdır. Yatırımcının güveninin ve piyasa veriminin yükseltilmesini mümkün kılmalıdır. • Yasaklamalar, spesifik etkili olmalı, kapsamlı türden olmamalıdır. • Tüketici perspektifi, bu alandaki kanunlar için, temel motivasyon olmamalıdır.
Hazar Altınbaş	2012	<p>Bu çalışmada Borsa İstanbul'da kapanış fiyatı manipülasyonunun olup olmadığı araştırılmıştır. Standart bir en küçük kareler regresyonundan bir model türetilmiştir. Çalışma sonucunda, kapanış fiyatı manipülasyonu varlığıyla ilgili istatistiksel olarak anlamlı bir bulgu elde edilememiştir.</p>
Tālis J. Putniņš	2012	<p>Bu çalışmada çok çeşitli şekillerde ve koşullarda gerçekleşen manipülasyon olaylarının hangi sıklıkta gerçekleştiğini ve bunların etkilerini, ayrıca belirli düzenlemelere nasıl yanıt verdiği araştırılmıştır. İşlem bazlı manipülasyon durumlarını içeren kapsamlı bir veri seti toplanmış, gözlemlenebilir kısmi problemlerle tahmin metodu belirlenmiş ve kontrollü deneyler yapılmıştır. Çalışmada, farklı şekillerde</p>

		piyasada gerçekleşen manipülasyonlarının sınıflandırması yapılmış ve manipülasyon türleri tanımlamaya çalışılmıştır. Manipülasyonun yalnızca küçük ve likit olmayan firmalara dayandırılmaması gerektiği örneklerle savunulmuştur. Ayrıca manipülasyonun yalnızca tecrübeli piyasa katılımcıları tarafından değil, genç ve yeni katılımcılar tarafından gerçekleştirilebileceği gözlemlenmiştir.
Ke Liu, Kin Keung Lai, Jerome Yen, Qing Zhu	2013	Bu çalışmada fiyat manipülasyonunun en yaygın kullanım stratejisi olan işlem bazlı ramping yönteminin geçerli olup olmadığını test etmek amacıyla Çin borsasındaki en kötü iki manipülasyon olayı incelenmiştir. Çalışmada ramping'i açıklarken dört temel aşamadan bahsedilmiştir. Bu aşamalar: Absorbing Shares (Hisseleri emme), Shaking (Sallama: Pumping'e hazırlık), Pumping (Pompalama), Releasing Shares (Hisseleri Bırakma). Çalışma sonucunda Çin borsasında ramping manipülasyonunun varlığını gösteren amprik bulgulara rastlanmıştır.
Serkan İmisiker ve Bedri Kamil Onur Tas	2013	Bu çalışmada 1998 ile 2006 yılları arasında Borsa İstanbul'da işlem gören hisse senetlerinde gerçekleşen manipülasyon olayları (SPK' nın ilan ettiği 306 manipülasyon vakası) "probit regresyon" ve "dinamik probit analizi" yöntemiyle amprik olarak incelenmiştir. Çalışmanın temel sonucu küçük, halka arz durumu daha az olan ve yüksek kaldıraç oranına sahip firmaların borsa manipülasyonuna daha fazla duyarlılık göstermiş olmasıdır. Ayrıca daha önceden manipülasyona uğramış hisse senetlerinin manipülasyona uğrama olasılığının da önemli derecede yüksek olduğunu ortaya çıkmıştır. Çalışmanın bir başka bulgusu halka açıklık oranı yüksek olan bir piyasanın manipüle olma olasılığının çok daha az olduğudur.
Pierre Hillion, Matti Suominen	2013	Bu çalışmada Paris Borsası'nda işlem gören hisse senetlerinin optimal kapanış fiyat mekanizmasını araştırılmıştır. Hisse senetleri kapanış fiyat manipülasyonu ajans temelli bir model oluşturarak incelenmiştir. Farklı kapanış fiyatı mekanizmalarında manipülasyon süresince kapanış fiyatları belirlenmeye çalışılmıştır. Kullanılan model eşit piyasa mekanizmalarında (Paris Borsası) işlem gören hisse senetlerinin kapanış fiyatlarında müşterilerin çıkarsamalarını değiştirmek için manipülasyon yapan bir broker (aracı-menkul kıymet alıp satan kişinin) ile ilgilidir. Çalışmada Paris Borsası'nda Ocak 1995 ile Nisan 1995 arasında en likit olan 40 hisse senedi kullanılmıştır. Çalışmada yatırımcıların hisse senetlerinin doğru fiyatlarına ulaşabilmeleri için aynı zaman dilimindeki diğer işlem fiyatlarını

		karşılaştırmaları gerektiği öne sürülmüştür. Çünkü aracı firmaların piyasadaki hisse senetlerini manipüle etme olasılıkları mevcuttur.
Timothy A. Kruse and Steven K. Todd	2013	Bu çalışmada 1899 yılında Brooklyn Rapid Transit demiryolu şirketinin hisse senetlerinde meydana gelen manipülasyon olaylarının nedenleri ve sonuçları kullanılarak New York Borsası'nda meydana gelen manipülasyon olayları açıklanmaya çalışılmıştır. 1899 yılındaki olayları günümüz piyasa dinamiklerine ışık tutabileceğinden dolayı 1899 yılında uygulanan yıkıcı ticari stratejiler ile bugünkü piyasadakiler arasındaki paralel durumlar ele alınmıştır. Kruse ve Todd'a göre (2013) Brooklyn Rapid Transit şirketinin New York Borsası tarihinde en karlı ve en fazla işlem gören şirket olması bu çalışma için ideal bir araç olma sebebidir. Çalışmada öncelikle fiyat manipülasyonu stratejilerinden genel hatlarıyla bahsedilmiştir. Manipülasyon stratejilerinden ayı ve boğa taktiği üzerinde de durulmuştur. Ayı stratejinde fiyatlar düşürülmeye çalışırken, boğa stratejisinde fiyatların yükseltilmeye çalışıldığı gösterilmiştir. Çalışmada 1899 yılında Brooklyn Rapid Transit hisse senetlerinin likidite, getiri ve volatilitesi ile ilgili New York Borsası ile karşılaştırmalı tablolar oluşturulmuştur ve çıkarımlarda bulunulmuştur. Çalışmaya göre manipülasyon piyasa volatilitésinin artmasına ve olumsuz fiyat etkisine neden olmuştur. Rekabetçi piyasada serbest bir şekilde gerçekleşen fiyat piyasalardaki yanlış bilgi sinyalleri ile gerçekçi belirlenemeyebilir. Sonuç olarak bu çalışmada Kruse ve Todd manipülasyon olaylarının; geçmişte yaşanmış olup, günümüzde de yaşanıyor olması ve dahası, gelecekte de devam edecek olması gerçeğini vurgulamışlardır.
Yu Chuan Huang, Yao Jen Cheng	2013	Bu çalışmada Tayvan Menkul Kıymetler Borsası'ndaki 1991 ile 2010 yılları arasında hisse senedi manipülasyonları incelenmiştir. Özgün bir veri seti kullanarak manipülasyon özellikleri ve piyasaya olan etkileri incelenmiştir. Elde ettikleri sonuçlara göre manipüle olan firmalar küçülmeye ve zayıf kurumsal yönetime sahip olmaya eğilim göstermektedir. Birçok manipülasyon olayı "pump-and-dump" ve "istikrar operasyonu" stratejilerini içermektedir. Pump-and-dump, manipülasyon süresince geçici olarak fiyatların yükselmesine, artan volatiliteye, geniş işlem hacimlerine, kısa dönemli fiyat devamlılığına ve uzun dönem fiyatların tersine çevrilmesine sebep olmuştur. Bunlar da piyasa etkinliği üzerinde önemli bir darbe etkisi yaratmıştır. İstikrar durumlarında ise manipülasyon dönemi sonrası anormal getiriler manipülasyon dönemi öncesi getirilerden daha az ve fiyatların düşüşü dışında piyasa performansına çok fazla etkisi olmamıştır. Ayrıca manipülasyon etkilerini firma temelleri üzerinde

		incelemişlerdir. Elde edilen sonuçlara göre Tayvan Borsası'ndaki manipülatörlerin yarısından fazlası dış etkenli büyük spekülâtorlerdendir. Çıkarılan bir başka sonuç ise manipüle olan firmaların zayıf kurumsal yönetime ve finansal raporlama kredibilitesi düşük firmalar olmasıdır.
Junfeng Qiu, Yongli Zhang	2013	Bu çalışmada içeriden kişilerin (zorunlu açıklama kurallarına tabi kişi-içeriden bilgi sahibi kişiler) işlem bazlı manipülasyon stratejilerinden biri olan açığa satış kısıtlamalarına etkisi incelenmiştir. Temel olarak açığa satış kısıtlamalarının hisse senedi fiyat manipülasyonunu nasıl etkilediği araştırılmıştır. Çalışmada iki farklı durumla ilgili olarak iki durum modellemesi kullanılmıştır. Birinci modellemede açığa satış kısıtlamaları yer alırken ikinci modelde açığa satış kısıtlamaları yer almamaktadır. Ayrıca açığa satış kısıtlamalarının refah çıkarımları da analiz edilmiştir. Bulgulara göre açığa satış kısıtlamaları manipülasyonu arttırmaktadır. İçeriden bilgi sahibi kişiler de elinde olan bilgilere istinaden açığa satış pozisyonu alarak kar edebilir, fiyatların yönünü değiştirebilirler. Bununla birlikte açığa satış kısıtlamaları fiyatların volatilitelerini azaltır, kısıtlamaların bağlayıcı özelliklerinin de azalmasına sebep olur. Yine, içeriden yalnızca bilgisiz kişiler bilgili gibi davranıp manipüle etmez, fakat bilgisizce işlem yapan kötü haber sahipleri iyi habere sahiplermiş gibi de manipülasyon yapabilirler. Açığa satış kısıtlamalarından dolayı içeriden bilgi alan kişiler bu bilgilerinin aksine ilk alış satış yaparak kar edebilirler. Bu stratejik alış ve satışlar asimetrik fiyat hareketleriyle sonuçlanır. Refah analiz sonuçlarına göre ise dayatılan açığa satış kısıtlamaları içerideki kişilerin kar beklentisini içerideki kişilerin koşullarına ve bilgi durumlarına göre artırıp, azaltabilir.
Dionigi Gerace, Charles Chew, Christopher Whittaker, Paul Mazzola	2014	Bu çalışmada Hong Kong Borsası'nda 1996 ve 2009 yılları arasında gerçekleşmiş olan 40 manipülasyon vakası incelenmiştir. Veri seti hisse senetlerinin saniyelik alış satış işlem hacim ve fiyatları ile gün içi bilgilerinden oluşmaktadır. Regresyon analizi ile manipülatörlerin Hong Kong Menkul Kıymetler Borsası'nda fiyat ve karlılıkta değişiklik yapabilmelerinin mümkün olup olmadığı sınanmış ve piyasa verimliliğinde manipülasyon ölçümü gerçekleştirilmiştir. Elde edilen sonuçlara göre manipülasyon dönemi boyunca piyasa fiyatları artışta seyretmektedir.

