

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

DOKTORA TEZİ

SERMAYE PİYASALARI VE BORSALARDA
MANİPÜLASYON: BORSA İSTANBUL ÜZERİNE
AMPİRİK BİR ÇALIŞMA

Eren ALTIN

2502150119

TEZ DANIŞMANI

Doç.Dr.Abdulkadir TUNA

İSTANBUL – 2022

ÖZ
SERMAYE PİYASALARI VE BORSALARDA MANİPÜLASYON: BORSA
İSTANBUL ÜZERİNE AMPİRİK BİR ÇALIŞMA
Eren ALTIN

Sermaye piyasaları, bireylerin ve kurumların tasarruflarını değerlendirdiği önemli organize yatırım piyasaları olarak faaliyet göstermektedir. Borsaların sağlıklı işlemesi ülkelerin özel sektör kurumlarının gelişimi için önem arz etmekte ve finansman ihtiyacının daha düşük maliyetlerle sağlanabilmesine imkan sağlamaktadır. Bireysel yatırımcıların sahip oldukları tasarruflarını faiz, döviz ve kıymetli maden gibi araçlara yatırım yaparak değerlendirmesi halinde, özel sektör kurumları bireylerden finansman elde edemez ve bankalardan yüksek maliyetle finansman sağlamak zorunda kalır. Aksine borsalar, özel sektör firmalarının düşük maliyetle finansman sağlayabileceği yatırım platformlarıdır. Yatırımcılar açısından ise borsalar, profesyonel şirketlere ortak olabilme imkanı sağlamakta ve faiz gibi sabit getirili yatırımlardan ziyade, yüksek getiri potansiyeline sahip şirketlere yatırım yapma imkanı vermektedir.

6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunun birinci maddesi sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin ve gelişmesinin sağlanması, yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması için sermaye piyasasının düzenlenmesi ve denetlenmesini amaç edinmektedir. Bu kapsamda borsaların sağlıklı işlemesinin temel şartı, işlem gören şirket paylarının adil bir şekilde fiyatlanır olması gerekliliğine dayanmaktadır. Borsalarda işlem gören pay fiyatlarını etkilemek suretiyle işlem gerçekleştiren yatırımcılar, uluslararası literatürde manipülatör olarak isimlendirilmektedir. Manipülatörlerin borsada işlem gören payların işlem fiyatlarını istedikleri yönde etkilemesi ise manipülasyon olarak tanımlanmaktadır. Manipülasyonların gerçekleştirilme sebebi birçok nedene dayanabilmekte ve birçok teknik ile gerçekleştirilebilmektedir. Bu çalışmada Sermaye Piyasaları ve Borsalarda

gerçekleşen manipölasyon türleri örnekler ile ele alınacak, gerçekleşen manipölasyon işlemlerinin borsalara etkileri değerdendirilecek ve bu manipölasyon fiillerinin önlenmesi için gerekli düzenleme önerileri belirtilecektir. Ayrıca Yüksek Frekanslı İşlemler ve Yüksek Frekanslı İşlemler kullanılarak gerçekleştirilen manipölasyon teknikleri ve sosyal medya manipölasyonları belirtilecek ve alınması gereken önlemler vurgulanacaktır. Türkiye’de sermaye piyasalarında gerçekleşen manipölasyon işlemleri üzerine sınırlı sayıda çalışma bulunmaktadır bu çalışmanın da önemi bundan dolayı artmaktadır.

Anahtar Kelimeler: Borsa, Yatırım, Manipölasyon, Spekölasyon, Sermaye Piyasaları

ABSTRACT

MANIPULATION IN CAPITAL MARKET AND STOCK MARKET: THE EMPIRIC STUDY ON ISTANBUL STOCK MARKET

Eren ALTIN

Capital markets, one of the most important institutions of the economy, operate as the most important organized investment markets where individuals and institutions evaluate their savings. The healthy functioning of the stock exchanges is important for the development of the private sector institutions of the countries and for the opportunity to supply the financing needs at lower costs. If individual investors use their savings by investing in instruments such as interest, foreign currency and precious metals, private sector institutions cannot gain financing from individuals and have to obtain financing from banks at high costs. However, stock markets are investment platforms where private sector companies can provide financing at low cost. In terms of investors, stock markets provide the opportunity to become partners with professional companies and give the opportunity to invest in companies with high return potential rather than fixed income investments such as interest.

The first article of the Capital Markets Law No. 6362 declares that capital markets aim to ensure the functioning and development of capital markets at the regulate and supervise capital markets in a secure, transparent, efficient, stable, fair and competitive environment and to protect the rights and interests of investors. In this context, the most important basic condition for the healthy functioning in Capital Markets which is based on the requirement that the companies shares being traded are fairly priced. Investors who trade by affecting the prices of shares traded in stock exchanges are named as manipulators in international literature. Manipulation is defined as manipulators affect the trading prices of the stocks traded on the stock Exchange in the direction they want. The question why manipulations are performed can be based on many reasons and performed with many techniques. In this thesis, the types of manipulation taking place in the Capital Markets

will be described with examples, the effects of the manipulation transactions on the Capital Markets will be evaluated and the necessary regulation suggestions to prevent these manipulation acts will be stated. In addition, manipulation techniques and social media manipulations will be specified with using High Frequency Trading and the precautions to be taken will be emphasized. There are a limited number of studies on manipulation transactions in the capital markets in Turkey, and the importance of this study is therefore increasing.

Keywords: Stock Market, Investing, Market Manipulation, Speculation, Capital Markets

ÖNSÖZ

Akademik hayatım boyunca ve tez hazırlama sürecinde bilgi ve tecrübeleri ile bana yol gösteren, manevi desteklerini esirgemeyen değerli tez danışmanlarım Prof.Dr.Zekai ÖZDEMİR ve Doç.Dr.Abdulkadir TUNA ve çalışmama yaptıkları çok değerli katkılarından dolayı Prof.Dr.Yüksel BAYRAKTAR ve Prof.Dr.Server DEMİRCİ'ye minnet ve teşekkürlerimi sunarım.

Tüm bu süreçlerde bana destek olan değerli eşim Merve ALTIN ve biricik oğlum Muhammed İbrahim ALTIN'a da teşekkürlerimi sunarım.

Eren ALTIN
İSTANBUL, 2022

İÇİNDEKİLER

ÖZ	ii
ABSTRACT	v
ÖNSÖZ	vi
TABLolar LİSTESİ	x
RESİMLER LİSTESİ	xi
ŞEKİLLER LİSTESİ	xii
KISALTMALAR LİSTESİ	xiii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

BORSALARIN OLUŞUMU, FİYATIN BELİRLENMESİ VE MANİPÜLASYON KAVRAMI

1.1. Borsaların Oluşumunun Tarihsel Süreci	5
1.2. Borsalarda Fiyatın Belirlenmesi	12
1.3. Fiyatın Manipüle Edilmesi ve Regülatör Kurumların Sorumlulukları	16
1.4. Manipülasyon ve Spekülasyon Kavramlarının Ayrımı ve Suç Niteliği	19
1.5. Dünya Borsaları ve Borsa İstanbul Mukayesesi	24
1.5.1. Dünya Borsaları Performans Değerlendirmesi	25
1.5.2. Dünya Borsalarında Piyasa Kapitalizasyonu	26
1.5.3. Dünya Borsaları İşlem Hacmi Değerlendirmesi	28
1.5.4. Dünya Borsalarında İşlem Gören Şirket Sayısının İncelenmesi	30
1.5.5. BİST’te Pay Elde Tutma Süreleri	32
1.5.6. BİST Nezdinde Yer Alan Yabancı Yatırımcının Dağılımı	34
1.5.7. Borsaların Büyümesi	35

İKİNCİ BÖLÜM

BORSADA MEVCUT MANİPÜLASYON TEKNİKLERİ ve YENİ NESİL MANİPÜLASYON TEKNİKLERİ

2.1. Manipülasyon Tanımlamaları	41
2.1.1. Hareket Bazlı Manipülasyon (Action Based Manipulation)	41
2.1.2. Bilgi Bazlı Manipülasyon (Information Based Manipulation).....	42
2.1.3. İşlem Bazlı Manipülasyon (Trade Based Manipulation).....	43
2.2. Emir ve İşlem Kavramları Ayırımı	44
2.2.1. Pay Piyasası Emir İletim Şekilleri	45
2.2.2. Pay Piyasası Emir Türleri	45
2.3. Manipülasyon Teknikleri	49
2.3.1. Havuz Tekniği	51
2.3.2. Kendinden Kendine İşlemler	51
2.3.3. Gizlenmiş Kendinden Kendine İşlemler	53
2.3.4. Kayıtsız Çapraz İşlem.....	54
2.3.5. Açılış ve Kapanış Fiyatını Etkileme.....	55
2.3.6. Ağırlıklı Ortalanma Fiyatı Etkileme.....	58
2.3.7. Saldırı	60
2.3.8. Oltalama	61
2.3.9. Katmanlama.....	63
2.3.10. Arzı Kısıtlama	64
2.3.11. Halka Arz Fiyatını Etkileme.....	67
2.3.12. Öncelikli İşlem Yapma.....	69
2.3.13. Piyasalar Hakkında Söylenti Yayma	71

2.3.14. Aşırı İşlem Yapma.....	75
2.3.15. Fiyatı Şişirme (Keriz Silkeleme).....	77
2.3.16. Fiyatı Düşürme	78
2.3.17. Aktif Piyasa İzlenimi Yaratma	79
2.3.18. Ayı Saldırısı.....	80
2.3.19. Açığa Satanları Sıkıştırma.....	81
2.3.20. Altın Süre T+2 Manipülasyonu	82
2.3.21. Şemsiye Açma (Lambalama, Sinyal Yakma, Yeşil Işık Yakma).....	86
2.4. Yeni Nesil Manipülasyon Teknikleri.....	91
2.4.1. Yüksek Frekanslı İşlemler.....	91
2.4.2. YFİ Algoritmaları Hakkında Düzenleme ve Tavsiyeler	104
2.4.3. Sosyal Medya Manipülasyonları	107

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

BİST NEZDİNDE GERÇEKLEŞEN MANİPÜLASYON İŞLEMLERİNİN PAY PİYASALARI ÜZERİNE ETKİSİNİ ÖLÇMEK ÜZERİNE BİR MODEL UYGULAMASI

3.1. Modelin Amaç ve Kapsamı	114
3.2. Modelin Kısıtları.....	117
3.3. Analiz Verileri	119
3.4. Model – Modelin Uygulanması	119
SONUÇ	125
KAYNAKÇA	131
ÖZGEÇMİŞ	142

TABLÖLAR LİSTESİ

Tablo 1.1: 2018-2019 Yılları Borsa Endeks Değişim Verileri	26
Tablo 1.2: Borsa Şirketlerinin Piyasa Kapitalizasyonu (Milyon Dolar)	26
Tablo 1.3: Dünya Borsalarının 2010-2019 Yılları Toplam İşlem Hacmi Verileri (Milyon Dolar)	29
Tablo 1.4: 2019 Yılı BİST Nezdinde Yabancı Yatırımcı Dağılımı	34
Tablo 2.1: KAP'ta Yer Alan Fiili Dolaşımdaki Paylar Tablosu RTALB ve SİSE Payları	50
Tablo 2.2: Örnek Emir Defteri	61
Tablo 2.3: 22.04.2020 Tarihli SPK Bülteni	73
Tablo 2.4: Ziraat Yatırım'ın Müşterilerine Uyguladığı İşlem Hacmi – Komisyon Oranlarını Gösterir Tablo.....	84
Tablo 2.5: Borsaya İletilen Emir Hızları.....	95
Tablo 2.6: Katmanlama Tekniğine Örnek İşlem Defteri Görünümü	101

RESİMLER LİSTESİ

Resim 1.1: Borsa İstanbul Nezdinde İşlem Gören Payların Geçmişte Kullanılan Emir-İşlem Tahtalarının Son Görüntüsü	15
Resim 2.1: Derinhisse Kullanıcı Adlı Twitter Hesabı Ekran Görüntüsü	109
Resim 2.2: Derinhisse Kullanıcı Adlı Twitter Üyesinin Pay Piyasaları Hakkındaki 01.01.2020 Tarihli Paylaşımı	109
Resim 2.3: Derinhisse Kullanıcı Adlı Twitter Üyesinin Pay Piyasaları Hakkındaki 11.12.2019 Tarihli Paylaşımı	110
Resim 2.4: Telegram Grubu Görüntüsü	111
Resim 2.5: Telegram Uygulamasında Yer “Borsa66” Grubu Ekran Görüntüsü.....	112
Resim 2.6: 25.11.2020 Tarihli 2020/72 Sayılı SPK Bülteni	113

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.1: 2018-2019 Yılları Dünya Borsalarının Performans Grafiği.....	25
Şekil 1.2: 2019 Yılı İçin Dünya Borsalarının Piyasa Kapitalizasyonu/GSYH Oranlaması	28
Şekil 1.3: Dünya Borsalarında 2019 Yılı İçin İşlem Hacmi/GSYH Oranları	30
Şekil 1.4: Dünya Ekonomilerinin 2019 İtibariyle Borsalarda İşlem Gören Şirket Sayısı Bazında Dizilimi	31
Şekil 1.5: BİST Pay Piyasalarında Yabancı Ve Yerli Yatırımcıların Hisse Senetlerini Yıllara Göre Elde Tutma Süreleri Değişimi.....	33
Şekil 2.1: BİST Pay Piyasası İşlem Saatleri	58
Şekil 2.2: Türkiye Kalkınma Ve Yatırım Bankası A.Ş. Pay Grafiği.....	66
Şekil 2.3: NASDAQ Borsasında İşlem Gören Mesa Enerji Holding Pay Fiyatında Gerçekleşen Dalgalanma.....	78
Şekil 2.4: EUYO Pay Piyasası Emir Defteri Görüntüsü	89
Şekil 2.5: NETAS Pay Piyasası İşlem Defteri Görüntüsü.....	90
Şekil 2.6: AB Kolakosyon Kullanım Verileri	96
Şekil 2.7: 2010 Tarihinde Dow Jones Endeksinde Gerçekleşen Flash Crash Vakası	98

KISALTMALAR LİSTESİ

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
AOF	: Ağırlıklı Ortalama Fiyatı
AR-GE	: Araştırma-Geliştirme
BİST	: Borsa İstanbul A.Ş.
ESMA	: European Securities and Markets Authority
EU	: European Union
GSYH	: Gayri Safı Yurtiçi Hasıla
HFT	: High Frequency Trading
IPO	: Initial Public Offering (Halka Arz)
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
NASDAQ	: Nasdaq Borsası
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu
OECD	: Organisation for Economic Co-operation and Development
ÖDA	: Özel Durum Açıklaması
SEC	: U.S. Securities and Exchange Commission
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	: Sermaye Piyasası Kanunu
TAKASBANK:	İstanbul Takas ve Saklama Bankası AŞ
TCMB	: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TSPAKB	: Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği
TSPB	: Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
YFİ	: Yüksek Frekanslı İşlem
YTM	: Yatırımcı Tazmin Merkezi
WB	: The World Bank – Dünya Bankası

GİRİŞ

Sermaye piyasaları, ülkelerin ekonomik gelişmişlik seviyesi açısından önemli yatırım piyasaları olarak faaliyet göstermekte ve özel sektörün finansal anlamda alt yapısını oluşturmaktadır. Özel sektör firmalarının büyüyüp gelişebilmesi için, ülkelerin sahip olduğu sermaye piyasalarının imkanları büyük önem arz etmektedir. Dünya çapında başarılı özel sektör firmaları, iktisadi açıdan da bulundukları ülkenin ekonomisine büyük katkı sunmaktadırlar. Özel sektör firmaları gelirleri üzerinden vergi ödemek suretiyle devlet hazinesine katkıda bulunmakta ve istihdam ettiği çalışanlar dikkate alındığında işsizliğin azalmasını sağlamaktadır. Ayrıca özel sektör firmaları, ürettiği katma değerli ürünler ile ithalatın azalmasına ve ihracatın artmasına katkı sağlamakta, ülke ekonomisinin gelişimine katkı sunmaktadır. Bu kapsamda özel sektör firmalarının başarıları ülkelerin başarılarına dönüşmektedir. Özel sektör firmalarının başarılı olması ise güçlü bir finansal sistem ve sermaye alt yapısını gerektirmektedir.

Küreselleşen dünyada finansal dalgalanmalar ve ekonomik krizler belirli aralıklarla gündeme gelmektedir. Bu tür kriz dönemlerinde özel sektör firmalarının ayakta kalabilmesi; güçlü bir sermaye yapısına veya ikincil piyasalardan sermaye temin edebiliyor olmasına bağlıdır. Şirketlerin bankacılık sektöründen kredi sağlayamadığı durumlarda, ikincil finansman seçeneği borsalardır. Şirketler, Özel Sektör Borçlanma Araçları ihraç edebilir veya sermaye paylarını halka açmak suretiyle doğrudan finansman temin etme yoluna gidebilirler. Şirket paylarını halka arz etmek isteyen şirketler ile bu şirketlere yatırım yapmak isteyen yatırımcılar borsa altyapısı içinde organize piyasalarda işlem gerçekleştirebilmektedirler. Borsalara olan güvenin gelişmesi için hem yatırımcıların hem özel sektör firmalarının piyasaya güven duyması ve adil, istikrarlı, şeffaf, etkin bir piyasanın oluşması gerekmektedir.

Manipölasyon vakalarının varlığı, sermaye piyasalarına yönelik güvenin sarsılmasına yol açmaktadır. Finansal okuryazarlık seviyesi düşük ve finansal piyasalarda tecrübesiz yatırımcılar, manipölatorler tarafından aldatılarak zarara uğratılabilmektedir. Bu tür durumların vukuu bulması, borsaların bir oyun veya kumar ortamı olarak görölmesine sebep olmaktadır. Bu durum ise tasarruf seviyesi düşük olan gelişmekte olan ölkeler için yatırım iklimini olumsuz etkileyen bir olgu olarak öne çıkmaktadır. Bu sebeple sermaye piyasalarına olan güveni derinden sarsan manipölasyon işlemleri bu çalışmanın konusu olarak belirlenmiştir. Manipölasyon konusunda akademik çalışma sayısının artması hem bireysel yatırımcıların bilinçlenmesi hem de sermaye piyasalarının gelişimine fayda sağlayacaktır. Bu kapsamda yatırımcıların manipölasyon fiillerinin nasıl gerçekleştiğini anlaması ve bu tür manipölatif işlemlerden nasıl korunacağına ilişkin önlemler almalarını sağlamak hedeflenmektedir.

Çalışmanın birinci kısmında Osmanlı Devleti'nden günümüze sermaye piyasalarının gelişimi incelenecek, önde gelen finans kurumları olan bankaların ve borsaların gelişimine yer verilecektir. Osmanlı Devleti'nin ilk kez iç borçlanma için tahvil ihraç edilmesi ile ilk sermaye piyasası ihracı gerçekleşmiştir. Bu durum sermaye piyasalarının gelişmişliğinin devletler için ne kadar önemli olduğunu ortaya koymuştur. Bu kapsamda çalışmada Dünya borsaları ve Borsa İstanbul AŞ'ye (BİST) ilişkin verilere yer verilerek, borsalar arası analiz yapılacak ve borsaların büyümesi için yapılması gerekenler üzerinde durulacaktır. BİST nezdinde işlem gören şirket sayısı, yabancı yatırımcı oranı, yatırımcıların pay elde tutma süreleri gibi veriler mukayese edilecektir. Ölkemiz sermaye piyasalarının gelişmesi şüphesiz yatırımcıların finansal okuryazarlığı ve yatırımcıların sermaye piyasalarına bakış açısı ile ilişkilidir. Bu kapsamda ölkemiz sermaye piyasalarının gelişmesi için yatırımcı profili önem arz etmektedir. Bu kapsamda sermaye piyasalarının gelişmesi için analiz edilen veriler ışığında değerlendirme ve çözüm önerileri sunulacaktır.

Çalışmada; Sermaye Piyasaları ve Borsaların oluşumu tanımlandıktan sonra, piyasalarda fiyatın belirlenmesi ve belirlenen fiyatın nasıl manipölle edildiği hususlarına

değerlendirilecektir. Yatırımcıların yatırım kararı verirken pay piyasalarının doğru fiyatlanıp fiyatlanmadığı hakkında bilgi sahibi olması gerekli olup, aksi durumda yatırımlarından kar elde etmesi mümkün olmayacaktır. Ayrıca manipülasyona benzerliği sebebiyle kavramsal olarak karıştırılan spekülasyon kavramı tanımlanacak ve manipülasyondan farkları açıklanacaktır.

Çalışmanın ikinci kısmında sermaye piyasalarının düzenli işleyişini bozan dünya genelinde Manipülasyon olarak isimlendirilen, Türkiye’deki mevzuatta ise Piyasa Dolandırıcılığı ve Piyasa Bozucu Eylem olarak tanımlanan işlem türleri analiz edilerek regülatör kurumların piyasaların daha etkin işlemesi için almaları gereken önlemler değerlendirilecektir. Bu kapsamda manipülasyon teknikleri ve türleri detaylı olarak tanımlanacak ve manipülasyon işlemlerine karşı regülatör kurumların alması gereken çözüm önerileri sunulacaktır. Daha önce literatürde tanımlanmamış Altın Süre T+2 (Golden Time T+2) ve Şemsiye Açma (sinyal yakma, lambalama, yeşil ışık yakma) manipülasyon teknikleri tanımlanacaktır. Gelişen teknolojinin sermaye piyasalarında ortaya çıkardığı Yüksek Frekanslı İşlemler (High Frequency Trading, YFİ) ve YFİ alt yapısı kullanılarak bilgisayar algoritmalarının borsalarda gerçekleştirdiği işlemler Yeni Nesil Manipülasyon Teknikleri başlığı altında tanımlanacaktır. YFİ’lerin manipülasyon niyeti ile kullanılması veya algoritma hatalarının gerçekleşmesinin piyasalara olumsuz etkileri söz konusudur. YFİ kullanılmak suretiyle gerçekleştirilen manipülasyon teknikleri ve “Flash Crash” olarak nitelendirilen borsadaki ani düşüş vakaları tanımlanacak ve söz konusu olumsuz etkilere karşı çözüm önerilerine yer verilecektir. Ayrıca sosyal medyanın günümüzde kullanımının yaygınlaşması neticesinde sermaye piyasalarına ilişkin söylentilerin sosyal medya platformlarında hızlı şekilde yayılması durumuna sıklıkla rastlanmaktadır. İletişim hızının sosyal medya mecralarında yüksek olması ve çok sayıda yatırımcıya çok hızlı şekilde erişim imkanı sağlaması sebebiyle manipülatörler sosyal medya mecralarını günümüzde sıklıkla kullanmaktadır. Söz konusu teknikler ise Yeni Nesil Manipülasyon Teknikleri başlığı altında incelenecektir. Borsa İstanbul A.Ş. nezdinde gerçekleşmiş sosyal medya üzerinden

manip latif faaliyetler örnekleri ile tanımlanacak ve sosyal medya üzerinden gerçekleştirilen manip latif işlemler için çözüm  nerileri sunulacaktır.

Çalışma kapsamında ülkemizde sayılı eser bulunan manip lasyon tekniklerine yönelik geniş kapsamlı tanımlamalarla literatüre katkı sağlamak amaçlanmakta ve sermaye piyasalarının gelişimi için regülasyon tavsiyelerinde bulunulması hedeflenmektedir. Bu kapsamda 21 manip lasyon tekniği çalışmanın ikinci bölümünde tanımlanacaktır.

Çalışmanın son bölümünde ise B ST nezdinde gerçekleşen Manip lasyon işlemlerinin pay piyasasını nasıl etkilediğini değerlendirmek için ekonometrik analiz yapılacaktır. Analiz kapsamında SPK Bültenlerinde yer alan suç duyurularının ilgili pay fiyatına etkisi değerlendirilecek, ikincil modelde B ST nezdinde gerçekleşen manip lasyon verileri tahminlenecek ve manip lasyon işlemlerinin borsada işlem gören tüm pay piyasalarının işlem hacmini ifade eden XTUM  zerine etkisi ve borsanın göstergesi konumunda olan B ST100 endeksine olan etkisi analiz edilecektir.

BİRİNCİ BÖLÜM

BORSALARIN OLUŞUMU, FİYATIN BELİRLENMESİ ve MANİPÜLASYON KAVRAMI

1.1. Borsaların Oluşumunun Tarihsel Süreci

Bireylerin ihtiyaç duydukları ürün ve hizmetleri giderme gereksinimleri neticesinde, malın malla değişimi trampa sistemi ortaya çıkmıştır. Trampa ya da mal değişimi kavramı; mal veya hizmetlerin para karşılığı bulunmaksızın değiştirilmesini ifade etmektedir. Mal değişimi geçmişten günümüze insan yaşamında yer almış en basit ticaret şeklidir. Trampa işlemleri insanlığın başlangıcına kadar uzanan paranın keşfi öncesi işlemlerdir. Ekonomist Adam Smith, Ulusların Zenginliği kitabında para karşılığı olmaksızın malın mal ile değişimi faaliyetini ticaretin en ilkel ve basit şekli olduğunu ifade etmektedir.¹ Paranın değişim aracı olarak kullanımından önce, bireylerin sahip oldukları malları, talep ettikleri mallar ile belirli bir oran çerçevesinde değiştirilmesi, ticaretin en ilkel formunu oluşturmuştur.

Paranın kullanımı ile ticaret ve bankacılık sektörü gelişim gösteremeye başlamıştır. Lidyahılar ve Eski Yunanlılar tarafından sikkeler ilk kez kullanılmaya başlandığında, sikkeler çekiçle dövmek suretiyle teker teker üretilmiştir. Lidyahlılardan sonraki 1000 yılda Avrupa ve Doğu bölgesinde milyonlarca sikke üretilmiş olup yıllarca bu sistem el yordamıyla devam etmiştir. Aslında değişimi gerektiren sikke üretim hızının arttırılması olmayıp, madeni paranın kolayca kırılabilir olması ve insanların sikkeleri eğmek suretiyle para özelliği değişmeden içindeki değerli madeni kırparak söz konusu kırpıntıları eritip külçe haline getirip darphaneden karşılığında yeni sikke alması hususu olmuştur.²

¹ Başak Balkır, “Mal Değişim Sözleşmesinde Satış Hükümlerinin Uygulanması”, **KOSBED**, 2014 s.2.

² Peter Bernstein, **Altının Gücü**, Scala Yayıncılık, İstanbul, Çev. Konyar, Levent Konyar, 2008, s. 179.

16. yy Hollanda’da, 18. yy ise Amerika’da tüccarlar hareketli ticari limanlarda ürün ve sözleşmeler için alım-satım yapmaktaydılar. Yapılan bu sözleşmeler zamanla fiziki bir konumda yapılır hale gelmiştir. Bu mekânlara yoğun katılımın olmaya başlaması ile sadece üyelerin katılım sağlayabileceği mekânlar oluşturulmuştur. Üye olmayan taraflar, üyeler aracılığı ile sistemde işlem yapmaya başlamışlardır. Bu gelişim süreci sonunda günümüzdeki borsa ve aracı kurumların temeli atılmıştır.³

Günümüzde finansal sistemin öncüsü olarak bankalar gelmekte olup, bankaların davranış biçimleri iktisadi birimler arasında önemli bir yere sahiptir. Çünkü bankalar paradan para türetmektedir. Bankalar fon toplamak suretiyle fon kaynağı oluşturmakta ve fonlara gelen talep karşılığında topladığı fonları fon talep edenlere aktarmak suretiyle fon kullandırmaktadırlar.⁴

Borsaların tarihteki ilk hali, ürünlerin toplu halde bir arada satıldığı pazarlardan meydana gelmektedir. Pazarlarda birbirinden farklı ürünler toplu halde satılmakta iken ürün miktarındaki artış ve ürün çeşitliliğin ve kalitesinde meydana gelen değişim sebebiyle aynı türde ürünlerin kalitelerine göre fiyat farklılaştırmasına giderek bir arada satıldığı özel pazarlar oluşmaya başlamıştır. Bu pazarlar önceleri temel gıda ürünlerinden oluşmakta ise de sonrasında değerli madenler, sanayi metalleri gibi emtiaların dahil olmasıyla uluslararası ticaretin gelişimine katkı sağlamıştır.

Sermaye piyasalarının ilk oluşum süreci, devletlerin; savaşın finansmanını sağlayacak, büyük kamusal projelerin finansmanı sağlayacak, zorunlu finansman ihtiyaçlarını karşılayacak kurumlara ihtiyaç duyması ile başlamıştır. Büyük sermaye gerektiren, devletin sunması

³ Alparslan Budak, Özcan Çikot, **Borsa Şirketleşmeleri, Satın Alma ve Birleşmeleri**, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB), İstanbul, 2011, s. 3.

⁴ Ömer Faruk Çolak, **Finansal Piyasalar ve Para Politikası**, Nobel Yayın, 2005, Ankara, s.183.

gereken kamusal hizmetlerin, zamanla özel sektör firmaları aracılığıyla ile daha verimli olarak gerçekleştirilebildiği anlaşılmıştır. Bu durum özel sektör firmalarının proje finansmanı niteliğindeki finansman ihtiyacını oldukça artmıştır.

Osmanlı Devleti'nin mali yükünün artması ile birlikte 1775'de esham uygulamasına geçilmiştir. Esham uygulaması bir iç borçlanma senedi niteliğinde olup, mukataaların vergi geliri hisselerine bölünmekte ve kaydı hayat koşulu ile peşin ödeme karşılığında kişilere satılmaktadır. Esham uygulaması mali sisteme destek olmakla birlikte dönemin mali bunalımını aşmada yeterli olmamıştır.⁵ Devlet iç borçlanma senetlerinin mali bunalım dönemlerinde artması sebebiyle, devlet kademeleri ile sürekli olarak çalışan bankerler popüler hale gelmiştir. Devlet borçlanmalarını finanse eden bireysel sermayedarlar, İstanbul'un bugünkü Beyoğlu semtinde yer alan Galata Kulesi çevresinde bulundukları için, Galata Bankerleri olarak anılmaya başlamıştır.

Galata Bankerleri arasında yer alan kişilerden bir tanesi de George Zarifi'dir. Sultan Abdülhamid'in tahta çıkması ile Zarifi padişahın şahsi bankeri, danışmanı seviyesine yükselmiştir. Osmanlı Devleti'nin iktisadi ve mali bunalıma girdiği günlerde devletin maaş ödemelerini düzenli yapamaması sebebiyle birçok saray mensubu sarraflardan maaşını teminat göstererek borç almak durumunda kalmıştır.⁶ Galata bankerleri dönemin sermaye piyasaları aktörleri olarak bireysel bazda faaliyet göstermişler ve sermaye sahibi bankerler paradan para kazanarak adeta dönemin finans sektörünü oluşturmuşlardır.

⁵ Haydar Kazgan, Toktamış Ateş, vd., **Osmanlı'dan Günümüze Türk Finans Tarihi**, Creative Yayıncılık, s. 204.