Yazar	Yıl	Bulgular
Eyüp Kadioğlu	2014	<p>Bu alışmada Borsa İstanbul’da kapanış fiyatı manipölasyonunu test etmek üzere 1 Kasım 2006 – 31 Mayıs 2012 döneminde ayrı endekslerde yer alan 102 adet hisse senedi kullanılmıştır. Çalışmada ayrıca aynı dönem içerisinde Borsa İstanbul’da açılış seansı uygulamasına geçilmesi, diskette emir iletimi uygulamasının kaldırılması, fiyat adımlarının küçültölmesi, emir iptalinin serbest bırakılması ve kapanış seansı uygulamasına geçilmesinin gün içi yapılarla olan etkileri araştırılmıştır. Borsa İstanbul’un seans açılışlarında ve kapanışlarındaki getirinin diğer zaman dilimlerine göre daha yüksek olduğu gözlemlenmiştir. Borsa İstanbul’un seans açılışındaki volatilitenin yüksek olduğu ve seans sonuna doğru bu volatilitenin azaldığı gözlemlenmiştir. Açılış seansı uygulaması getiriyi istatistiki olarak önemli ölçüde değiştirmiş olup, açılış seansı ile birlikte ilk 15 dakikalık getirilerde önemli bir düşüş olmuştur. Ancak açılış seansı uygulaması açılışta gözlemlenen volatiliteni de anlamlı bir şekilde arttırmıştır. Kapanış seansı uygulaması kapanıştaki getiriyi ve sabah açılışta gözlemlenen volatiliteni anlamlı bir şekilde düşürmüştür.</p>
A.S.M. Sohel Azada, Saad Azmat, Victor Fang, Piyadasa Edirisuriya	2014	<p>Bu alışma üç Güney Asya borsasında (Bangladeş, Hindistan ve Pakistan) işlem gören hisse senetlerinin kapanış fiyatları ile ilgili bir çalışmadır. Bu çalışmada piyasa verimliliği, hisse senedi fiyat ve işlem hacmi ilişkisi konusunda çıkarımlarda bulunulmuştur. Çalışmada 1990-2010 dönemine ait veriler Thomson Reuters Data Stream’den elde edilmiştir. Çalışma sonucunda piyasa verimsizliği ile ilgili kapsamlı kanıtlar elde edilmiştir. Çalışmada ayrıca manipölasyon süreci boyunca fiyatlar incelenmiş, aşırı alış ve satış dönemlerinde hisse senedi fiyatlarında çöküşten önce yapay bir artış olduğu gözlemlenmiştir. Çalışmada Güney Asya Borsalarında manipölatif durumları önlemek için yasa düzenleyiciler tarafından uygun reformların gereğine vurgu yapılmıştır.</p>

Yazar	Yıl	Bulgular
Tuncer Çalışkan	2015	Bu çalışmada, 2001– 2013 yılları arasında Sermaye Piyasası Kanununun md.107/1 ve md. 107/2 çerçevesinde Borsa İstanbul’da işlem gören ve yasa çerçevesinde işlemlerine yasak getirilen yatırımcıların profilleri araştırılmıştır. Sermaye Piyasası Kurulu’nun internet sitesinde “işlem yasaklılar” başlığı altında yer alan veriler kullanılarak, 107. madde çerçevesinde Borsa İstanbul’da işlemlerinde yasaklama getirilen yatırımcıların profilleri hakkında bilgi verilmiştir.
Serkan İmişiker, Rasim Özcan, Bedri Kamil Onur Taş	2015	Bu çalışmada Borsa İstanbul’da iki önemli araştırma sorusu üzerinde durulmuştur. Birincisi “BIST’de aracılar tarafından yönetilen işlemler manipülasyon ile uyum gösterir mi?” İkincisi “bu aracılar manipülatif davranışlardan getiri sağlıyorlar mı?” Bu çalışma işlem bazlı manipülasyon stratejilerinden “pump-and-dump” fiyat manipülasyonu üzerine kurgulanmıştır. Aracıların pump-and-dump işlemleri ile daha yüksek kar edebildikleri gözlemlenmiştir. Çalışmayla ilgili oluşturulan özgün veri seti 2003-6 dönemine ait aracı kurumların yaptıkları işlemlerle ilgili olarak her türlü detayı içermektedir. Veri setinde 2003-6 döneminine ait 1172 farklı aracı 269 hisse senedi ve 228.130 durum söz konusudur. Çalışmanın bulgularına göre manipülatif işlemler ve aracılardan getirileri arasında önemli ve pozitif oranda bir ilişki söz konusudur. Bu sonuçlar gösteriyor ki pump-and-dump manipülasyonu ile yüksek kar elde etmek, gelişmekte olan piyasalarda daha az gelişen piyasalara göre (örneğin; Karachi Stock Exchange) daha zor olmaktadır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

HİSSE SENEDİ PİYASALARINDAKİ MANİPÜLASYON SÜRECİNİN ANALİZİ: BORSA İSTANBUL ÜZERİNDE AMPİRİK BİR UYGULAMA

3.1. ARAŞTIRMANIN AMACI VE ÖNEMİ

Hisse senedi piyasalarında yatırımcı kararlarının belirlenmesinde hisse senetlerinin fiyat davranışları önemli bir rol oynamaktadır. Bu nedenle hisse senedi fiyatlarını derinden etkileyen manipülasyonların hisse senetleri üzerindeki etkilerinin analiz edilerek manipülasyon sürecinin anlaşılması başta politika yapıcılar olmak üzere piyasa katılımcıları ve tüm ekonomi için oldukça önemlidir. Manipülasyonlar piyasadaki fiyat mekanizmasını olumsuz yönde etkileyerek piyasaların etkin faaliyet göstermesini engelleyebilir. Manipulatörler haksız kar elde ederek, piyasadaki yatırımcıların zarar görmesine ve piyasalardan uzaklaşmasına sebebiyet verebilir. Bu da tüm ülke ekonomisinin zarar görmesi anlamına gelebilir.

Bu kapsamda bu tezin temel amacı Türkiye hisse senedi piyasalarında (Borsa İstanbul'da) 2005-2013 yılları arasında gerçekleşen manipülasyon olaylarının getiri, volatilité ve işlem hacmi üzerindeki etkilerini analiz etmektir.

3.2. ARAŞTIRMANIN VERİLERİ

Bu çalışmada 2005-2013 yılları arasında Sermaye Piyasası Kurulu'nun ilan etmiş olduğu Borsa İstanbul'a kote olan firmalarda gözlemlenen tüm işlem bazlı manipülasyonlar ele alınmıştır. Bu manipülasyonlar (SPK'nın eski 2499 sayılı kanununun 47/A-2 hükmü ve yeni 6362 sayılı SPK'nın 107/1 hükmüne bağlı olarak) SPK'nın haftalık bültenlerinden tek tek derlenerek oluşturulmuştur. Bu kapsamda 2005-2013 tarihleri arasında toplam 170 adet manipülasyon olayı gözlemlenmiştir. Bu manipülasyonların 116'sı farklı firmalara ait

manipülasyonlardır. Analiz kapsamında verisi Thomson Reuters Data Stream’de mevcut olan 99 adet firmanın verileri kullanılmıştır. Çalışmada ayrıca kontrol seti olarak manipülasyona uğramayan 99 adet firmanın verisi de kullanılmıştır. Manipülasyona uğramayan 99 firmanın verisi ulusal pazarda yer alan 306 firma arasından rastsal olarak seçilmiştir. Kontrol veri setinin oluşturulmasındaki amaç; manipülasyona uğrayan firmalardaki manipülasyon dönemine ait fiyat davranışlarının manipülasyona uğramayan firmalar için de gözlenip gözlenmediğini test etmektir. Bir başka ifadeyle eğer manipülasyona uğrayan bir firmanın sadece manipülasyon dönemine ait gözlenen fiyat davranışları manipülasyona uğramayan firmalar için de gözlemlenebiliyorsa o halde bu davranış kalıbının sadece manipülasyondan kaynaklandığını iddia etmek çok da gerçekçi olmayabilir.

3.3. ARAŞTIRMANIN SINIRLARI

Bu çalışmada 2005-2013 yılları arasında Borsa İstanbul’da gerçekleşen tüm işlem bazlı manipülasyonlar kullanılmıştır. Bu kapsamda çalışmanın sonuçları tüm ülkeler ya da Türkiye’deki tüm manipülasyon olayları için (işlem bazlı, bilgi bazlı, hareket bazlı manipülasyonlar) genellenemez.

3.4. ARAŞTIRMANIN YÖNTEMİ

Bu çalışma Türkiye’de 2005-2013 yılları arasında gerçekleşen işlem bazlı manipülasyonların etkilerini analiz etmek amacıyla gerçekleştirilmiştir. Bu kapsamda aşağıdaki adımlar izlenmiştir.

Öncelikle Borsa İstanbul’da işlem gören hisse senetlerinin manipülatörler tarafından gerçekleştirilen işlem bazlı manipülasyonlara nasıl tepki verdiğini analiz etmek amacıyla, getiri, volatilité ve işlem hacmine ait özet istatistikler ve dağılımlar 4 farklı senaryo (manipülasyon öncesi, manipülasyon sonrası, manipülasyon dönemi, manipülasyon dışı dönem) ve kontrol grubu (manipülasyona uğramayan hisse senetleri) için karşılaştırmalı olarak analiz edilmiştir.

Araştırmada manipülasyon dönemi bir hisse senedinin manipülasyona uğradığı zaman aralıklarını tanımlarken, manipülasyon öncesi dönem hisse senedinin manipülasyona uğramadan önceki 1 yılı, manipülasyon sonrası dönem ise hisse senedinde manipülasyonun bittiği tarihten sonraki 1 yıllık süreyi kapsamaktadır. Manipülasyon dışı dönem ise hisse senedinin manipülasyona uğradığı zaman aralıkları dışında kalan zamanları kapsamaktadır.

Burada temel amaç manipülatörlerin manipülasyona uğrattıkları hisse senetlerinde yapay olarak nasıl bir davranış kalıbı oluşturduklarının analiz edilmesidir. Örneğin “Borsa İstanbul’daki hisse senetleri üzerindeki gerçekleştirilen manipülasyonlar fiyatların düşmesi yönünde mi yoksa yükselmesi yönünde mi bir baskı oluşturur” ya da “işlem hacmi manipülasyon süresince nasıl farklılık gösterir” sorularına yanıt aramak bu bölümün temel amacıdır.

İkinci adım olarak dört farklı dönem ve kontrol grubu için farklılık gösteren fiyat hareketlerinin istatistiksel olarak anlamlı farklılık olup olmadığının sınanması için Kolmogorov - Smirnov testi kullanılmıştır.

Son adım olarak manipülatörlerin manipülasyon yaptıkları hisse senetlerini seçerken getiri, işlem hacmi ve volatalite herhangi bir rol oynayıp oynamadığını test edebilmesi için 198 firmanın (99 adet manipülasyona uğramış, 99 adet manipülasyona uğramayan kontrol grubu) verisi kullanarak aşağıda ifade edilen regresyon modeli tahmin edilmiştir. Bu modelde “T” kukla değişkendir. Manipülasyona uğrayan firmalar için 1, manipülasyona uğramayan firmalar için 0 değerini almaktadır.

$$\text{Getiri} = \alpha_0 + \alpha_1 * I \quad (\text{Model 1})$$

$$\text{Volatalite} = \alpha_0 + \alpha_1 * I \quad (\text{Model 2})$$

$$\text{İşlem Hacmi} = \alpha_0 + \alpha_1 * I \quad (\text{Model 3})$$

Yukarıdaki modellerde getiri logaritmik fiyat farkı olarak hesaplanırken, volatilité Agarwal ve Wu (2006) takip edilerek ilgili dönemlere ait getirilerin standart sapması olarak hesaplanmıştır. İşlem hacmi verileri Thomson Reuters Data Stream’den alınmıştır. Yukarıda ifade edilen en küçük kareler yöntemine göre

tahmin edilen modeller spesifikasyon testleri de yapılmış ve modeldeki ekonometrik geçerlilikleri sılandıktan sonra raporlanmıştır.

3.5. AMPİRİK BULGULAR

Manipulatörlerin işlem bazlı manipülasyon gerçekleştirdikleri hisse senetlerinde yapay getiri, volatilité ve işlem hacmi hareketlerinin oluşup oluşmadığının sınanması amacıyla özet istatistikler Tablo 3 de, dağılımlar Şekil 1 ve Şekil 6 için oluşturulmuştur. Ayrıca dağılımlar arası istatistiksel olarak anlamlı farklılık olup olmadığını test etmek amacıyla Kolmogorov-Smirnov testleri yapılmıştır.

Aşağıdaki tabloda 2005 ile 2013 yılları arasında üzerinde manipülasyon yapılan firma sayıları yıllar itibariyle raporlanmıştır. Manipülasyon yapılan firma sayıları belirlenirken aynı firmada aynı yıl içerisinde birden fazla kez manipülasyon yapılmış olması dikkate alınmış olup, bir firmanın yıllara yaygın manipülasyon süresinde her iki yıl için de firma sayısı ayrı olarak dikkate alınmıştır.