⁶ Murat Hulkiender, **Bir Galata Bankerinin Portresi George Zarifi**, Osmanlı Bankası Arşiv ve Araştırma Merkezi, İstanbul, 2003, s.93.

1884 Mart ayından itibaren Osmanlı Devleti Hükümeti ile yakın ilişki içinde çalışmaya başlayan bankerler bir yıl sonrasında Dersaadet Bankasını kurmuştur. Fransa’da ortaya çıkarak tüm Avrupa’ya yayılan ve Osmanlı ekonomisini de derinden etkileyen, 1848 ihtilallerinin sebep olduğu ekonomik buhran sebebiyle Dersaadet Bankasını kurma fikri ortaya çıkmıştır. Dersaadet Bankası 20.000 kesesi devlet, 30.000 kesesi de bankerler tarafından yatırılmak suretiyle 50.000 keselik bir sermaye ile 1849 Mayıs ayında kurulmuştur.⁷ II. Abdülhamit döneminin aydın vezirleri arasında yer alan Abidin Bey, Dersaadet (İstanbul) Tahvilat Borsası’nın ilk komiseri olmuştur.⁸

Osmanlı Devleti kısa vadeli borçlanma ihtiyaçları ve beklenmedik savaş harcamaları sebebiyle kısa vadeli borç bulmak için galata bankerlerinden borçlanmış ve bu borçları kapatmak için tekrar borçlanmaya gitmek zorunda kalmıştır. Söz konusu borçlanma şekli sermaye piyasalarının ilk oluşum şekli olarak devletin finansman ihtiyacı kapsamında ortaya çıkmıştır.

Osmanlı Devleti’nin ilk dış borçlanması Kırım savaşı sebebiyle 1854 yılında gerçekleşmiştir. Osmanlı Devleti’nin borçlanmaları incelendiğinde Abdülmecit dönemi için 1854, 1855, 1858 ve 1860 borçlanmaları, Abdülaziz dönemi için 1863, 1865 (Duyunu Umumiye, genel borçlar), 1869, 1870 (Rumeli Demiryolu Borçlanması) dır.⁹ Osmanlı Devleti’nin ilk dış borçlanma yaptığı tarihten ödemelerin durduğu 1875 yılına kadar kısmen veya tamamen Londra piyasalarından borçlanmıştır. Borçlanma işlemleri devlet ile finansal piyasa arasında faaliyet gösteren aracı kurumlar vasıtasıyla gerçekleştirilmiştir.¹⁰

⁷ Ali AKYILDIZ, **Osmanlı Finans Sisteminde Dönüşüm Noktası: Kağıt Para ve Sosyo-Ekonomik Etkileri**, İstanbul, 1996, s.39.

⁸ Celali Yılmaz, **Hava Oyunları**, 2011, İstanbul, Scala Yayıncılık, 2011, s. 34.

⁹ **Osmanlı Dönemi Borsa ve Mali Sistemi**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, 2.Basım,

¹⁰ Hüseyin Al, **Uluslararası Sermaye ve Osmanlı Maliyesi**, 2007, İstanbul, Osmanlı Bankası Arşiv ve Araştırma Merkezi, s. 29.

İstanbul Borsasının 3 Aralık 1873 (12 Şevval 1290) ve 18 Nisan 1886 (13 Receb 1303) tarihli Nizamnamelerine (tüzük) göre, şirketlerin hisse senedi (pay) ve tahvillerini piyasada tedavül edebilmeleri için İstanbul Borsasına kayıt ettirmiş olmaları gerekiyordu.¹¹ Osmanlı Devleti'nde kurulan ilk anonim şirket Şirket-i Hayriye ismiyle 1851 yılı Ocak ayında kurulmuştur. Şirketin faaliyet konusu İstanbul Boğaziçi'nde 25 yıl süreyle vapur işlemeciliği olup, söz konusu yetki Padişahın fermanıyla vapur işletme imtiyazı ve tekeline haiz olarak verilmiştir.¹²

Bank-ı Osmani-i Şahane, devlet borçlanmalarını %1 komisyon karşılığında üstlenmek ve aracılık faaliyeti yapmak, devlete %6 faiz karşılığı kredi kullandırmak, şubelerinde bütün hazine işlemlerini yapmak; karşılığı altın ile ödenecek kâğıt para ve değerli kâğıt çıkarmak imtiyazına sahip olarak bir devlet bankası olarak faaliyette bulunmak amacıyla kurulmuştur. Hükümet Osmanlı Bankası dışındaki başka bir kuruma söz konusu para çıkarma imtiyazını devretmeyeceğini bankaya taahhüt etmiştir. Banka devlet bankası olmanın yanı sıra ticaret bankası gibi faaliyet gösterme hakkına sahiptir. 24 Mayıs 1856 yılında İngiliz sermayesi ile kurulan Osmanlı Bankası'na (Ottoman Bank) 4 Şubat 1863 tarihinde Fransız sermayesi eklenmek suretiyle Bank-ı Osmani-i Şahane unvanını almıştır.¹³

Kamu kuruluşları ve anonim şirketlerin piyasadan borçlanabilmeleri için itibarı kıymetlerine eşit ve ibareleri aynı nitelikte, yasal şekil şartlarına haiz ve seri halinde çıkarılan genellikle sabit faizli borçlanma senetleri tahvil olarak isimlendirilmektedir. Tahvil kelimesi yerine Fransızca obligasyon kelimesi de kullanılmıştır. Riskten kaçınmayı tercih eden

¹¹ Ali Akyıldız, **Osmanlı Dönemi Tahvil ve Hisse Senetleri**, TEB, 2001, İstanbul.

¹² A.g.e., s. 48.

¹³ A.g.e., s. 100.

yatırımcılar sabit gelirli ve düşük riskli tahvilleri tercih etmektedir.¹⁴ Osmanlı Devleti tarihinde ilk kez ihraç edilen tahvil (istikraz) Emprunt Ottoman 1860 ismiyle Fransız Banker Mires isimli şahıs tarafından %1,5 komisyon karşılığı olarak 11.12.1860 tarihinde ihraç edilmiştir.¹⁵

Osmanlı Devleti'nde halka açık şirketlerin kurulup gelişmeye başlamasıyla birlikte borsanın ismi 1906 yılında yapılan bir düzenleme ile “*Esham ve Tahvilat Borsası*” olarak değiştirilmiştir. Ayrıca Borsa komiserine devlet memuru statüsü tanımlanmış ve borsa nezdinde yeni kurallar tanımlanarak devletin borsa üzerinde düzenlemeleri arttırılmıştır (birinci dünya savaşı ile borsa kapatılmıştır, 1914).¹⁶

Topkapı Sarayı'nın Saray-ı Hümayun'un birun (dış saray) bölgesinde yer alan Darphane-i Amire (Devlet Darphanesi) Osmanlı Döneminde, altın ve gümüş paranın basıldığı merkezdir. Darphane-i Amire, 1881'de Meskûkât-ı Şahane Müdürlüğü ismini almış, 1922'de Darphane-i Milli ismini almış ve 1933'te kurum Maliye Vekâleti Darphane ve Damga Matbaası Müdürlüğü'ne bağlanmıştır.¹⁷ Osmanlı Devleti'nin merkez bankası niteliğindeki kurum, yurt dışından gelen yabancı paranın yerli para ile değiştirildiği döviz değişim görevi de bulunmaktadır. Ayrıca ülke ekonomisinin durumuna göre, altın ve gümüş paraların saflığında değişiklik yaparak enflasyonun belirlendiği, para politikalarının şekillendirildiği önemli bir göreve sahiptir.

Osmanlı devletinde borsacılık girişimleri, 1854 Kırım Savaşı'na dayanmaktadır. Kırım savaşı ile başlayan Osmanlı borçları nedeniyle devletin çıkardığı tahviller İstanbul'da işlem

¹⁴ Tahvil Rehberi, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, s. 5.

¹⁵ Ali Akyıldız, **Osmanlı Dönemi Tahvil ve Hisse Senetleri**, TEB, 2001, İstanbul, s. 304.

¹⁶ Selim Soydemir, Abdullah Akyüz, **Sermaye Piyasası ve Borsa**, Scala Yayıncılık, 2015, İstanbul, s. 109.

¹⁷ Ömerül Faruk Bölükbaşı, (Çevrimiçi), **Darphane-i Amire'nin Kısa Tarihi**, Ottoman Bank, <https://istanbultarihi.ist/208-darphane-i-amire>, 01.11.2021.

görmeye başlanmıştır. 1866 yılında alacaklı devletlerin de desteğiyle Osmanlı Devleti'nin ilk borsası İstanbul'da kurulmuş olup, 1873 yılında çıkarılan bir nizamnameyle borsa “*Dersaadet Tahvilat Borsası*” adını almıştır.¹⁸

Türkiye Cumhuriyeti'nin ilk borsası 26 Aralık 1985 tarihinde kurulan İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) olmuş olup,¹⁹ 30 Aralık 2012 tarihinde 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunun Resmi Gazete'de yayınlanarak yürürlüğe girmesi ile İMKB görevini Borsa İstanbul A.Ş.'ye (BİST) devretmiştir.

26 Aralık 1985 tarihinde faaliyet geçen İMKB'nin ilk hisse senedi işlemi ise 3 Ocak 1986 tarihinde gerçekleşmiştir. İMKB nezdinde ilk olarak 36 borsa üyesinin işlem yapma yetkisine sahip olduğu piyasada, 41 anonim şirketin hisse senetleri işlem görmekteydi. 2002 yılı itibariyle borsa nezdinde üye sayısı 173'e, anonim şirket sayısı ise 306'ya yükselmiştir.²⁰

Borsa nezdinde gerçekleşen işlemlerin dağılımı konusunda 1986'dan önceki yıllar için, işlem hacmi çok düşük olduğundan, analiz ve değerlendirme yapmak güçtür. 1986 yılı ve 1987 yılının ilk çeyreğinde kamu menkul kıymetleri toplam işlem hacminin yaklaşık yüzde 92'sini oluşturmuş, geri kalan yüzde 8 ise özel kesim menkul kıymetlerinden oluşmuştur. Özel kesim menkul kıymetlerinin de yaklaşık yüzde 9'u hisse senetlerinden, yüzde 91'i ise tahvillerden oluşmuştur.²¹

¹⁸ Borsa İstanbul A.Ş. (BİST), (Çevrimiçi), <https://www.borsaistanbul.com/Dosyalar/25yil/index.html>, 12 Ekim 2021.

¹⁹ Borsa İstanbul A.Ş. (BİST), (Çevrimiçi), <https://www.borsaistanbul.com/kurumsal/borsa-istanbul-hakkinda/hakkimizda>, 11 Kasım 2019.

²⁰ Güray Küçükkoçaoğlu, **İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Gün İçi Getiri, Volatilite ve Kapanış Fiyatı Manipülasyonu**, Ankara, 2005, SPK, s. 5.

²¹ Abdullah Akyüz, **İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nın 1986 Yılı Faaliyetinin Değerlendirilmesi**, SPK Araştırma Raporu, 1987, Ankara.

Şirketler sermaye ihtiyacı arttığı durumlarda kaynak temini için halka arz gerçekleştirirler. Şirketlerin halka arz gerçekleştirmesi genellikle reklam amaçlı yapıldığı düşünülür fakat her zaman bu doğru değildir. Pay sahiplerinin reklam için mülkiyet haklarından vazgeçmesi tek başına yeterli olmayıp ekonomik ve mali bir faydasının yer alması gerekmektedir. Borsa işlem hacminin artması ve şirketlerin halka arzına teşvik politikaları ile bir trend ortaya çıkmıştır. İkinci olarak globalleşme ve rekabet şartları sermaye piyasalarında likiditenin yüksek olmasını gerektirmektedir. Borsalar arasında “iyi borsa”, “kötü borsa” ayrımı ortaya çıkmakta ve borsalar arası rekabet önem kazanmaktadır. Aksi takdirde likiditesi düşük piyasalarda giriş çıkış şartları zorlaşmakta ve söz konusu borsayı kötü piyasa haline getirmektedir. Likiditenin arttırıldığı, yeni kaynak girdisinin yüksek olduğu borsalar başarılı borsa olarak nitelendirilmektedir.²²

1.2. Borsalarda Fiyatın Belirlenmesi

İlkel pazarlardan günümüz modern borsalarına kadar geçen tarihsel gelişim sürecinde, bir ürünün fiyatının belirlenmesi dönemin şartlarına göre değişiklikler göstermiştir. Üretimin kısıt olduğu dönemlerde ürün ve emtiaların fiyatı üretici tarafından belirlenirken, fiyatlama süreçlerine devletlerin müdahil olması ile tavan fiyat, taban fiyat gibi fiyat sınırlamalarına da gidilmiştir.

Osmanlı Devletinde ve Avrupa ülkelerinde XII. asırdan XV. asrın sonuna kadar kısıtlık, ulaşım engelleri ve üretim miktarındaki dalgalanmalar gibi ekonomik şartlar nedeniyle fiyat kontrolünü sağlamak için taban fiyat ve tavan fiyat uygulamalarına gidilmiştir.²³ Devletler

²² Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, “Borsaların Ekonomideki Yeri ve Globalleşme Sürecinden Yeniden Yapılandırılmaları”, İstanbul, Yayın No. 12, 2003, s. 18.

²³ Yakup Akkuş, “Osmanlı ve Avrupa'nın İktisat Politikaları Üzerine Karşılaştırmalı Bir Analiz (XIV. VE XV. Asırlar)”, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Maliye Araştırma Merkezi Konferansları, 2009, s. 134.

tarımsal üretimi ve verimliliği arttırmak için tarımsal teknolojilere destek vermekte, bir yandan da taban fiyat uygulamalarına giderek tarımsal girdi maliyetlerini (tohum, gübre, tarımsal ilaç, mazot vb.) düşürmekte, ihracat sübvansiyonlarını kullanmak suretiyle tarım sektörünün finansman desteği sağlamakta ve uluslararası rekabet gücünü arttırmaya yönelik politikalar izlemektedirler.²⁴

Üretici ve tüketici menfaatlerinin taban tabana zıt olması, dolayısıyla devletlerin üreticiyi ve tüketiciyi korumak için uygulayacağı politikaları tespit etmesi zor bir dengedir. Bu kapsamda devletin üreticiyi korurken tüketiciyi de mağdur etmemesi gerekmektedir.²⁵

Tavan fiyat uygulaması tüketiciyi koruyarak, üretimi sınırlı olan ürünlerin fahiş fiyatlardan satılmasını engellemektedir. Tavan fiyat uygulaması talebi esnek olmayan ürünlerde yatırımcıların mağdur olmasını engellemek amacını gütmektedir. Zorunlu mal niteliğindeki (ilaç vb.) insan varlığı için hayati öneme sahip maddelerin fahiş fiyatlarla satılması, devletin tavan fiyat müdahalesi sonucu engellenmektedir. Üretimi bol olan ürünlerde ve özellikle tarım sektöründe tohumun atılması ile hasat sonucunun alınması arasında yüksek zaman farkı olan ürünlerde de üreticinin zararını engellemek için ise taban fiyat uygulaması devlet tarafından uygulanmaktadır.

Trend takipçileri fiyat analiz yöntemlerinin kendilerine asla piyasaya tam dip noktasından girmeye veya tam zirvesinde çıkmaya izin vermeyeceğini benimsemiş olup bu

²⁴ Hacer KARABAĞ, “İkinci Dünya Savaşı Sonrası Amerikan Tarım Politikaları Ve Az Gelişmiş Ülkeler Tarımsal Ekonomisi Üzerindeki Etkileri (1945-2000)”, **Uludağ Üniversitesi Fen-Edebiyat Fakültesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Kasım 2020, s. 256.

²⁵ Zekai Özdemir, “Türk Tarımında Destekleme Uygulamaları ve Sonuçları”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası**, 47 (1-4), 2011, s. 267.

durumdan son derece memnundurlar. Ancak bu kavramın çoğu piyasa oyuncusu tarafından etraflıca anlaşılmasının zor olduğunu kabul etmek gerekir.²⁶

Pay piyasası yatırımlarını gerçekleştiren yatırımcılar birtakım beklentiler ve öngörüler ile yatırım kararı alırlar. Bir pay senedinin gerçekleşen getirisi, o hisse senedinin beklenen getirisinden ne kadar büyük farklılık gösteriyorsa o hisse senedinin o kadar riskli olduğu değerlendirilir. Pay piyasalarında Sistematik Riskler değerlendirildiğinde, faiz oranı, kur, piyasa riski, politik risk, enflasyon riskleri bunlardan bazılarıdır. Pay piyasalarında Sistematik Olmayan Riskler değerlendirildiğinde finansal risk, iş ve endüstri riski, likidite riski ve yönetim riski bunlar arasındadır.²⁷

Günümüz borsalarında hisse senetlerinin fiyatları mal piyasalarına benzer bir şekilde talebe göre değişiklik göstermektedir. BİST tarafından emir kuralları belirlenirken, Dünya uygulamalarına benzer şekilde *“Pay Piyasası’nda işlemler elektronik alım satım sistemi aracılığıyla fiyat ve zaman önceliği kuralı baz alınarak “Sürekli İşlem”, “Piyasa Yapıcılı Sürekli İşlem” ve “Tek Fiyat” yöntemlerinde otomatik olarak gerçekleşmektedir.”* düzenlemesi mevcuttur.²⁸ Organize piyasalarda pay senedini almak isteyen yatırımcı ile satmak isteyen yatırımcının borsaya ilettiği fiyatların sürekli müzayede yöntemi ile eşleşme suretiyle alım ve satım işlemleri gerçekleşmektedir. Bu işlemlerde yukarıda belirtildiği üzere zaman önceliği uygulanmakta olup aynı fiyat seviyesinden aynı yönde (alım - satım) emir iletilmesi halinde borsaya ilk ileten yatırımcının emiri işleme dönüşecektir, bu öncelik hakkına zaman önceliği denilmektedir. Bir diğer hususta fiyat önceliği olup; alım emirleri için en

²⁶ Micheal W. Covel, **Trend Takipçisi**, Scala Yayıncılık, İstanbul, 2009, Çev. Neşenur Domaniç, s. 356.

²⁷ Muharrem Bakkal vd., **Sermaye Piyasalarında Hisse Senetleri ve Hisse Senetlerini Etkileyen Makroekonomik Faktörler**, Hiper Link Yayınları, İstanbul, 2012, s. 83 – 91.

²⁸ Borsa İstanbul A.Ş. (BİST), (Çevrimiçi), <https://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/borclanma-aracлари-piyasasi/pay-senedi-repo-pazari/emir-kurallari>, 11 Mart 2020.

yüksek alım fiyatı, satım emirleri için en düşük satım fiyatının öncelikle karşılanması anlamına gelmektedir, bu durumda piyasanın şeffaf ve adil bir şekilde işlemlerini sağlamaktadır.

Resim 1.1: Borsa İstanbul Nezdinde İşlem Gören Payların Geçmişte Kullanılan Emir-İşlem Tahtalarının Son Görüntüsü

[illegible]

Piyasaya iletilen emirler geçmişte tahta diye ifade edilen Resim 1.1’de son örneklerine (Türkiye İş Bankası C ve Çukurova Elektrik Emir Tahtaları) yer verilen emirlerin yazıldığı (eskiden borsalarda kullanılan tebeşirli sonrasında tahta kalem ile emir yazılan pay tahtaları) tahtalar kullanılmıştır. Günümüzde eski tahtaların yerini dijital emir defteri almış olup yatırımcılar aracı kurumların sunduğu ekranlar aracılığı ile borsaya emir iletebilmektedirler.

1.3. Fiyatın Manipüle Edilmesi ve Regülatör Kurumların Sorumlulukları

Ürün veya emtianın gerçek fiyatının dışında bir fiyattan işlem görmesi, alıcı ve satıcının ürün hakkında aynı bilgiye sahip olmadığı veya yatırım amaçlı alım satım işlemlerinde beklentilerin farklı olması durumunu ifade eder. Bu durum dışında arz ve talebi etkilemek suretiyle ürün veya emtia fiyatını etkilemek mümkündür. Bu durum pay piyasaları içinde geçerlidir. Arz ve talep fiyat değişimi beklentiler dışında alıcı veya satıcı tarafından kasten de etkilenebilmektedir. İşlem fiyatının kasıtlı olarak gerçek değerinin dışında bir değere düşürülmesi veya artırılması manipülasyon olarak isimlendirilmektedir. Manipülasyon fiilini gerçekleştiren yatırımcı veya yatırımcı grubu ise Manipülatör olarak isimlendirilmektedir.

Borsada fiyatın belirlenmesine ilişkin olarak etkin piyasa kavramının ardında yatırımcıların sadece servetlerini maksimize etmek amacıyla yatırım yaptığı ve fiyat hareketleri ile piyasaya iletilen yeni bilgilere rasyonel şekilde tepki verdikleri düşüncesine dayanmaktadır. Teoriye göre piyasaya duyurulan bilgilerin pay fiyatlarına anında yansıdığı ve dolayısıyla pay fiyatı hareketlerinin piyasaya iletilen bilgiye göre düzenli hareket ettiği varsayılmaktadır. Teori, piyasalara iletilen yeni bilgilerin etkin olarak fiyatlandığını, hiçbir yatırımcının şans faktörü olmadan piyasayı yenemeyeceğini ve yatırımcıların yatırım kararını etkileyen tüm bilgilerin piyasada yer aldığı düşüncesini içermektedir. Bu kapsamda piyasaya

iletilecek bir sonraki bilgiyi önceden bilmek mümkün olmadığı için fiyat hareketlerinin tahmin edilemez ve tesadüfi olduğu düşüncesini içermektedir.²⁹

Manipulatörlerin pay piyasasında yaptıkları işlemlerin en basit hali fiyatı arttırmaya veya azaltmaya yönelik işlemler gerçekleştirmek yoluyla ortaya çıkmaktadır. Bu yöntemin amacı payda yüksek miktarda alım gerçekleştirerek şirket paylarının değerinde suni yükseliş ortaya çıkarmak ve diğer yatırımcıların paya ilgisini çekerek, düşük fiyattan alınan hisseleri yüksek fiyattan satarak paydan çıkmak şeklinde dünya borsalarında gözlenen en basit tekniktir.

Manipulatörlerin pay piyasalarını manipüle etmekteki amaçları farklılık gösterebilmektedir. Örneğin halka açık bir şirketin borsada işlem görmekten çıkmaya karar vermesi halinde, pay geri alım sürecini işletecektir. Bu dönemde pay geri alım çağrı fiyatını etkilemek için pay fiyatını suni yükseltme veya düşürme işlemleri bir amaç olarak karşımıza çıkabilmektedir. Manipülasyon sadece bir pay senedinin fiyatını arttırmak değil, düşürmek veya sabit tutmak gibi amaçlarla da gerçekleştirilebilir.

Borsada satın alınan bir payın fiyatı yükseliyor ve yatırımcı bunun nedenini bilmiyorsa, kimse yatırımcıdan kazandığı parayı nedenlerini bilmediğinden dolayı geri istemeyecektir. Diğer yandan, bir payın fiyatının “niye” düştüğünü açıklayan yatırımcıya borsada kaybettiği tutar bu sebeple iade edilmeyecektir.³⁰

Menkul kıymet piyasalarına ilişkin ilk yasal düzenleme Amerika Birleşik Devletleri’nde (ABD) 1933 yılı Menkul Kıymetler Yasası (Securities Act of 1933) ve 1934

²⁹ James Rickards, **Kur Savaşları Bir Sonraki Küresel Krizin Oluşumu**, çev. Neşenur Domaniç, Nusret Avhan, Scala Yayıncılık, 3.Baskı, 2017, s.217.

³⁰ Ali Perşembe, **Teknik Analiz mi dedin? Hadi canım sen de!**, Scala Yayıncılık, 9. Basım, İstanbul, 2018, s. 51.

yılında Menkul Kıymet Borsası (Securities Exchange Act of 1934) kanunları ile gerçekleştirilmiştir. Bu kanunlar Büyük Buhran (1929) sonrası özel sektörün toparlanması için sermaye piyasalarının gelişimini sağlamak amacıyla yürürlüğe konmuştur.³¹

Borsa pay piyasalarında piyasa dolandırıcılığına ilişkin yasaklar ve yaptırımlar hakkında yasal düzenlemeler İngiltere’de 1861 yılında, ABD’de ise 1934 yılında düzenlenmiştir. Avrupa Birliği’nde (AB) piyasa dolandırıcılığına ilişkin 2000’li yılların başına kadar düzenleme yapılmamıştır. Türk Hukukunda ise, ilk kez 1981 yılında 2499 sayılı mülga SPKn 47/A2-3 hükmünde düzenlenen “*manipülasyon*” suçu, 2012 yılında bu Kanun’u yürürlükten kaldıran 6362 sayılı SPKn’nun 107’inci maddesinde “*piyasa dolandırıcılığı*” adı altında düzenlenmiş olup, söz konusu düzenleme AB uyum politikaları kapsamında geniş ve kapsamlı bir şekilde düzenlenmiştir.³²

Türkiye’nin ilk düzenleyici ve denetleyici üst kurulu olan Başbakanlık Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), 25.01.1982 yılında kurulmuştur. 2499 sayılı kanun ile SPK “*tasarrufların menkul kıymetlere yatırılarak halkın iktisadi kalkınmaya etkin ve yaygın bir şekilde katılmasını sağlamak ve sermaye piyasasının güven, açıklık ve kararlılık içinde çalışmasını, tasarruf sahiplerinin hak ve yararlarının korunmasını düzenlemek ve denetlemek*” amacını benimsemiştir. 2012 yılında yapılan mevzuat güncellemesi ile Sermaye Piyasası Kurulu Kanunu 6.12.2012 tarihinde 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (SPKn) yeniden düzenlenmiştir. 6362 sayılı kanunun 1. maddesinde Kurulun amacı “*Sermaye piyasasının güvenilir, şeffaf, etkin, istikrarlı, adil ve rekabetçi bir ortamda işleyişinin ve gelişmesinin sağlanması, yatırımcıların hak ve menfaatlerinin korunması için sermaye*

³¹ Daniel R. Fischel, David J. Ross, “Should the Law Prohibit Manipulation in Financial Markets?”, **University of Chicago Law School**, 1991, p. 503.

³² Seçil Coşkun, “Avrupa Birliği Hukukunda Piyasa Dolandırıcılığı (Manipülasyon)”, **Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, 2021/1, s. 562.

piyasaının düzenlenmesi ve denetlenmesi”³³ olarak tanımlanmıştır. Kanunun ilk maddesinde de belirtildiği üzere sermaye piyasaların adil işlemesi, yatırımcıların menfaatlerinin ve piyasaının gelişiminin sağlanması için, manipülatörlerin pay piyasalarını manipüle etmesinin ve piyasaının güvenilirliğini sarsmasının önüne geçmek SPK’nın önemli görevleri arasında yer almaktadır.

Türkiye’de borsada işlem gerçekleştiren yatırımcıların kullandığı tabirler arasında yer alan “*borsa oynamak, al-sat yapmak*” gibi ifadeler borsanın oyun, bahis veya kumar gibi algılandığını göstermektedir. Hâlbuki bilinçli yatırımcıların borsada yatırım yapmak kavramını kullanmaları gerekmektedir. Bu açıdan da regülatör kurumlara piyasaının işleyişini düzenleme aşamasında önemli görev düşmektedir. Halka açık bir şirketin sermayesinde, yatırımlarında, demirbaşlarında ve rutin faaliyetlerinde hiçbir değişiklik yok iken şirket paylarının borsada %40 artıp ertesi gün %40 azalması gibi olayların vuku bulması borsanın düzensiz, reel değerlerden bağımsız hareket eden ve âdete kumar gibi riskler içeren bir piyasa olduğu izlenimini doğurmaktadır.

1.4. Manipülasyon ve Spekülasyon Kavramlarının Ayrımı ve Suç Niteliği

Manipülasyon ve spekülasyon kavramları birbirine karıştırılan önemli iki kavramdır. Bu kavramlardan spekülasyon bireylerin beklenti veya söylentiler üzerinden piyasada gerçekleşmesini bekledikleri hareketleri ifade etmekte olup, spekülasyon kanunlarımıza göre suç oluşturan bir fiil niteliğinde değildir. Spekülasyon piyasaların normal işleyiş sürecinin bir parçası olup şirket özelinde veya ekonominin genelinde olası değişikliklerin piyasalara etkilerine ilişkin bekleyişlerdir.

³³ 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu (2012), Md. 1.

Adam SMITH spekülâtörü tanımlarken kar elde etmek için kısa vadeli fırsatlar peşinde koşmaya hazır kişi olarak tanımlar. Sermaye sahibi işadamlarının yatırımları sabit iken manipülâtörlerin yatırımları daha akışkandır. John Maynard KEYNES “*girişimi*” tanımlarken “*tüm yaşamları boyunca aktiflerinin muhtemel kazancını öngörme faaliyeti*” olarak ifade eder, spekülasyonu ise “*piyasaının psikolojisini öngörme faaliyeti*” olarak tanımlamıştır.³⁴

Hisse senedi yatırımları bazen kumar oynamaya benzetilmektedir. Yatırım yaparken yatırım yapılan varlığın sağlam veya çürük olduğunu tespit etmek kolay değildir. Hisse senetleri ancak 1920’li yılların sonuna doğru “*saygın yatırım*” olarak değerlendirilmeye başlanmış olup bu tarihten önceki bakış açısında hisse senedi yatırımları bahis olarak nitelendirilmekteydi. Uzun yıllar büyük şirketlerin pay senetlerini almak “*yatırım*” küçük şirketlerin pay senetlerini almak ise “*spekülasyon*” sayılmıştı, günümüzde küçük şirketlerin hisselerini almak da yatırım sayılıyor. Opsiyon ve vadeli işlemler piyasasında gerçekleştirilen işlemler genellikle spekülasyon olarak değerlendiriliyordu ve spekülasyon ile yatırım arasındaki sınır sürekli değişiyordu. Yapılan bazı yatırımlar “*muhafazakar spekülasyon*” ya da “*mantıklı spekülasyon*” olarak tanımlanıyordu. Bu yatırımcının yatırım yaparken “*acaba kumar mı oynuyorum*” düşüncesinin göstergesi niteliğindedir. Yatırım ile kumar arasındaki fark değerlendirilirken ikisinde de risk faktörü olduğu bir gerçektir. Uzun süre bahis oynayan bir şahıs için bahis tahmini gayet güvenli bir uzun vadeli yatırım olarak değerlendirebilir, bu durum o şahıs için General Electric hisse senedini veya yatırım fonu almaya eşdeğer niteliktedir. Fakat her duyduğu tüyoya yatırım yapan, sürekli olarak portföy değiştiren dağınık bir borsa “*yatırımcısının*”, tecrübesinin bahis oynayan bir şahıstan farkı bulunmamaktadır.³⁵

³⁴Edvard Chancellor, **Şeytanın Sofrası**, Scala Yayıncılık, Çev. Domaniç, Neşenur, İstanbul 2007, s. 15.

³⁵ Peter Lynch, John Rotchild, **Borsa’da Tek Başına**, Çev. Tahir, Şehnaz, Scala Yayıncılık, İstanbul, 1995 S. 36-37-38.

2008 Mortgage krizinin ABD’de patlak verdiği dönemde birçok yatırımcı ve şirketin yatırımlarında büyük kayıplar yaşandı. Mortgage kredileri Teminatlandırılmış Borç Yükümlülüğü (Collateralized Debt Obligation - CDO) adı altında birden çok kredinin birleştirilip tek bir menkul kıymet haline getirilmesi ve piyasada alınıp satılabilir hale gelmesi ile birlikte mortgage kredileri banka ile yatırımcı arasında kredi sözleşmesi olmaktan öte piyasada alınıp satılan bir menkul kıymet olarak ekonominin geneline yayıldı. CDO’lar mortgage kredileri dışında, öğrenci kredileri, özel sektör kredileri gibi birçok borçlanma aracının birleştirilmesi suretiyle menkul kıymetleştirildi. Mortgage krizi olarak bilinen CDO’ların değersiz menkul kıymetler haline geldiği sistem, zincirleme bir şekilde birçok kurumu etkileyerek ABD ekonomisine büyük zarar verdi.

2007-2008 ABD ekonomik krizi ABD’nin yanı sıra gelişmekte olan ülkeleri de etkilemiştir. ABD ekonomisinde izlenen serbestleşme ve kuralları azaltma politikası türev ürünlerin kontrolden çıkmasına sebep olmuştur. Kriz sebebiyle gelişmiş ülkelerin büyümeleri düşmüş, gelişmekte olan ülkelerin ekonomileri ise bu düşüşten payını almış ve ihracatları azalmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin dış ticaret gelirlerinin azalması neticesinde ekonomileri küçülmüştür.³⁶

ABD ekonomisinde ortaya çıkan serbestleşme ve kuralları azaltma yaklaşımı türev ürünlerin kontrolsüz işlem görmesini beraberinde getirmiştir. Gelişmiş devletlerde büyümenin yavaşlaması, gelişmekte olan devletlerden yapılan ithalat ürünlerinin miktarını azaltmıştır. Bu sebeple gelişmekte olan ülkelerin ihracat gelirleri azalmış ve ekonomileri küçülmeye gitmiştir. Bu durum petrol ve metal fiyatlarında hızlı bir düşüşe sebep olmuştur. Bankaların faaliyetleri sebebiyle karşı karşıya kalabilecekleri riskler hesaba katılarak risk tahmini konusunda belirli standartlara ulaşılması öngörülmektedir. Bankacılık sektöründe ortaya çıkan krizler,

³⁶ Server Demirci, “Nesiller Arası Adalet ve Ekonomik Krizler”, **İstanbul Medipol Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Bahar 2015, s. 28.

sistematiik riskin yanı sıra önemli derecede kötü yönetimden kaynaklandığı da görölmektedir. Bankalara mevduat sağlayan bireysel yatırımcıların, uluslararası kuruluşların ve bankaların özkaynağını finanse eden pay sahiplerinin haklarının korunması büyük önem arz etmektedir.³⁷

Uluslararası popüler kredi derecelendirme kurumları (para karşılığı yüksek derecelendirme notu verdiği iddia edilen şirketler) tarafından yüksek derece puanları ile derecelenen karmaşık menkul kıymetler, ABD emeklilik fonları, Alman bankaları, Asya ve Ortadoğu devlerinin yatırım fonları tarafından satın alınmıştı. Çoğu yatırımcı yatırım portföyüne alınan menkul kıymetleri anlayabilecek bilgiye sahip değildi. Etik dışı çalışan yatırım şirketleri batık mortgage tahvillerini yatırımcılarına hile yoluyla satmıştı. Mortgage kredilerini menkul kıymetleştiren kurumlar pazarladıkları ürünlerin risklerinin farkında değildi.³⁸

Ekonomistlerin piyasanın genel kabul görmüş düşüncelerinin aksi yönde açıklamalar yapması moda oldu. Fakat mevcut durumda tek sorun herkesin karşı yönden gitmesi. Wall Street iktisatçıları bile karşıt yönlü görüşleri savunur oldu. Günlük işlem yapan yatırımcılar zarar durdurma emri ilettiğinde veya bu talimat emir defterine iletiildiğinde, piyasa yapıcı tarafından avlanırlar. İşlemin söz konusu aktifin yükselişi öncesinde gerçekleşmesi de muhtemeldir. Borsada piyasa göstergeleri detaylı incelenmedikçe her zaman kalabalığın aksine işlem yapılamayacağı açıktır. Borsaların karakteristik özellikleri sürekli değişir ve sonsuza kadar işe yarayacak tek bir kazanma sistemi mevcut değildir.³⁹

³⁷ Kadir Tuna, “Bankalarda Kurumsal Yönetim”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Bankacılık Araştırma Merkezi Sosyal Bilimler Dergisi**, 2007, s. 210.

³⁸ Ben Bernanke, **Karar Alma Cesareti**, Scala Yayıncılık, İstanbul, Çev. Feyyat, Canan, 2016, s. 111.

³⁹ Barton Biggs, **Hedge Cambazları**, Scala Yayıncılık, Çev. Domaniç, Neşenur, İstanbul, 2008, s. 219-220.

Spekölasyon ile yatırım aslında iki farklı alan olup, ikisi arasında yatırımcının ikilemde kalması maliyete sebep olabilir. Yatırımcının sahip olduğu fonların bir kısmını veya enerjisini spekölasyon gerçekleştirmek için ayırması veya spekölatörün uzun vadeli yatırımdan spekölasyon sayesinde fayda sağlaması mümkün değildir.⁴⁰

Manipölasyon bir pay piyasasındaki ürünün fiyatını etkilemeye yönelik yasal olmayan yöntemleri kullanmak suretiyle piyasayı manipüle eden kişinin arzu ettiği doğrultuda pay veya emtia fiyatını yönlendirmesi durumu olup kanunlarımızda bu durum suç unsuru olarak nitelendirilmektedir. 6362 sayılı SPKn’nun 107’inci maddesi Piyasa Dolandırıcılığı başlığı altında birinci fıkrası “*Sermaye piyasası araçlarının fiyatlarına, fiyat değışimlerine, arz ve taleplerine ilişkin olarak yanlış veya yanıltıcı izlenim uyandırmak amacıyla alım veya satım yapanlar, emir verenler, emir iptal edenler, emir değıştirenler veya hesap hareketleri gerçekleştirenler üç yıldan beş yıla kadar hapis ve beş bin günden on bin güne kadar adli para cezası ile cezalandırılırlar*” hükmü ile manipölasyon suçu ve cezasını tanımlanmıştır.

Bu sebeple kanunlarımıza göre spekölasyon yapılması suç niteliği taşımaz iken manipölasyon fiili 6362 sayılı SPKn’nun Piyasa Dolandırıcılığı başlıklı 107’inci maddesinde suç olarak tanımlanmıştır.

6362 sayılı SPKn’nun “Piyasa Bozucu Eylemler” başlıklı 104’üncü maddesinde ise “*Makul bir ekonomik veya finansal gerekçeyle açıklanamayan, borsa ve teşkilatlanmış diğerk piyasaların güven, açıklık ve istikrar içinde çalışmasını bozacak nitelikteki eylem ve işlemler, bir suç oluşturmadığı takdirde, piyasa bozucu nitelikte eylem sayılır. Kurulca belirlenen piyasa bozucu eylemleri gerçekleştiren kişilere Kurul tarafından yirmi bin Türk Lirasından beş yüz bin Türk Lirasına kadar idari para cezası verilir. Ancak, bu suretle menfaat temin edilmiş olması hâlinde verilecek idari para cezasının miktarı bu menfaatin iki katından az*

⁴⁰ T.H. Stewart, **How Charts Can Make You Money**, 1989, p. 163.

olamaz.”⁴¹ şeklinde tanımlanmıştır. Piyasa Dolandırıcılığı suçunun oluşmadığı hallerde Piyasa Bozucu Eylem değerlendirilmesi yapılması mümkün kılınmış ve söz konusu ihlaller para cezasına bağlanmıştır.

1.5. Dünya Borsaları ve Borsa İstanbul Mukayesesi

Borsalar ülke ekonomilerinin aynası konumundadır. Borsa endekslerinin yönü genellikle o ülkenin büyüme yönünü ve büyümenin kaynağı niteliğinde olan sektörleri de gösterir niteliktedir. Borsa Endekslerine kote olan şirketler genellikle o ülkenin en büyük şirketlerinden oluşmaktadır. Bu şirketler ekonominin özel sektör ayağı olarak yer almakta ve ülke ekonomisine de yön vermektedirler. Borsaların şirketler açısından avantajlardan bir tanesi reklam niteliği ve güvenilirlik sunmasıdır. Çünkü borsaya kote şirketler bağımsız denetimden geçmiş ve faaliyet gösterdiği ülkenin regülasyonlarına uyum sağlamış şirketlerdir. Bu sebeple şirketlere ve onların borsa performansına bakmak doğru veriler ile analiz edebilme imkânı sağlamaktadır.

Ülke ekonomilerinin büyüme adımları ile ülkelerin organize borsalarının büyümesi arasında bir korelasyon söz konusudur. Yani bir ülkenin ekonomik büyüme açıkladığı yılda organize borsaları da paralel bir şekilde büyüme eğiliminde, ülke ekonomisi küçülme verisi yayınladığı yılda borsalarında da azalma eğilimi olduğu gözlemlenmektedir. Şirket bazında bu eğilimler farklılık gösterse de halka açık şirketlerin payların ağırlıklı ortalaması üzerinden hesapladığı, ülkemiz için BİST100, BİST50, BİST30 gibi endekslerin yönelimi ülke büyümesi ile paralellik göstermektedir.

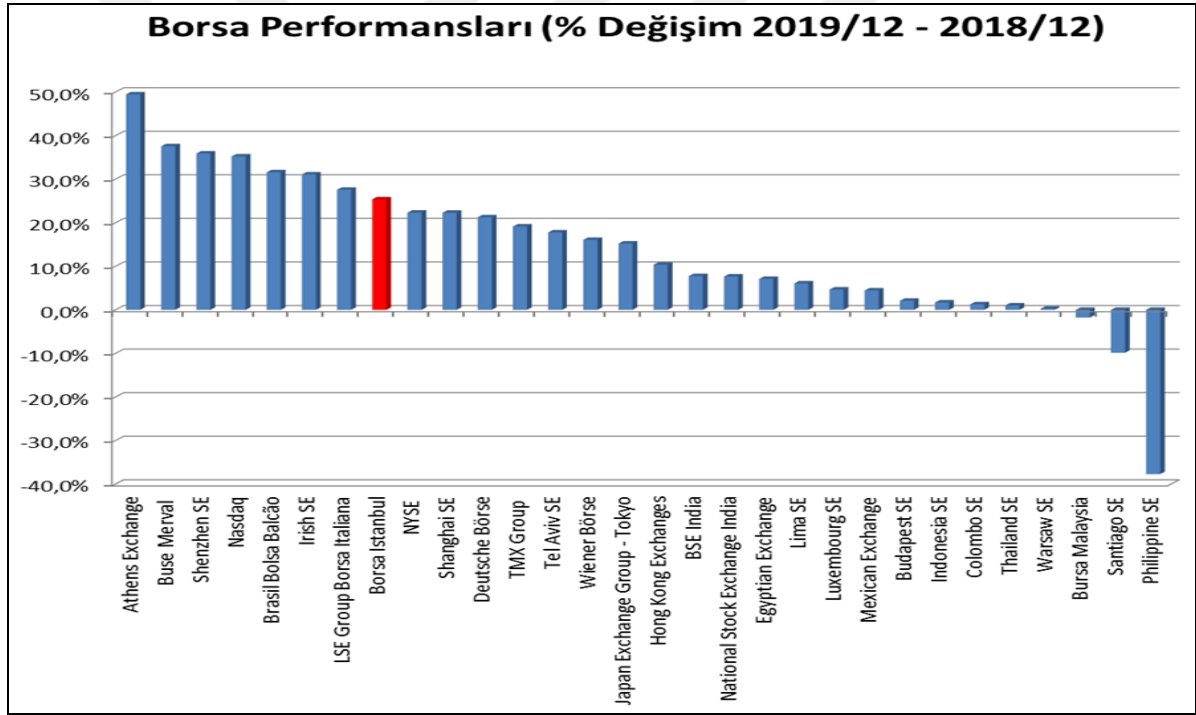
⁴¹ 6362 sayılı SPKn Md. 104.

1.5.1. Dünya Borsaları Performans Değerlendirmesi

Belirli bir zaman diliminde organize piyasalardaki fiyat, maliyet, üretim gibi veriler üzerinden oluşturulan istatistiki göstergelere endeks denilmekte olup, borsa endeksleri ise borsada işlem gören pay senetlerinin fiyat ve sağladığı gelirin performansının ölçülmesini sağlamaktadır.

BİST100 Endeksinin 2018/12-2019/12 dönemi performansı ile diğer ülkelerin borsa endeksleri ile mukayesesine Şekil 1.1’de yer verilmiştir.

Şekil 1.1: 2018-2019 Yılları Dünya Borsalarının Performans Grafiği.⁴²



Kaynak: SPK Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, (Çevrimiçi), <https://spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/PeriyodikDokumanlar/PERD02>, 28.04.2021.

Borsa İstanbul nezdindeki BİST100 Endeksi 2019 yılında 2018 yılına oranla %25,4 artış göstermiştir.

Tablo 1.1: 2018-2019 Yılları Borsa Endeks Değişim Verileri

Borsalar	Endeks Adı	2018/12	2019/12	% Değişim 2019/12 2018/12
Athens Exchange	General Price	613,30	916,67	49,5%
Buse Merval	MERV	30.292,5	41.671,4	37,6%
Shenzhen SE	SZSE Composite Index	1.267,87	1.722,95	35,9%
Nasdaq	Composite	6.635,28	8.972,60	35,2%
Borsa Istanbul	BIST 100 Index	91.270,48	114.424,96	25,4%

Kaynak: A.e.

2018-2019 yıllarında Yunanistan'ın Atina Borsası Genel Endeksi %49,5'lik artış, Arjantin'in Buse Merval endeksi %37,6'lık artış, Çin'in Shezhen Menkul Kıymetler Borsasının SZSE Kompozit Endeksi endeksi %35,9'luk artış ve Amerika'nın Nasdaq borsası Kompozit Endeksi %35,2'lik artış göstermiştir.

1.5.2. Dünya Borsalarında Piyasa Kapitalizasyonu

Piyasa Kapitalizasyonu kavramı halka açık şirketin pay adeti ile pay fiyatının çarpımı neticesinde elde edilir. Dünya Borsalarının Piyasa Kapitalizasyonu verileri incelendiğinde 2019 yılı için Türkiye'nin 19. sırada olduğu görülmektedir.

Tablo 1.2: Borsa Şirketlerinin Piyasa Kapitalizasyonu (Milyon Dolar)

Ülkeler	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Almanya	1.184.500	1.486.315	1.936.106	1.738.539	1.715.800	1.732.270	2.262.223	1.755.173	2.098.174
ABD	15.640.707	18.668.333	24.034.854	26.330.589	25.067.540	27.352.201	32.120.702	30.436.313	36.329.852
Arjantin	43.580	34.255	53.105	60.142	56.135	63.882	108.740	45.986	39.394
Avusturya	85.270	106.037	117.671	96.790	96.079	101.148	150.646	116.802	133.098
Brezilya	1.228.936	1.227.447	1.020.455	843.894	496.194	774.133	954.715	916.824	1.187.362
Çin	3.412.108	3.697.376	3.949.143	6.004.948	8.188.019	7.320.738	8.711.267	6.324.880	8.515.504
Endonezya	390.107	428.223	346.674	422.127	353.271	433.822	520.687	486.766	523.322
Filipinler	165.066	229.317	217.320	261.841	238.820	239.882	290.401	258.156	275.302
Hindistan	1.007.183	1.263.335	1.138.834	1.558.300	1.516.217	1.561.270	2.351.462	2.056.337	2.162.703
İrlanda	108.393	108.989	170.123	143.466	128.009	120.962	146.554	110.154	-
İspanya	1.030.988	995.088	1.116.561	992.914	787.192	711.214	888.838	723.691	797.286

Ülkeler	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
İsrail	156.939	161.855	203.301	200.525	243.904	215.007	231.049	187.466	237.371
Japonya	3.325.388	3.478.832	4.543.169	4.377.994	4.894.919	5.061.537	6.222.825	5.296.811	6.191.073
Kanada	1.912.122	2.058.839	2.113.822	2.093.697	1.591.929	2.041.534	2.367.060	1.937.903	2.409.099
Kolombiya	201.296	262.101	202.693	146.746	85.955	103.405	121.477	103.848	132.040
Kore	996.140	1.179.419	1.234.549	1.212.759	1.231.200	1.282.166	1.771.768	1.413.717	1.484.840
Lüksemburg	67.627	70.338	78.641	63.168	47.131	61.486	68.639	49.483	44.234
Macaristan	18.773	20.760	19.797	14.513	17.687	18.073	31.554	28.945	32.887
Malezya	395.624	466.588	500.387	459.004	382.977	363.150	455.772	398.019	403.957
Meksika	408.690	525.057	526.016	480.245	402.253	333.541	417.021	385.051	413.619
Mısır	48.682	59.182	61.630	70.084	55.192	32.118	46.546	42.006	44.200
NNE	842.101	995.719	1.269.214	1.196.725	1.268.042	1.249.628	1.533.497	1.322.817	1.612.577
Peru	81.878	102.617	80.978	78.840	56.556	80.138	99.218	93.385	98.965
Polonya	138.244	177.408	204.543	168.896	137.770	140.859	201.393	160.483	151.619
Rusya	-	825.340	770.657	385.927	393.238	635.945	623.425	576.116	791.519
Sri Lanka	19.437	16.974	18.807	23.665	20.804	18.627	18.960	15.575	15.721
Şili	270.289	313.325	265.150	233.245	190.352	212.465	294.676	250.740	203.792
Tayland	268.489	389.756	354.340	430.427	348.798	437.314	548.795	500.741	569.228
TÜRKİYE	197.074	315.198	195.746	219.763	188.862	157.702	227.512	149.264	184.966
Yunanistan	33.779	44.877	70.192	55.154	42.080	37.515	50.605	38.371	53.654

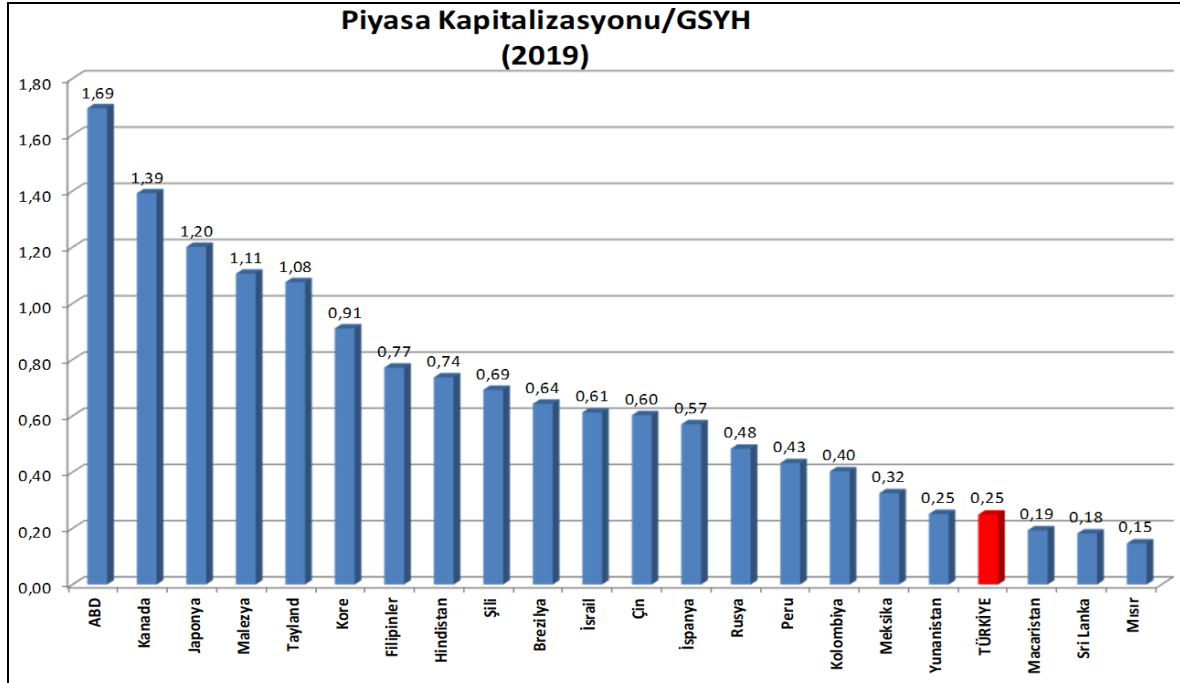
Kaynak: A.e.

Gayri Safi Yurtiçi Hâsıla (GSYH) kavramı bir ülke ekonomisi içerisindeki belirli bir dönemde üretilen tüm nihai mal ve hizmetlerin para cinsinden toplam değerini ifade eder. Ülkeler arasında ekonomik gelişmelerin analiz edilmesi ve kıyaslamaya imkân veren GSYH verileri ülkenin yıllara göre gelişimini ve büyüme rakamları açısından da gösterge niteliğindedir.

Ekonomide meydana gelen gelişmelerin GSYH verileri ile takip edilmesi yatırım düşüncesinde olan uluslararası işletme ve fonların yatırım kararı alırken değerlendirdiği hususlar arasında yer alır. GSYH verilerindeki değişim o ülkenin borsalarına da paralel olarak harekete sebep olması beklenir. Büyüme eğilimindeki bir ekonomiye sermaye aktaran yatırımcı sayısının artması da Borsaların gelişimi açısından önemlidir.

2019 yılı için 27 ülkenin Piyasa Kapitalizasyonları toplamının o ülkenin Gayrisafi Yurtiçi Hasılasına (GSYH) oranları aşağıdaki şekilde görülmektedir.

Şekil 1.2: 2019 Yılı İçin Dünya Borsalarının Piyasa Kapitalizasyonu/GSYH Oranlaması



Kaynak: A.e.

Piyasa kapitalizasyonu ülkelerin borsaları arasında kıyaslanmasına imkan sağlamakta olup, bir borsadaki tüm şirketlerin toplam değeri o borsanın kapitalizasyon değerini vermektedir. Ülkemizin borsa kapitalizasyon değeri gelişmekte olan ülkeler arasında düşük kalmaktadır.

1.5.3. Dünya Borsaları İşlem Hacmi Değerlendirmesi

Dünya Borsalarının toplam işlem hacmi verileri değerlendirildiğinde Türkiye'nin Dünya sıralamasında 2019 yılı için 12. sırada yer aldığı Tablo 1.3'de görülmektedir.

Tablo 1.3:Dünya Borsalarının 2010-2019 Yılları Toplam İşlem Hacmi Verileri (Milyon Dolar)

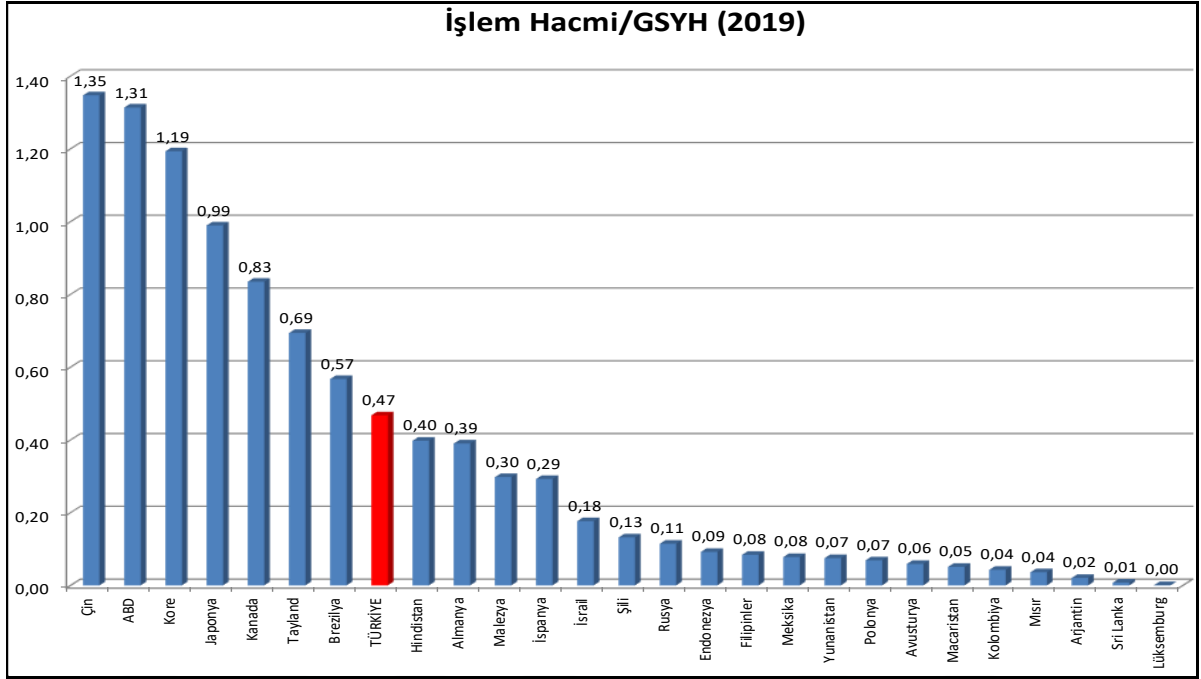
Ülkeler	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
ABD	30.454.798	30.750.596	23.226.926	23.285.193	28.104.938	29.992.641	28.388.867	25.871.634	36.130.733	28.157.425
Çin	8.068.723	6.496.032	4.967.885	7.589.638	12.026.132	40.954.093	19.098.233	17.241.194	13.070.642	19.045.454
Japonya	3.966.746	4.160.543	3.605.593	6.516.058	5.443.887	5.540.697	5.618.264	5.778.420	6.306.096	5.098.665
Kore	-	-	1.517.897	1.284.599	1.350.370	1.929.558	1.672.918	2.011.925	2.475.712	1.943.951
Almanya	1.628.496	1.758.185	1.275.949	1.334.545	1.469.729	1.555.549	1.306.428	1.558.592	1.760.398	1.506.507
Kanada	1.368.954	1.542.174	1.357.293	1.371.478	1.408.145	1.184.829	1.176.203	1.287.152	1.380.239	1.444.577
Hindistan	1.059.713	730.122	636.509	563.507	756.170	797.400	798.643	1.034.098	1.145.469	1.167.021
NNE ⁴³	750.279	828.308	586.971	625.832	722.720	754.640	709.689	1.034.098	1.145.469	1.167.021
Brezilya	868.813	930.698	875.418	810.596	728.403	498.336	535.163	642.505	771.924	1.047.637
İspanya	1.360.910	1.226.224	851.828	893.572	1.098.457	997.646	684.032	741.729	627.878	408.765
Tayland	214.086	222.605	235.168	376.024	314.190	285.755	330.367	339.529	386.543	367.106
Türkiye	411.469	393.910	357.779	419.362	393.976	374.449	327.118	377.306	369.921	347.680
Rusya	-	-	337.111	242.002	227.922	140.904	128.853	145.515	150.834	187.407
Malezya	112.292	135.949	124.333	147.873	153.075	124.113	106.965	137.419	139.444	108.712
Endonezya	103.842	109.421	94.586	115.972	87.867	77.674	92.162	92.513	104.652	102.067

Kaynak: A.e.

Ülkemizde şirketlerin halka açıklık oranı dünya ekonomilerine oranla düşük olmasına karşın borsadaki işlem hacmi oldukça yüksektir. Şekil 1.3’de 2019 yılı için Dünya’daki 27 ülke borsalarında gerçekleşen işlemlerin toplam hacmi o ülkenin GSYH’sına oranlanmak suretiyle analiz edildiğinde ülkemiz 8. sırada yer almaktadır. Dünya’daki diğer ülkelere oranla borsa kapitalizasyonu düşük olan ülkemizde bu kadar yüksek işlem hacminin oluşmasının sebebi ülkemiz borsasında işlem yapan yatırımcı kalıbının kısa vadeli yatırım yapmayı tercih ettiği ve genellikle günlük alım-satım işlemleri gerçekleştirmek suretiyle kısa vadede kar realize amaçladığı görülmektedir. Küçük fiyat adımlarında yüksek miktarda işlem gerçekleştiren yatırımcılar işlem günü sonu itibariyle kar elde etmeyi hedeflemektedirler. Bu veriler aynı zamanda Türk yatırımcıların hareketli piyasaları ve hareketli paylara yatırım yapmayı tercih ettiğini göstermekte ve bazı paylarda da fiyat dalgalanmasına esasında yatırımcıların yüksek miktarda işlem gerçekleştirmesinin göstergesi olduğu anlamına da gelmektedir. Ayrıca bu veriler ülkemiz yatırımcısının satın almış olduğu şirket paylarını çok kısa sürede el değiştirdiğinin de göstergesidir.

⁴³ NNE, Nasdaq Nordic Exchange, Helsinki, İzlanda, Kopenhag, Riga, Stockholm, Tallinn ve Vilnius Borsalarından oluşmaktadır.

Şekil 1.3: Dünya Borsalarında 2019 Yılı İçin İşlem Hacmi/GSYH Oranları



Kaynak: A.e.

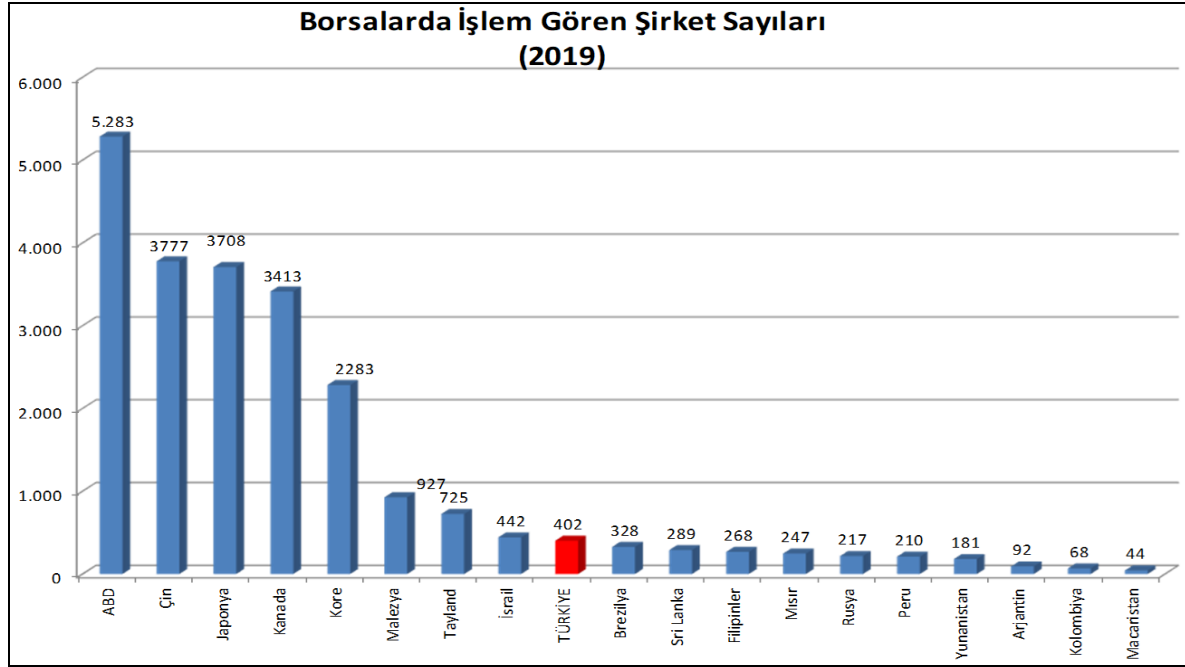
Bu veriler ülkemiz yatırımcısının satın almış olduğu şirket paylarını çok kısa sürede sattığını ve bu el değiştirme sirkülasyonunun borsa yatırımcısının genel profili olduğu yorumunu yapmak mümkündür. Bu sebeptendir ki borsada işlem gerçekleştiren bazı yatırımcılar “*Borsa Oynamak*” tabirini kullanmaktadırlar.