Tablo 2: 2005-2013 Yılları Arasında Üzerinde Manipülasyon Yapılan Firma Sayıları

Manipülasyon Yılı	Manipülasyon Yapılan Firma Sayısı
2005	19
2006	19
2007	27
2008	19
2009	27
2010	16
2011	16
2012	10
2013	12

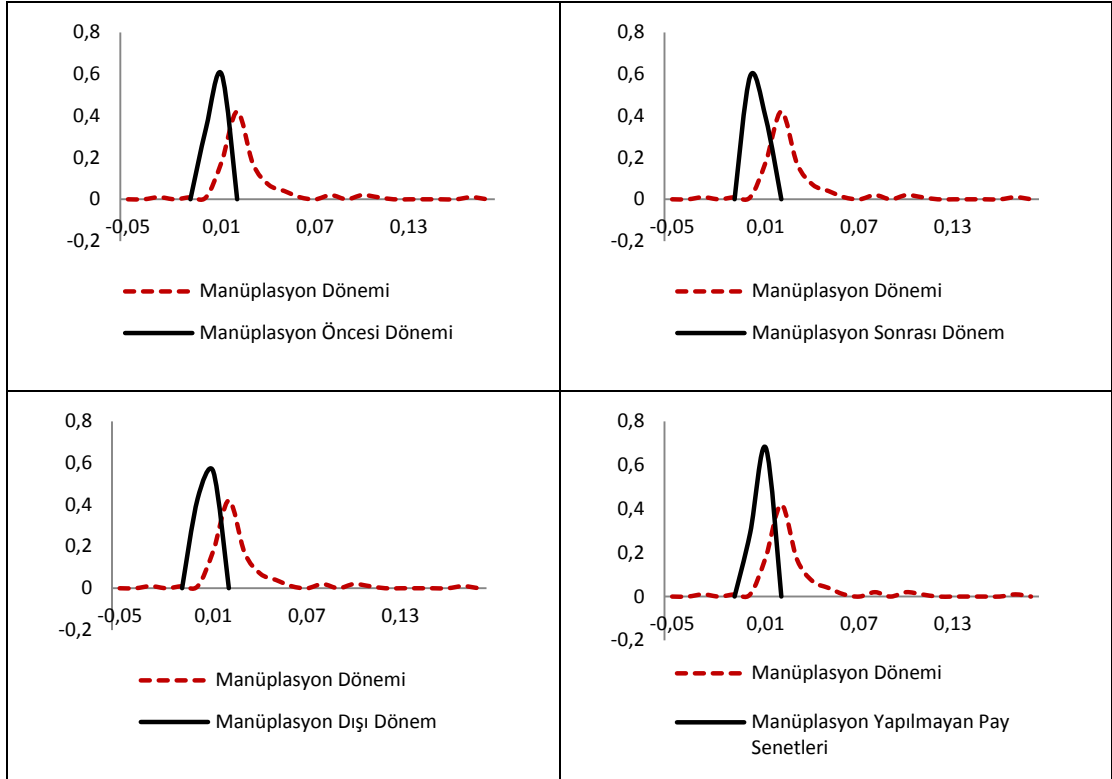
Tablo 2 incelendiğinde 2005-2013 yılları arasında Borsa İstanbul'da gözlemlenen manipülasyon sayısı yıllar itibariyle azalış göstermiştir.

Tablo 3: Manipülasyona Uğrayan ve Manipülasyona Uğramayan Pay Senetleri İçin
Özet İstatistikler

	Ortalama	Standart Sapma	Basıklık	Çarpıklık
	Manipülasyon Dönemi			
Getiri	0,012392	0,025074	13,678309	3,046566
İşlem Hacmi	6043,401964	11109,841499	23,985111	4,504689
Volatilite	0,053062	0,024733	2,485756	1,311443
	Manipülasyon Öncesi Dönem			
Getiri	0,000510	0,002123	1,750501	0,596399
İşlem Hacmi	1707,947131	4389,264790	69,658024	7,872940
Volatilite	0,031363	0,008623	2,099712	0,123700
	Manipülasyon Sonrası Dönem			
Getiri	-0,000773	0,002495	0,175236	-0,245061
İşlem Hacmi	2119,051590	4671,470020	74,919610	8,184770
Volatilite	0,033731	0,009620	2,401636	0,245652
	Manipülasyon Dışı Dönem			
Getiri	0,000013	0,000698	2,584409	-1,362708
İşlem Hacmi	1710,1191	4079,8322	74,5585	8,2085
Volatilite	0,031928	0,006430	1,491339	0,882926
	Manipülasyon Olmayan Pay Senetleri			
Getiri	0,000140	0,000721	14,042170	-2,782004
İşlem Hacmi	7405,678140	27216,172333	63,370878	7,575862
Volatilite	0,026650	0,006044	5,087740	1,660154

Tablo 3'e göre manipülatörler manipülasyon yapacakları hisse senetlerini seçerken işlem hacmi düşük, getirisi ve volatilitesi yüksek hisse senetlerini seçme eğiliminde oldukları söylenebilir.

Şekil 1: Manipülasyon Dönemi, Manipülasyon Öncesi Dönem, Manipülasyon Sonrası Dönem ve Manipülasyon Dışı Dönem için Getiri Karşılaştırması

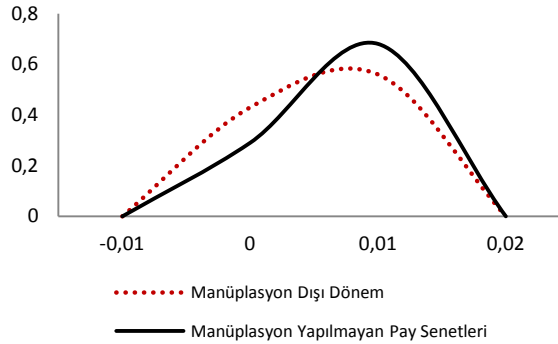


Şekil 1’de noktalı çizgi manipülasyon dönemi getiri dağılımlarını gösterirken, düz çizgi manipülasyon öncesi, manipülasyon sonrası, manipülasyon dışı ve manipülasyon yapılmayan hisse senetlerine ait getiri dağılımları göstermektedir. Şekil 1’de tüm paneller için açık bir şekilde görülmektedir ki manipülasyon dönemini gösteren noktalı dağılım diğer dönemlere göre (manipülasyon öncesi, manipülasyon sonrası, manipülasyon dışı ve manipülasyon yapılmayan hisse senetlerine ait getiri dağılımları) sağa çarpıktır. Bu sağa çarpıklık manipülasyon dönemlerinde hisse senetlerinin diğer dönemlere göre (manipülasyon öncesi, manipülasyon sonrası, manipülasyon dışı ve manipülasyon yapılmayan hisse senetlerine ait getiri dağılımları) daha fazla getiri sağladığını göstermektedir. Özetle manipülasyon dönemi ortalama getiri 0,012392 iken, manipülasyon öncesi dönem, manipülasyon sonrası dönem, manipülasyon dışı dönem, manipülasyon olmayan

hisse senetlerine ait dönem için ortalama getiriler sırasıyla, 000510,-0,000773; 0,0000130; 000140'dir.

Şekil 1'de görüldüğü üzere manipülasyon döneminde getiri yapay bir yükseliş trendi göstermektedir bu yükselişinin gerçekten manipülasyondan kaynaklanıp kaynaklanmadığının test edilmesi adına da Şekil 2'de oluşturulmuştur. Şekil 2'de noktalı çizgi manipülasyon dışı dönem için getiri dağılımlarını gösterirken, düz çizgi manipülasyon yapılmayan pay senetlerine ait getiri dağılımlarını göstermektedir. Şekil 2'de açık bir şekilde görülmektedir ki manipülasyon dışı döneme ait getiri dağılımı ile manipülasyon yapılmayan hisse senetlerine ait getiri dağılımları arasında anlamlı bir fark yoktur. Şekil 2'deki bu iki dağılım neredeyse aynı dağılım gibi görülmektedir.

Şekil 2 : Manipülasyon Dışı Dönem ve Manipülasyon Yapılmayan Pay Senetleri için Getiri Karşılaştırması



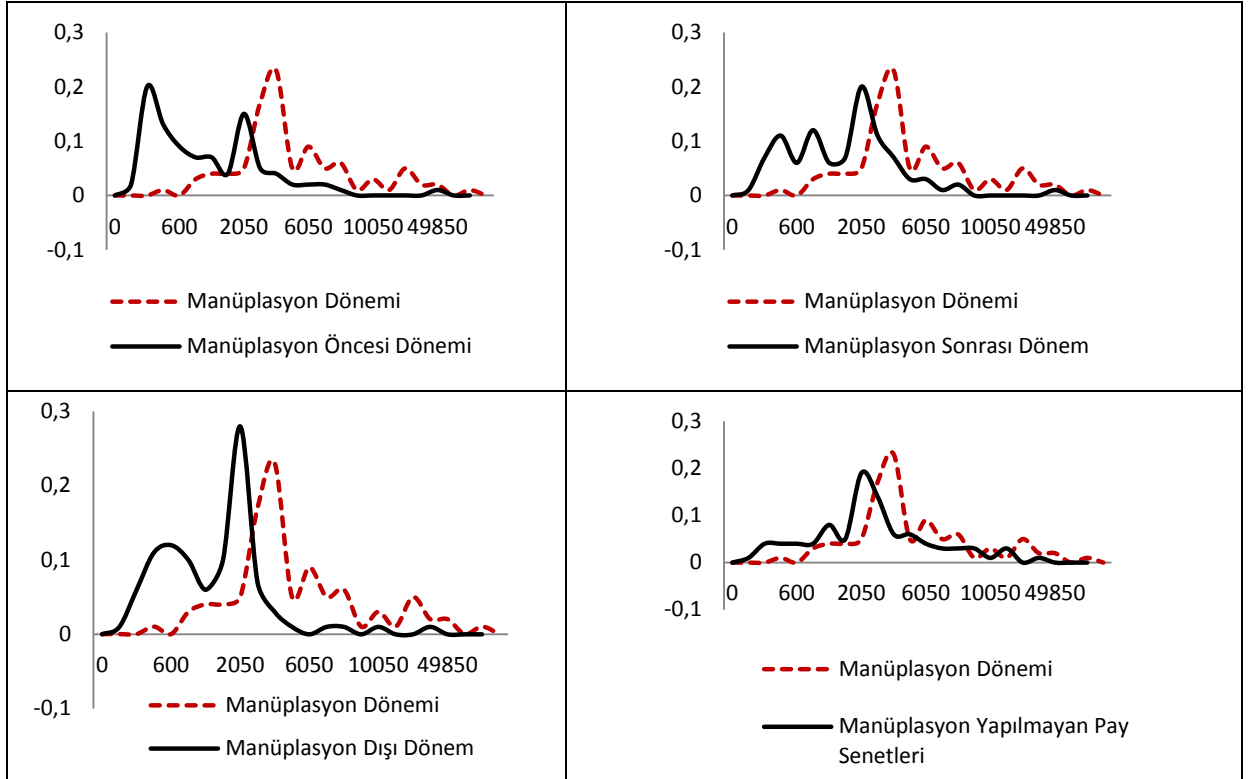
Şekil 1 ve Şekil 2'de gösterilen dağılımlar arasında istatistiksel olarak anlamlı farklılıklar olup olmadığının sınılanması adına Kolmogorov-Smirnov Testi yapılmıştır ve sonuçlar Tablo 4'de raporlanmıştır.

Tablo 4 : Getiriler için Kolmogorov-Smirnov Testi Sonuçları

	<i>Manipülasyon Dönemi</i>	<i>Manipülasyon Dışı Dönem</i>
<i>Manipülasyon Dönemi</i>	-	
<i>Manipülasyon Öncesi Dönem</i>	4,335 (0,000)	
<i>Manipülasyon Sonrası Dönem</i>	4,548 (0,000)	
<i>Manipülasyon Dışı Dönem</i>	5,118 (0,000)	-
<i>Manipülasyon Yapılmayan Pay Senetleri</i>	5,177 (0,000)	1,279 (0,076)

Tablodaki değerler Kolmogorov-Smirnov Z değerleridir. Parantez içindeki değerler olasılık (prob) değerleridir. Tablo 4'deki Kolmogorov-Smirnov testi sonuçları farklı dönemlere ait dağılımların istatistiksel olarak farklı dağılımlar olup olmadığını test etmektedir. Eğer Kolmogorov-Smirnov testine göre hesaplanan prob değeri 0,05'ten küçük ise h_0 hipotezi (h_0 : bu iki dağılım istatistiksel olarak farklı dağılımlar değildir.) reddedilir ve bu iki dağılımın istatistiksel olarak farklı dağılımlar olduğu onaylanır. Prop değeri 0,05'ten büyük ise H_0 kabul edilir ve bu iki dağılımın istatistiksel olarak aynı olduğu onaylanır. Tablo 4 incelendiğinde manipülasyon dışı ve manipülasyon yapılmayan hisse senetlerine ait dağılımlar dışındaki tüm diğer dağılımların istatistiksel olarak farklı dağılımlar olduğu onaylanmıştır.