1.5.4. Dünya Borsalarında İşlem Gören Şirket Sayısının İncelenmesi

Ülkelerin kalkınmasında özel sektörün gelişimi maliye politikaları açısından önem arz etmektedir. Uluslararası pazarda rekabetçi ürünlere sahip özel sektör işletmeleri hem iç piyasada rekabete katkı sağlayarak hem de oluşturmuş olduğu istihdamla, ülkesinde yaşayan vatandaşlarının refahını arttırmakta ve toplumdaki işsizlik oranlarının azalması konusunda olumlu dışsal fayda sağlamaktadır. Başarılı şirketleri barındıran ülkeler kurumlar vergisi gelirleri ile diğer vergi gelirleri bakımından da bulundukları ülkelerin mali yapısına olumlu etkileri bulunmaktadır. Şekil 1.4’de Dünya Ekonomilerinin 2019 itibariyle borsalarda işlem

gören şirket sayısı bazında dizilimi görülmekte olup Türkiye’de 402 şirketin halka arz edilmiş olarak faaliyet gösterdiğini görülmektedir.

Şekil 1.4: Dünya Ekonomilerinin 2019 İtibariyle Borsalarda İşlem Gören Şirket Sayısı Bazında Dizilimi



Kaynak: A.e.

Alanlarında başarılı olan işletmeler yeterli olgunluğa ulaştıktan sonra organize borsalarda şirket paylarının bir kısmının halka satışına giderek hem finansman kaynağı sağlamak, hem şirketin reklam vb. imkanlara sahip olmasını sağlamaktadır.

Şekil 1.4’de yer alan veriler ışığında ülkemizde 2019 dönemi itibariyle 402 şirket payı işlem görmekte olup bu rakam, sıralamadaki ülkelerle kıyas edildiğinde oldukça düşük kalmaktadır. Halka arzın sorumlulukları ve yasal protokolü sebebiyle özellikle patron şirketleri hesap vermek zorunda oldukları bir mevzuat ve sistem içine dahil olmak konusunda isteksiz davranabilmektedirler. Buna rağmen borsalar uluslararası yatırımcı şahıs, şirket ve fonlarında halka açık şirketlere yatırım yapmasının en kolay aracıdır.

Borsa İstanbul'da 2019 yılı Ocak-Aralık döneminde BİST Tüm piyasasında işlem hacminde %19 paya sahip olan yabancı yatırımcıların piyasa değerindeki payı %61 olmuştur. Yabancı yatırımcıların sahip olduğu payların toplam değeri 290 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Yerli yatırımcıların %99,5'ini bireysel yatırımcılar oluşturmakta olup, bireysel yatırımcılar yerli portföy değerinin %50'sine sahip durumdadırlar. 2019 yılının son çeyreğinde BİST TÖM nezdinde işlem yapan yabancı yatırımcı sayısı 9.564, yerli yatırımcı sayısı ise 1.157.689'dur.⁴⁴

Bu rakamlar ışığında gelişmişlik seviyesi ülkemizden geride olan bazı ülkelerin, halka açık olarak işlem gören şirket sayısı bakımından daha fazla halka açık şirket barındırdığı görülmektedir. Fakat borsada işlem gören şirket sayısı borsaların gelişmişlik seviyesini analiz etmek için net bir kriter olarak kabul etmek için yeterli değildir. Mali durumu zayıf, finansman sıkıntısı içindeki batma potansiyeli mevcut olan işletmelerin de regülatör kurumlar tarafından halka arzına izin verilmemelidir. Bu şartlarda bir işletmenin halka arz olunması halinde, şirket patronun paylarını şirketin değerinden yüksek bir bedelle yatırımcılarına satması söz konusu olabilir. Bu yüzden regülatör konumundaki kurumlar her başvuran işletmenin halka arz işlemine izin vermemelidir.

1.5.5. BİST'te Pay Elde Tutma Süreleri

BİST nezdinde yerli ve yabancı yatırımcıların pay senetlerini 2012 -2019 dönemi için elde tutma sürelerine aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

⁴⁴ MKK Borsa Trendleri Raporu, (Çevrimiçi), <https://www.mkk.com.tr/tr/content/Bilgi-Merkezi/Borsa-Trendleri-Raporu>, 06.03.2020, s. 11.

Şekil 1.5: BİST Pay Piyasalarında Yabancı Ve Yerli Yatırımcıların Hisse Senetlerini Yıllara Göre Elde Tutma Süreleri Değişimi

	2019		2018		2017		2016		2015		2014		2013		2012	
	Yabancı	Yerli	Yabancı	Yerli	Yabancı	Yerli	Yabancı	Yerli	Yabancı	Yerli	Yabancı	Yerli	Yabancı	Yerli	Yabancı	Yerli
BİST TÜM	140	31	133	31	201	35	212	42	251	39	290	41	313	42	389	46
BİST 100	115	28	119	27	185	32	190	36	230	33	268	34	287	37	343	40
BİST 30	109	23	113	21	185	32	178	31	214	28	243	26	260	27	305	33
BİST 50	113	26	114	24	182	29	182	33	223	30	259	29	279	30	330	35
BİST SİNAİ	147	38	133	34	213	40	239	67	328	61	417	71	444	63	639	54
BİST HİZMETLER	109	22	111	25	172	27	252	26	304	32	352	30	370	35	533	46
BİST MALİ	166	32	158	36	220	39	193	37	211	33	239	34	267	36	302	43
BİST TEKNOLOJİ	42	24	41	19	76	19	274	41	315	19	571	55	332	39	324	21
BİST TİCARET	322	65	287	80	464	80	461	55	571	50	688	66	651	63	837	41
BİST BANKA	149	20	137	20	202	26	158	22	178	19	207	21	252	26	272	31
BİST HOLDİNG VE YATIRIM	231	61	215	66	287	62	311	97	337	92	392	103	355	65	481	83

*Elde Tutma Süresinin hesaplanmasında, Amerika Sermaye Piyasası Otoritesi (SEC) tarafından Fonlara uygulanan elde tutma süresi formülü kullanılmıştır. Formül; alım ve satım işlemlerinden küçük değer, portföyün yıllık ortalama değerine bölünerek 365 (gün sayısı) ile çarpılması esasına dayanmaktadır.

Kaynak: A.e, s. 16.

2012 - 2019 yıllarında yatırımcıların hisse senetlerini elde tutma davranışları gözlemlendiğinde yabancı yatırımcıların hisse senetlerini elde tutma sürelerinin yerli yatırımcılara oranla çok yüksek olduğu gözlemlenmektedir. Yerli yatırımcının düşük sermaye portföyü ile kısa sürede yüksek getiri elde etme çabası finansal istatistiklere de yansımış durumdadır. 2019 yılında BİST100 paylarında yerli yatırımcıların pay elde tutma süresi 28 gün iken yabancı yatırımcıların pay elde tutma süresi 115 gündür. 2020 yılında ise yabancı yatırımcıların BİST 100 pay senetlerini ortalama elde tutma süresi 55 gün olurken yerli yatırımcıların pay elde tutma süreleri 18 güne gerilemiştir.⁴⁵

Trading (al-sat) ile yatırım arasında iki önemli ayırım vardır. Birincisi, trader nasıl uzun pozisyon alıyorsa, aynı şekilde rahatlıkla açığa da satar. Bunun aksine, yatırımcı örneğin tipik bir yatırım fonu yöneticisi daima uzun pozisyonda olacaktır. Eğer piyasa hakkında şüpheleri varsa, sermayesinin yalnızca %70'ini yatırabilir. Fakat daima uzun pozisyondadır. İkinci

⁴⁵ TSPB, (Çevrimiçi), <https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2021/06/TurkiyeSermayePiyasasi2020-1.pdf#page=10>, 01.01.2022.

ayırım ise traderın her zaman temelde piyasanın yönünü düşünmesidir. Piyasa veya hisse senedi düşüyor mu yükseliyor mu? Yatırımcı ise daha çok, yatırım yapacağı en iyi hisse senedini seçmekle meşguldür. Traderlar ve yatırımcılar arasında yapılan ayırımda herhangi bir değer yargısı yoktur.⁴⁶

BİST nezdinde yerli yatırımcının uzun vadeli yatırım yapmaması ve kısa vadeli alım-satım işlemleri neticesinde kar elde etmeye çabalaması piyasanın en çok eleştirilen başlıkları arasında yer almaktadır. Sermaye piyasalarının sağlıklı işleyişi için bireysel yatırımcıların piyasaları uzun vadeli yatırım aracı olarak değerlendirilmesi önem arz etmektedir.

1.5.6. BİST Nezdinde Yer Alan Yabancı Yatırımcının Dağılımı

2019 sonu itibariyle BİST’de en yüksek portföy değerine sahip yabancı yatırımcılar ABD, Katar ve İngiltere vatandaşı olduğu görülmektedir. Bu sıralamada Katar’ın 2018 yılında 4. sırada yer alırken ülkemizde ekonomik sıkıntıların yaşandığı 2019 yılında BİST’e yatırımlarını arttırarak 2. sıraya yükselmiştir.

Tablo 1.4: 2019 Yılı BİST Nezdinde Yabancı Yatırımcı Dağılımı

Ülke	Portföy Değeri (Milyon \$)	Payı
ABD	12.683	%26
Katar	9.876	%20
Birleşik Krallık	6.695	%14
Lüksemburg	2.408	%7
İrlanda	1.791	%4
Hollanda	1.194	%2
Cayman Adaları	1.070	%2
Singapur	966	%2
İspanya	801	%2
Diğer	7.891	%16

Kaynak: A.e., s. 24.

⁴⁶ Jack Schwager, **Borsa Sihirbazları**, Çev. Perşembe, Ali, Scala Yayıncılık, İstanbul, 1998, s.242.

Gelişen teknoloji ile yabancı sermayenin uluslararası piyasalarda hareketliliğinin kolaylaşması neticesinde, uluslararası büyük fonlar ve bireysel yatırımcılar dünya piyasalarını takip ederek yatırım kararı alabilmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde faaliyet gösteren sınırlı sermayeli özel sektör işletmelerinin yatırım için finansman ihtiyaçlarını karşılayabileceği organize piyasaların başında borsalar gelir. Borsada yüksek getiri bekleyen yatırımcılar, gelişmiş ülkelerde sabit büyüme verileri aralığında sınırlı bir getiri sunan şirketlere yatırım yapmak yerine, gelişmekte olan ülkelerde büyüme potansiyeli yüksek olan şirketlere yatırım yaparak yüksek kar payı ve şirket değerinde artış beklemektedirler.

Düzenli işleyen borsalara sahip ülkeler büyüme trendlerini ülkeye giren yabancı yatırımlarla hızlandırma imkânına sahiptirler. Borsaların ülke ekonomileri açısından bu sebeple çok önemli bir yeri vardır. Kapitalizmin yayılması ile birlikte şirketleşme önem arz etmiş ve uluslararası alanda başarılı şirketler küresel güç haline gelmiştir. Uluslararası faaliyet gösteren işletmeler bulundukları ülkenin ekonomisine katma değer sağlamak ve sahip olunan mali güç ülkelerin ekonomik gelişimi açısından büyük önem arz etmektedir.

1.5.7. Borsaların Büyümesi

Sermaye piyasalarının gelişmesi borsada işlem gören şirketlere yatırım yapan yatırımcı sayısının artması ile gerçekleşecektir. Tasarruflarını sermaye piyasalarında değerlendiren yatırımcılar kurumsal şirketlere ortak olma, kar payı alma ve büyüyen şirketlerle birlikte sermayesini büyütme imkanı kazanacaklardır. Bireysel yatırımların profesyonel yönetilen şirketlere yönlendirilmesi ekonomik kalkınmanın hız kazanmasına ve uluslararası rekabet şartlarında şirketlerin bir adım öne geçmesine imkan sağlayacaktır.

Apple Inc. firmasının halka açıklık oranı %99.90, Google (Alphabet) firmasının halka açıklık oranı %93.76, Amazon firmasının halka açıklık oranı %86.38 ve Microsoft firmasının

halka açıklık oranı %99.87 dir.⁴⁷ Görüldüğü üzere dünyanın en büyük şirketlerinin sermaye yapısı incelendiğinde %90 seviyesinde halka açıklık oranları dikkat çekmektedir. Büyük ortaklık yapısı ile dikkat çeken dünyanın en büyük şirketleri ortaklık ile büyümenin ne kadar önemli olduğunun göstergesi niteliğindedir.

Devletin artan iç borçlanma ihtiyacı, sermaye piyasalarının düzenli işleyişini bozmakta ve faiz oranlarının yükselmesi yönünde baskıya sebep olmaktadır. Faiz oranlarının yükselmesi borçlanma maliyetlerinin artırmakta dolayısıyla özel kesim yatırımları maliyetler sebebiyle azalmaktadır. Özel kesim yatırımlarının ve dolayısıyla üretiminin azalması, fiyatlar genel düzeyini doğrudan etkilemektedir.⁴⁸

Enflasyonun ekonomik değerlerin yanı sıra ahlaki ve manevi değerleri üzerinde de olumsuz etkisi vardır. Enflasyonist ortam sermaye sahiplerine zahmetsizce para kazanmasına imkan sağlar. Özellikle “*enflasyon zenginleri*” adı altında zenginlerin ortaya çıkması sonrasında bu süreç diğer sermaye sahiplerini de bu yola yöneltir. Yatırımcıların meşru yollardan gelir ve servet elde etmesi zor ve zahmetli bir süreçtir. Faize yatırım yapan yatırımcıların uzun süre beklemeye ve riske girmeye tahammülleri yoktur. Enflasyon sayesinde kısa yoldan kısa sürede para kazanma hırsı Türk diline “*köşeyi dönmek*” deyimini kazandırmıştır.⁴⁹ Türkiye’nin yüksek enflasyon problemi geçmişten günümüze süre gelen bir problemdir. Enflasyon seviyesinin yüksek olması bankaların yüksek faiz rakamları sunmasına sebep olmakta ve sermaye sahipleri risk almak yerine faizin güvenli getirisine yatırım yapmalarına sebep vermektedir. Faize yönelen bireysel tasarruflar sermaye piyasalarının gelişmesini engellemekte ve özel kesimin borçlanma maliyetlerinin artmasına sebep

⁴⁷ Market Insider, (Çevrimiçi), <https://markets.businessinsider.com/> Erişim Tarihi 20.10.2021.

⁴⁸ Yüksel Bayraktar, “İç Borçlanmanın Ekonomik ve Sosyal Etkiler: 1980 Sonrası Türkiye Deneyimi”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Temmuz-Aralık 2009, s. 286.

⁴⁹ Sabri Orman v.d., **Para, Faiz ve İslam**, İslam İlimleri Araştırma Vakfı, İstanbul, 2015, s. 55.

olmaktadır. Sermaye piyasalarından finansman bulamayan şirketler özel sektör tahvili ihraç etmek veya bankalardan kredi kullanmak suretiyle ticari hayatlarını sürdürmeye çalışmaktadırlar. Gelişmiş ülkelerde genellikle %5'in altında enflasyon görülmekte hatta Japonya gibi bazı ülkelerde eksi enflasyon değerleri karşımıza çıkmaktadır. Sermayenin faiz getirisi sunmadığı bu tür ekonomilerde yatırımcılar alternatif yatırım arayışlarına girmektedir. Bu durumun önemli sonuçlarından bir tanesi de yatırımcıların borsa aracılığı ile halka açık şirketlere ortak olması ve yatırım yapması sonucunu doğurmaktadır.

Borsa bir oyun ya da kumar olmayıp bir yatırım tercihidir veya öyle olmalıdır. Fakat borsa yatırımcıları ile kumarcılar bazı konularda benzeştikleri görülmektedir. Bu durumun başlıca sebebi her iki grubun da alınan risk karşılığında getiri elde etmeyi beklemektedirler. İki grupta benzer şekilde getiri elde etmek için stratejiler belirlemektedir. Örneğin belirli bir paya yatırım yapmış yatırımcı, payın fiyatı düşerken biraz daha alım yaparak portföyünün ortalama maliyetini düşürmeye çalışmaktadır. Para yönetiminin eski taktiklerinden olan bu yöntem, 1940'larda Benjamin GRAHAM tarafından da tartışılmış ve günümüze kadar doğru veya yanlış olduğuna ilişkin bir tanımlama yapılmamıştır. Uygulanan bu strateji doğru payın alındığı, piyasanın yanılgıda olduğu ve elbet payın doğru fiyata hareket edeceği beklentisine dayanmaktadır. Yeterli zaman ve yeterli paraya sahibi olunması halinde bu durum mümkündür, bu şartların olmaması halinde yatırımcı zarar edecektir. Kumar uyarlaması açısından ise kumarda yaptığı bahisten kaybeden kumarcı bir sonraki bahiste daha büyük bahise girerek zararını finanse etmeye hedeflemektedir.⁵⁰

Dündar ALTAY borsanın sürekli olarak alım – satım yapılan bir yer olmadığını, borsada pay alımı yapıp uzun vadede bekleyen yatırımcının mutlaka kazanacağını ifade

⁵⁰ Hakan Özerol, **Saçmalama**, Elma Yayınevi, 6.Basım, Ankara, 2011, s. 57.

etmektedir.⁵¹ İhtiyatlı yatırımcılar borsada yatırım yapacakları şirket paylarını seçerken şirketin, yeterli ölçüde büyüklük, yeterli mali kuvvet, karlılıklarının istikrarı, kar payı dağıtım sicili, karlılık büyümesi, ılımlı fiyat/kazanç (F/K) oranı, ılımlı fiyat/aktifler oranı gibi kriterleri dikkate alarak karar verirler.⁵²

Sermaye piyasalarında denetim faaliyetlerinin ülkeler için maliyetli olduğu, sınırlı denetim elemanı bulunması nedeniyle düzenleyici otoritelerin her ihlali tespit edemediği dikkate alınarak, bu eksikliğin suiistimal edilmesinin önüne geçmek için etkin düzenleme (regülasyon) yapılması ve sağlıklı pazar şartlarının oluşturulması gerekmektedir. Spekülatif işlemlerin yoğun görüldüğü ABD’de 1929 Büyük Buhran sonrası, kamuoyunun baskısı neticesinde Menkul Kıymetler ve Borsalar Komisyonu oluşturulmuş, yatırımcının korunması ve piyasadan yatırımcıdan kaçmasını engellenmeye çalışılmıştır.⁵³

Borsalarda gün içinde yüksek hacimli al-sat yapan yatırımcıları caydırmak, işlem hızlarını yavaşlatmak yani “tekerleklerinin altına kum atmak” amacıyla çeşitli öneriler yapılmıştır. Yale Üniversitesinden James TOBİN yüksek hacimli spekülatif al-sat işlemlerini azaltmak için işlemlerin vergilendirilmesini önermişti. Lawrence SUMMERS ve Victoria SUMMERS ise bu öneriyi pay piyasası ve devlet tahvillerini de kapsayacak şekilde genişleterek savunmuşlardır. Fakat Lawrence SUMMERS ABD Hazine Sekterliği görevine geldiğinden sonra bu iddiasını hiç söz etmemiştir. Menkul Kıymet işlemlerinin vergilendirilmesi yeni bir iddia olmayıp genellikle spekülasyonu sınırlandırmaya yönelik bir teoriden kaynaklanmamasına rağmen ABD ve birçok başka ülkede uygulanmıştır. Tobin

⁵¹ Arzu Yıldırım Güneysu, Nazlı Elvan Demirbilek, **Borsada Önden Koşanlar**, 2011, İstanbul, Scala Yayıncılık s.12.

⁵² Benjamin Graham, **Akıllı Yatırımcı**, Scala Yayıncılık, İstanbul, 1999, Çev. Perşembe, Ali, s. 168.

⁵³ Hasan Seyman, “İMKB Hisse Senedi Piyasasında Manipülasyon ve Engellemeye Yönelik Tedbirler”, 2010, s. 15.

tarafından ifade edilen vergilendirme talebi, kısa vadeli işlem yapan spekülörleri caydırarak uzun vadeli yatırımları desteklemek amacını taşımaktadır. Tobin işlem vergisi getirilmesi suretiyle spekülörlerin yanı sıra diğer dürüst yatırımcılar için de maliyet oluşturacağını bilmesine karşın verginin ağırlıklı olarak spekülörleri engelleyeceğine inanmaktadır.⁵⁴

⁵⁴ Robert J. Shiller, **Wall Street'in Akıllamaz Yükselişi**, Rota Yayınları, İstanbul, 2001, Çev. Günhan, Günay, s.278.

İKİNCİ BÖLÜM

BORSADA MEVCUT MANİPÜLASYON TEKNİKLERİ ve YENİ NESİL MANİPÜLASYON TEKNİKLERİ

Sermaye piyasalarında haksız kazanç elde etmek isteyen yatırımcılar çeşitli teknikler uygulayarak menfaat elde etme arayışındadırlar. Bu kapsamda sermaye piyasalarının işleyişini kendi işlemleri ile arzu ettikleri yönde yönlendirmeye çalışan manipülatörler gerçekleştirdikleri işlemler neticesinde menfaat elde etmeyi hedeflemektedirler. Manipülatörlerin işlem kalıpları incelendiğinde çeşitli stratejiler benimseyerek menfaat elde ettikleri görülmektedir.

1934 yılında ABD’de yürürlüğe giren Menkul Kıymet Borsası Kanunu’nda manipülasyon üç kategoriye ayrılmaktadır. Birincisi Hareket Bazlı Manipülasyon olup bu tür payın aktif veya beklenen fiyatını, gerçekleştirilen işlemlerle değiştirme temeline dayanmaktadır. İkinci kategori ise Bilgi Bazlı Manipülasyon olup bu türde piyasaya yayılan yanlış bilgi ve söylentilere dayanmaktadır. Bunlara rağmen üçüncü kategori manipülasyonu engellemek ise oldukça zor olup bu tür İşlem Bazlı Manipülasyon dur. İşlem Bazlı Manipülasyonda manipülatör alım – satım yapmakta fakat bu işlemleri yalan haber yaymadan ve diğer işlem yapanlar tarafından fark edilmeden gerçekleştirmektedir.¹

ABD’nin SPK’sı olan Securities Exchange Commission (SEC) tarafından manipülasyon fiili tanımlanırken; sermaye piyasasının temel fonksiyonlarını bozmaya yönelik

¹ Franklin Allen, Douglas Gale, “Stock-Price Manipulation”, **The Review of Financial Studies**, 1992, p. 505.

işlemler, özellikle arz ve talebin serbest işleyişini engellemeye yönelik amaçlı ve kasıtlı müdahaleler, olduğu ifadesi kullanmıştır.²

2.1. Manipülasyon Tanımlamaları

2.1.1. Hareket Bazlı Manipülasyon (Action Based Manipulation)

Hareket Bazlı Manipülasyon işlemi şirket paylarının aktif veya beklenen fiyatının, gerçekleştirilen işlemlerle değiştirilmesi temeline dayanmaktadır. Büyük bölümü halka açık şirketlerin, yönetimini ele geçirmek niyetiyle sermaye piyasalarından paylarının toplanması Hareket Bazlı Manipülasyon için örnek teşkil eder.

Amerikan şirketleri çalışan işçi ve yöneticilerine maaş ve prim olarak şirket payları ile ödeme yapmaktadır. Böylelikle şirket çalışanları, küçükte olsa çalıştıkları şirkete ortak olmaktadır. Bu durumda şirket paylarının değerinin yükselmesine ve şirket çalışanlarının maddi haklarının yükselmesini sağlamaktadır. Amerikan Sermaye Piyasası Kanunu, Hareket Bazlı Manipülasyonu azaltmak için şirketin direktör ve memurlarının şirket paylarını açığa satmasını yasaklamıştır. Firmaların şirketleri ile ilgili haberleri halka açıklamadan önce yayılmasını engellemesi oldukça zordur. Çünkü şirket çalışanları işleri sebebiyle bu bilgiye diğer yatırımcılardan daha erken sahip olurlar. Bu durumda ortaya çıkan dedikodular şirket paylarının fiyatını artırmaya ve azaltmaya etkisi olabilmektedir.

Söz konusu kanun düzenlemesi şirket pay fiyatının sahte dedikodularla artmasını veya azalmasını engellemek amaçlanmıştır. Bu manipülasyon şekli Amerikan Borsalarında işlem gören Harlem Demiryolları ve American Çelik ve Tel şirketinin paylarında tespit edilmiştir.

² Eyüp Kadioğlu, “Sermaye Piyasası Kanunu: Manipülasyondan Piyasa Dolandırıcılığına”, **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar**, 2015, s. 75.

2.1.2. Bilgi Bazlı Manipölasyon (Information Based Manipulation)

Bilgi bazlı manipölasyon, yanlış bilgilerin yayınlanması veya yanıltıcı söylentilerin yayınlanması ile gerçekleştirilen manipölasyon türüdür. 1920'lerde Amerika Birleşik Devletleri'nde "*işlem havuzları*"nın işletilmesi, bu tür bilgi tabanlı manipölasyona bir örnektir.³ Bilgi Bazlı Manipölasyon kavramı sermaye piyasası araçlarının değerini etkilemek için gerçek dışı yorum, analiz vb. faaliyetlerin gerçekleştirilmesini ifade etmektedir.

Piyasa manipölasyonunu engellemek için regülatör kurumların gözetim departmanları, iki farklı türde gözetim yapması gerekmektedir. Bunlardan birincisi piyasada gerçekleşen işlemlerin manipölatif nitelikte olup olmadığının denetimi ikincisi ise piyasaya yayılan bilgilerin manipölatif nitelikte bilgi olup olmadığının denetimi olmalıdır.⁴

30 Temmuz 1981 yılında yayımlanan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda 47/I-A-3 maddesinde bilgi bazlı manipölasyon suçuna yönelik "*Sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bilgi veren, haber yayan, yorum yapan ya da açıklamakla yükümlü oldukları bilgileri açıklamayan gerçek kişilerle, tüzel kişilerin yetkilileri ve bunlarla birlikte hareket edenler*"⁵ hükmü yer almaktadır.

30 Aralık 2012 tarihinde yayımlanan 6362 sayılı SPKn'nun 107 inci maddesinin 2 inci fıkrasında; "*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*

³ Yu Chuan Huang, Yao Jen Cheng, "Stock manipulation and its effects: pump and dump versus stabilization", **Springer Science Business Media**, 2013, p. 792.

⁴ Adrija Majumda, Indranil Bose, "Detection Of Financial Rumors Using Big Data Analytics: The Case Of The Bombay Stock Exchange", **Journal Of Organizational Computing And Electronic Commerce**, p. 81.

⁵ Resmi Gazete, (Çevrimiçi), <https://www.resmigazete.gov.tr/arsiv/17416.pdf>, 05.11.2021.

sağlayanlar üç yıldan beş yıla kadar hapis ve beş bin güne kadar adli para cezası ile cezalandırılırlar” hükmü yer almaktadır. Bilgi Bazlı Manipülasyon suçu kanunda bilginin yanlış olması ve bu yanlış bilgiyi paylaşılanların bu paylaşımları neticesinde menfaat elde etmeleri şartına bağlanmıştır. Menfaat ilk olarak pay piyasası işlemleri neticesinde kar elde etmek olarak düşünülse de, bir şirket patronunun şirket pay fiyatını arttırılmasına karşılık ilgili şahsa araba hediye etmesi de menfaat niteliğindedir. Bu kapsamda menfaat sadece pay alım satımı sonucu kar elde etmek olarak sınırlandırılmamıştır.

Söz konusu suçun maddi unsuru SPK’nın resmi internet sitesinde⁶;

- *Herhangi bir bilgi, söylenti, haber, yorum veya raporun mevcut olup olmadığı.*
- *Bilgi, söylenti, haber, yorum veya raporun yalan, yanlış veya yanıltıcı olup olmadığı.*
- *Fiili gerçekleştirenlerin menfaat sağlayıp sağlamadığı.*
- *Bilgi, söylenti, haber, yorum veya raporun sermaye piyasası araçlarının fiyatını, değerini veya yatırımcıların yatırım kararlarını etkilemek amacını taşıyıp taşımadığı şekilde tanımlanmıştır.*

Bu kapsamda yanlış bir haberin yayıldığıının net olarak tespit edilebilir olması, menfaat sağlanması ve söz konusu yalan, yanlış haberin sermaye piyasası araçlarının değerini etkilemek kastı ile yayınlanması suçu oluşturan unsurlardır. Bu suç tanımında genellikle en zor olan husus menfaati kanıtlayabilmektir. Eğer söz konusu şahıs kendi hesabından pay piyasalarında işlem gerçekleştirmesi halinde suçu kanıtlamak kolay olmasına rağmen, söz konusu kişinin, üçüncü kişilerin hesabından işlem yapması halinde illiyet bağıı kurabilmek zorlaşmaktadır.

2.1.3. İşlem Bazlı Manipülasyon (Trade Based Manipulation)

İşlem bazlı manipülasyon kavramı borsada işlem gören payların, işlem fiyatını bilinçli olarak arttırmak veya azaltmak için belirli kişi veya kişilerce organize bir şekilde işlem

⁶ SPK, (Çevrimiçi), <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/758>, 18.05.2020.

yapılması durumudur. Bu işlemleri gerçekleştirmeyi hedefleyen yatırımcılar manipülatör olarak isimlendirilmektedir.

6362 sayılı SPKn'nun 107'nci maddesinin birinci fıkrasında İşlem bazlı piyasa dolandırıcılığı suç olarak (107/1) düzenlenmiş olup, ilgili madde de "*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*" hakkında 3 yıldan 5 yıla kadar hapis ve beş bin günden on bin güne kadar adli para cezası verileceği hükme bağlanmış ve bu suçtan dolayı verilecek olan adli para cezasının miktarı, suçun işlenmesi ile elde edilen menfaatten az olamayacağı belirtilmiştir.