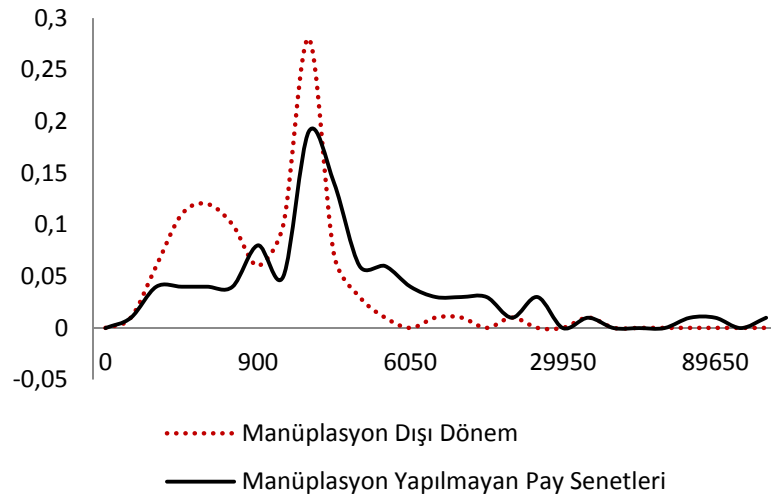
Şekil 3: Manipülasyon Dönemi, Manipülasyon Öncesi Dönem, Manipülasyon Sonrası Dönem ve Manipülasyon Dışı Dönem için İşlem Hacmi Karşılaştırması



Şekil 3’de noktalı çizgi manipülasyon dönemi işlem hacmi dağılımlarını gösterirken, düz çizgi manipülasyon öncesi, manipülasyon sonrası, manipülasyon dışı ve manipülasyon yapılmayan hisse senetlerine ait işlem hacmi dağılımlarını göstermektedir. Şekil 3’de tüm paneller için açık bir şekilde görülmektedir ki manipülasyon dönemini gösteren noktalı dağılım diğer dönemlere göre (manipülasyon öncesi, manipülasyon sonrası, manipülasyon dışı ve manipülasyon yapılmayan hisse senetlerine ait işlem hacmi dağılımları) sağa çarpıktır. Bu sağa çarpıklık manipülasyon dönemlerinde hisse senetlerinin diğer dönemlere göre (manipülasyon öncesi, manipülasyon sonrası, manipülasyon dışı ve manipülasyon yapılmayan hisse senetlerine ait işlem hacmi dağılımları) daha fazla işlem hacmine sahip oluklarını göstermektedir. Özetle manipülasyon dönemi ortalama işlem hacmi 6043,4 iken, manipülasyon öncesi dönem, manipülasyon sonrası dönem, manipülasyon dışı dönem, manipülasyon olmayan hisse senetlerine ait dönem için ortalama işlem hacimleri sırasıyla, 1707,9; 2119,05; 1710,1; 7405,67’dir).

Şekil 3’de görüldüğü üzere manipülasyon döneminde işlem hacmi yapay bir artış göstermektedir bu artışın gerçekten manipülasyondan kaynaklanıp kaynaklanmadığının test edilmesi adına da Şekil 4 oluşturulmuştur. Şekil 4’ de noktalı çizgi manipülasyon dışı dönem için işlem hacmi dağılımlarını gösterirken, düz çizgi manipülasyon yapılmayan pay senetlerine ait işlem hacmi dağılımlarını göstermektedir. Şekil 4’de açık bir şekilde görülmektedir ki manipülasyon dışı döneme ait işlem hacmi dağılımı ile manipülasyon yapılmayan hisse senetlerine ait işlem hacmi dağılımları arasında anlamlı bir fark yoktur. Şekil 4’deki bu iki dağılım neredeyse aynı dağılım gibi görülmektedir.

Şekil 4: Manipülasyon Dışı Dönem ve Manipülasyon Yapılmayan Pay Senetleri için İşlem Hacmi Karşılaştırması



Şekil 3 ve Şekil 4 ile gösterilen dağılımlar arasında istatistiksel olarak anlamlı farklılıklar olup olmadığının sınanması adına Kolmogorov-Smirnov Testi yapılmıştır ve sonuçlar Tablo 5’de raporlanmıştır.

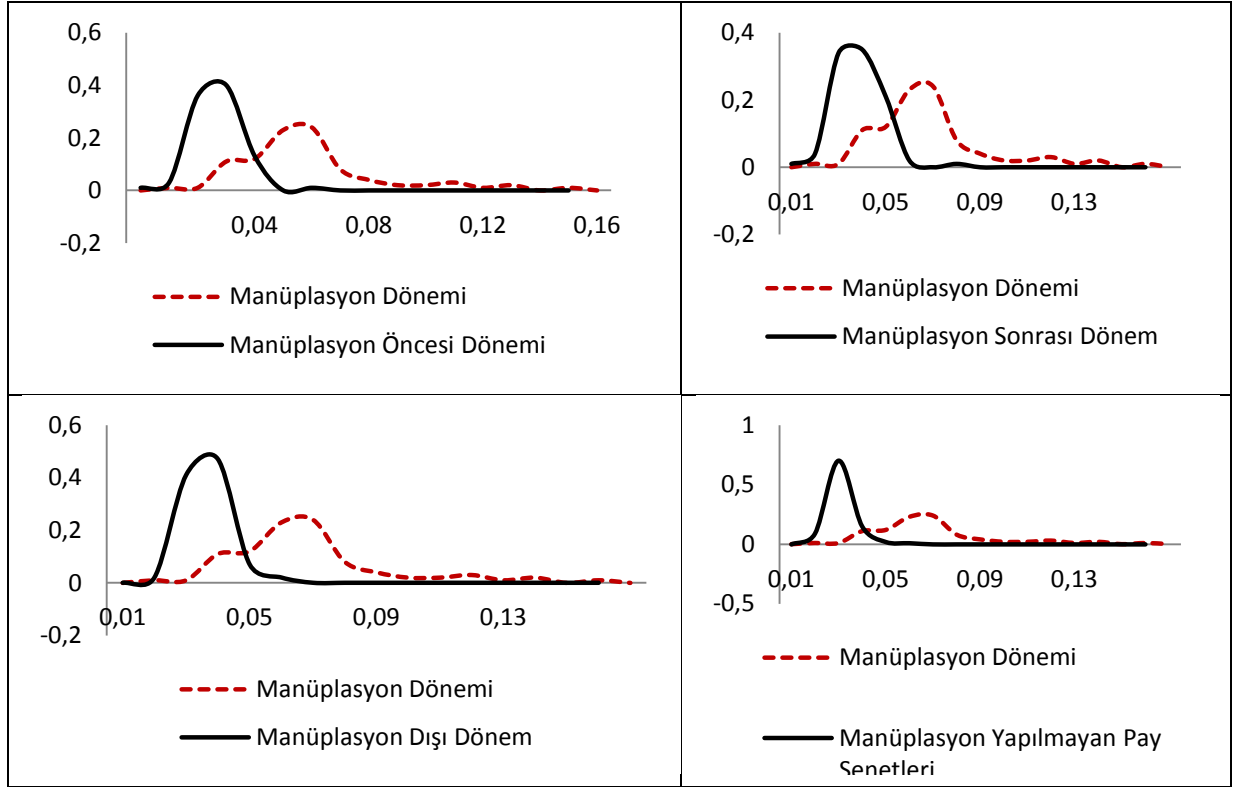
Tablo 5: İşlem Hacmi için Kolmogorov-Smirnov Testi Sonuçları

	<i>Manipülasyon Dönemi</i>	<i>Manipülasyon Dışı Dönem</i>
<i>Manipülasyon Dönemi</i>	-	
<i>Manipülasyon Öncesi Dönem</i>	3,695 (0,000)	
<i>Manipülasyon Sonrası Dönem</i>	3,558 (0,000)	
<i>Manipülasyon Dışı Dönem</i>	3,448 (0,000)	-
<i>Manipülasyon Yapılmayan Pay Senetleri</i>	1,279 (0,076)	2,461 (0,000)

Tablodaki değerler Kolmogorov-Smirnov Z değerleridir. Parantez içindeki değerler olasılık (prob) değerleridir.

Tablo 5'deki Kolmogorov-Smirnov testi sonuçları farklı dönemlere ait işlem hacmi dağılımlarının istatistiksel olarak farklı dağılımlar olup olmadığını test etmektedir. Tablo 5, manipülasyon dönemi işlem hacmi dağılımı ile manipülasyon yapılmayan hisse senetlerine ait işlem hacmi dağılımları dışındaki tüm diğer dağılımların istatistiksel olarak farklı dağılımlar olduğu onaylanmıştır. Bu kapsamda işlem hacmi için manipülasyona uğrayan hisse senetlerinin manipülasyon dönemine ait işlem hacmi dağılımları manipülasyon öncesi, manipülasyon sonrası ve manipülasyon dışı döneme göre istatistiksel olarak anlamlı farklılıklar gözlemlenmekte ancak manipülasyona uğramayan hisse senetlerinin işlem hacmi dağılımları ile manipülasyon dönemi işlem hacmi dağılımı arasında istatistiksel olarak anlamlı farklılık tespit edilememektedir. Burada açıktır ki hisse senetleri manipülasyon dönemlerinde artan işlem hacmine sahiptir. Ancak bu işlem hacmi artışının sadece manipülasyondan kaynaklandığını eldeki ampirik verilere dayalı olarak söylemek mümkün değildir.

Şekil 5: Manipülasyon Dönemi, Manipülasyon Öncesi Dönem, Manipülasyon Sonrası Dönem ve Manipülasyon Dışı Dönem için Volatilite Karşılaştırması

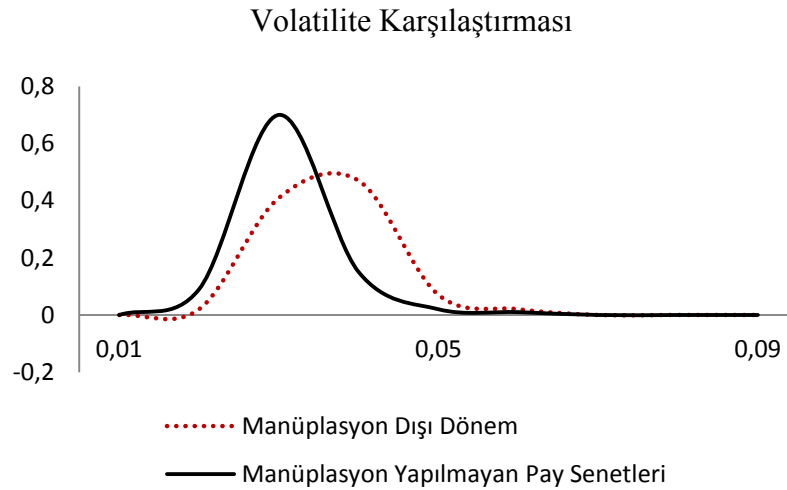


Şekil 5’de noktalı çizgi manipülasyon dönemi volatilite dağılımlarını gösterirken, düz çizgi manipülasyon öncesi, manipülasyon sonrası, manipülasyon dışı ve manipülasyon yapılmayan hisse senetlerine ait volatilite dağılımlarını göstermektedir. Şekil 5’de tüm paneller için açık bir şekilde görülmektedir ki manipülasyon dönemini gösteren volatilite dağılımı diğer dönemlere göre (manipülasyon öncesi, manipülasyon sonrası, manipülasyon dışı ve manipülasyon yapılmayan hisse senetlerine ait volatilite dağılımları) sağa çarpıktır. Bu sağa çarpıklık manipülasyon dönemlerinde hisse senetlerinin diğer dönemlere göre (manipülasyon öncesi, manipülasyon sonrası, manipülasyon dışı ve manipülasyon yapılmayan hisse senetlerine ait volatilite dağılımları) daha fazla volatil (volatilitelevlerinin daha yüksek) olduklarını göstermektedir. Özetle manipülasyon dönemi ortalama volatilite 0,053062 iken, manipülasyon öncesi dönem, manipülasyon sonrası dönem, manipülasyon dışı dönem, manipülasyon olmayan

hisse senetlerine ait dönem için ortalama volatiliteler sırasıyla, 0,031363; 0,033731; 0,031928; 0,026650'dir).

Şekil 5'de görüldüğü üzere manipülasyon döneminde volatiliteler yapay bir artış göstermektedir. Bu artışın gerçekten manipülasyondan kaynaklanıp kaynaklanmadığının test edilmesi adına da Şekil 6 oluşturulmuştur. Şekil 6'da noktalı çizgi manipülasyon dışı dönem için volatiliteler dağılımlarını gösterirken, düz çizgi manipülasyon yapılmayan pay senetlerine ait volatiliteler dağılımlarını göstermektedir. Şekil 6'da açık bir şekilde görülmektedir ki manipülasyon dışı döneme ait volatiliteler dağılımı ile manipülasyon yapılmayan hisse senetlerine ait volatiliteler dağılımları arasında anlamlı bir fark yoktur. Şekil 6'daki bu iki dağılım neredeyse aynı dağılım gibi görülmektedir.

Şekil 6: Manipülasyon Dışı Dönem ve Manipülasyon Yapılmayan Pay Senetleri için



Şekil 5 ve Şekil 6'da gösterilen volatiliteler dağılımları arasında istatistiksel olarak anlamlı farklılıklar olup olmadığının sınanması adına Kolmogorov-Smirnov Testi yapılmıştır ve sonuçlar Tablo 6'da raporlanmıştır.

Tablo 6: Volatilite için Kolmogorov-Smirnov Testi Sonuçları

	<i>Manipülasyon Dönemi</i>	<i>Manipülasyon Dışı Dönem</i>
<i>Manipülasyon Dönemi</i>	-	
<i>Manipülasyon Öncesi Dönem</i>	4,264 (0,000)	
<i>Manipülasyon Sonrası Dönem</i>	3,695 (0,000)	
<i>Manipülasyon Dışı Dönem</i>	4,548 (0,000)	-
<i>Manipülasyon Yapılmayan Pay Senetleri</i>	4,690 (0,000)	2,629 (0,076)

Tablodaki değerler Kolmogorov-Smirnov Z değerleridir. Parantez içindeki değerler olasılık (prob) değerleridir.

Tablo 6'daki Kolmogorov-Smirnov testi sonuçları farklı dönemlere ait volatilite dağılımların istatistiksel olarak farklı dağılımlar olup olmadığını test etmektedir. Tablo 6 incelendiğinde manipülasyon dışı ve manipülasyon yapılmayan hisse senetlerine ait dağılımlar dışındaki tüm diğer dağılımların istatistiksel olarak farklı dağılımlar olduğu onaylanmıştır.

Bu tezde manipülatörlerin manipülasyon yaptıkları hisse senetlerini seçerken getiri, işlem hacmi ve volatilitenin herhangi bir rol oynayıp oynamadığını test edebilmesi için 198 firmanın (99 adet manipülasyona uğramış, 99 adet manipülasyona uğramayan kontrol grubu) verisi kullanarak aşağıda ifade edilen regresyon modeli tahmin edilmiştir. Bu modelde "I" değişkeni manipülasyona uğrayan firmalar için 1, manipülasyona uğramayan firmalar için 0 değerini alan kukla değişkendir.

Tablo 7 : Regresyon(Getiri) Sonuçları

$$\text{Getiri} = \alpha_0 + \alpha_1 * I\{\text{Manipülasyon}\} + e$$

	Panel A: Getiri		
	<i>Manipülasyon Dönemi</i>	<i>Manipülasyon Öncesi Dönem</i>	<i>Manipülasyon Sonrası Dönem</i>
α_0	0.000140 [0.9387]	0.000140 [0.3856]	0.000140 [0.4579]
α_1	0.012251 [0.0000]*	0.000370 [0.1085]	-0.000913 [0.0007]*
R^2	%10,65	%1,36	%5,82

Tablodaki değerler katsayılarıdır. Parantez içindeki değerler olasılık (prob) değerleridir. *: Parametre %10 anlam düzeyinde anlamlıdır.

Tablo 7' deki regresyon sonuçlarına göre α_1 parametresi manipülasyon dönemi ve manipülasyon sonrası dönem için istatistiksel olarak (0,1 anlam düzeyine göre) anlamlıdır. Bu parametrenin anlamlı olması manipülatörlerin manipülasyon yapacakları hisse senetlerini seçerken getirinin önemli bir rol oynadığını göstermektedir. Tablo 7' ye göre manipülasyon dönemi için α_1 parametresi pozitif ve anlamlıdır. Bu durum hisse senetlerinde manipülasyon yapılırsa manipülasyon yapılan hisse senetlerinin manipülasyon dönemi getirilerinin manipülasyon yapılmayan hisse senetlerine göre daha fazla olacağını göstermektedir. Tablo 7' ye göre manipülasyon sonrası dönem için α_1 parametresi ilginç bir şekilde yön değiştirerek negatif işaretli olmaktadır. Bu negatif işaretin anlamı hisse senetlerinde manipülasyon yapılırsa manipülasyon yapılan hisse senetlerinin manipülasyon sonrası dönemi getirilerinin manipülasyon yapılmayan hisse senetlerine göre daha düşük (fiyatların manipülasyon sonrası dönemde düşeceğini göstermektedir) olacağını göstermektedir. Özetle manipülasyon yapılması getiriyi manipülasyon dönemi için pozitif, manipülasyon sonrası dönem için negatif etkilemektedir.

Tablo 8: Regresyon(İşlem Hacmi) Sonuçları

$$\text{Log(İşlem Hacmi)} = \alpha_0 + \alpha_1 * I\{\text{Manipulasyon}\} + e$$

Panel B: İşlem Hacmi			
	<i>Manipülasyon Dönemi</i>	<i>Manipülasyon Öncesi Dönem</i>	<i>Manipülasyon Sonrası Dönem</i>
α_0	7.662600 [0.0000]*	7.662600 [0.0000]*	7.662600 [0.0000]*
α_1	0.331070 [0.0541]*	-1.035871 [0.0541]*	-0.627003 [0.0541]*
R^2	%1,91	%15,65	%6,89

Tablodaki değerler katsayılarıdır. Parantez içindeki değerler olasılık (prob) değerleridir. *: Parametre %10 anlam düzeyinde anlamlıdır.

Tablo 8' deki regresyon sonuçlarına göre α_1 parametresi manipülasyon dönemi ve manipülasyon sonrası dönem için istatistiksel olarak (0,01 anlam düzeyine göre) anlamlıdır. Bu parametrenin anlamlı olması manipülatörlerin manipülasyon yapacakları hisse senetlerini seçerken işlem hacminin önemli bir rol oynadığını göstermektedir. Tablo 8' deki göre manipülasyon dönemi için α_1 parametresi pozitif ve anlamlıdır. Bu durum hisse senetlerinde manipülasyon yapılırsa manipülasyon yapılan hisse senetlerinin manipülasyon dönemi işlem hacimlerinin manipülasyon yapılmayan hisse senetlerine göre daha fazla olacağını göstermektedir. Tablo 8' e göre manipülasyon öncesi ve sonrası dönem için α_1 parametresi ilginç bir şekilde yön değiştirerek negatif işaretli olmaktadır. Bu negatif işaretin anlamı hisse senetlerinde manipülasyon yapılırsa manipülasyon yapılan hisse senetlerinin manipülasyon öncesi ve sonrası dönemine ait işlem hacmi manipülasyon yapılmayan hisse senetlerine göre daha düşük olduğunu göstermektedir. Özetle manipülasyon yapılması işlem hacminin manipülasyon dönemi için pozitif, manipülasyon öncesi ve sonrası dönem için negatif etkilemektedir.

Tablo 9: Regresyon(Volatilite) Sonuçları

$$\text{Volatilite} = \alpha_0 + \alpha_1 * I\{\text{Manipulasyon}\} + e$$

Panel C: Volatilite			
	<i>Manipülasyon Dönemi</i>	<i>Manipülasyon Öncesi Dönem</i>	<i>Manipülasyon Sonrası Dönem</i>
α_0	0.026620 [0.0000]*	0.026620 [0.0000]*	0.026620 [0.0000]*
α_1	0.026442 [0.0000]*	0.004744 [0.0000]*	0.007111 [0.0000]*
R²	%35,37	%9,30	%16,42

Tablodaki değerler katsayıdır. Parantez içindeki değerler olasılık (prob) değerleridir. *: Parametre %10 anlam düzeyinde anlamlıdır.

Tablo 9' daki regresyon sonuçlarına göre α_1 parametresi manipülasyon dönemi, manipülasyon öncesi dönem ve manipülasyon sonrası dönem için istatistiksel olarak pozitif (0,1 anlam düzeyine göre) ve anlamlıdır. Bu parametrenin anlamlı olması manipülatörlerin manipülasyon yapacakları hisse senetlerini seçerken volatilitenin önemli bir rol oynadığını göstermektedir. Tablo 9'a göre manipülasyon dönemi, manipülasyon öncesi dönem ve manipülasyon sonrası dönem için α_1 parametresinin yönü pozitiftir. Bu durum hisse senetlerinde manipülasyon yapılırsa manipülasyon yapılan hisse senetlerinin manipülasyon öncesi, manipülasyon dönemi ve manipülasyon sonrası dönem için volatilitelerinin manipülasyon yapılmayan hisse senetlerine göre daha fazla olacağını göstermektedir. Tablo 9' a göre en büyük α_1 parametre değeri manipülasyon dönemine ait olduğu için volatilite artışının en çok manipülasyon döneminde görüleceği söylenebilir. Özetle manipülasyon yapılması volatiliteyi en çok manipülasyon dönemi olmak üzere pozitif etkilemektedir.

SONUÇ

Piyasalarda rekabet ortamını bozan manipülasyon olayları piyasa işleyişine zarar verebilmekte ve etkin kaynak dağılımını zedeleyebilmektedir. Piyasalarda güven ortamının bozulmasına sebep olan manipülasyon, aldatma ve yanıltma ile yatırımcılara zarar vermekte ve manipülasyon yapanların aşırı gelir sağlamasına neden olmaktadır. Manipülasyonlar piyasaların hem arz hem de talep yönünü olumsuz yönde etkileyerek güven algısını ortadan kaldırır. Piyasada güven ortamının olmaması borsalarda gelişimine engel olabilmekte ve ülke piyasalarını olumsuz etkileyebilmektedir.

Hisse senedi piyasalarında yatırımcıların davranışları hisse senedi fiyatları ile şekillenir. Manipülatörler birden çok strateji ile hareket edip, birçok neden ve amaçla manipülasyon gerçekleştirebilirler.

İşlem bazlı manipülasyon faaliyetleri normal işlemler gibi göründüklerinden dolayı tespit ve analiz edilmesi özellikle yatırımcılar açısından güçtür. Çünkü yapılan işlemler tek başına yasal bir görünüme sahiptir. Ancak, yapılan işlemlerin bütünü incelendiğinde işlem bazlı manipülasyonların tespiti mümkün olabilir.

Bu tezde Borsa İstanbul'a kote olan hisse senetlerinin işlem bazlı manipülasyonlara karşı davranış şekillerini belirlemek amacıyla yapılan özet istatistikler, Kolmogorov – Smirnov testi ve regresyon analizi kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlara göre manipülasyon dönemi boyunca hisse senetlerinin getirisi yapay bir yükseliş trendi göstermiştir. Bu yükselişinin gerçekten manipülasyondan kaynaklanıp kaynaklanmadığının test edilmesi adına oluşturulan dağılıma göre manipülasyon dışı döneme ait getiri dağılımı ile manipülasyon yapılmayan hisse senetlerine ait getiri dağılımları arasında anlamlı bir fark ortaya çıkmamıştır. Dağılımlar arasında istatistiksel olarak anlamlı farklılıklar olup olmadığının sınanması adına yapılan Kolmogorov-Smirnov Testi sonuçlarına göre manipülasyon dışı ve manipülasyon yapılmayan hisse senetlerine ait dağılımlar dışındaki tüm diğer dağılımların istatistiksel olarak farklı dağılımlar olduğu onaylanmıştır. Getiri ile ilgili olarak tahmin edilen regresyon modelinden elde edilen sonuçlara göre hisse

senetlerinde manipülasyon yapılması getiriyi manipülasyon dönemi için pozitif, manipülasyon sonrası dönem için negatif etkilemiştir. Buna göre hisse senetlerinde manipülasyon yapılması manipülasyon yapılan hisse senetlerinin manipülasyon dönemi getirilerinin manipülasyon yapılmayan hisse senetlerine göre daha fazla olduğu tespit edilmiştir. Hisse senetlerinde manipülasyon yapılması durumunda manipülasyon yapılan hisse senetlerinin manipülasyon sonrası dönemi getirilerinin manipülasyon yapılmayan hisse senetlerine göre daha düşük çıkmıştır. Regresyon analizi sonucu elde ettiğimiz anlamlı sonuçlara göre manipülatörler manipülasyon yapacakları hisse senetlerini seçerken “getiri” önemli bir rol oynamaktadır.