2.2. Emir ve İşlem Kavramları Ayırımı

Yatırımcıların Organize Borsalarda yatırım yapabilmesi için yetkili Sermaye Piyasası Kurulundan izin almış Aracı Kurumlardan hesap açmaları gerekmektedir. Ülkemizde Aracı Kurumların gruplandırmasında III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkındaki Tebliğ'in 8. maddesi geçerli olup bu kapsamda Aracı Kurumlar⁷;

- *Emir iletimine aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinden herhangi birini veya tamamını yürütecek olanlar "dar yetkili"*

- *İşlem aracılığı, en iyi gayret aracılığı faaliyeti, sınırlı saklama hizmeti ve portföy yöneticiliği faaliyetlerinden herhangi birini veya tamamını yürütecek olanlar "kısmi yetkili",*

- *Portföy aracılığı faaliyeti, genel saklama hizmeti ve aracılık yüklenimi faaliyetlerinden herhangi birini veya tamamını yürütecek olanlar "geniş yetkili"*

olarak tanımlanmıştır.

⁷ III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkındaki Tebliğ, Md. 8.

BİST'e iletilen yatırımcı emirleri ilgili paya ilişkin emir defterlerinde dijital olarak kayıt altında tutulur ve söz konusu emirlerin aktif fiyattan eşleşmesi halinde söz konusu emirler işleme dönüşür. İşleme dönüşen emirler ilgili kayıtlar, payın işlem defterinde dijital olarak kayıt altında tutulur. Pay piyasasına iletilen emirler seans içinde işleme dönüşmemesi halinde sistem tarafından gün sonunda iptal edilir.

2.2.1. Pay Piyasası Emir İletim Şekilleri

Yetkili bir aracı kurumda yatırım hesabı açılan yatırımcı aracı kuruma üç şekilde emir iletebilmektedir. Bunlardan ilki yazılı emirdir. Aracı kurumun bulunduğu iş yerinde imzalı ordino düzenlenmesi suretiyle piyasaya iletmek istenen emir yatırım kuruluşunca borsa sistemine iletilir ve yatırım kuruluşu ilgili emri Müşteri Emir Forumu'na kayıt ederek kayıtlarına geçirir. İkinci tür emir iletim şekli ise sözlü olarak yatırım kuruluşuna emir iletilmesidir. Yatırım kuruluşu çağrı merkezini arayan yatırımcı işlem yapmak istediği hisse senedini belirterek sözlü emir iletebilmektedir. Yatırım kuruluşları sözlü emirleri kayıt altına almak ve saklamakla yükümlüdür. Üçüncü tür emir iletim şekli ise elektronik ortamda alınan emirlerin iletimidir. Yatırımcılar aracı kurum tarafından kendilerine tanımlanan kullanıcı adı ve şifreyi kullanmak suretiyle borsada gerçekleştirecekleri alım – satım emirlerini aracı kurum alt yapısı üzerinden borsaya iletilmesini sağlayabilmektedirler.

2.2.2. Pay Piyasası Emir Türleri

BİST nezdinde işlem gören pay piyasalarına emir iletilirken 10 çeşit emir tipi kullanılabilir. BİST sistemine iletilen emirler, emir defteri adı verilen ve her pay piyasası için ayrı ayrı kayıt edilen sanal emir defterlerinde saklanır. Emirler tanımlanırken öncelikle aktif emir ve pasif emir ayrımı önem arz etmektedir. Emirlerin kayıtlı tutulduğu sanal emir defterlerinde, henüz gerçekleşmemiş işlem bekleyen emirler, pasif emirler olarak isimlendirilir. Pasif emirler payın işlem gördüğü aktif fiyat kademesine ulaştıklarında en iyi pasifte bekleyen satış emri ile aynı fiyatlı en iyi alıfta bekleyen pasif alış emri ile eşleşir ve söz

konusu emirler işleme dönüşmüş olur. Eğer payın işlem gördüğü fiyattan sisteme emir iletilmesi halinde emir pasif emir konumunu almadan direk işleme dönüşür bu duruma ise aktif fiyattan emir iletilmesi denmektedir.

BİST nezdinde borsaya iletilebilecek emir yöntemleri ve emir sürelerine ilişkin tanımlamalara aşağıda yer verilmiştir.

Limit Fiyatlı Emirler (LFE): Pay senedi miktarı (adet) ve pay fiyatının belirtilerek borsa sistemine iletilen emirlerdir. Söz konusu emirler belirlenen fiyat üzerinden belirtilen miktarda alım veya satım işlemi gerçekleşene kadar sistemde bekler, pasif ve seans içerisinde gerçekleşmemiş tüm emirler seans sonunda iptal edilir ve sistemden silinir.

Piyasa Emirleri: Piyasa emirleri, payın en son alım satım konu olduğu fiyattan veya kademede bekleyen sıradaki en iyi işlem görmesi durumudur. Bu emir tipinde, emir iletilirken fiyat belirtilmeksizin sadece adet miktarı belirtilir.

Aktif fiyattan piyasaya iletilen emirler genellikle bir pay piyasası ile ilgili haber pay fiyatını etkileyecek önemli nitelikte bir haber gelmesi veya genel ekonomiyi etkileyecek önemli bir haber gelmesi durumunda kullanılmaktadır. Bir şirket karlı bir sözleşmeyi imzaladığını duyurması halinde aktif fiyattan alım yönlü emir girilmesi veya savaş vb. bir durumun birden basına yansımaları halinde ise aktif fiyattan satış emirlerinin kullanıldığı görülebilir.

Piyasadan Limite Emirler: Fiyatsız olarak girilen emir türü olup, söz konusu emir bekleyen en iyi fiyatlı emirlerle eşleşerek işleme dönüşür. Emirlerin işleme dönüşmeyen kısmı, gerçekleşen son işlem fiyatı üzerinden limit fiyatlı emir olarak pasifte bekleyen emre dönüşür.

Borsaya iletilen piyasadan limite emirler seans sırasında bekleyen ters yönlü bir emir olmaması durumunda iptal edilir.⁸

Dengeleyici Emirler: Açılış ve kapanış seansı emirlerinin muadili olarak sayılabilecek bu emir türü, açılış ve kapanış seansları da dahil olmak üzere tek fiyat yöntemi uygulanan seans bölümlerinde, fiyat belirleme sürecinde hesaba katılmayan ancak belirlenen eşleşme fiyatı seviyesinde eşleşmeden kalan emirler ile işlem yapmak üzere girilen emir türüdür. Seans sürecinde eşleşmeyen dengeleyici emirler iptal edilir.⁹

Koşullu Emirler: Yatırımcı emrini belirlediği koşulun oluşması halinde işleme dönüşmesini istediği emir türleridir. Bu kapsamda yatırımcı miktar koşullu, fiyat koşullu zaman koşullu ve kısmi görünme koşullu emirler piyasaya iletebilmektedir. Miktar koşullu emirlerde girilen emir miktarının tamamının karşılanmaması durumunda iptal edilmesi koşuluyla, hepsi yada hiç, gerçekleşmezse iptal et şeklinde, fiyat koşullu emirlerde girilen fiyat adımından payın işlem görmesi halinde, zaman koşullu emirde saat belirterek emrin belirtilen saatte aktif olması koşuluyla ve kısmi görünme koşullu emirlerde ise çok yüksek miktartlı emirlerin pay arz ve talebini etkilememesi için emir defterinde gerçekleşmeyen kısmı gizli kalan koşullu emir türüdür.

Kotasyon Emirleri: Piyasa yapıcılığı üslenen yatırım kuruluşlarının pay likiditesini arttırmak amacıyla hem alım hem de satım tarafına limit fiyat üzerinden alış ve satış emirleri ilettiği emir tipidir. Halka arza aracılık eden aracı kurumların, ilk ihraç sonrası ihraca konu pay piyasasının işlem hacmini arttırmak için, yüklenimi kabul ettiği halka arzlarda, kotasyon

⁸ Yapı kredi Yatırımcı Köşesi, BIST'te Yeni Uygulama Dönemi Başlıyor!, (Çevrimiçi), <https://www.yapikredi.com.tr/yatirimci-kosesi/bistech-piyasa-degisiklikleri>, 22.04.2021.

⁹ Bisttech Denizyatırım, (Çevrimiçi), <https://www.denizyatirim.com/bistech/>, 22.04.2021.

emirleri iletmek suretiyle pay piyasasının halka arz sonrası istikrarlı işlem görmesine katkı sağlar.

Orta Nokta Emirleri: Orta Nokta Emirler sürekli olarak otomatik eşleşmeye tabidir ve normal emir defterinde bekleyen en iyi alış ve en iyi satış emirlerinin fiyatlarının aritmetik ortalaması ile fiyatlanır. Bir başka ifade ile buçuklu fiyattan emir gerçekleştirilebilmesi amacı ile tanımlanmış bir emir tipidir.¹⁰

Ağırlıklı Ortalama Fiyat (AOF) Emirleri: Ağırlıklı ortalama fiyattan işlemler gerçekleştirilirken emirler sisteme fiyat belirtilmeden girilir. Emri veren taraf ya hiç bir fiyat belirtmez, ya da ağırlıklı ortalamanın 1 veya 2 tık altında veya üstünü seçerek emir iletir.¹¹ Söz konusu emir tipi 2016 yılı itibariyle uygulamaya alınmış olup yatırımcıların gün içi fiyat dalgalanmalarında korunarak gün içi ortalama üzerinden hesaplanan adil bir fiyattan pay piyasasında işlem yapmasına imkan sağlamaktadır.

Küsuratlı Emirler: İşlem biriminin içerdiği miktardan daha az miktarda verilmiş emirlerdir. Küsurat emirlerde; sadece miktar girilir, fiyat belirtilmez ve küsurat işlemi o anda ilgili sermaye piyasası aracının “E” sırasındaki son işlem gördüğü fiyat üzerinden gerçekleştirilir. Küsuratlı emirler, karşı küsuratlı emirlerle kısmen eşleşebilir.¹²

Açığa Satış Emirleri: Mülkiyetinde pay bulunmayan yatırımcının söz konusu payda fiyatın düşeceği beklentisi ile sahip olmadığı bir kısım payı satmak için emir iletmesi açığa

¹⁰Matriksdata, (Çevrimiçi), https://www.matriksdata.com/website/kurumsal-urunler/e-broker/dokumanlar/Emir_Tipleri_B%C4%B0ST_V%C4%B0OP, 14.04.2021.

¹¹ BloombergHT, (Çevrimiçi), <https://businessht.bloomberght.com/piyasalar/haber/1303944-borsada-kor-havuz-benzer-yepyeni-bir-uygulama>, 14.04.2021.

¹² Borsa İstanbul Emirler, (Çevrimiçi), <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/493/pay-piyasasi-piyasa-isleyisi>, 08.12.2020.

satmak olarak tanımlanmaktadır. Yatırımcı daha sonrasında sattığı miktarda pay kadar alım yapmak zorundadır. Açığa satış işlemleri sayesinde yatırımcılar sahip olmadığı bir paydan getiri elde edebilmektedirler. Borsanın düşüş eğiliminde olduğu dönemlerde Açığa Satış emirleri yasaklanabilmektedir. Açığa satış işlemi niteliği itibarıyla düşüş eğilimini hızlandıran bir işlemdir. Pay piyasasında alıcıdan çok satıcının bulunması halinde pay fiyatının aşağı yönlü hareket etmesi muhtemeldir. SPK tarafından 16.10.2019 tarihli bültende AKBNK.E, GARAN.E, HALKB.E, ISCTR.E, TSKB.E, VAKBN.E, YKBNK.E payları için açığa satış işlemlerinin yasaklandığı, 28.02.2020 tarihli SPK bülteninde tüm pay piyasalarında açığa satış işleminin yasaklandığı belirtilmiştir. Söz konusu tedbirler BİST nezdinde aşırı bir düşüşün meydana gelmesini engellemek ve ülke ekonomisini etkileyecek uluslararası gelişmelerin etkisini kaybedene kadar piyasaları sakinleştirmek amaçlı alınmıştır.

2.3. Manipülasyon Teknikleri

Organize piyasalarda gerçekleşen işlemlerde piyasanın düzenli işleyişini etkileyen ve piyasaların düzenli işleyişini bozmak pay fiyatlarını manipüle etmek için uygulanan çeşitli teknikler bulunmaktadır. 2499 sayılı ilk SPKn Manipülasyon kavramını suç olarak tanımlamış olup, 6362 sayılı yeni SPKn'nun da Manipülasyon kavramı kullanılmayıp bunun yerine Piyasa Dolandırıcılığı ve Piyasa Bozucu Eylem tanımlamaları kullanılmıştır. Çalışmanın bu bölümünde 6362 sayılı SPKn'nun 107'inci maddesi çerçevesinde Piyasa Dolandırıcılığı ve 104'üncü maddesi Piyasa Bozucu Eylemler hükümleri kapsamındaki, suçların gerçekleştirildiği teknikler birlikte değerlendirilerek tanımlanacaktır. Ülkemizde Piyasa Dolandırıcılığı ve Piyasa Bozucu Eylem suçları birbirinden ayrı olarak tanımlanmış olup, farklı ülkelerin regülatör kurumlarının konuya bakışı farklılık gösterebilmekte ve tüm işlemleri manipülasyon başlığı altında da inceleyebilmektedirler. Bu iki suçun oluşumu için izlenen yollar benzer nitelikte olduğu için 2499 sayılı SPKn'nun da tanımlanan “*manipülasyon*” kavramı kullanılarak çalışmanın devamında yer alan teknikler tanımlanacaktır.

Bir pay piyasasının manipüle edilebilirliğinin birinci ölçütü, şirket paylarının halka açıklık oranıdır. Borsalarda derinliği arttırmak ve bazı şirketlerin reklam politikaları gereği şirketlerin %1-5 aralığında halka arz edilmesi halinde işlem gören pay miktarının derinliği oldukça sığ kalacaktır. Bazı küçük şirketler %50 oranında bile halka arz edilmiş olsa dahi şirketin toplam değerinin küçük olması sebebiyle borsada işlem görecektir pay toplam tutarı düşük kalabilmektedir. Şirketlerin finansal yapısına ilişkin bilgiler KAP'ta yer alan şirketlerin sermaye ve ortaklık yapıları ekranında, Fiili Dolaşımdaki Pay Oranı ve Fiili Dolaşımdaki Pay Tutarı başlıkları altında yayınlanmaktadır.

Aşağıdaki tabloda yer alan Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş. (SISE) ve RTA Laboratuvarları Biyolojik Ürünler İlaç ve Makine Sanayi Ticaret A.Ş. (RTALB) paylarını incelediğimizde RTALB şirketinin %73,82 halka açıklık oranı ve SISE firmasının %49,06 halka açıklık oranında paylarının işlem gördüğünü görüyoruz.

Tablo 2.1: KAP'ta Yer Alan Fiili Dolaşımdaki Paylar Tablosu RTALB ve SISE Payları

Fiili Dolaşımdaki Paylar		
Borsa Kodu	Fiili Dolaşımdaki Pay Tutarı(TL)	Fiili Dolaşımdaki Pay Oranı(%)
SISE	1.502.822.593,84	49,06
RTALB	30.281.184,98	73,85

Kaynak: Kamuyu Aydınlatma Platformu, (Çevrimiçi), www.kap.org.tr, 29.11.2020.

RTALB şirketi SISE firmasına oranla daha çok payını halka arz etmiş gibi görünse de fiili dolaşımdaki pay tutarına baktığımızda SISE firmasının RTALB firmasından yaklaşık 50 kat daha büyük tutarda işlem gören payı olduğunu görmekteyiz. Bu kapsamda pay piyasalarında şirketlerin halka açıklık oranı önemli olmakla birlikte halka açık şirketlerin Fiili Dolaşımdaki Pay Tutarı payın manipüle edilebilirliği açısından daha fazla önem arz etmektedir. Söz konusu pay piyasalarında bir manipülatörün payları manipüle etmek istediğini

varsayarsak; SISE payını manipüle edebilmek için RTALB payına oranla 50 kat daha fazla sermayeye sahip olunması gerekmektedir.

Amerika Birleşik Devletleri'nde şirketlerin halka arzı ülkemize oranla daha kolay gerçekleşmektedir. Bu durum çok küçük şirketlerin dahi yatırımcı edinmesine imkan sağlasa da, çok sayıda manipüle edilebilir pay piyasasının oluşmasına da imkan sunmaktadır. Söz konusu küçük şirketler için kurşluk paylar veya düşük hacimli paylar isimleri verilmektedir.¹³

Manipölasyon teknikleri ayrı ayrı değeriendirilebileceğı gibi manipölätörler durumun şartlarına göre birden fazla tekniğı bir arada kullanabilmektedirler. Manipölasyon tekniklerine detaylı olarak çalışmanın aşağıdaki bölümlerinde yer verilmiştir.

2.3.1. Havuz Tekniğı

Havuz tekniğı; yatırımcıların organize bir şekilde belirledikleri pay piyasasında işlem yapmalarını ve pay piyasasında bağımsız bireyler varmış gibi gösterme amacını taşımaktadır. Grup halinde hareket eden yatırımcılar likit bir piyasa izlenimi kazandırmak veya grup üyelerine parçalı alımlar gerçekleştirerek pay fiyatını yükseltmek hedefiyle birlikte hareket etmektedirler.

2.3.2. Kendinden Kendine İşlemler

Manipölasyonun hileli formlarından olan bu türde, manipölätör belirlediğı tek bir pay piyasasında, eş anlı olarak, çok sık olarak yüksek miktarda alım ve satım yapılarak payda yüksek işlem hacmi olduğı izlenimi yaratılmaktadır. Bu durum piyasayı izleyen diğeri yatırımcıların ilgisinin artan işlem hacmine yönelmesine sebep olmaktadır. Bu tür işlemler

¹³ U.S. Securities and Exchange Commission, (Çevrimiçi), <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins/investor-3>, 24.08.2020.

uzun dönemli yatırım yapan yatırımcıları etkilememektedir.¹⁴ Bu tür işlemler yüksek sermaye gerektirdiği için kısa süreli yatırım yapan yatırımcıları ve kısa vadede alım satım yaparak fiyat adımı kovalayan yatırımcıların ilgisini çekmektedir.

Manipulatörler, pay piyasasında günlük işlem hacmini yapay olarak artırmak için Kendinden Kendine İşlemleri (KKİ) kullanırlar. Bu sayede diğer yatırımcıların gözünde manipüle edilen payın yüksek işlem hacimli yani likit bir piyasa olduğu sanılır. Birçok yatırımcı, likiditedeki bu artışı ilgili hisse senedi için olumlu bir gösterge olarak değerlendirebilir.¹⁵

Kendinden Kendine İşlemler, yatırımcının bir pay piyasasında aynı anda hem alım hem de satım kademesinde emir iletmesi ve bu emirlerin eşleşmesi durumunu ifade eder. Bu teknikte yatırımcının niyeti payın fiyatını arttırmak için piyasa işlem fiyatından, en iyi alım ve satım kademelerine emir iletme suretiyle pay piyasasında gerçek dışı, fiktif işlemler oluşmasını sağlamak ve bu suretle payın fiyatının suni olarak arttırılması işlemidir. KKİ sırasında pay mülkiyet sahipliği değişmemekle birlikte KKİ'ler yanıltıcı aktif bir piyasa izlenimi oluşturmaktadır.¹⁶

Manipulatörlerin alım satımdan fiyat adımını izleyerek gelir elde edebilmesi için paydaki fiyat hareketini dikkat çekici hale getirmesi gerekir. Beklenmedik bir paydaki fiyatın endeksten bağımsız hareket etmeye başlaması diğer yatırımcıların dikkatini çekecektir. Bu süreçte payın fiyatındaki artışın sürmesi özellikle kısa vadeli yatırım yapan gündelikçi tabir

¹⁴ Nasdaq, (Çevrimiçi), <https://www.nasdaq.com/articles/5-market-manipulation-tactics-and-how-avoid-them-2018-04-11>, 19.05.2020.

¹⁵ Serkan Imisiker, Bedri Kamil Onur Tas, “Wash Trades As A Stock Market Manipulation Tool”, **Journal of Behavioral and Experimental Finance**, 2018, p. 93.

¹⁶ Yi Cao vd., “Detecting Wash Trade in Financial Market Using Digraphs and Dynamic Programming”, **Institute of Electrical and Electronics Engineers**, 16.10.2015, p. 1.

edilen (gün içinde alım satım gerçekleştirip gün sonunda mülkiyetinde hiç pay bulunmadan hesabını kapatan, fiyat adımıdan gelir elde etmeyi hedefleyen yatırımcı tipi) yatırımcıların dikkatini çekecek ve şirketle ilgili olumlu bir haber geleceği veya pay fiyatındaki artışın süreceği beklentisini oluşturacaktır.

Payın fiili dolaşımdaki miktarını takip eden manipulatörler satışa geçtiklerinde payda oluşacak fiyat düşüşünü hesaplayarak kar edecekleri fiyat seviyesine kadar stoklarındaki payları satmayı hedeflerler. Bu işlemler kısa sürede yüklü miktarda satış emri piyasaya ileterek gerçekleştirilir. Manipulatörler suni fiyat hareketleri oluşturdukları payda fiyat hareketin kısa süre için dikkat çekeceğini ve bir süre sonra yatırımcıların paya olan talebinin azalacağını bilirler, bu sebeple stoklarındaki payları hızlı bir şekilde satıp kar realize etmeyi hedeflerler.

Kendinden Kendine İşlemlere ilişkin VI-104.1 sayılı Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği'nin 5. Maddesi emir veya işlemlere ilişkin piyasa bozucu eylemleri tanımlamış olup maddenin 4 bendinde “*Kendinden kendine veya karşılıklı işlemlerin gerçekleştirilmesi*” piyasa bozucu eylem olarak nitelendirilir ifadesi yer almaktadır.

2.3.3. Gizlenmiş Kendinden Kendine İşlemler

Gizlenmiş Kendinden Kendine İşlemin bir diğer adı da Eşleştirilmiş Emir olarak tanımlanmaktadır. Bu işlem tipinde gizli anlaşma içinde olan alıcı ve satıcı aynı zamanda, aynı fiyat ve aynı miktardan emir iletmekte fakat bu işlemleri meşru göstermek için farklı işlem platformları kullanmaktadırlar.¹⁷ Kendinden Kendine İşlemlerden farklı olarak bu işlemde daha önceden anlaşmış farklı yatırımcıların alım ve satım yönünde eşleşmeleri söz konusudur. İlgili işlemi regülatör kurumlar incelerken farklı iki yatırımcının bir pay piyasasında alım ve satım emrinin sık sık karşılaştığı şeklinde görecektir. Aslında bu işlem aynı yatırımcıların

¹⁷ The Committee Of European Securities Regulators, “Market Abuse Directive”, (Çevrimiçi), https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/04_505.pdf, 12.03.2021.

kontrolünde birden fazla kişi ile gerçekleşmektedir. Pay fiyatını yukarı yönlendirmek için kullanılan bu teknik aslında fiktif bir işlemdir. Gerçekleştirilme amacı pay alımı veya satımı değildir.

Yatırımcılar aynı payda aynı anda hem alıcı hem satıcı konumda bulunmasını regülatör kurumlara ve mahkemelere mantıklı şekilde izah edemeyeceği için cezai işleme muhatap olan manipülatörler, bu işlemlerini gizlemek için farklı tekniklere başvurumaktadırlar. Bunlardan bir tanesi de yatırımcının kendi yönettiği veya kendisiyle birlikte hareket eden farklı isimli bir yatırımcı hesabından işlem gerçekleştirilmesi durumudur. Kendinden Kendine İşlem olarak tanımladığımız aynı anda hem alış hem de satış işlemi gerçekleştirilmesi fiilini, yatırımcılar gizlemek için bir hesaptan alış diğer hesaptan satış emri iletmek suretiyle gerçekleştirmektedirler. Regülatör kuruluşların manipülatörlerin gerçekleştirdiği kendinden kendine işlemlere yaptırım uygulaması ve suç olarak tanımlaması sonrasında manipülatörler bu işlemlerini gizlemek için bu tür teknikler denemektedirler.

Bu yatırımcılar bazen akraba, bazen iş arkadaşı, bazen de aynı payda manipölasyon yapmak için organize olan kişi veya kişilerden oluşabilmektedir. Bu yatırımcılar arasında para transferi veya pay virmanı gibi işlemler neticesinde hesapların birbiri ile ilişkili olduğu veya tek bir elden kontrol edildiğini anlamak mümkündür. Pay piyasalarına emirlerin büyük çoğunlukla internet üzerinden iletildiği günümüzde bu tür işlemleri aynı ortamda uygulanması durumunda aracı kuruma iletilen emirler de aynı IP adresi üzerinden iletildiğinin tespit edilmesi mümkündür. Bu gibi durumlarda yatırımcının aynı pay piyasasında eş zamanlı ters pozisyon alması ve aynı IP'den emir iletilmesi Gizlenmiş Kendinden Kendine İşlemler'in tespitini sağlayacaktır.

2.3.4. Kayıtsız apraz İşlem

Aynı pay piyasasında iletilen alım ve satım emirleri için dealerın emri sisteme girmeden, doğrudan almak isteyen yatırımcıdan satmak isteyen veya satmak isteyen

yatırımcıdan da almak isteyen yatırımcıya payı aktarması halinde, söz konusu işlemler sisteme dahil olmadan iki yatırımcı arasında pay değişimi gibi gerçekleşecektir. Bu durumda aracı kurum hem iki yatırımcıdan da kurtaj komisyonunu alacak hem de emirler sisteme iletilmediği için payın fiyat değişimini etkilemesi engellenmiş olacaktır.

Bu tür işlemlerin gerçekleştiğini tespit etmek oldukça zordur. Regülatör kurumların aracı kurumların sisteme ilettiği emirleri denetleme imkanı vardır fakat sisteme hiç iletilmeyen, aracı kurum sistemi içerisinde virman vb. yöntemle el değiştirmesi gerçekleştirilen, işlemlerin tespiti ancak şikayet yoluyla mümkün olabilmektedir. Söz konusu ihbarlar iki durumda gerçekleşebilir, birincisi aracı kurumdan ayrılan bir çalışan bu durumu bildirmesi halinde mümkündür. İkinci olarak ise pay piyasasında günlük işlem yapan, sisteme ilettiği emirleri takip eden tecrübeli yatırımcılar tarafından, sisteme iletilmeden hesabına pay yansıdığının tespit edilmesi halinde mümkündür.

2.3.5. Açılış ve Kapanış Fiyatını Etkileme

Açılış ve Kapanış seansı pay fiyatları pay piyasaları için önem arz etmektedir. Genellikle basın yayın organları pay fiyatlarındaki gün içi hareketlilikten ziyade açılış ve kapanış seansı fiyatlarını kamuya duyurmaktadır. Bu kapsamda açılış ve kapanış seansı pay fiyatını etkilemek manipülatörler için önem arz etmektedir.

BİST'in kapanış seansına ilişkin düzenlemeleri kapsamında sermaye piyasası aracına kapanış seansında iletilecek emir fiyatı son normal emir işlem fiyatının $\pm\%3$ 'ünden daha farklı olamayacağı düzenlenmiştir.¹⁸ Fakat açılış seansına iletilecek emirler için herhangi bir sınırlama bulunmamaktadır. Bu durum açılış seansını kapanış seansına oranla manipülasyona daha açık hale getirmektedir.

¹⁸ BİST, (Çevrimiçi), <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/340/kapanis-seansi>, 01.01.2022

Kapanış seansı fiyatı yatırımcılar için en yakından takip edilen fiyat olması nedeniyle önemlidir. Ayrıca akademik araştırmacılar ve fon yöneticileri için en yaygın olarak kullanılan referans fiyattır.¹⁹

Borsa pay piyasalarında yatırımcının önemli sorunlarından bir tanesi alım veya satım yönlü işlem yaparken pay fiyatını etkiliyor olmasıdır. Örneğin 25 milyon dolarlık bir alım işleminin hisse fiyatında büyük bir artışa yol açmadan tamamlanması mümkün değildir. Satış pozisyonunda da mevcut payları satarken pay fiyatını düşürmeden büyük montanlı satış yapmak mümkün değildir. Büyük montanlı alım pozisyonunda alım maliyeti pay fiyatının artması sebebiyle yüksek olacak satım pozisyonunda ise pay fiyatındaki düşüşün toplam satış gelirini azaltacağı için getiri düşük olacaktır. Büyük alım ve satım gerçekleştiren yatırımcıların karşı karşıya kaldığı bu getiri azalması “*etkileme maliyeti*” olarak isimlendirilmekte ve doğrudan getiriyi etkilemektedir.²⁰

Pay piyasalarında açılış ve kapanış seansları işlem hacimleri incelendiğinde, KAP’ta duyurulmuş olumlu veya olumsuz bir haber olmadığı takdirde bu seanslar düşük işlem hacmi ile kapanmaktadır. Şirketler KAP’ta yayınlacakları pay fiyatını etkileyecek gelişmeleri genellikle seansı işleme kapalı olduğu 18:10 ve sonrası saatlerde kamuya duyurmayı tercih etmektedir. Seans sırasında yayınlanan Özel Durum Açıklaması (ÖDA) ve benzeri açıklamalar yatırımcılar arasında yanlış algılamalara sebebiyet verebilmektedir. Bu durumun önüne geçmek için şirketler KAP’a ilettikleri açıklamaları pay piyasaların işleyişini etkilememek için payın işleme kapalı olduğu saatlerde gerçekleştirmektedirler. Bu sayede yatırımcıların açıklanan haberi değerlendirme, istişare etme, aracı kurumlarından bilgi alma gibi imkanları olmakta ve kısa sürede karar vermeden işlem gerçekleştirmeleri sağlanmaktadır. Şirket ile

¹⁹ Pierre Hillion, Matti Suominen, “The Manipulation of Closing Prices”, **Journal of Financial Markets**, 2004, p. 352.

²⁰ William J. Bernstein, **Yatırımın Dört Temel Taşı**, Scala Yayıncılık, 2005, İstanbul, s. 123.

ilgili çok olumlu bir haber geldiğinde ertesi gün açılış seansına alım yönlü çok yüksek talep gelmesi ve payda çok kısa sürede devre kesici uygulanması muhtemeldir. Tam tersi durumun gerçekleşmesi halinde olumsuz bir habere istinaden pay sahiplerinin satım pozisyonu alması muhtemeldir.

Açılış seansı bir payın yeni güne hangi fiyat seviyesinden başlanacağını belirlediği seanstır. Açılış seansında payın artış veya azalış yönünde sert hareketler gerçekleştirmesi yatırımcıları psikolojik olarak etkileyecektir. Benzer şekilde kapanış seansı da payın gün sonu fiyatının belirlendiği seans olup payın performansının değerlendirilmesinde kullanılan önemli bir veridir. Ayrıca kapanış seansında gerçekleşen fiyatın yönü ertesi gün açılış seansı açısından da gösterge niteliği taşıyacaktır.