Elde edilen diğer bir sonuç işlem hacmi ile ilgilidir. Manipülasyon dönemlerinde hisse senetlerinin diğer dönemlere göre (manipülasyon öncesi, manipülasyon sonrası, manipülasyon dışı ve manipülasyon yapılmayan hisse senetlerine ait işlem hacmi dağılımları) daha fazla işlem hacmine sahip olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu artışın gerçekten manipülasyondan kaynaklanıp kaynaklanmadığının test edilmesi adına oluşturulan dağılımda elde edilen sonuç manipülasyon dışı döneme ait işlem hacmi dağılımı ile manipülasyon yapılmayan hisse senetlerine ait işlem hacmi dağılımları arasında anlamlı bir farkın olmadığıdır. Dağılımlar arasında istatistiksel olarak anlamlı farklılıklar olup olmadığının sınanması adına Kolmogorov-Smirnov Testi sonuçlarına göre manipülasyon dönemi işlem hacmi dağılımı ile manipülasyon yapılmayan hisse senetlerine ait işlem hacmi dağılımları dışındaki tüm diğer dağılımların istatistiksel olarak farklı dağılımlar olduğu ispatlanmıştır. Bu kapsamda işlem hacmi için manipülasyona uğrayan hisse senetlerinin manipülasyon dönemine ait işlem hacmi dağılımları manipülasyon öncesi, manipülasyon sonrası ve manipülasyon dışı döneme göre istatistiksel olarak anlamlı farklılıklar gözlemlenmekte ancak manipülasyona uğramayan hisse senetlerinin işlem hacmi dağılımları ile manipülasyon dönemi işlem hacmi dağılımı arasında istatistiksel olarak anlamlı farklılık tespit edilememektedir. Buna göre hisse senetleri manipülasyon dönemlerinde artan işlem hacmine sahiptir. Ancak bu işlem hacmi artışının sadece manipülasyondan kaynaklandığını eldeki ampirik verilere dayalı olarak söylemek mümkün olmamıştır. İşlem hacmi ile ilgili yapılan regresyon analizi sonuçlarına göre piyasada manipülasyon yapılması işlem hacminin

manipülasyon dönemi için pozitif, manipülasyon öncesi ve sonrası dönem için negatif sonuç vermiştir. Başka bir deyişle hisse senetlerinde manipülasyon yapılması manipülasyon yapılan hisse senetlerinin manipülasyon dönemi işlem hacimlerinin manipülasyon yapılmayan hisse senetlerine göre daha fazla olmasına sebep olmuştur. Buradan edinilen bir başka sonuç ise manipülatörlerin manipülasyon yapacakları hisse senetlerini seçerken “işlem hacminin” de önemli bir rol oynadığıdır.

Bir başka sonuç ise manipülasyona uğrayan hisse senetlerinin volatilité değerleriyle ilgilidir. Manipülasyon dönemlerinde hisse senetlerinin diğér dönemlere göre (manipülasyon öncesi, manipülasyon sonrası, manipülasyon dışı ve manipülasyon yapılmayan hisse senetlerine ait volatilité dağılımları) daha fazla volatil (volatilitelerinin daha yüksek) olduğu sonucuna varılmıştır. Bu artışın gerçekten manipülasyondan kaynaklanıp kaynaklanmadığının test edilmesi adına oluşturulan dağılımda ortaya çıkan sonuç manipülasyon dışı döneme ait volatilité dağılımı ile manipülasyon yapılmayan hisse senetlerine ait volatilité dağılımları arasında anlamlı bir fark olmadığıdır. Volatilité dağılımları arasında istatistiksel olarak anlamlı farklılıklar olup olmadığına sınanması adına Kolmogorov-Smirnov Testi sonuçlarına göre ise manipülasyon dışı ve manipülasyon yapılmayan hisse senetlerine ait dağılımlar dışındaki tüm diğér dağılımların istatistiksel olarak farklı dağılımlar olduğu tespit edilmiştir. Regresyon sonuçlarına göre ise hisse senetlerinde manipülasyon yapılması volatilitéyi en çok manipülasyon dönemi olmak üzere pozitif etkilemiştir. Hisse senetlerinde manipülasyon yapılması durumunda manipülasyon yapılan hisse senetlerinin manipülasyon öncesi, manipülasyon dönemi ve manipülasyon sonrası dönem için volatilitelerinin manipülasyon yapılmayan hisse senetlerine göre daha fazla olacaktır. Burada elde edilen diğér bir sonuç manipülatörlerin manipülasyon yapacakları hisse senetlerini seçerken volatilitenin önemli bir rol oynadığıdır.

Tüm analizlere göre 2005-2013 yılları arasında Borsa İstanbul’da gerçekleşmiş olan işlem bazlı manipülasyon olaylarında manipülasyona konu olan hisse senetlerinin manipülasyon dönemi boyunca manipülasyon öncesi, sonrası, manipülasyon dışı ve manipülasyon yapılmayan hisse senetleri dönemi göre getiri, işlem hacmi ve volatilité değerleri artış göstermiştir. Manipülatörler ise

manipülasyon yapacakları hisse senetlerini seçerken getiri, işlem hacmi ve volatilité önemli bir rol oynamaktadır. Manipülatörler manipülasyon yapacakları hisse senetlerini seçerken işlem hacmi düşük, getirisi ve volatilitesi yüksek hisse senetlerini seçme eğiliminde oldukları söylenebilir.

Araştırma, işlem bazlı manipülasyonlarla ilgili literatüre önemli katkılarda bulunmuş Aggarwal ve Wu (2006)'nun çalışmasını destekler niteliktedir. Analizler sonucu elde edilen birçok ampirik bulgu Aggarwal ve Wu (2006)'nin çalışmalarında ispat ettiği gibi manipülasyonların getiri ve volatilitéyi arttığı yönündedir. Aggarwal ve Wu (2006) ayrıca manipülasyonların hisse senetlerinin likitidesini arttığını ortaya koyarak, hisse senetlerinin fiyatlarının manipülasyon dönemi boyunca artış gösterdiğini ve manipülasyon sonrası dönemde düştüğünü gözlemlemiştir.

KAYNAKÇA

Abrantes-Metz Rosa M., Kraten, Michael, Metz, Albert D., Seow, Gim S.(2012). “Libor manipulation? ”, *Journal of Banking & Finance*, C: 36 ss. 136–150.

Aggarwal, Rajesh K.,ve Wu Guojun (2006). “Stock Market Manipulation”, *Journal of Business*, C: 79, No: 4, ss.1915-1953.

Akanak, Emre (2013). “*XXI. Yüzyıl Spekülasyon & Manipülasyon Uygulamaları*”, Atılım Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Allen, Franklin ve Gorton Gary (1992). “*Stock Price Manipulation, Market Microstructure and Asymmetric Information*”, *European Economic Review*, North-Holland. C:36, ss.624-630.

Allen, Franklin, Litov, Lubomir ve Mei, Jianping (2006). “Large Investors, Price Manipulation, and Limits to Arbitrage: An Anatomy of Market Corners”, *Review of Finance*, C: 10 ss: 643–691.

Altınbaş, Hazar (2012). “*Hisse Senedi Piyasalarında Kapanış Fiyatı Manipülasyonu Üzerine Bir İnceleme*”, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Azada, Soheli, Azmat, Saad, Fanga, Victor ve Edirisuriya, Piyadas (2014). “Unchecked Manipulations, Price–Volume Relationship And Market Efficiency: Evidence From Emerging Market”, *Research in International Business and Finance*, C:30 ss: 51– 71.

Bakkalcı, Şebnem Meral (2007). “*İçerden Öğrenenlerin Ticareti ve Sorumluluğu*”, Dokuz Eylül Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi.

Bayındır, Sinan (2010). “*Türk Sermaye Piyasası Hukukunda Manipülasyon Suçu*”, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi.

Baysal, İbrahim Onur (2011). “*Sermaye Piyasasında Manipülasyon Suçu*”, Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Basılmamış Yüksek Lisans Tezi.

Ben-David, Itzhak, Franzoni, Francesco, Landier, Augustin ve Moussawı, Rabih (2013). “Do Hedge Funds Manipulate Stock Prices?”, *The Journal Of Finance*, C: 68, No: 6.

Benassi, Corrado, Chirco, Alessandra ve Scrimatore Marcella (2012). “Optimal Manipulation Rules in a Mixed Oligopoly”, *Springer-Verlag Wien*, C: 112 ss. 61–84.

Canbulut, Gonca (2008). “*Finansal Bilgi Manipülasyonu ve Örnek Bir Uygulama*”, Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

- Cao, Yi, Lİ, Yuhua, Coleman, Sonya, Belatreche, Ammar ve McGinnity, Thomas Martin (2015). “*IEEE Transactions On Neutral Networks And Learning Systems*”, C: 26, No: 2 ss. 3318-330.
- Chambers, Nurgül (2004). “Sermaye Piyasalarında Manipülasyon ve İMKB’deki Örnekleri”, *Muhasebe ve Finansman Dergisi*, Sayı: 24, ss. 62-72.
- Chiang ,Thomas C., Zheng, Dazhi (2015). “Liquidity And Stock Returns: Evidence From International Markets”, *Global Finance Journal* ss.1-25.
- Comerton-Forde, Carole ve Talis J.(2011). “Measuring Closing Price Manipulation”, *Journal of Financial Intermediation*, C: 20 ss. 135–158.
- Comerton-Forde, Carole ve Putniş, Tālis J, (2014). “Stock Price Manipulation: Prevalence and Determinants”, *Review of Finance*, C: 18 ss. 23–66.
- Corluka, Marija ve O. Fischer, Edwin (2014). “Forensic Finance: Market Abuse And Price Manipulation In Security Markets On The Trail”, *The Review of Finance and Banking*, C: 6 ss. 47—67.
- Çalışkan, Tuncer (2015).”Borsa İstanbul’da Manipülasyon: 2001 – 2013 Yılları Arasında İşlem Yasaklıların Profili”, *Yönetim ve Ekonomi Araştırmaları Dergisi*, C:13 No:1 ss.381-391.
- Doğan, Ebubekir (2009).“*Finansal Bilgi Manipülasyonu Ve Finansal Bilgi Manipülasyonunun Belirlenmesi Ne Yönelik Modeller; İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Bir Uygulama*”, Gaziosmanpaşa Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.
- Eğilmez, Mahfi (2011). *Küresel Finans Krizi*, Remzi Kitapevi, İstanbul.
- Felixson, Karl ve Pelli, Anders (1999). “Day End Returns—Stock Price Manipulation”, *Journal of Multinational Financial Management*, C:9, ss. 95–127.
- Foster, Douglas F. Viswanathan, S.(1993). “Variations in Trading Volume, Return Volatility, and Trading Costs: Evidence on Recent Price Formation Models”, *The Journal of Finance*, C: 48 No:1.
- Gerace, Dionigi, Chew, Charles, Whittaker, Christopher ve Mazzola, Paul (2014). “Stock Market Manipulation on the Hong Kong Stock Exchange”, *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, C: 8 No:7.
- Gündoğdu, Aysel (2014). “Türk Sermaye Piyasasında Bilgi Suistimali Ve Piyasa Dolandırıcılığı Suçu Düzenlemelerinin İrdelenmesi”, *12. Uluslararası Bilgi, Ekonomi Ve Yönetim Kongresi Bildirileri*.

Goldstein ,Itay ve Guembel Alexander (2008). “Manipulation and the Allocational Role of Prices”, *Review of Economic Studies*, C: 75, ss. 133–164.

Gupta Rapti, International Business Times, (Çevrimiçi), *China Investigating Stock Market Manipulation*, 24.08.2015.

Hillion, Pierre ve Suominen, Matti (2004). “The Manipulation Of Closing Prices”, *Journal of Financial Markets*,C: 7, ss. 351–375.

Horst, Ulrich and Naujokat, Felix (2011) “On Derivatives With Illiquid Underlying And Market Manipulation”, *Quantitative Finance*, Berlin, Germany C: 11, No: 7 ss. 1051–1066.

Huang, Yu Chuan, Cheng, Yao Jen (2013) “Stock Manipulation And Its Effects: Pump And Dump Versus Stabilization”, *Springer Science+Business Media*, New York, C: 44 ss. 791–815.

İmişiker, Serkan, Özcan, Rasim, Taş, Bedri Kamil Onur (2015). “Price Manipulation by Intermediaries”, *Emerging Markets Finance & Trade*, C:51 No:43, ss. 788–797.

İmişiker, Serkan ve Taş, Bedri Kamil Onur (2013). “Which Firms Are More Prone to Stock Market Manipulation?”, *Emerging Markets Review*,C:16 ss. 119–130.

Jun, Song ve Rui, Luo (2013). “Manipulation Prevention and Hedging Effectiveness: Optimal Settlement Window Design for CSI 300 Stock Index Futures”, *Emerging Markets Finance & Trade*, C. 49, No. 6, ss. 52–66.

Jarrow, Robert A.(1992). “Market Manipulationi Bubbles,Corners, and Short-Squeezes”, *Journal of Official and Quantitative Analysis*,C: No.3, ss.311-335.

Kadioğlu, Eyüp, Küçükkocaoğlu, Güray ve Kılıç, Saim (2015). “Closing Price Manipulation in Borsa Istanbul and The Impact of Call aAuction Sessions”, *Borsa Istanbul Review*, ss.1-9.

Kadioğlu, Eyüp (2014). “*Borsa İstanbul’un Mikro Yapısındaki Değişikliklerin Gün İçi Getiri, Volatilite Ve Kapanış Fiyatına Etkisi*”, Başkent Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi.

Kamışlı, Melik (2008). “*İşlem Bazlı Manipülasyonun Finansal Oranlarla Belirlenmesi: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda İstatistiksel Sınıflandırma Analizleriyle Bir Uygulama*”, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Kozinn, Benjamin E.The Great Copper Caper “Is Market Manipulation Really A Problem In The Wake Of The Sumitomo Debacle?”, *Fordham Law Review*, C: 69 ss. 243-284.

Kumar, Praveen ve Seppi, Duane J. (1992). “Futures Manipulation With Cash Settlement,” *American Finance Association*, C: 47, No. 4, ss. 1485-1502.

Kurtaran, Ahmet (2009). “*Arbitraj Fiyatlandırma Modelinden Farklı Faktörlerle Karşılaştırmalı Olarak IMKB’de Test Edilmesi*”, Karadeniz Teknik Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Doktora Tezi.

Kruse, Timothy A.ve Todd ,Steven K.,(2013). “Price manipulation at the NYSE and the 1899 Battle for Brooklyn Rapid Transit Shares”, *Financial History Review*, C: 20, No: 3, ss 279 – 303.

Kutukız, Doğan “ Menkul Kıymet Piyasalarında Manipülasyon ve İstanbul Menkul Kıymet Borsası’nda Manipülasyon Önlemleri”, ss.125-138.

Küçükkocaoğlu, Güray (2005). “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Gün İçi Getiri, Volatilite ve Kapanış Fiyatı Manipülasyonu”, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No:180, Ankara.

Kütük, Halil İbrahim (2010) . “*Sermaye Piyasasında Manipülasyon, Cezai ve Hukuki Sonuçları*”, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Ledgerwood, Sgaund ve Carpenter, Paul (2012). “A Framework for the Analysis of Market Manipulation”, *Review of Law & Economics*, De Gruyter, C: 8, No: 1, ss.254-295.

Lee, Eun Jung, Eom, Kyong Shik, Park, Kyung Suh (2013). “Microstructure-Based Manipulation: Strategic Behavior And Performance Of Spoofing Traders”, *Journal of Financial Markets*, C: 16 ss. 227-252.

Liu, Ke, Keung Lai, Kin, Yen, Jerome, Zhu, Qing (2013). “A Model of Stock Manipulation Ramping Tricks”, *Springer Science+Business Media*, New York. No: 45, ss. 135–150.

Mei, Jianping, Wu, Guojun ve Zhou, Chunsheng (2004). “Behavior Based Manipulation: Theory and Prosecution Evidence”, (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=457880) ss. (1-49) .

Marthinsen, John E.,ve Gai, Yunwei (2015) . “Did Amaranth Advisors LLC Engage In Interday Price Manipulation In The Natural Gas Futures Market?”, *Journal of Derivatives & Hedge Funds*, C. 15, No: 4, ss. 261–273.

Mariathanan, Mike ve Merrouche, Ouarda (2014). “The Manipulation Of Basel Risk-Weights”, *Journal Financia Intermediation*, C: 23 ss. 300–321.

Nelemans, Matthijs (2008). “Redefining Trade-Based Market Manipulation”, *Valparaiso University Lawreview*, C: 42, ss.1169-1219.

Öğüt, Hulusi,Doğanay,Mete M., ve Aktaş, Ramazan (2009). “Detecting Stock-price Manipulation in an Emerging Market: The case of Turkey”, *Expert Systems with Applications*, C: 36 ss. 11944–11949.

Özcan, Rasim (1997). “Hisse Senedi Piyasalarında Manipülasyon Stratejileri”, *İMKB Dergisi*, C: 13 Sayı: 49.

Putninš, Talis J.,(2012).“Market Manipulation: A Survey”, *Journal of Economic Surveys*, USA C. 26, No. 5, ss. 952–967.

Reddy ,Y.V.,ve Sebastin,A., “Parameters For Estimation Of Entropy To Study Price Manipulation In Stock Market”, (Electronic copy of this paper is available at: <http://ssrn.com/abstract=962329>).

Türk Dil Kurumu, (Çevrimiçi), http://tdk.gov.tr/index.php?option=com_gts&arama=gts&guid=TDK.GTS.55b0d718f41816.98861671, 10.09.2015.

Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, “*Investigating and Prosecuting Market Manipulation*”, 15.08.2015.

TSPAKB (2004), “*AB Yolunda Türkiye Sermaye Piyasası-AB Müktesebatının Üstlenilmesinin Sermaye Piyasasına Etkileri*, (www.tspakb.org.tr/tr/Default.aspx?tabid=155).

Tezcanlı, Meral Varış (1996). “İçeriden Öğrenenlerin Ticareti ve Manipülasyonlar”, Ufuk Reklamcılık ve Matbaacılık Ltd.Şti, İstanbul.

Söderström, Rebecca (2011). “Regulating Market Manipulation An Approach To Designing Regulatory Principles”, *Uppsala Faculty of Law Working Paper*, C: 1 ss.1-46.

Şensoy, Deniz (2013). “Manipülasyon; Piyasa Dolandırıcılığı Suçu, Uygulanacak Tedbirler ve Yaptırımlar”, *Ankara Barosu Dergisi*, No:3,ss.371-400

Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu (2003), SPK – Hisse Senedi Piyasasında Manipülasyon.

Sermaye Piyasası Kurulu, Yeni Sermaye Piyasası Kanununda Bilgi Bazlı Piyasa Dolandırıcılığı Düzenlemesine İlişkin Açıklama (<http://www.spk.gov.tr/duyuru.aspx?type=du001&submenuheader=-1>).

Sermaye Piyasası Kurulu, (Çevrimiçi) <http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=0&pid=0> 12 Aralık 2015.

Seyman, Hasan (2010). “*İMKB Hisse Senedi Piyasasında Manipülasyon Ve Engellemeye Yönelik Tedbirler*”, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yüksek Lisans Tezi.

Securities And Exchange Commission, 2013 Insider Trading Policy, (Çevrimiçi), http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/25743/000138713113000737/ex14_02.htm, 05.10.2014.

Qiu, Junfeng ve Zhang, Yongli (2013). “ Effect Of Short-Sale Constraints On Stock Price Manipulation”, *Pacific Economic Review*, C: 18,No: 2 ss. 208–232.

Verstein, Andrew (2015). “Benchmark Manipulation”, *Boston College Law Review*, C: 56,No:6.

Vitale, Paolo (2000). “Speculative Noise Trading And Manipulation In The Foreign Exchange Market”, *Journal of International Money and Finance*, UK, C: 19 ss. 689–712.

Yüce, Aydın Alber (2012). “Sermaye Piyasasında Manipülasyon”, *TBB Dergisi*, No:98 ss.363-388.

21 Ocak 2014 28889 Sayılı Tebliğ

6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu

2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanun

EK 1: 2005 - 2013 Borsa İstanbul'da işlem gören hisse senetlerinden üzerinde manipülasyon yapılan firmalar ve manipülasyon süreleri

MANİPÜLASYONA KONU OLAN FİRMALAR	MANİPÜLASYON SÜRESİ
<i>Acıbadem Sağlık Hizmetleri ve Ticaret A.Ş. (Acıbadem)</i>	11.06.2009
<i>AFM Uluslararası Film Prodüksiyon Ticaret ve Sanayi A.Ş.</i>	02.03.2011-18.04.2011 28.10.2008-04.11.2008
<i>Ak Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Ak Yatırım Ortaklığı)</i>	30.05.2005-06.06.2005
<i>Aksu İplik Dokuma ve Boya Apre Fabrikaları A.Ş.</i>	22.11.2007- 15.01.2008 04.12.2008 29.06.2007-06.07.2007 13.10.2008 – 30.10.2008 22.04.2009-07.05.2009 20.02.2009-19.03.2009
<i>Alcatel Teletaş Telekomünikasyon Endüstri Ticaret A.Ş.</i>	05.01.2005 - 12.01.2005 15.01.2009-26.02.2009
<i>Alternatifbank A.Ş.</i>	06.12.2012-07.01.2013
<i>Altınyag Kombineoları A.Ş.</i>	22.10.2010-27.10.2010
<i>Altınyıldız Mensucat ve Konfeksiyon Fabrikaları A.Ş. / BOYNER</i>	26.03.2013-15.05.2013
<i>Altınyunus Çeşme Turistik Tesisler A.Ş.</i>	13.11.2008-24.11.2008 30.03.2010-26.05.2010
<i>Anel Telekomünikasyon Elektronik Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Anelt)</i>	24.10.2008-10.11.2008
<i>Arat Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.</i>	19.01.2005- 28.02.2005
<i>Arena Bilgisayar Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Arena)</i>	29.06.2009
<i>Aviva Sigorta A.Ş.</i>	22.03.2010-26.04.2010
<i>Avrasya Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Avrasya)</i>	26.05.2005-24.06.2005
<i>Ayen Enerji A.Ş. (Ayen Enerji)</i>	06.01.2009-17.02.2009
<i>Batı Anadolu Çimento Sanayi A.Ş. (Batıçim)</i>	23.02.2007-27.02.2007
<i>Baysan Trafo Radyatörleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.</i>	15.01.2013-10.05.2013
<i>Berdan Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.</i>	02.01.2008-10.01.2008
<i>Beyaz Filo Oto Kiralama A.Ş. (BEYAZ)</i>	28.03.2012-23.10.2012
<i>Beşiktaş Futbol Yatırımları Sanayi ve Ticaret A.Ş.</i>	22.03.2007 - 26.03.2007 26.06.2009 – 29.06.2009
<i>Bilici Yatırım Sanayi ve Ticaret A.Ş.</i>	27.09.2012-16.04.2013
<i>Bisaş Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Bisaş, Şirket)</i>	22.06.2007 – 28.09.2007
<i>Bossa Ticaret ve Sanayi İşletmeleri T.A.Ş. (Bossa)</i>	26.01.2006–27.01.2006 09.03.2011-13.06.2011
<i>Boyasan Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Boyasan,</i>	09.02.2006-30.03.2006