Kapanış fiyatını etkileme amacıyla işlem gerçekleştirmenin sebeplerinden birincisi payın gün sonu hesaplanacak kapanış fiyatını etkilemek, ikincisi ise yatırımcılar nezdinde ertesi gün payın açılış seansındaki fiyatını etkilemek amacıyla gerçekleştirilmektedir. Kapanış fiyatını etkilemek için yüklü miktarda aktif pay fiyatından alış veya satış emri iletilmek suretiyle gerçekleştirilebileceği gibi Vadeli İşlem Sözleşmelerinde de yüksek miktarda alım veya satım sözleşmesi yapılarak gerçekleştirilebilir. Kapanış fiyatını etkilemeye yönelik işlemlerin tespiti için gün içinde iletilen ve gerçekleşen emir miktarı ile kapanış seansında iletilen ve işleme dönüşen emir miktarını analiz etmek gösterge olacaktır.

Açılış ve Kapanış Seansını etkilemeye ilişkin VI-104.1 sayılı Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği'nin 5. maddesinde emir veya işlemlere ilişkin piyasa bozucu eylemleri tanımlamış olup, maddenin d bendinde *“Açılış veya kapanış fiyatlarını etkilemeye yönelik işlemler yapılması”* piyasa bozucu eylem olarak nitelendirilir ifadesi yer almaktadır.

Şekil 2.1: BİST Pay Piyasası İşlem Saatleri

 BORSA İSTANBUL	PAY PİYASASI SÜREKLİ İŞLEM YÖNTEMİ (TAM İŞ GÜNLERİNDE)							
	AÇILIŞ (TEK FİYAT)		SÜREKLİ İŞLEM YÖNTEMİ	KAPANIŞ (TEK FİYAT)			KAPANIŞ FİYATINDAN / SON FİYATTAN İŞLEMLER	
	09:40-09:55	09:55 (+)*	10:00-18:00	18:00-18:01	18:01-18:05	18:05 (+)*	18:07-18:08	18:08-18:10
	Emir Toplama	Fiyat Belirleme ve İşlem	İşlem	Kapanış Marj Yayını	Emir Toplama	Fiyat Belirleme ve İşlem	Marj Yayını	İşlem
Yıldız Pazar								
Ana Pazar								
YÜFP (Gayrimenkul Sertifikaları, F1, F2)**	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
NYİP								

Kaynak: BİST, (Çevrimiçi), <https://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/pay-piyasasi/islem-saatleri>, 30.01.2020.

BİST Pay Piyasası işlem saatleri incelendiğinde 09:40-10:00 saatleri aralığında açılış seansı işlemleri gerçekleşmekte, 18:01-18:10 saatleri aralığında kapanış seansı işlemleri gerçekleşmektedir. Bu seanslarda işlemlerle belirlenen tek fiyat üzerinden gerçekleşmektedir. Tek fiyat belirlenirken emir toplama sürecinde yatırımcılar ilgili paya ilişkin olarak almak istedikleri ve satmak istekleri fiyat ve adet miktarını BİST sistemine iletirler. BİST sistemi toplanan emirleri analiz ederek en çok işlem hacminin oluşacağı fiyat seviyesini belirler ve bu fiyat seviyesinden emirleri eşleştirir. Açılış ve Kapanış Seanslarını etkilemeye yönelik işlemlerin finanse edilmesi de oldukça kolaydır. Seansta gerçekleşen işlemler aynı gün içinde veya T+2 gün vadeye kadar ters yönlü işlemle kapatılabileceği için pay fiyatını etkilemeye yönelik bu tür işlemler kolaylıkla finanse edilebilmektedir.

2.3.6. Ağırlıklı Ortalanma Fiyatı Etkileme

Borsalarda yatırımcılar tarafından iletilen emirlerin işleme dönüşmesi ile gün içinde farklı fiyat kademelerinde hareket eden pay fiyatı üzerinden gün içinde ve gün sonunda payın Ağırlıklı Ortalama Fiyatı (AOF) hesaplanmaktadır. Yatırımcılar ve analistler açısından payın gün içindeki ve geçmiş günlerdeki performansını değerlendirmek için kullanılan AOF piyasalar açısından referans niteliğindedir. Payın ağırlıklı ortalama fiyatının etkilemeye yönelik işlemler pay piyasasına diğer yatırımcıları çekmek veya şirketlerin pay geri alımı gibi

yükümlülüklerini yerine getireceği dönemlerde çağrı fiyatını etkilemeye yönelik olarak gerçekleştirilebilmektedir.

Etkin Piyasa Hipotezi teoremi, piyasanın etkin olduğunu varsayar; bu bir yatırımcının belirli bilgilere dayanarak piyasaya yatırım yaparak anormal getiri elde etmesinin imkansız olacağı anlamına gelir çünkü diğer yatırımcılar da bu bilgilerden haberdar olur.²¹

6362 sayılı SPKn'nun Ayrılma Hakkı başlıklı 24'üncü maddesinin 1 inci fıkrasında *“23 üncü maddede belirtilen önemli nitelikteki işlemlere ilişkin genel kurul toplantısına katılıp da olumsuz oy veren ve bu muhalefeti tutanağa geçiren pay sahipleri, paylarını halka açık ortaklığa satarak ayrılma hakkına sahiptir. Kurul, halka açık ortaklığın niteliğine göre, ayrılma hakkını, ayrılma hakkına konu önemli nitelikteki işlemin kamuya açıklandığı tarihte sahip olunan paylar için kullanılabilmesine ilişkin esasları belirlemeye yetkilidir. Halka açık ortaklık bu payları pay sahibinin talebi üzerine, Kurulca belirlenecek esaslara göre adil bir bedel üzerinden satın almakla yükümlüdür. Kurul, ayrılma talebine konu payların ortaklık tarafından satın alınmasından önce diğer pay sahiplerine veya yatırımcılara önerilmesine ilişkin usul ve esasları düzenleyebilir.”* hükmü yer almaktadır.

II-23.3 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği'nin 14 üncü maddesinin birinci fıkrasında *“Payları borsada işlem gören ortaklıklarda ayrılma hakkı kullanım fiyatı, 11 inci maddenin ikinci fıkrası uyarınca belirlenen tarih itibarıyla payları Yıldız Pazarda işlem gören ortaklıklar için bu tarihten önceki son bir aylık, diğer ortaklıklar için ise bu tarihten önceki son altı aylık dönem içinde borsada oluşan günlük düzeltilmiş*

²¹ Soumya Chakraborty, Chetan G.K., “A Study Of Quarterly Earnings Announcement And Stock Price Reactions – With Reference To Nifty Midcap”, **Journal of Commerce & Accounting Research**, 2018, p. 150.

ağırlıklı ortalama fiyatların aritmetik ortalamasıdır. Bu fıkranın uygulanmasında bir ay otuz gün olarak dikkate alınır.” düzenlemesi yer almaktadır.²²

Bu kapsamda AOF’yi manipüle etme girişiminin birden fazla sebebi olabilmektedir. Bunlardan birisi şirketin satışı gibi durumlarda SPKn kapsamında şirketin pay alım teklifi ilan etmesi gerekliliğinden kaynaklanır. Bu fiyat hesaplanırken payın son işlem gördüğü 6 aydaki AOF fiyat baz alınmaktadır. Referans fiyatı etkilemek için satış kararı alınıp ilan edilmeden önce piyasada işlem yapılabileceği gibi geri alım teklifi fiyatı belirlendikten sonra bu fiyat eğer payın piyasada işlem gördüğü fiyattan yüksek olması halinde manipülatörün payın fiyatını pay alım teklifinde belirtilen süre boyunca yukarıda tutması için işlem yapması suretiyle de oluşabilmektedir. Bu durumda şirket yöneticisi kendi kontrolündeki kişilerle veya komisyon verdiği manipülatör hesapları üzerinden pay geri alım teklifine talep gelmesini engellemeyi amaçlamaktadır. Bu süre dolduğunda payda ani bir düşüş meydana gelmektedir ve bu şekilde yatırımcı aldatılmaktadır.

2.3.7. Saldırı

Fiyatın manipülatörler tarafından artırılması veya azaltılması için yüksek miktarda işlem gerçekleştirilmesi durumudur. Bu tür ani işlemlerde özellikle fiili dolaşımdaki pay miktarı düşük paylarda ani fiyat hareketleri ve pay piyasasındaki işlem miktarında ciddi artışlar görülmektedir.

Fiyatı arttırmak isteyen manipülatör piyasaya aktif fiyattan yüksek miktarda alım emri girmekte ve işlem miktarını arttırmaktadır. Payın fiyatını düşürmek isteyen manipülatörler ise mevcut stoğundaki malları satmak veya payda açığa satış işlemi gerçekleştirmek suretiyle pay fiyatında ani değişimlere sebep verebilmektedirler.

²² II-23.3 sayılı Önemli Nitelikteki İşlemler ve Ayrılma Hakkı Tebliği Madde 14.

Pay piyasalarında, payın sürekli artış eğiliminde olması herkesin para kazandığı izlenimine sebep olur ve yatırımcıların paya olan duygu yoğunluğunu sabitleştirir. Yatırımcılar yeni yoğunluk engellerini aşması yani fiyat artışının sürmesi halinde paya daha fazla talep oluşmasına sebep olur. Bir pay piyasasında tempolu bir artış gerçekleştikçe yeni yatırımcılar payda alım yönlü pozisyon alır ve arbeye halinde bir akım oluşur. Bu durum eski yatırımcılara güven verir ve ilave yatırım yapmalarına sebep olur. Bu döngü akımı etkileyecek çarpıcı bir değişiklik olana kadar devam eder.²³

2.3.8. Oltalama

Oltalama (Fiyat Aldatmacası) tekniği yatırımcıları psikolojik olarak etkilemeye yönelik işlemlerdir. BİST’de ve birçok borsada işlem gören paylar için aktif fiyattan gerçekleşen işleme yakın ilk 5 alım ve satım emirleri ve bekleyen toplam alım ve satım emirleri yayınlanmaktadır. Yayınlanan bu fiyat emirlerine bakarak yatırımcılar pay fiyatının yukarı veya aşağı yönlü hareket edeceğini analiz edebilmektedirler. Bir pay piyasası için 10.000 adet alım emri varken 100.000 adet satım emrinin bulunması, ilgili payı almak isteyen yatırımcıdan çok satmak isteyen yatırımcı olduğu izlenimini vermektedir. Bu pay piyasası için gün içinde pay fiyatının düşeceği öngörülebilir. Bu analiz yapılırken ilk 5 fiyat kademesinde görüntülenen emirler daha önem arz eder konumdadır. Çünkü ilk 5 fiyat kademesi işleme dönüşmeye en yakın emirlerden oluşur.

Tablo 2.2: Örnek Emir Defteri

Emir Kademesi	Alım Emir Miktarı	Alım Emir Fiyatı	Satım Emir Fiyatı	Satım Emir Miktarı
Satım 5			109	80
Satım 4			107	50
Satım 3			105	40
Satım 2			102	2.000
Satım 1			100	10
Alım 1	15	99		

²³ Antony M. Gallea, William Patalon, **Karşıt Yatırım**, Scala Yayıncılık, Çev. Ali Perşembe, 1998, İstanbul, s. 61.

Emir Kademesi	Alım Emir Miktarı	Alım Emir Fiyatı	Satım Emir Fiyatı	Satım Emir Miktarı
Alım 2	30	97		
Alım 3	40	95		
Alım 4	50	93		
Alım 5	80	90		

Yukarıda yer alan tablo incelendiğinde 102 fiyatından 2.000 adet satım emrinin bulunması dikkat çekicidir. Bu kadar yüksek miktarda bir emrin emir defterinde bulunması payın 102 fiyatından yukarıya gitmesinin zor olduğunu ve bu payda alım yönlü işlem yapmanın yatırımcıyı zarara uğratacağı düşüncesine sebep vermesi muhtemeldir. Toplam emirler incelendiğinde 474 adet alım emrine karşılık 2.180 adet satım emrinin bulunduğu durumda pay piyasasında alıcıdan çok satıcının bulunduğunu analiz etmek mümkündür. Bu kapsamda bu payda alım pozisyonu almak yerine payın fiyatının düşmesini bekleyip daha sonrasında alım yapmak piyasada daha fazla talep ile alış veya satış olacağı psikolojisine girmesini tanımlamaktadır. Bu sayede manipülatör piyasada ortaya çıkarmak istediği etkiyi sağlamak için diğer yatırımcıları manipüle etmektedir.

Manipülatörün pay piyasasına ilgiyi çekmek için piyasaya küçük paylar halinde çok yüksek miktarda emir iletmesi ve bu emirleri işleme dönüşmeden iptal etmesi durumunda, özellikle alış kademesine yığılan yüksek miktartlı emirler pay piyasasına talep olduğunu ve payın fiyatının yukarı gideceği düşüncesinin diğer yatırımcılarda oluşmasına sebep olur.

Bu eski teknik yüksek frekanslı işlemlerin piyasalarda yer alması ile birlikte çok kolay uygulanabilir bir hal almıştır. Oltalama tekniği Yüksek Frekanslı İşlemler ile gerçekleşen manipülasyon tekniklerine de konu olup tezin Yüksek Frekanslı İşlemler bölümünde de ayrıca yer verilecektir.

Oltalama tekniği bir sonraki başlıkta yer alan Katmanlama tekniğine benzerlik gösterse de, Katmanlama işleminde yatırımcı farklı fiyat kademelerine emir yığmak sureti ile piyasayı

etkilerken Oltalama tekniğinde ise sisteme yansıtılan emirlerin işleme dönüştüğü izlenimi verilerek diğer yatırımcıları aldatmayı hedeflemektedir.

Bazı regülatörler Oltalama ve Katmanlama teriminin değişebilir olduğunu söylerken bazıları örneğin Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) Katmanlama'yı birden fazla fiyat adımına emir iletmek olarak, Oltalama'yı ise emir defterinin işleme yakın en üst noktasına bir veya birden fazla emir iletmek olarak tanımlamaktadır.²⁴

2.3.9. Katmanlama

Katmanlama kavramı yatırımcının farklı fiyat kademelerine yüksek miktarda alış veya satış emri girmesi ile piyasada işlem yapmak isteyen çok fazla yatırımcı var algısı yaratması çabasının gereğidir. Bir mala olan talebin yüksek olması sınırlı sayıda olan malın fiyatını şüphesiz arttıracaktır. Benzeri bir etkiyi sağlamaya çalışan manipülatör karanlık havuz olmayan piyasalarda bu sayede yatırımcıları aldatması mümkündür. Karanlık havuz tanım olarak piyasaya emir ileten yatırımcıların birbirlerinin emirlerini görememesini ve bu sayede iletilen emirlerini pay fiyatını etkilemesini engelleyen bir sistemdir.²⁵ Amacı işlem gerçekleştirmek olmayan manipülatör işlem gerçekleşmeyeceğini bildiği düşük alış ve yüksek satış fiyat kademelerine yüksek miktarda emir yığarak fiyat kademelerini şişirmek suretiyle katmanlama yapmaktadır.

104.1 sayılı Piyasa Bozucu Eylemler Tebliğinin 5 maddesinin 1 inci fıkrasının b bendinde “*farklı fiyat kademelerine emir iletilmesi*” Piyasa Bozucu Eylemler arasında sayılmıştır. Ülkemizde mevcut piyasa yapısında yatırımcılar bekleyen 5 fiyat kademesindeki

²⁴ Trillium, (Çevrimiçi), What is the difference between layering and spoofing?, <https://www.trlm.com/knowledgebase/makes-spoofing-different-layering>, 10.03.2021.

²⁵ Florian Klöck, Alexander Schied, Yuemeng Sun, “Price manipulation in a market impact model with dark pool”, (Çevrimiçi), **Quantitative Finance**, p. 1, <http://arxiv.org/abs/1205.4008>, 2012.

emir miktarını ve toplam alım ve toplam satım emir miktarlarını görebilmektedirler. Manipölatörler yatırımcıların bu kademeleri gördüklerini bildikleri için yatırımcıların beklentilerini etkilemek için fiyat kademelerine emir yığma metodunu kullanabilmektedirler. Alımda veya satımda bekleyen yüklü miktardaki emiri gören yatırımcılar pay fiyatının bu yönde hareket edeceği izlenimine kapılmaktadırlar. İşlem sırası manipölatörün emir ilettiği kademeye geldiğinde ise manipölatör emir iptali veya emir kötüleştirilen işlemi gerçekleştirerek bekleyen emri işleme dönüşmeden piyasadan kaldırmaktadır. Hatta bu işlem tecrübesiz yatırımcılar açısından bekleyen o emirlerinde işleme dönüştüğünü sanmasına sebep olabilmektedir.

2.3.10. Arzı Kısıtlama

Arzı kısıtlama metodunda; fiili dolaşımdaki pay miktarı düşük olan payları belirleyen manipölatörler dolaşımdaki payları satın almak suretiyle piyasada alım satım yapılabilecek pay miktarını azaltmaktadırlar. Böylece dolaşımda az miktarda pay kaldığı için pay daha değerli hale gelmekte ve söz konusu işlemler suni bir fiyat artışına sebep olmaktadır. Bu gibi durumlar gelişmekte olan ülkelerde şirketlerin %1-%10 gibi bir oran aralığında halka arz gerçekleştirmeleri ve dolaşımdaki pay miktarının az olması sebebiyle ortaya çıkmaktadır. Şirketlerin dolaşımdaki pay miktarını değiştirmeleri yasal prosedürleri sebebiyle kısa sürede gerçekleşmeyen işlemlerdir. Bu teknikle manipölatörler kısa sürede payın arzındaki sınırlılığı değerlendirerek payın büyük kısmını ele geçirir, sonrasında ise bu payları yüksek fiyattan ellerinden çıkarmak suretiyle getiri elde eder. Arzı kısıtlama bu haliyle monopol piyasalara benzemekte ve tek satıcının olduğu piyasada fiyat satıcı tarafından belirlenmektedir.

Arzı kısıtlama işleminin payın piyasa fiyatına etkisi olabilmesi için, dolaşımdaki payların büyük bir bölümünün kontrolünün ele geçirilmesi zorunludur. Arzı kısıtlamaya konu

payı almak isteyen alıcı piyasada sadece sayılı satıcıdan payı alabilecek olup böylece alıcı satıcının istediği pay fiyatını ödemek durumunda kalacaktır.²⁶

Büyük yatırımcıların bulunması ve bunların arz-talep dengesi hakkında küçük yatırımcıdan daha fazla bilgiye sahip olması durumu arz kısıtlama manipölasyonuna sebep olabilmektedir. Bu durum günlük işlem yapan (arbitraj) yatırımcıların zarar riskini arttırmakta ve pay piyasasına likidite sağlayan sermayenin piyasadan çekilmesi sebebiyle piyasanın zarar görmesi söz konusudur. Arz kısıtlaması olan vakalarda getirinin volatilitesi artmakta ve arz kısıtlamasının diğer hisselerin fiyatları üzerinde ters fiyat etkisine sebep olduğu değerlendirilmektedir.²⁷

²⁶ Finance Management, (Çevrimiçi), <https://efinancemanagement.com/derivatives/cornering-the-market>, Cornering the Market, 10.03.2021.

²⁷ Rasim Özcan, “**Hisse Senedi Piyasalarında Manipölasyon Stratejileri**”, (Çevrimiçi), https://www.borsaistanbul.com/datum/imkbdergi/IMKB_Dergisi_Turkce49.pdf, 20.06.2021.

Şekil 2.2: Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş. Pay Piyasası Grafiği (Düzeltilmiş Fiyat)



Kaynak: Foreks Trader Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası AŞ Pay Piyasası Grafiği.

Türkiye Kalkınma ve Yatırım Bankası A.Ş. (Kalkınma Bankası) payları %0,92 halka açıklık oranı olan bir pay piyasasıdır.²⁸ 20 Eylül 2018 tarihinde dönemin Maliye ve Hazine Bakanı, Kalkınma Bankası'nın piyasadaki rolün artacağını belirttikten sonra pay fiyatı ciddi bir artış gerçekleşti. 18.09.2018 tarihinde 5.30 TL olan pay fiyatı 10 Ekim 2018 tarihinde 50.60 TL'den işlem gördü.²⁹ Söz konusu işlem manipülasyon amacıyla yapılmamış olmakla birlikte

²⁸ KAP, (Çevrimiçi), <https://www.kap.org.tr/tr/sirket-bilgileri/genel/2426-turkiye-kalkinma-ve-yatirim-bankasi-a-s>, 20.06.2021.

²⁹ Borsa Gündem, (Çevrimiçi), <https://www.borsagundem.com/haber/kalkinma-bankasi-hisselerinde-buyuk-oyun/1350467>, 20.06.2021.

Arzı Kısıtlama stratejisi uygulandığında pay piyasalarında fiyatı kısa sürede nasıl etkileyeceğini anlayabilmek açısından önem taşımaktadır.

2.3.11. Halka Arz Fiyatını Etkileme

Halka Arz kavramı, faaliyet gösteren halka kapalı bir şirketin ortaklık paylarını organize piyasalarda 3. kişilere ilk kez satılması durumunu ifade eder. Halka açık şirketlerin ikincil olarak pay satışı yapmaları da mümkün olmakla birlikte genellikle ortaklık paylarının ilk kez halka arz edilmesi durumunda kullanılır. Halka arzlarda satılacak ortaklık payları için 3 tür talep toplama yöntemi bulunmaktadır. Bunlar Sabit Fiyatla Talep Toplama, Fiyat Teklifi Alma Yoluyla Talep Toplama ve Fiyat Aralığı Yoluyla Talep Toplama yöntemlerinden oluşmaktadır. Şirketlerin değerlerini belirlenmesi ve bu değeri dikkate alarak şirket paylarının halka satılması noktasında şirketin yanlış değerlendirilmesi riski söz konusudur. Muhasebe hileleri ve benzeri yöntemlerle zarar eden bir şirketin zararları gizlenebilir. Böyle bir durumda gerçek değerinin dışında bir değerle değerlendirilip, halka arz edilen şirket halka arza katılan yatırımcıları yanıltabilir.

Pay piyasası fiyatlarına tesis eden faktörlerin analiz edilmesi başarılı bir yatırım stratejisi için önem arz etmektedir. Yatırımcı pay piyasasında yatırım kararı alırken birçok değişken faktörü dikkate almalıdır. Çünkü bu değişkenler pay fiyatını etkileyecektir. Bazı faktörlerdeki değişiklikler pay fiyatını yükseltirken bazı değişiklikler pay fiyatını düşürecektir. Yatırımcının pay fiyatını etkileyen değişkenleri dikkate almaması halinde vereceği yatırım kararından zarar edecektir. Söz konusu değişkenler iç ve dış değişkenler olarak sınıflandırılabilir. İç faktörler tahmini şirket karı ve şirketin mali yapısındaki değişiklikler olup, dış faktörler ise firma dışında faktörlerden kaynaklanan değişikliklerdir.³⁰

³⁰ Muharrem Bakkal vd., **Sermaye Piyasalarında Hisse Senetleri ve Hisse Senetlerini Etkileyen Makroekonomik Faktörler**, Hiper Link Yayınları, İstanbul, 2012, s. 93.

Halka arzlarda ortaya çıkan manipölasyon türü bilgi bazlı manipölasyondur. Halka arz sürecinde piyasaya payları arz olunacak şirkete ilişkin yetersiz bilgi piyasada yer alır. Bu kapsamda halka arzlar, manipölatorlerin bilgi arayanları etkileyebileceği ve piyasanın etkin işleyişine zarar verebileceği yüksek bilgi asimetrisi olan bir süreçtir.³¹

Halka arzda talep toplama döneminde fiyatın yanlış belirlenmesi durumunda yatırımcının zarara uğraması kaçınılmazdır. Sabit fiyatla talep toplama yönteminde pay fiyatı fiyat tespit raporunda yer alan fiyat üzerinden gerçekleştirilir. Fiyat aralığı yoluyla talep toplama yönteminde fiyat tespit raporunda tespit edilen tavan ve taban fiyat aralığından halka arz gerçekleştirilir. Fiyat teklifi alma yoluyla talep toplanması yönteminde ise halka arz gerçekleştiren şirket asgari bir fiyat belirler ve bu fiyatın üzerindeki fiyat teklifleri değerlendirilir.

Halka arzlarda talep toplama döneminde belirlenen fiyat üzerinden payın halka arzı gerçekleştirilir. Fakat halka arz fiyatı her zaman doğru belirlenmeyebilir. Halka arz sonrası ilk işlem gününde muhtelif pay piyasalarında borsada işleme başlayan paylar hızlı bir şekilde halka arz fiyatının altında işlem görmeye başlamıştır. Bu durum halka arz olan şirket, halka arza aracılık eden aracı kurum ve bazen de yatırımcı talebinin yetersizliği veya fazlalığından ortaya çıkabilmektedir. Aracı kurum tarafından 2,66 TL sabit fiyatla talep toplamaya gidilen şirket payı, ilk işlem gününde 2,46 TL, ikinci işlem gününde 2,37 TL ve üçüncü işlem gününde 2,30 TL'den işlem görmesi durumu halka arz fiyatlarının yanlış belirlendiği şüphesini meydana getirmektedir.

Manipölatorlerin büyük bir kısmı başka kaynaklardan beslenir: piyasadaki genel yatırımcıya sunulan yanıltıcı ve hatalı bilgilerden. Bu yöntemi kullanan manipölatorler,

³¹ Suman Neupane vd., "Trade-Based Manipulation: Beyond The Prosecuted Cases", **Journal of Corporate Finance**, 2017, p. 119.

müşterilerinin elde edeceğini sandığı getiri hayalini istismar ederler. Finans sektöründe para kazanmanın yollarından biri de yatırımcıların arzuladığı şeyleri satmamaktır. Yatırım yapılan bir menkul değer yatırım vadesi sonunda fiyatı hangi seviyeye ulaşırsa ona razı olmaya mecbur eder. Ancak karmaşık finans dünyasında manipülasyon vb. işlemlere maruz kalındığında para bir şekilde sihirbazın elinde kaybolur ve yatırım vadesi sonunda anapara dahi kayıp edilebilir.³²

Halka arz edilen şirketin değeri belirlenirken Piyasa Yöntemi (Emsal Yöntemi), Maliyet Yöntemi, Doğrudan Kapitalizasyon Yöntemi Değerleme, Gelir Yöntemi, Yatırım Bandı Yöntemi, Karma Yöntem yöntemleri kullanılır. Şirkete uygun olarak belirlenen değerlendirme yöntemi üzerinden şirket değeri belirlenir ve şirket paylarına bölünerek pay halka arz fiyatı belirlenir.

2.3.12. Öncelikli İşlem Yapma

Aracı kurum çalışanları müşterilerinin aracı kurum altyapısı üzerinden ilettikleri emirleri görebilmektedir. Ayrıca aracı kurum müşterisinin müşteri temsilcisi aracılığı ile sesli emir iletmesi durumunda, müşteri temsilcisini müşterisinin ilettiği payın fiyatında ciddi değişime sebep olabilecek büyüklükteki emirlerin bilgisine piyasadan önce sahip olmaktadır. Bu tür durumlarda aracı kurum çalışanı müşterisinden önce sisteme emir iletme suretiyle işlem tesis edebilmekte veya müşteri emrine karşı ters pozisyon almak suretiyle müşterisinin zararından kendisi gelir elde edebilmektedir.

6362 sayılı SPKn'nun 104 üncü maddesi kapsamında yayınlanan VI-104.1 sayılı Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği'nin 7. Maddesinin 1 inci fıkrasında "*Sermaye piyasası araçlarının fiyatını veya değerini etkileyebilecek büyüklükteki emirlerin yatırım kuruluşlarına, ilgili borsaya ve teşkilatlanmış diğer piyasalara iletilmesinden önce, yatırımcıların emir*

³² George Akerlof, **Sazan Avı**, Mediacat, 2015, İstanbul, Çev. Gezer, Taner, s. 28-29.

bilgilerine vakıf olarak emre konu olan sermaye piyasası aracında veya bu araçla ilgili diğer sermaye piyasası araçlarında emir verilmesi, verilen emrin değiştirilmesi ya da iptal edilmesi veya söz konusu emirlere ilişkin bilgilerin üçüncü şahıslara aktarılması piyasa bozucu eylemdir.”³³ düzenlemesi yer almaktadır.

Benzer şekilde aracı kurumların müşterilerini III-37.1 sayılı Yatırım Hizmetleri ve Faaliyetleri ile Yan Hizmetlere İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ’in 45’inci maddesinin birinci fıkrası kapsamında yatırım danışmanlığı hizmeti vermesi mümkündür. Mesleki tecrübeleri kapsamında söz konusu yatırım tavsiyesi raporlarını hazırlayan aracı kurum çalışanlarının bu raporları yayınlamadan önce piyasada pozisyon almaları ve yatırım tavsiyesi sonrasında aldıkları payları satmak suretiyle menfaat elde etmeleri de Öncelikli İşlem Yapma’nın örneklerindedir.

Pay fiyatının artacağı hallerde alış, ciddi düşeceği hallerde açığa satış emri ileten aracı kurum çalışanı müşterisinin emri üzerinden gelir elde edebilmektedirler. Özellikle aracı kurum müşteri ilişkilerinin esnek olduğu aracı kurumlarda, aracı kurum personeli manipülatör şahısları yakalanmadan önce dahi tespit edebilmektedirler. Bu kişilerin hangi payda işlem yaptığını izleyip pozisyon alması dahi aracı kurum çalışanına haksız gelir sağlama imkanı sunmaktadır. Bu açıdan aracı kurum seçiminde müşterilerin, aracı kurum çalışanlarının borsalarda işlem yapmasına izin verilip verilmediğini öğrenmeleri menfaatlerine olabilmektedir.

³³ SPKn, VI-104.1 sayılı Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği’nin 7. Maddesinin 1 üncü fıkrası, 2014.

2.3.13. Piyasalar Hakkında Söylenti Yayma

Basın veya sosyal medyayı kullanarak şirketler hakkında yayınlanan sahte haberler günümüzde çok popüler hale gelmiştir.³⁴ Yayınlanan olumlu veya olumsuz haberler çok sayıda yatırımcıya ulaşması halinde haberdan etkilenen yatırımcıların yatırım kararlarını değiştirebilecektir.

Belirlenen şirket hakkında çok sayıda yatırımcıya sahte haberlerin elektronik posta veya mektuplarla iletilerek geniş bir yatırımcı kitlesine payın boğa piyasasına gireceği ve alım fırsatı tanıdığı kanısını oluşturmayı amaçlar. Habere güvenen yatırımcılar pazarda büyük alım ivmesine sebep olur ve hareketlilik diğer yatırımcıları da paya çeker. Daha sonra sahte dalgalanmaya sebep olan yatırımcılar sahip oldukları hisse senetlerini satarak fiyatın çakılmasına sebep olurlar.³⁵

Borsanın neden yükseldiği, neden yükselmesi gerektiği, 1920'lerin borsalar için kazançlı bir yıl olduğu söylemleri borsanın işleyişini açıklamak için yeterli değildir çünkü borsadaki yükselişin harcamalara ve ekonomiye etkisi nedeniyle artan şirket kazançları ekonominin hızlı yükselişine sebep olmaktadır.³⁶

Örneğin bir şirketin satılacağı haberi hisse fiyatlarına olumlu yansıma sağlayacaktır, hisse fiyatını arttırmak isteyen kişinin bu kapsamda hazırlattığı haber veya sosyal medyadaki paylaşım şirket tarafından inkar edilene kadar pay fiyatına etkisi söz konusu olacaktır. Bu tür haberleri genellikle payı düşük fiyattan satın almış yatırımcıların yapması beklenir. Pay

³⁴ Nasdaq, (Çevrimiçi), <https://www.nasdaq.com/articles/5-market-manipulation-tactics-and-how-avoid-them-2018-04-11>, 18.05.2020.

³⁵ Nasdaq, (Çevrimiçi), <https://www.nasdaq.com/articles/5-market-manipulation-tactics-and-how-avoid-them-2018-04-11>, 19.05.2020.

³⁶ George A.Akerlof, Robert J.Shiller, **Hayvansal Güdüler**, Çev. Neşenur, Domaniç, Scala Yayıncılık, İstanbul, 2010, s. 93.

fiyatındaki alım yönlü hareket pay fiyatının artmasına ve bu sayede manipülatörün düşük fiyattan aldığı payları yüksek fiyattan satmasına imkan verecektir. Basında haber yaptırmanın kolay olmadığı düşünüldüğünde bu tür haberleri patronların yaptırdığı görülebilmektedir. Patron hisselerini satmak için belirli bir tutar karşılığında sahte haber hazırlatabilir ve hisse senedine talep geldiğinde kendi paylarını satarak şirketteki paylarını elden çıkarması muhtemeldir. Bu tür durumlar içi boş şirketlerin halka arz edilmesi durumlarında sıklıkla görülebilmektedir. Başarılı şirketlerin paylarını şirket patronu da dahil olmak üzere yatırımcısı satmak istemez.

Aksi yönde senaryo ise açığa satış gibi işlem gerçekleştiren yatırımcının elinde olmayan hisse senedini satması halinde söz konusu olabilecektir. Pay fiyatının düşmesini bekleyen yatırımcı borsalardaki enstrümanlardan olan açığa satış işlemini gerçekleştirebilir. Açığa satış işlemlerinde yatırımcı sahip olmadığı hisse senedini sistemin belirlediği sınırlara kadar satma hakkına sahip olmaktadır. Fakat yatırımcı sattığı kadar hisse senedini vadeye kadar satın alıp veya virmanlayarak yatırım kuruluşu olan aracı kuruma iletmek zorundadır. Açığa satış işlemini yapan yatırımcının beklentisi gerçekleşmeyip pay senedi ters yönde bir hareket gerçekleştirdiğinde sattığı kadar pay senedini daha yüksek bir tutardan aktif piyasadan almak zorunda kalacaktır. Bunu önlemek için pay senedi ile ilgili olumsuz haber veya sosyal medya üzerinde paylaşımlarda bulunulması beklenebilir.

Borsa yatırımcıları tüyo almak ve tüyo vermek için birbirleri ile yarış içindedir. Tüyolar yatırımcıların tamah ve guru duygularının dışı vurum halidir. Zeki yatırımcılar tüyo peşinde arayışları kendilerini komik duruma sokmaktadır. Tüyo doğru olmasa dahi, tüyocu doğru tüyonun değil, her tüyonun peşindedir. Eğer tüyo doğru çıkarsa yatırımcı kar elde eder, eğer tüyo doğru değilse, bir dahaki sefere tüyo doğru çıkacaktır. Ortalama aracı kurum çalışanı ve ortalama borsa yatırımcısı için durum bu şekildedir. Bunlara ek olarak sürekli olarak tüyo ile uğraşan yatırımcı türü vardır. Bu borsa yatırımcıları için tüyo akışı reklam veya haber akışı niteliğindedir. Çünkü tüyo peşinde koşan yatırımcılar aynı zamanda tüyo yayıcıları ve

yayınlayıcılarıdır. Bu yatırımcı profili t  yoları gayet artistik bir biçimde dağıtma konusunda yeteneklerini geli tirmi  durumdadırlar.³⁷

6362 sayılı SPKn'nun 104 üncü maddesi kapsamında yayınlanan VI-104.1 sayılı Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği'nin 6. maddesinin 4 üncü fıkrasında “*Sermaye piyasası araçları hakkında gazete, televizyon, internet veya benzer nitelikte kitle iletişim araçları kullanarak yorum veya tavsiyede bulunduktan sonra, yorum veya tavsiyesini değiştirmeye kadar veya her halükarda 5 iş günü içerisinde, alım veya tut tavsiyesi verdiği halde satmak ya da satım tavsiyesi verdiği halde almak piyasa bozucu eylem olarak değerlendirilir.*”³⁸ düzenlemesi yer almaktadır. Bu kapsamda sosyal medya veya basın aracılığı ile pay fiyatını etkileyecek yönde haber, yorum veya tavsiyede bulunan yatırımcı 5 iş günü içerisinde tersi yönde işlem yapması halinde; SPK tarafından “*yirmi bin Türk Lirasından beş yüz bin Türk Lirasına kadar idari para cezası verilir*” düzenlemesi kapsamında cezalandırılacak ve bu tutar şahsın menfaatinin iki katından az olmamak üzere uygulanacaktır.

22.04.2020 tarihli SPK Bülteninde yayınlanan bu nitelikteki bazı yaptırımlar aşağıdaki tablodaki gibidir.³⁹

Tablo 2.3: 22.04.2020 Tarihli SPK Bülteni

İPC Uygulanan Şahıs	İPC Uygulanmasına Neden Olan Eylem	Eylemin Aykırılık Teşkil Ettiği Düzenleme	Verilen İPC Tutarı (TL)
Harun K*****	“@k*****_harun” Twitter hesabı üzerinden PETKM payına ilişkin olarak takipçilerine alım veya tut tavsiyesi verdikten hemen	VI-104.1 Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği’nin 6 ncı maddesinin dördüncü fıkrası.	1.175.029

³⁷ Edvin Lefevre, **Bir Borsa Spekülatörünün Anıları**, Scala Yayıncılık, Çev. Tahir, Şehnaz, İstanbul, 1997 s. 252.

³⁸ SPKn, VI-104.1 sayılı Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği'nin 6. maddesinin 4 üncü fıkrası, 2014.

³⁹ SPK Bülten, (Çevrimiçi), <https://www.spk.gov.tr/Bulten/Goster?year=2020&no=27>, 18.05.2020.

İPC Uygulanan Şahıs	İPC Uygulanmasına Neden Olan Eylem	Eylemin Aykırılık Teşkil Ettiği Düzenleme	Verilen İPC Tutarı (TL)
	sonra mülkiyetinde bulunan PETKM paylarını satması.		

Kaynak: SPK, (Çevrimiçi), <https://www.spk.gov.tr/Bulten/Goster?year=2020&no=27>, 2020.

Yatırımcıya uygulan ceza 1.175.029 TL olup, yatırımcının Petkim Petrokimya Holding A.Ş. (PETKM) pay piyasasına yönelik twitter hesabındaki tavsiyesine ters yönlü işlem gerçekleştirmesi sebebiyle uygulanmıştır. Ceza tutarı da menfaatinin asgari sınırdan farklılaştığı için menfaatin iki katı olarak değerlendirildiği anlaşılmaktadır.

Bazı spekülörlerin piyasanın ayı veya boğa piyasasına gireceğine ilişkin bilgi yayarak kendisinin bu habere ters pozisyonda işlem yapması veya pozisyon alması da Piyasalar Hakkında Söylenti Yayma tekniğine örnek teşkil eder. VI-104.1 sayılı Piyasa Bozucu Eylemler tebliğinin 6 ncı maddesinin 4 üncü fıkrası kapsamında bu tür haber ve söylenti yaydıktan sonra 5 gün içerisinde aksi pozisyonda işlem yapan yatırımcılara kar elde etmesi halinde idari para ceza uygulanmaktadır.

6362 sayılı SPKn'nun 107 nci maddesinin ikinci fıkrasına göre “*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 üç yıldan beş yıla kadar hapis ve beş bin güne kadar adli para cezası ile cezalandırılırlar.*” hükmü yer almaktadır. Bu manipülasyon tekniği suç niteliği taşımakta olup iki şartı mevcuttur. Birincisi bilginin yalan, yanlış ve yanıltıcı ikincisi bu işlemler sonunda menfaat elde edilmiş olunmasıdır. Yani söylenti olsun diye bir yalan haber yayınlamak bu madde kapsamında suç niteliği taşıması açısından yeterli değildir. Haberi yayınlayan kişinin menfaat elde etmesi şartı da gerekmektedir. Menfaat kavramı ilk bakışta para kazanmak olarak düşünülse de reklam yapma, itibar sağlama, para dışında bir varlık ile ödeme alması gibi durumlarda da menfaat değerlendirilebilir.

2.3.14. Aşırı İşlem Yapma

Aşırı alım satım işlemi yapma işlemi, aracı kurum çalışanının doğrudan ya da dolaylı olarak aracı kurum müşterisi hesabından, komisyon gelirlerini artırmak için aşırı sıklıkta alım satım işlemi yapması veya yaptırması durumudur.

Aşırı alım – satım işlemi gerçekleştirilmesi yatırımcı için bir maliyet iken aracı kurumların ana gelir kalemlerini oluşturmaktadır. Bu sebeple müşteri temsilcilerinin, dealerın, yatırımcılarını yüksek miktarda işlem yapmaya yönlendirmeleri durumu aracı kurumla müşterilerinin çıkarlarının çakışması anlamına gelmektedir.

Aracı kurum çalışanının müşteri hesabına işlem yapmaya yetkilendirilmesi durumunda, doğrudan etkileme söz konusu olup, aracı kurum çalışanının müşterinin yatırım kararlarını etkilemek suretiyle aşırı işlem yaptırması halinde dolaylı etkileme söz konusu olur. Bu durumda, aracı kurum çalışanı, aracı kurum veya kendi menfaatlerini müşterisinin menfaatlerinin önüne geçirmekte ve müşterisine aşırı sıklıkla işlem yaptırarak zarara uğramasına neden olmaktadır.⁴⁰

Dealerın aracı kurumlarındaki kariyerleri aracı kuruma ne kadar müşteri kazandırdıkları ve sahip oldu müşteri portföyünün ne kadar işlem yaptığı ile orantılı olarak değişmektedir. Bu sebeple dealerın maaşları bile müşteriler üzerinde sahip oldukları etki gücüne göre değişiklik göstermektedir. Özellikle borsalara internet üzerinden değil de sesli emir iletmek suretiyle, müşteri temsilcisi ile görüşerek işlem yapma alışkanlığı olan yatırımcıların müşteri temsilcileri ile arasında ikili kişisel ilişkiler gelişmektedir.

⁴⁰ Pınar Gürel, “Büyük Miktarlı Emir Bilgisine Dayanarak İşlem (Frontrunning) Yapanların Sorumluluğu”, **SPK Kurul Yeterlilik Etütleri**, 2003, s. 54.

Aşırı işlem yapma pay işlem hacminin yükseltilmesine sebep olmakta ve bu sayede payda olumlu hareket duygusu oluşturarak yatırımcılar üzerinde yanlış bir izlenim uyandırmaya sebep olmaktadır.⁴¹

Bu yapıdaki müşterilerin amaçlarından bir tanesi de aracı kurumların günlük faaliyetleri ile piyasaya ilişkin sahip oldukları bilgileri, piyasa dedikodularını öğrenebilmektedir. Piyasada gerçekleşen işlem miktarı, küresel etkiler, sektörel veriler gibi birçok veriyi, müşteri temsilcileri müşterilerine gün içinde hizmet olarak aktarmaktadırlar. Günlük pay piyasasının durumunu öğrenmek için arayan müşteriler dahi olabilmektedir. Ayrıca müşteri temsilcisinin verdiği bilgilerle kar eden yatırımcılarla müşteri temsilcisi arasındaki ilişkiler daha da sıkı hale gelmekte ve hatta aracı kurumunu değiştiren müşteri temsilcisi kendisiyle beraber müşterilerinin de aracı kurum değiştirmesine sebep olabilmektedir. Bu alanda kendi içinde markalaşmış müşteri temsilcilerinin oluşmasını dahi sağlamaktadır.

ABD’de kayıtlı broker ve aracı kurumlara yönelik düzenlemeler yapan Finansal Endüstri Düzenleme Kurumu (FINRA) Caldwell International Securities Corp. şirketinin eski bir kayıtlı temsilcisi olan Richard Adams’ı, müşterilerin hesaplarında aşırı işlem yapma ve diğer menkul kıymet kural ihlalleri nedeniyle menkul kıymetler sektöründen kalıcı olarak yasakladığını duyurdu. FINRA, Adams’ın Temmuz 2013’ten Haziran 2014’e kadar iki müşterisinin hesabından 57.000 dolardan fazla komisyon elde ettiğini bu tutarın 37.000 dolarının aşırı işlem yapmadan kaynaklandığı belirtilmiştir.⁴²

⁴¹ Douglas Cumming, Sofia Johan, Dan Li, **Exchange Trading Rules And Stock Market Liquidity**, 2010, p. 8.

⁴² Business Wire, (Çevrimiçi), <https://www.businesswire.com/news/home/20150806005990/en/>, FINRA Bars Former Caldwell Broker for Churning Customer Accounts, 2015.

III-39.1 sayılı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliğ'in 21 inci maddesinin birinci fıkrasında “*Aracı kurum personeli, çalışmalarında ve karar almada gerekli mesleki özen ve titizliği göstermek zorundadır. Özen ve titizlik, dikkatli ve basiretli bir personelin aynı koşullar altında ayrıntılara vereceği önemi, göstereceği dikkat ve gayreti ifade eder.*”⁴³ düzenlemesi yer almaktadır. Aynı tebliğin 56 ıncı maddesinin birinci fıkrasının j bendinde; “*Herhangi bir şekilde gelirlerini artırmak amacıyla müşteriye tanınan limitleri aşmak da dâhil müşterilerin gereksiz ve/veya aşırı miktarda alım satım yapmalarına ortam hazırlayamaz, müşterilerin işlemleri nedeniyle ortaya çıkan zararların telafi edilmesi, işlem yapması veya belirli bir gruba dahil edilmesi amacıyla müşterilere kaynak sağlayamaz, müşterileri bu amaçla yönlendiremez ve müşteri talimatı olmaksızın müşteri hesabına işlem yapamaz*” düzenlemesi yer almaktadır.

Mevcut düzenlemeler kapsamında aracı kurum müşterileri ile aracı kurum arasında mevcut çıkar çatışması dikkate alındığını aracı kurum çalışanlarının basiretli bir personel olarak hareket etmesi ve müşterilerine aşırı işlem yaptırarak komisyon gelirlerini arttırmak gibi usulsüz işlemlerden uzak durmaları gerekmektedir.

2.3.15. Fiyatı Şişirme (Keriz Silkeleme)

Ülkemizde “*Keriz Silkeleme*” diye tabir edilen sahte algı operasyonları, genellikle borsaya yeni giren yatırımcıların kısa vadede kar realize etme arayışı sebebiyle ortaya çıkar. Borsada tecrübeli yatırımcılar sert dalgalanmalar yaşayan paylarda işlem yapmaktan genellikle imtina ederler. Fakat günlük al – sat işlemleri ile günlük kar elde etmeyi amaçlayan yatırımcılar ve bu işi meslek olarak yapan ve “*gömlekçi*” olarak tabir edilen şahıslar piyasalarda günlük dalgalanmalarda önemli rol oynarlar.

⁴³ SPKn, III-39.1 sayılı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliği'nin 21. maddesinin 1 üncü fıkrası, 2014.

Şekil 2.3: NASDAQ Borsasında İşlem Gören Mesa Enerji Holding Pay Fiyatında Gerçekleşen Dalgalanma



Kaynak: Bocconi University, Tips and Tricks For Manipulating The Market, (Çevrimiçi), <https://bsic.it/marketmanipulation/>, 11.10.2020.

Keriz Silkeleme en sık kullanılan manipülasyon teknikleri arasında olup, halka açıklık oranı düşük veya fiili dolaşımdaki pay oranı düşük piyasalarda yapay alım satım emirleri ile pay fiyatını yükseltilmesi ve sonrasında fiyat hareketi sonucu pay da işlem yapmaya gelen yatırımcılara sahip olunan payların satılması suretiyle gerçekleşir.

2.3.16. Fiyatı Düşürme

Keriz Silkeleme'nin tersi niteliğinde olan bu manipülasyon türü bir veya grup halinde organize kişilerin sahte bilgi yayarak bir firma payları hakkında söylenti ve sahte bilgi çıkarması sebebiyle pay fiyatlarını düşürmesi olarak gerçekleşecektir. Sonrasında düşük fiyattan payları toplayan manipülatör kişi veya grup piyasada negatif bilginin gerçek olmadığına anlaşılmaması ile payın eski fiyat seviyesine dönmesi ile kar realize edecektir.⁴⁴

⁴⁴ Corporate Finance Institute, (Çevrimiçi), <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/poop-and-scoop/>, 26.05.2020.

Şirket hakkında sahte bilgi yayma işleminin başarılı olması halinde manipülatörler Şirket paylarını taban fiyattan toplama imkanına sahip olacaklar çünkü piyasada satış eğilimi olması fiyatın dramatik şekilde düşmesini beraberinde getirecektir.⁴⁵

Bu manipülasyon türünde manipülatör düşük fiyattan toplamış olduğu pay senetlerini yüksek fiyattan satmak suretiyle kazanç elde etmektedir. 6362 sayılı SPKn'nun 107/2 nci maddesine göre “*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 üç yıldan beş yıla kadar hapis ve beş bin güne kadar adli para cezası ile cezalandırılırlar.*” hükmü yer almaktadır. Bu manipülasyon tekniği suç niteliği taşıdığı için, bilinir basın yayın organlarından ziyade sosyal medya üzerinden yapılan yorum veya kaynağı belirsiz sahte haberler ile gerçekleştirilmesi muhtemeldir.

2.3.17. Aktif Piyasa İzlenimi Yaratma

Manipülasyonun zayıf hallerinden biri olan Aktif Piyasa İzlenimi Yaratma işleminde, bir grup brokerın pay fiyatı hakkında söylentiler ve çalışmalar yapması işlemidir. Bu işlemler Aşırı İşlem Yapma'ya benzer şekilde diğer yatırımcıları cezbetmek için kendi aralarında pay alım satımı işlemlerini içerir. Aktif piyasa izlenimi yaratma işlemi genellikle işlem günü kapanış fiyatını etkilemek için, yakın dönemde payların gün sonu fiyatı raporlandığı ve basın aracılığı ile diğer yatırımcılara duyurulduğu için kapanış fiyatını etkilemek ve bu sayede payın toplam işlem miktarını ve manipülatörlerin kazanımlarını arttırmak için kullanılır.⁴⁶

⁴⁵ Investopedia, (Çevrimiçi), <https://www.investopedia.com/terms/p/poopandscoop.asp>, 26.05.2020.

⁴⁶ Calum Muirhead, “Two minute explainer: illegal market manipulation”, (Çevrimiçi), <https://www.proactiveinvestors.co.uk/companies/news/900548/two-minute-explainer-illegal-market-manipulation-900548.html>, 12.03.2021.

Aktif piyasa izlenimi yaratma işlemi genelde pay fiyatı ve işlem hacmi düşük pay piyasalarında bir anda yüksek miktartlı işlem gerçekleştirilmesi olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu aktivite tamamen illegal ve etik dışıdır. Bir Nasdaq yetkilisi Aktif Piyasa İzlenimi Yaratma işleminin her türlü dolandırıcılık davranışını içerdiğini fakat pay fiyatını etkilemediği sürece yasal bir gri alan olduğunu belirtmektedir. Borsalarda her işlem gününde, Aktif Piyasa İzlenimi Yaratmak için yüzlerce payda kamufle edilmiş, milyonlarca işlem yapılmaktadır.⁴⁷

2.3.18. Ayı Saldırısı

Ayı piyasası kavramı borsalarda hareketsizliğin olduğu, işlem hacminin düşük olduğu dönemleri ifade etmek için kullanılır. Bir ayının fazla kilolu olması, kısa süreli ve yavaş hareket etmesini piyasalara benzetmek suretiyle piyasada çok fazla işlem ve fiyat hareketi olmayacağı kanaatini ifade için kullanılır. Ekonomik kriz dönemleri, savaş vb. durumlarda borsa endeksleri genelde düşüş eğilimine girer ve şirketlerin karlılıkları ve yatırımların azalması beklentisi yatırımcılar arasında oluşur.

Yale Üniversitesinin tanınmış profesörü Irving Fisher Ekim 1929 piyasa çöküşünün hemen öncesinde, “*Hisse senedi fiyatlarının artık düşmeyecekleri yüksek bir düzliğe ulaşmış görüldüğü*” ifadesini kullanmıştır.⁴⁸ Yüzde 90’a yakın düşüşlerle sonuçlanan ayı piyasasının başlangıcından birkaç hafta önce, dünyanın en ünlü iktisatçısı, hisse senetlerinin güvenli bir yatırım olduğunu öngörmüştür.

Ayı saldırısı kavramı ise hisse senedinin fiyatını aşağıya çekmeye çalışan yatırımcının sahip olduğu yüksek miktarda hisse senedi için satış emri girmesi ile ortaya çıkar. Piyasaya

⁴⁷ William Giese, “Who out there is messing with my stocks?”, **Investing Kiplinger’s**, Nisan 2000, p. 80.

⁴⁸ Sadi Uzunoğlu, (Çevrimiçi), “1929 Bunalımı Borsa Çöküşü ve İktisatçılar”, <http://sadiuzunoglu.com/1929-bunalimi-borsa-cokusu-ve-iktisatcilar/>, 01.10.2021.

gelen alım emirlerinden daha yüksek miktarda satış eğilimi olması nedeniyle pay fiyatının düşmesine ve fiyat düşüşü ile daha fazla satış emri gelmesine sebep olur.

Ayı saldırısındaki amaç bir pay senedini ucuzdan toplamak amacıyla gerçekleştirilebileceği gibi, bir şirket hakkında olumsuz haberler veya kanı oluşturmak saiki ile de gerçekleşmesi söz konusu olabilir.

2.3.19. Açığa Satanları Sıkıştırma

Sahip olunmayan sermaye piyasası araçlarının satılmasını ya da satışına ilişkin emrin verilmesine açığa satış işlemi olarak tanımlanmaktadır. Satışa ilişkin takas yükümlülüğünün ödünç alınan sermaye piyasası araçları ile yerine getirilmesi de açığa satış sayılmaktadır.⁴⁹

Yatırımcılar pay fiyatında düşmesini bekledikleri paylarda açığa satış işlemi gerçekleştirebilirler. Bu işlemde yatırımcı sahip olmadığı paya ilişkin satış emri iletir. Yatırımcının emrinin işleme dönüşmesi halinde, yatırımcı süresi içerisinde sattığı kadar payı alıp açık pozisyonunu kapatması gerekir. Bu tür işlemler payda beklenmedik bir haberin gelmesi veya ülke ekonomisini ve borsada işlem gören paylarını etkileyebilecek bir işlemin gerçekleşmesi durumunda tercih edilir. Açığa satış işlemleri sürecinde yatırımcı düşmesini beklediği payı yüksek fiyattan satar ve pay fiyatı düştükten sonra aynı payı düşük fiyattan alır, bu işlemler sonucunda pozisyonunu tamamlayan yatırımcı kar elde eder.

Açığa Satanları Sıkıştırma kavramında yatırımcı pay piyasasında açığa satış talimatı vermiş kişilere üzerinden kar sağlamak için büyük montanlı alım işlemleri gerçekleştirir. Büyük miktartlı alım işlemleri payın fiyatını yukarı taşır ve açığa satış pozisyonunda olan yatırımcılar zararlarını durdurmak için pozisyon kapatmak, yani sahip olmadan sattıkları payı piyasadan yüksek fiyattan almak zorunda kalırlar. Fakat büyük miktarda alım yapan yatırımcı

⁴⁹ BİST, (Çevrimiçi), <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/332/kredili-islem-ve-aciga-satis>, 12.10.2020.

sebebiyle açığa satış gerçekleştiren yatırımcılar arzu ettikleri fiyattan pay bulamazlar. Açığa satış gerçekleştiren yatırımcılara karşı büyük montanlı alım yapan yatırımcı açığa satış gerçekleştiren yatırımcılar üzerinden yüksek getiri sağlar.⁵⁰

2018 yılı Mart ayında Özderici Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. (OZGYO) pay piyasasında açığa satış yapan yatırımcıların yükümlülüklerini süresinde yerine getirememesi sebebiyle, yani yatırımcıların açığa sattıkları paylara karşılık geri pay alıp yerine koyamadıkları için, İstanbul Takas ve Saklama Bankası AŞ (Takasbank) 02.03.2018, 05.03.2018, 08.03.2018, 12.03.2018, 13.03.2018, 14.03.2018 tarihlerinde Takasbank Ödünç Pay Piyasası pazarında OZGYO.TE pay sırasında temerrüt açığını kapatmak üzere temerrüt alışı açmıştır. Açığa satış yapan yatırımcıların aktif piyasadan alım yapamaması halinde temerrüt piyasasından alım yapmak zorunda kalmakta olup söz konusu durum pay fiyatında ciddi artışa sebep olabilmektedir.

2.3.20. Altın Süre T+2 Manipülasyonu

Altın Süre Manipülasyonu literatürde tanımlaması olmayan ve kanuni boşluklardan yararlanan yatırımcıların gerçekleştirdiği manipülasyon tekniğidir. Bu teknikte manipülatörler sermayeleri olmadığı halde mevzuatsal düzenlemeleri kullanarak yüksek işlem hacimleri ile işlem gerçekleştirmektedirler. Borsada alım yönlü işlem yapan yatırımcılar alım gerçekleştirdikten sonra gerçekleştirdikleri işlemin ödemesini 2 gün sonra yani T+2 gününde ödemekle yükümlüdürler. Bu durumun sebebi borsada alım – satım yönlü çok sık işlem gerçekleştiriliyor olması sebebiyle bu işlemlerin netleştirilmesinin belirli bir süre sonunda gerçekleştirilmesi ve hesaplama kolaylığı sağlamak amacıyla gerçekleştirilmektedir.

Bu noktada mevzuatsal bir boşluk oluşturmakta ve çok düşük sermayeye sahip yatırımcıların aracı kurumların geniş işlem limitlerini kullanarak sahip oldukları sermayenin

⁵⁰ Investopedia, (Çevrimiçi), <https://www.investopedia.com/ask/answers/06/squeezingtheshorts.asp>, 11.06.2020.

kat kat fazlası miktarda alım yönlü işlem yapıp T+2 gün ödeme günü gelmeden önce bu payları satmaktadırlar. Söz konusu işlemler sebebiyle manipülatör sadece aracı kuruma işlem komisyonu ödemektedir. Söz konusu 2 günlük süre içerisinde manipülatörler aracı kurum işlem limitlerini kullanarak sermaye piyasalarında suni hareketlere sebep olabilmektedirler. T+2 olarak tanımlanan ödeme günü süreleri manipülatörler için adeta ücretsiz kredi niteliğindedir. Aracı kurumlar komisyon üzerinden getiri sağladıkları için yatırımcılara işlem limiti açmakta teşvik edici bir politika izlemekte söz konusu imkanı fırsata dönüştüren manipülatörler ise 2 günlük süreyi manipülasyon için değerlendirebilmektedirler. Bu sebeple T+2 vadesini kullanarak manipülasyon gerçekleştirilmesi hususu Altın Süre T+2 Manipülasyonu olarak adlandırılmıştır.

Aracı kurumların yatırımcılar ile ilişkileri komisyon temeline dayanır. Bu kapsamda aracı kurumlar piyasaların işleyişinden ziyade müşterilerinin daha fazla işlem yapmasına ve her işlem başına komisyon aldıkları için gün sonunda kar elde etmeyi hedeflerler. Bu çıkar çatışması sebebiyle bazı aracı kurumlar müşterilerinin manipülatör olmasından rahatsızlık duymazlar. Çünkü manipülatörlerin para kazanmaları için yüksek miktarda işlem yapmaları gerekmektedir. Pay piyasalarını düşük işlem hacimleri ile manipüle etmeleri mümkün değildir. Manipülatörün yüksek miktarda işlem gerçekleştirmesi gün sonunda aracı kurumun o miktarda komisyon elde etmesi anlamına gelmektedir.

Regülatör kurumlar aracı kurumlar ile müşterileri arasındaki işleyişe çok karışmazlar, katı bir piyasa oluşturmak pazara yatırımcı çekmeyi engelleyecektir. Bu kapsamda aracı kurumların sadece V-102.1 sayılı Bilgi Suistimali veya Piyasa Dolandırıcılığı Suçları Hakkında Bildirim Yükümlülüğü Tebliği'nin 6'ncı maddesinin 1'inci fıkrası olan "*Yatırım kuruluşları karşılaştıkları şüpheli işlemleri en geç beş iş günü içerisinde yazılı olarak Kurula bildirirler*" hükmü kapsamında SPK'ya karşı sorumlulukları bulunmaktadır. Fakat müşterileri üzerinden kurtaj komisyonu tahsil eden aracı kurumların menfaatleri ile yasal düzenlemeler bu kapsamda çatışmaktadır. Aracı kurumlarda çalışan çoğu müşteri temsilcisinin primli

çalıştığı ve müşterilerine yüksek işlem hacmi gerçekleştirdikçe daha yüksek gelir elde etmektedirler. Bu kapsamda aracı kurum politikalarında müşterilerinin çok alım – satım işlemi yapması birincil öncelik haline gelmektedir.

Aracı kurumlar standart müşterileri ile genellikle alım – satım üzerinden binde 2 komisyon almak üzerinden sözleşme imzalarlar. Günlük çok yüksek işlem gerçekleştiren müşterilerine ise on binde 2 seviyelerine kadar komisyon oranını düşürdükleri görülmektedir. Örneğin aşağıdaki tabloda yer verilen Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin internet sitesinde yatırımcılarına ilan ettiği komisyon bedellerine bakıldığında, yatırımcının gerçekleştirdiği işlem hacmi arttıkça, aracı kurumun talep ettiği komisyon oranının düştüğü görülmektedir. Bu durum diğer aracı kurumların internet sitelerinde de benzer şekilde yer almaktadır.

Tablo 2.4: Ziraat Yatırım’ın Müşterilerine Uyguladığı İşlem Hacmi – Komisyon Oranlarını Gösterir

Tablo

Günlük internet		işlem hacmi (TL)	Komisyon Oranı (ONBİNDE)
0	-	50.000	15
50.001	-	100.000	12
100.001	-	250.000	10
250.001	-	500.000	8
500.001	-	1.000.000	6
1.000.001	-	üstü	4

Kaynak: Ziraat Yatırım, (Çevrimiçi), <https://www.ziraatyatirim.com.tr/tr/komisyon-ve-masraflar>, 2020.