<i>Şirket)</i>	<i>18.10.2005-31.10.2005</i>
<i>Burçelik Vana Sanayi ve Ticaret A.Ş.</i>	<i>21.03.2006-05.07.2006</i>
<i>Burçelik Bursa Çelik Döküm Sanayi A.Ş. (Burçelik,)</i>	<i>26.05.2006-09.06.2006</i>
	<i>27.10.2008-28.10.2008</i>
	<i>26.11.2008-27.11.2008</i>
<i>CLK Holding A.Ş.</i>	<i>16.09.2013-30.12.2013</i>
<i>COSMOS Yatırım Ortaklığı A.Ş.</i>	<i>23.11.2010-02.05.2011</i>
<i>ÇBS Printaş Baskı Mürekkepleri ve Gereçleri Sanayi A.Ş.</i>	<i>24.05.2005-26.05.2005</i>
	<i>08.06.2007</i>
<i>ÇBS Boya Kimya Sanayi ve Ticareti A.Ş. (ÇBS Boya)</i>	<i>08.04.2005-23.05.2005</i>
<i>Çimbeton Hazır Beton ve Prefabrik Yapı Elemanları Sanayi ve Ticaret A.Ş.</i>	<i>05.01.2009</i>
	<i>29.01.2009</i>
	<i>25.02.2009-02.03.2009</i>
<i>Denge Yatırım Holding A.Ş.</i>	<i>03.01.2013-27.05.2013</i>
<i>Denizbank A.Ş.(DENİZ.E, Denizbank,)</i>	<i>14.07.2008 – 23.07.2008</i>
<i>Denizli Cam Sanayii ve Ticaret A.Ş.</i>	<i>01.06.2010-01.03.2011</i>
<i>Derimod Konfeksiyon Ayakkabı Deri Sanayi ve Ticaret A.Ş.</i>	<i>12.04.2010-22.04.2010</i>
<i>Ditaş Doğan Yedek Parça İmalat ve Teknik A.Ş. (Ditaş Doğan)</i>	<i>17.10.2007–26.10.2007</i>
<i>Doğan Burda Dergi Yayıncılık ve Pazarlama A.Ş. (DOBUR)</i>	<i>14.11.2011-23.12.2011</i>
<i>Doğan Şirketler Grubu Holding A.ş</i>	<i>21.04.2010-28.05.2010</i>
<i>Ege Plastik Ambalaj San. ve Tic. A.Ş. (Ege Plastik)</i>	<i>19.04.2007-19.07.2007</i>
<i>Egs Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (EGYO)</i>	<i>17.08.2005 – 26.08.2005</i>
<i>Ege Profil Ticaret ve Sanayi A.Ş. (EGPRO, Ege Profil, Şirket)</i>	<i>15.10.2009-12.03.2010</i>
	<i>21.02.2008-07.03.2008</i>
<i>Emek Elektrik Endüstrisi A.Ş</i>	<i>23.02.2006 – 22.03.2006</i>
	<i>07.01.2011-31.03.2011</i>
<i>Eminiş Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Eminiş)</i>	<i>14.10.2008-19.11.2008</i>
<i>Erbosan Erciyes Boru Sanayii ve Ticaret A.Ş. (Erbosan)</i>	<i>26.12.2008-29.12.2008</i>
	<i>07.01.2009-12.01.2009</i>
<i>Ersu Meyve ve Gıda Sanayi A.Ş.</i>	<i>13.02.2007–05.03.2007</i>
	<i>02.03.2006–04.04.2006</i>
<i>Euro B Tipi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.</i>	<i>15.09.2011-25.06.2012</i>
<i>Escort Computer Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Escort)</i>	<i>24.06.2009</i>
	<i>15.10.2010-24.06.2011</i>
<i>Favori Dinlenme Yerleri A.Ş.</i>	<i>06.09.2007-13.09.2007</i>
	<i>17.10.2007-22.10.2007</i>
	<i>27.11.2007-28.11.2007</i>
	<i>06.09.2010-27.12.2010</i>
<i>Frigo Pak Gıda Maddeleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.</i>	<i>23.07.2007-18.09.2007</i>
	<i>01.11.2006- 28.02.2007</i>

<i>Garanti Yatırım Ortaklığı A.Ş.</i>	<i>10.12.2013-11.12.2013</i>
<i>Gersan Elektrik Ticaret Sanayi A.Ş.</i>	<i>13.03.2009-17.03.2009</i>
	<i>26.12.2006- 24.01.2007</i>
<i>Hateks Hatay Tekstil İşletmeleri A.Ş (HATEK)</i>	<i>17.01.2011-20.06.2011</i>
<i>Haznedar Refrakter Sanayii A.Ş. (Haznedar)</i>	<i>03.07.2009-07.07.2009</i>
<i>Hektaş Ticaret T.A.Ş.</i>	<i>13.03.2006-29.03.2006</i>
<i>Hitit Holding A.Ş.</i>	<i>20.12.2012-03.06.2013</i>
<i>İndeks Bilgisayar Sistemleri Mühendislik Sanayi ve Ticaret A.Ş. (İndeks)</i>	<i>02.07.2009</i>
<i>İnfo Yatırım A.Ş</i>	<i>11.10.2011-01.03.2012</i>
<i>İnfortrend B Tipi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş. (IBTYO)</i>	<i>19.03.2007-28.03.2007</i>
<i>İntema İnşaat ve Tesisat Malzemeleri Yatırım ve Pazarlama A.Ş. (İntema)</i>	<i>30.01.2009-04.02.2009</i>
<i>İŞ Finansal Kiralama A.Ş. (İŞ Finansal)</i>	<i>19.01.2009-06.02.2009</i>
	<i>17.12.2008 – 22.12.2008</i>
<i>İş Girişim Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş.</i>	<i>17.12.2008 – 22.12.2008</i>
<i>Kaplamin Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş.</i>	<i>07.01.2008.-10.01.2008</i>
<i>Karkim Sondaj Akışkanları Enerji Mühendislik Hizmetleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.</i>	<i>22.02.2013-07.06.2013</i>
<i>Karsu Tekstil Sanayii ve Ticaret AŞ</i>	<i>17.09.2009-09.12.2009</i>
	<i>16.12.2009-05.02.2010</i>
	<i>24.10.2005-31.10.2005</i>
<i>Kelebek Mobilya Sanayi ve Ticaret A.Ş</i>	<i>20.02.2006-19.06.2006</i>
	<i>20.04.2009-05.05.2009</i>
<i>Kerevitaş Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.</i>	<i>31.10.2005-24.11.2005</i>
	<i>31.05.2006-20.06.2006</i>
	<i>02.10.2006-01.12.2006</i>
<i>Konfrut Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.</i>	<i>02.01.2006-22.03.2006</i>
<i>Koniteks Konfeksiyon Endüstrisi ve Ticaret A.Ş.</i>	<i>18.08.2005-06.09.2005</i>
	<i>20.09.2005-28.09.2005</i>
	<i>24.10.2005-09.11.2005</i>
<i>Latek Lojistik Ticareğ. A(Latek Lojistik, LATEK)</i>	<i>21.09.2010-10.11.2010</i>
<i>Link Bilgisayar Sistemleri Yazılımı ve Donanımı Sanayi ve Ticaret A.Ş</i>	<i>26.07.2005-09.09.2005</i>
	<i>11.02.2009 – 20.02.2009</i>
	<i>24.06.2009</i>
<i>Lio Yağ Sanayi ve Ticaret A.Ş</i>	<i>01.09.2005-09.09.2005</i>
<i>Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş. (Logo)</i>	<i>22.06.2009</i>
<i>Makina Takım Endüstrisi A.Ş. (MAKTK)</i>	<i>29.12.2010-16.05.2011</i>
<i>Marshall Boya ve Vernik Sanayi A.Ş.</i>	<i>13.04.2011-09.05.2011</i>
<i>Mataş Matbaacılık Ambalaj Sanayi ve Ticaret A.Ş. (MATAS)</i>	<i>03.10.2011-24.11.2011</i>

<i>Mazhar Zorlu Holding A.Ş. (M. Zorlu Holding)</i>	<i>19.04.2007-19.07.2007</i>
<i>Meges Boya Sanayi ve Ticaret A.Ş.</i>	<i>21.11.2005-15.02.2006</i>
	<i>12.09.2005-19.10.2005</i>
	<i>28.05.2007</i>
<i>Mensa Sınai Ticari Mali Yatırımlar A.Ş.</i>	<i>16.09.2010-11.04.2011</i>
	<i>22.09.2010-14.12.2010</i>
<i>Metro Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Metro)</i>	<i>13.05.2009-21.05.2009</i>
	<i>19.03.2007-20.03.2007</i>
<i>Merko Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.</i>	<i>16.07.2007-23.10.2007</i>
	<i>12.02.2008-28.04.2008</i>
	<i>05.08.2010-07.09.2010</i>
	<i>04.10.2010-07.10.2010</i>
<i>Mert Gıda Giyim Sanayi ve Ticaret A.Ş.</i>	<i>17.02.2011-18.04.2011</i>
	<i>16.12.2005-29.05.2006</i>
<i>Mepet Metro Petrol Tesisleri Sanayi ve Ticaret A.Ş. (MEPET)</i>	<i>25.07.2011-20.10.2011</i>
<i>Milpa Ticari ve Sınai Ürünler Paz. San. ve Tic A.Ş. (Milpa)</i>	<i>28.07.2008-06.08.2008</i>
<i>MMC Sanayi ve Ticari Yatırımlar A.Ş.</i>	<i>22.03.2012-30.04.2012</i>
<i>Mustafa Yılmaz Yatırım Ortaklığı A.Ş.</i>	<i>20.03.2007-20.04.2007</i>
<i>Net Holding A.Ş.</i>	<i>01.02.2005-10.03.2005</i>
	<i>09.01.2013-11.02.2013</i>
<i>Niğbaş Niğde Beton Sanayi ve Ticaret A.Ş.</i>	<i>24.04.2013-10.05.2013</i>
<i>Okan Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.(Okan Tekstil)</i>	<i>25.01.2006-03.02.2006</i>
	<i>11.10.2005-20.10.2005</i>
<i>Olmuksa International Paper Sabancı Ambalaj San. ve Tic. A.Ş.(Olmuksa)</i>	<i>04.03.2009-01.04.2009</i>
<i>Özderici Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı AŞ (Özderici GYO)</i>	<i>04.05.2009-08.07.2009</i>
<i>Pera Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Pera)</i>	<i>25.07.2007-15.11.2007</i>
<i>Petrokent Turizm A.Ş. (Petrokent Turizm)</i>	<i>07.12.2007-18.12.2007</i>
<i>Petrol Ofisi A.Ş. (Petrol Ofisi)</i>	<i>26.02.2009-05.03.2009</i>
<i>Pimaş Plastik İnşaat Malzemeleri A.Ş. (Pimaş)</i>	<i>29.05.2009-20.07.2009</i>
<i>Plastikkart Akıllı Kart İletişim Sistemleri Sanayi ve Ticaret A.Ş.</i>	<i>15.02.2005- 25.03.2005</i>
<i>Silverline Endüstri ve Ticaret A.Ş.</i>	<i>17.09.2007-24.09.2007</i>
<i>Sönmez Filament Sentetik İplik ve Elyaf Sanayi A.Ş.</i>	<i>16.11.2006- 10.01.2007</i>
<i>Sönmez Pamuklu Sanayi A.Ş.</i>	<i>04.09.2007-21.09.2007</i>
<i>Taksim Yatırım Ortaklığı A.Ş. (Taksim)</i>	<i>17.09.2007-19.09.2007</i>
	<i>02.05.2007-31.07.2007</i>
<i>Taraf Gazetecilik Sanayi ve Ticaret AŞ</i>	<i>17.06.2013-09.10.2013</i>
<i>Tire Kutsan Oluklu Mukavva, Kutu ve Kâğıt Sanayi A.Ş. (Tire Kutsan)</i>	<i>31.10.2006 – 04.02.2008</i>
	<i>03.09.2008-15.10.2008</i>
<i>Transtürk Holding A.Ş. (TRNSK)</i>	<i>14.05.2010-16.03.2011</i>
<i>Tukaş Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.</i>	<i>26.05.2011-09.06.2011</i>

<i>Türk Tuborg Bira ve Malt Sanayi A.Ş. (Tuborg)</i>	<i>18.09.2009-28.09.2009</i>
<i>Utopya Turizm İnşaat İşletmecilik Ticaret A.Ş.</i>	<i>22.06.2011-06.10.2011</i>
<i>Ünal Tarım Ürünleri İhracat ve Sanayi A.Ş.</i>	<i>06.04.2005-18.04.2005</i>
	<i>08.02.2006-02.05.2006</i>
<i>Vakıf Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.</i>	<i>05.03.2008-12.03.2008</i>
<i>Vakıf Finansal Kiralama A.Ş. ((Vakıf Finansal)</i>	<i>15.06.2006-23.06.2006</i>
	<i>02.05.2007-17.05.2007</i>
	<i>05.07.2007 – 16.12.2007</i>
<i>Vakko Tekstil ve Hazır Giyim İşletmeleri A.Ş. (VAKKO)</i>	<i>30.03.2011-18.04.2011</i>
<i>Van Et Ticari Yatırımlar Gıda Sanayi Turizm İç ve DİŞ Ticaret A.Ş. (Van Et)</i>	<i>12.01.2009-23.01.2009</i>
<i>Varlık Yatırım Ortaklığı A.Ş. (VARYO)</i>	<i>19.04.2007-19.07.2007</i>
<i>Vestel Beyaz Eşya Sanayi ve Ticaret AŞ. (Vestel Beyaz)</i>	<i>01.03.2008-15.11.2008</i>
<i>Viking Kâğıt ve Selüloz A.Ş. (Viking)</i>	<i>26.01.2007-15.02.2007</i>
	<i>24.09.2007-14.11.2007</i>
	<i>28.03.2007-20.06.2007</i>
	<i>02.01.2008-23.01.2008</i>
<i>Yeşil Yatırım Holding A.Ş.</i>	<i>01.06.2011-30.12.2011</i>
<i>Yünsa Yünlü Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi (Yünsa, Şirket)</i>	<i>12.01.2011-21.02.2011</i>
	<i>08.04.2011-17.06.2011</i>