Aracı kurumlar müşterilerinin gerçekleştirdikleri işlemlere karşı payların mülkiyet değişimini gerçekleştiren Takasbank ile ilişkilerinde müşterileri adına kefil durumundadırlar. Yani Takasbank payların takas işleminin gerçekleşeceği T+2 gün sonunda aracı kurumdan ilgili payı talep eder, direk olarak Takasbank müşteri ile muhatap olmaz.

Aracı kurumların müşterilerinin işlemler üzerinden komisyon geliri elde ettikleri dikkate alındığında, aracı kurumlar ödemesini aksatmayan müşterilerinin işlem limitlerini

arttırmakta ve müşterilerini daha fazla işlem yapmaya teşvik etmektedirler. Bu durum pazarlama faaliyetlerinin bir sonucudur.

Altın Süre Manipülasyonu tekniğinde yatırımcılar yüksek miktarda sermayeye sahip olmadıkları halde aracı kurumlar nezdinde yüksek miktarda işlem hacmi yapma kredisine sahip oldukları görülmektedir. Yüksek miktarda birikimi olmadığı halde bu işlem limitleri sebebiyle manipülatörlerin bu işlem limitlerini manipülasyon yapmak için kullandıkları görülebilmektedir. Örneğin bir yatırımcıya 2 milyon TL'lik işlem limiti sunulduğunda dikkate aldığımızda, yatırımcı 2 milyon TL'lik bir birikimi olmamasına rağmen, borsada işlem gören pay piyasalarında 2 milyon TL'lik işlem hacmi gerçekleştirebilecektir. Bu işlemin T+2 gün sonunda nakit ödemesini yapması gereken yatırımcı bu süre gelmeden önce ters işlem ile aldığı 2 milyon TL'lik payı satması durumunda aracı kuruma sadece kurtaj bedelini ödeyecek ve alım fiyatı ile satım fiyatı arasındaki fark üzerinden kar veya zarar elde edecektir. Ziraat Yatırım'ın komisyon tablosu dikkate alınır 1 milyon TL üstü işlemler için on binde 4 komisyon oranı ile 2 milyon TL için sadece 800 TL komisyon ödenecektir. Yani sadece 800 TL komisyon ödeyerek pay piyasalarında 2 milyon TL'lik işlem hacmi oluşturmak borsalarda mümkündür. Bu durumun farkında olan manipülatörler kendi akraba veya arkadaşları hesabına da aracı kurum nezdinde hesap açtırarak kendi yönetimindeki işlem hacmi kapasitesini arttırmaktadırlar. Örneğin 5 kişinin birlikte hareket ettiği varsayıldığında 10 milyon TL'lik işlem hacmi oluşturmaları mümkündür.

Altın Süre Manipülasyonu yukarıda açıklanan teknik ile ve 2 günlük vadelerde gerçekleşmektedir. Manipülatörler fiili dolaşımdaki pay oranı düşük paylar üzerinden sahip oldukları kredi tutarını dikkate alarak matematiksel hesaplama yapmakta ve pay fiyatını etkileyebilecekleri pay piyasalarında 2 günlük pay fiyatı dalgalanmalarına sebep olmaktadır. Bu manipülatör grupları aynı pay piyasasında bu işlemleri sürekli yapamayacaklarını bildikleri için benzer nitelikteki pay piyasalarına geçmek suretiyle 2

günlük pay fiyatı dalgalanmaları oluşturmaktadırlar. Bu 2 günlük manipüle edilebilir süre Altın Süre T+2 (Golden Time T+2) olarak tanımlanmıştır.

Günümüzde dijital alt yapıların çok geliştiği ve alım satım işlemleri neticesinde takası gereken pay miktarı ve tutarının belirlenmesi çok kısa sürelerde kolaylıkla gerçekleştirilebilir. Bu kapsamda Regülatör kurumların T+2 süresini kısaltmaları halinde bu tür manipülatif işlemlerin oluşması engellenebilecektir. Düşük komisyon bedelleri ile pay piyasalarına büyük etkisi olacak işlemlerin gerçekleştirilmesini bu sayede önlemek mümkündür.

2.3.21. Şemsiye Açma (Lambalama, Sinyal Yakma, Yeşil Işık Yakma)

Sermaye piyasalarında manipülatörlerin yatırımcıları yönlendirmek için kullandıkları tekniklerden bir tanesi de piyasaya eşit adetlerde birlik, onluk, yirmilik veya bir ilin plaka kodunu andırır adette aktif fiyattan emir iletmek ve işleme dönüşen emirlerin diğer yatırımcılar tarafından görünmesini sağlamak suretiyle gerçekleştirilir. Bu teknik borsa yatırımcıları arasında “*Lambalama*”, “*Sinyal Yakma*”, “*Şemsiye Açma*”, “*Yeşil Işık Yakma*” gibi isimlerle anılmaktadır. Bu teknikte; işlem defterini takip eden yatırımcılar aynı işlemlerin tekrar ettiğini görerek söz konusu payda hareket olacağını anlar ve payda pozisyon alır.

Duygusal yatırımcıların manipüle edilmiş bir pay piyasasında büyük miktartlı alım veya satım emri gördüğünde, payın gerçek değerinden farklı olarak yükselen bir trende sahip olduğunu düşünerek yatırım stratejilerini değiştirirler.⁵¹

⁵¹ Qingduo Zeng, Shancun Liu, Yi Qu vd., “Market manipulation with sentiment traders”, (Çevrimiçi), <https://ee1f3fed7c05d3cbaca88a88bf2b39f05b8aa66b-ebsohost.vetisonline.com/eds/pdfviewer/pdfviewer?vid=0&sid=1d2210c6-5e0d-47df-8a0d-f691405d2644%40sessionmgr103>, 22.08.2021.

Bu işlem tekniğinin amacı, piyasa ekranları kullanarak, yatırımcıların tanıdığı veya tanımadığı kişilerle iletişim kurması ve özellikle günlük işlem yapan (day trader) yatırımcıların pay piyasasına çekilmesidir. Bu işlem tekniği genellikle 1'er hisselik emirlerin sisteme iletmesi ile gerçekleştirilir ve işlem defterinde piyasa ekranlarına işleme dönüşen 1'er hisselik emirler yansır.

VI-104.1 sayılı Piyasa Bozucu Eylemler tebliğinin amaç ve kapsamı tanımlanırken “makul bir ekonomik veya finansal bir gerekçeyle açıklanamayan, borsa ve teşkilatlanmış diğer piyasaların güven, açıklık ve istikrar içinde çalışmasını bozacak nitelikteki eylem ve işlemlerin belirlenmesi”⁵² ifadesine yer verilmiştir. Tebliğ'den de anlaşılacağı üzere yatırımcıların iletmediği emirlerin ve gerçekleştirdiği işlemlerin makul bir ekonomik ve finansal bir gerekçe ile açıklanabiliyor olması gerekmektedir. Borsada sürekli olarak 1'er hisselik emirler iletmenin yatırım yapmak veya makul mantıklı bir açıklaması bulunmamaktadır. Söz konusu tebliğin 5. Maddesinin 1. fıkrasının a bendinde “Alım veya satım yapılması, hesap hareketi gerçekleştirilmesi, emir verilmesi, emir iptali veya emir değiştirilmesi” ifadesine yer verilmektedir.

Aşağıda yer alan Şekil 2.4'de Euro Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı A.Ş. (EUYO) pay piyasasında 17.01.2020 saat 10:39-10:42 aralığında işleme dönüşmüş emirler görülmektedir. Emirler işleme dönüştükten sonra yatırımcının gerçekleşmiş emirleri görmesine BİST nezdinde izin verilmektedir. Gerçekleşmemiş emirlere karşı karanlık havuz (dark pool) sistemi uygulansa da alım ve satım emri eşleştikten sonra hangi fiyattan ve kaç adet emirin eşleştiği bilgisi borsa tarafından yayınlanmaktadır. Yaklaşık 3 dakikalık emir defterine baktığımızda 1 hisselik emirlerin sıklığı dikkat çekecektir. Her bir hisselik emir manipülasyon veya piyasa bozucu eylem olarak değerlendirilemez ama aynı yatırımcının piyasaya sürekli 1'er adetlik emirler iletilmesi durumu, bu işlemlerin saikinin pay almak veya

⁵² VI-104.1 sayılı Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği, Md. 1.

satmak olmadığı piyasaya mesaj verme veya dikkat çekmeye çalışıldığı olarak yorumlanabilir. Yayınlanan verilerde alıcı ve satıcı isimleri sadece regülatör kurumlar ve borsa denetim birimleri tarafından görülebileceği için 1'er hisselik emirlerin aynı kişi tarafından iletilip iletilmediği ancak denetim elemanları incelemesi neticesinde belirlenebilecektir. Bu işlemlerin sıklık göstermesi, aynı kişi tarafından iletilmesi ve amacının piyasayı yönlendirmek olduğu kanaat getirilmesi halinde, işlemlerin piyasa bozucu nitelikte olduğuna karar verilebilir ve VI-104.1 sayılı Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği'nin 5. Maddesinin 1. fıkrasının a bendinden yatırımcıya idari para cezası uygulanabilir.

Şekil 2.4: Euro Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı A.Ş. Pay Piyasası Emir Defteri Görüntüsü

228	17/01/2020	279197	10:42:05	EUYO	1,250	1	1,250
227	17/01/2020	278967	10:42:02	EUYO	1,250	1	1,250
226	17/01/2020	278683	10:41:59	EUYO	1,250	1	1,250
225	17/01/2020	278314	10:41:53	EUYO	1,250	1	1,250
224	17/01/2020	278134	10:41:50	EUYO	1,250	1	1,250
223	17/01/2020	277704	10:41:44	EUYO	1,250	1	1,250
222	17/01/2020	277376	10:41:40	EUYO	1,250	1	1,250
221	17/01/2020	277183	10:41:37	EUYO	1,250	1	1,250
220	17/01/2020	276525	10:41:30	EUYO	1,240	20	24,800
219	17/01/2020	276286	10:41:27	EUYO	1,250	1	1,250
218	17/01/2020	275851	10:41:22	EUYO	1,250	1	1,250
217	17/01/2020	275607	10:41:20	EUYO	1,250	1	1,250
216	17/01/2020	275124	10:41:15	EUYO	1,250	1	1,250
215	17/01/2020	274790	10:41:10	EUYO	1,250	1	1,250
214	17/01/2020	274569	10:41:08	EUYO	1,250	1	1,250
213	17/01/2020	274227	10:41:04	EUYO	1,250	1	1,250
212	17/01/2020	272463	10:40:43	EUYO	1,250	2	2,500
211	17/01/2020	272228	10:40:41	EUYO	1,250	1	1,250
210	17/01/2020	272049	10:40:38	EUYO	1,250	1	1,250
209	17/01/2020	271790	10:40:36	EUYO	1,250	2	2,500
208	17/01/2020	271592	10:40:33	EUYO	1,250	2	2,500
207	17/01/2020	271359	10:40:30	EUYO	1,250	1	1,250
206	17/01/2020	270466	10:40:20	EUYO	1,250	1	1,250
205	17/01/2020	270253	10:40:18	EUYO	1,240	5	6,200
204	17/01/2020	270218	10:40:17	EUYO	1,250	2	2,500
203	17/01/2020	269928	10:40:14	EUYO	1,250	3	3,750
202	17/01/2020	269717	10:40:12	EUYO	1,250	3	3,750
201	17/01/2020	269395	10:40:09	EUYO	1,250	2	2,500
200	17/01/2020	269128	10:40:06	EUYO	1,250	1	1,250
199	17/01/2020	269111	10:40:06	EUYO	1,240	11	13,640
198	17/01/2020	268889	10:40:04	EUYO	1,250	3	3,750
197	17/01/2020	268691	10:40:01	EUYO	1,250	2	2,500
196	17/01/2020	268408	10:39:58	EUYO	1,250	1	1,250
195	17/01/2020	267911	10:39:52	EUYO	1,250	6	7,500
194	17/01/2020	267746	10:39:51	EUYO	1,250	6	7,500
193	17/01/2020	267417	10:39:47	EUYO	1,240	2.500	3.100,000
192	17/01/2020	267407	10:39:47	EUYO	1,240	1.300	1.612,000
191	17/01/2020	267292	10:39:45	EUYO	1,250	1	1,250
190	17/01/2020	267087	10:39:42	EUYO	1,250	1	1,250
189	17/01/2020	266860	10:39:39	EUYO	1,250	1	1,250
188	17/01/2020	266589	10:39:37	EUYO	1,250	1	1,250
187	17/01/2020	266422	10:39:34	EUYO	1,250	1	1,250

Kaynak: Forextrader, Euro Menkul Kıymet Yatırım Ortaklığı A.Ş. Pay Piyasası 2020.

Aşağıda yer alan işlem defterinde ise 27 adetlik emirler dikkat çekmekte ve sermaye piyasalarında, Gaziantep ilinin plaka numarası 27 olduğu için, Gaziantep’li bilindik bir manipülatörün piyasada işlem yapmakta olabileceği izlenimini uyandırılmaktadır.

Şekil 2.5: Netaş Telekomünikasyon AŞ Pay Piyasası İşlem Defteri Görüntüsü

NETAS.A

Dty

Grf

Kdm

Tks

Pte

Bil

Hbr

Ack

Tavan

7,66

Yks

6,46

ÖncK

6,39

Frk%

0,63

Taban

5,12

Dşk

6,35

Lot

266.806

Frk

0,04

A.Saa

A.E

A.Lot

Alış

Satış

S.Lot

14:34:

1

1.200

6,42

6,43

2.903

14:34:

6

3.396

6,41

6,44

3.847

14:34:

5

1.005

6,40

6,45

1.901

14:34:

4

1.050

6,39

6,46

2.593

14:34:

5

1.250

6,38

6,47

3.624

14:35:

3

1.050

6,37

6,48

1.809

14:34:

10

1.521

6,36

6,49

1.610

14:35:

12

4.988

6,35

6,50

3.684

14:34:

7

771

6,34

6,51

3.788

14:34:

6

1.136

6,33

6,52

2.066

59

17.367

6,37

6,47

27.825

32

45.863

6,14

6,78

99.318

1

Pys

AL

SAT

NETAS.A

Dty

Grf

Kdm

Tks

Pte

Bil

Hbr

Ack

Tavan

7,66

Yks

6,46

ÖncK

6,39

Frk%

0,63

Taban

5,12

Dşk

6,35

Lot

266.806

Frk

0,04

A.Saa

A.E

A.Lot

Alış

Satış

S.Lot

14:34:

1

1.200

6,42

6,43

2.903

14:34:

6

3.396

6,41

6,44

3.847

14:34:

5

1.005

6,40

6,45

1.901

14:34:

4

1.050

6,39

6,46

2.593

14:34:

5

1.250

6,38

6,47

3.624

14:35:

3

1.050

6,37

6,48

1.809

14:34:

10

1.521

6,36

6,49

1.610

14:35:

12

4.988

6,35

6,50

3.684

14:34:

7

771

6,34

6,51

3.788

14:34:

6

1.136

6,33

6,52

2.066

59

17.367

6,37

6,47

27.825

32

45.863

6,14

6,78

99.318

1

Pys

AL

SAT

No

Saat

Fiyat

Lot

Alan

Satan

917

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

DENİZ YATI

916

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

DENİZ YATI

915

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

DENİZ YATI

914

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

DENİZ YATI

913

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

DENİZ YATI

912

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

DENİZ YATI

911

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

DENİZ YATI

910

14:3

6,43

8

HALK YATIRI

DENİZ YATI

909

14:3

6,43

19

HALK YATIRI

MERRILL LY

908

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

MERRILL LY

907

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

MERRILL LY

906

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

MERRILL LY

905

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

MERRILL LY

904

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

MERRILL LY

903

14:3

6,43

670

GLOBAL ME

MERRILL LY

902

14:3

6,43

1.230

GLOBAL ME

DENİZ YATI

901

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

DENİZ YATI

900

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

DENİZ YATI

899

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

DENİZ YATI

898

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

DENİZ YATI

897

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

DENİZ YATI

896

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

DENİZ YATI

895

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

DENİZ YATI

894

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

DENİZ YATI

893

14:3

6,43

500

A1 CAPITAL

DENİZ YATI

892

14:3

6,43

100

MERRILL LY

DENİZ YATI

891

14:3

6,43

200

IS YATIRIM

DENİZ YATI

890

14:3

6,43

500

TERA MENK

DENİZ YATI

889

14:3

6,43

254

TERA MENK

DENİZ YATI

888

14:3

6,43

10

TERA MENK

INFO YATIR

887

14:3

6,44

1.000

ANADOLU Y

DENİZ YATI

886

14:3

6,44

100

ANADOLU Y

MERRILL LY

885

14:3

6,45

27

HALK YATIRI

GLOBAL ME

884

14:3

6,45

27

HALK YATIRI

GLOBAL ME

883

14:3

6,45

27

HALK YATIRI

GLOBAL ME

882

14:3

6,44

265

YAPI KREDİ

MERRILL LY

No

Saat

Fiyat

Lot

Alan

Satan

917

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

DENİZ YATI

916

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

DENİZ YATI

915

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

DENİZ YATI

914

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

DENİZ YATI

913

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

DENİZ YATI

912

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

DENİZ YATI

911

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

DENİZ YATI

910

14:3

6,43

8

HALK YATIRI

DENİZ YATI

909

14:3

6,43

19

HALK YATIRI

MERRILL LY

908

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

MERRILL LY

907

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

MERRILL LY

906

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

MERRILL LY

905

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

MERRILL LY

904

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

MERRILL LY

903

14:3

6,43

670

GLOBAL ME

MERRILL LY

902

14:3

6,43

1.230

GLOBAL ME

DENİZ YATI

901

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

DENİZ YATI

900

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

DENİZ YATI

899

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

DENİZ YATI

898

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

DENİZ YATI

897

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

DENİZ YATI

896

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

DENİZ YATI

895

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

DENİZ YATI

894

14:3

6,43

27

HALK YATIRI

DENİZ YATI

893

14:3

6,43

500

A1 CAPITAL

DENİZ YATI

892

14:3

6,43

100

MERRILL LY

DENİZ YATI

891

14:3

6,43

200

IS YATIRIM

DENİZ YATI

890

14:3

6,43

500

TERA MENK

DENİZ YATI

Kaynak: Forextrader, Netaş Telekomünikasyon AŞ Pay Piyasası.

VI-104.1 sayılı Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği'nin 5. Maddesi Emir veya işlemlere ilişkin piyasa bozucu eylemleri tanımlamış olup maddenin a bendinde “*Alım ve satım yapılması, hesap hareketi gerçekleştirilmesi, emir verilmesi, emir iptali veya emir değiştirilmesi*” piyasa bozucu eylem olarak nitelendirilir ifadesi yer almakta olup bu bendin içeriği oldukça geniştir. Yani herhangi bir pay piyasasında emir iletmek veya emir iptal etmek piyasa bozucu eylemdir şeklinde basitçe yorumlanıp işlevsiz bir madde olduğu düşünülebilir fakat ilgili madde takdir yetkisini idareye vererek değişen yatırımcı işlem tekniklerini hukuki

anlamda suç teşkil ettiğini ortaya koymak sorumluluğu ile beraber getirmektedir. Lambalama benzeri işlemlere de bu tebliğ maddesi dikkate alınarak idari para cezası uygulanması mümkündür.

2.4. Yeni Nesil Manipülasyon Teknikleri

2.4.1. Yüksek Frekanslı İşlemler

Teknolojinin gelişmesiyle birlikte borsalarda gerçekleşen işlemlerde yüksek teknoloji ile tanışmış ve alım – satım işlemleri Yüksek Frekanslı İşlemler (High Frequency Trading – HFT, YFİ) ile eskiye oranla çok daha hızlı bir şekilde işlem yapılabilir hale gelmiştir. Yüksek Frekanslı İşlemler kapsamında yatırımcılar ve algoritmik işlem yapan bilgisayar programları daha hızlı şekilde borsa sistemine emir iletebilmektedir. Bu kapsamda 2016 yılında BİST nezdinde YFİ’ler gerçekleşmeye başlamıştır.

Borsa sistemine iletilen emirler kayıt altına alınırken emir tipleri de kayıt altına alınmaktadır. Bu kapsamda YFİ’ler farklı bir bayrak (flag) ile tanımlanmakta ve bu şekilde takibi yapılabilmektedir. Algoritmaların kullanımı işlem maliyetini düşürmek, piyasa etkisini azaltmak ve likidite yaratmak amacını gütmektedir.⁵³

BİST nezdinde, Borsa İstanbul Kolokasyon hizmeti kapsamında yüksek hızlı bir şekilde borsaya erişim imkanını sağlamak için Borsa İstanbul Veri Merkezinde 33 kabinet borsa üyelerine, servis sağlayıcılara ve yüksek frekanslı işlemler gerçekleştiren firmalara kiralanmıştır.⁵⁴

⁵³ Kendall Kim, **Electronic and Algorithmic Trading Technology**, 2007, Elsevier, p.70.

⁵⁴ BİST, (Çevrimiçi), <https://www.borsaistanbul.com/files/borsa-istanbul-2016-faaliyet-raporu.pdf>, 20.12.2020.

Yüksek frekanslı işlemler Borsa bünyesinde bulunan Kolokasyon hizmet birimleri aracılığı ile gerçekleştirilmektedir. Borsa veri merkezlerinde yer alan serverlara sistemlerini taşıyan aracı kurum ve müşteriler borsalara doğrudan emir iletebilme imkanına sahip olmuşlardır. YFİ öncesinde yatırımcılar borsa sistemine emirlerini brokerlar veya dealer tarafından iletmekteydi, bu işlemler esasında yatırımcı öncelikle emirini aracı kurum sistemine iletmekte sonrasında aracı kurum emri borsa sistemine iletmektedir. YFİ’ler ile artık yatırımcılar emirlerini borsa sistemine direk iletebilir hale geldi ve bu alt yapıda eskisine oranla çok daha hızlı bir şekilde gerçekleştiği için emir ve işlemler çok yüksek hız kazanmış oldu.

Yüksek frekanslı işlemler saniyenin binde biri (1 saniye = 1.000 milisaniye = 1.000.000 Mikro Saniye) hızında gerçekleşmektedir. Bu durum yüksek frekanslı işlemlerle emir ileten yatırımcı ile YFİ kullanmadan borsaya emir iletilen emir arasında 15 katın üstünde hız farkına sebep olmakta ve YFİ ile iletilen emirler diğerinden daha önce işleme dönüşebilmektedir. Borsalarda zaman önceliği esası benimsendiği için aynı fiyat seviyesinden iletilen emirlerden sisteme önce yansıyan emir diğerinden önce işleme dönüşür ve özellikle fiyat adımlarını (spread) takip eden ve kısa vadeli alım – satım işlemlerinden kazanç elde etmek için işlem gerçekleştiren yatırımcılar açısından bu durum çok büyük önem arz eder.

Kolokasyon’dan sağlanan hizmetlerin iki türü bulunmakta olup bunlardan ilki Yüksek Frekanslı İşlemler için hizmet sağlanmasıdır. YFİ’ler piyasaya normal emir iletim sistemlerine oranla 15 kat daha hızlı emir iletilmesine imkan sağlamaktadır. Bu durum borsada işlem gören paya aynı anda emir ileten iki yatırımcıdan YFİ kullananın emirinin sisteme 15 kat daha hızlı girileceği anlamına gelmektedir. BİST sistemlerinde emir kurallarına bakıldığında “*Pazar’da emirler çok fiyat-sürekli müzayede yöntemiyle eşleşmektedir. Kesin Alım-Satım Pazarı’nda iki karşıt emrin eşleşmesi, alımda en yüksek fiyatlı, satımda en düşük fiyatlı emirlere öncelik*

verilerek sağlanır. Aynı fiyatlı emirlerde zaman önceliği uygulanır.”⁵⁵ ifadesi yer almaktadır. Yani aynı nitelikteki sisteme iletilen emir için zaman önceliği olan emrin daha önce gerçekleşmesi esastır. Bu durum gün içinde çok fazla alım-satım yapan yatırımcılar için fiyat adımlarını (spread) yakalama ve karlarını maksimize etme imkanı sağlamaktadır.

Kolokasyon alt yapısının ikinci kullanım şeklini ise algoritmik işlemler oluşturmaktadır. Algoritmik işlemler bir aracı kurum veya bu alanda uzmanlaşmış şirketler tarafından programlanmış yazılımların, tanımlanan işlem kalıpları kapsamında borsada alım – satım yapması işlemlerini ifade etmektedir. Algoritmik işlem gerçekleştiren şirketler gün içinde yüksek miktarda alım – satım işlemleri gerçekleştirerek kar elde etmeyi hedeflerler. Bu kapsamda algoritmik işlem gerçekleştiren firmaların borsaları daha likit piyasalar haline gelmesinde katkıları vardır.

BİST tarafından yapılan açıklamada “*Borsa tarafından YFİ kullanıcısı olarak tanımlanan kullanıcılar konvansiyonel emir iptali, fiyat kötüleştirme ve miktar azaltma ücretlendirmesinden muaf olacaktır.*”⁵⁶ ifadesi yer almaktadır. Bu kapsamda borsada normal yatırımcıların ücret ödeyerek yapabilecekleri emir iptali, fiyat kötüleştirme ve miktar azaltma ücretlendirmesi YFİ müşterilerinden tahsil edilmeyecektir. Bu durum tüm dünya borsalarına benzer şekilde uygulanmakta olup, YFİ’lerin borsalarda çok yüksek miktarda işlem yapmasını sağlamak ve piyasa yapıcılığı, piyasanın daha likit bir piyasa olmasını teşvik etmek amacıyla gerçekleştirilmiştir.

⁵⁵ BİST, (Çevrimiçi), <https://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/borclanma-araclari-piyasasi/kesin-alim-satim-pazari/emir-kurallari>, 23.12.2019.

⁵⁶ BİST Bilgi Notu, "Yüksek Frekanslı İşlemler (YFİ) Kullanıcılarının Emir / İşlem Oranı (OTR – Order To Trade Ratio) Yöntemi İle Ücretlendirilmesi", Haziran 2016, s.2.

YFI'lerin işlem stratejileri basit olmakla birlikte bu stratejiler şirket sırrı niteliğinde olup, sürekli değişen algoritmalarından oluşmaktadır. Nispeten en kolay olan strateji İstatistiksel Arbitraj olup bu stratejide payın farklı piyasalarda farklı fiyattan işlem görmesi durumunda bu fiyat değişiminin türev piyasalardaki payın fiyatına yansımadan önce işlem yapılarak kar elde edilmesi suretiyle gerçekleşir. Algoritmalar borsalarda yenilmez olarak görülmekte ve günlük alım satım yapan yatırımcıların dezavantajı olduğu düşünülse de 2008 yılında Norveç Hava Yolları payında işlem gerçekleştiren yatırımcılar payda işlem yapan algoritmayı ahşap tepe (Timber Hill) fiyat şişirme metodu ile alt ettiler. Noverçli Mr. Larsen ve Odfjell firmasının paylarında işlem yapan otomatize algoritmayı payın fiyatını yükseltmek ve sonrasında yüksek fiyattan payları algoritmaya satmak suretiyle 2 saat 45 dakika içerisinde 37.700 İsveç Kronu getiri elde etmiştir. Norveç Finansal Suçlar Kurumu Mr.Larsen ve Mr.Veiby hakkında manipülasyon suçlaması ile işlem tesis etse de algoritmayı alt etmeleri sebebiyle toplumda kahraman olarak görülen Mr.Larsen ve Mr.Veiby 3 yıllık yargılama sonunda suçsuz bulunmuştur.⁵⁷

Kolokasyon aracılığı ile BİST'e emir iletimi 1 milisaniyenin altında sürelerde gerçekleşirken, aracı kurum alt yapıları üzerinden borsaya emir iletilmesi halinde 15 milisaniyede emir iletilmektedir.⁵⁸

Fix Protokolü, ilk olarak 1992'de Salomon Brothers tarafından Fidelity Investments ile arasında hisse senedi ticaretini kolaylaştırmak için geliştirildi.⁵⁹

⁵⁷ Ahlstedt Jonathan, Villysson Johan, **High Frequency Trading**, 01.12.2012.

⁵⁸ Bigpara, (Çevrimiçi), https://bigpara.hurriyet.com.tr/haberler/borsa-istanbul-haberleri/1-milisaniye-ilk-kez-gedikte_ID980569/, 31.10.2021.

⁵⁹ Kendall KIM, **Electronic and Algorithmic Trading Technology**, 2007, Elsevier, p. 3.

Borsa İstanbul Kolokasyon merkezinde Fix-Ouch emir protokolü ile çalışan sistemler, momentum takibi denilen, piyasadaki emirlerin yönünü, ağırlığını takip etmektedirler. (1saniye = 1.000 milisaniye = 1.000.000 Mikro Saniye)

Tablo 2.5: Borsaya İletilen Emir Hızları

Emir İletim Tipi	Kolokasyon ile Emir İletimi (Mikrosaniye, µs)	Normal Emir İletimi (Mikrosaniye, µs)
Fix	100	15.000
Ouch	60	15.000

Borsa İstanbul'un YFİ hakkındaki düzenlemesinde YFİ'lerin diğer müşteri emirlerinden farklı tanımlanmasını ve takibini sağlamak için her bir farklı algoritmik emir iletim sistemi için ayrı birer kullanıcı tanımlanması zorunluluğu getirilmiştir.

Borsaya aynı ortamdan emir ileten bir bilgisayar 2 milisaniye diğer bilgisayar ise 4 milisaniye hızla emir iletiyor. Gözlerinizi kapatıp açmak 100 milisaniye sürerken; göz kapatıp açma süresinden bu kadar kısa bir sürenin borsada muazzam sonuçlar inanmasına inanmak zordur.⁶⁰ Borsada günlük yüksek hacimli işlem yapan yatırımcılar için, borsa sistemine hızlı emir iletmek gün sonu kazançlarını da ciddi şekilde etkilemektedir. Bu durum yatırımcıların borsa sistemine daha hızlı sisteme emir iletmeye arayışlarına girmeleri sonucunu ortaya çıkarmaktadır.

Avrupa Menkul Kıymetler ve Piyasalar Otoritesi (European Securities and Markets Authority, ESMA) verilerine göre pay piyasalarında Kolokasyon üzerinden YFİ aktiviteleri gerçekleşmekte ve Kolokasyona sahip piyasa işlem miktarının %75'ini YFİ'ler oluşturmakta ve YFİ'nin gerçekleşen işlemler piyasadaki emirlerin %92'sini oluşturmaktadır. Şekil 2.6'da 2014 yılında Kolokasyon üzerinden emir iletiminde, YFİ kullanan YFİ bayraklı emirler %35,

⁶⁰ Michael Lewis, **Hızlı Çocuklar**, Scala Yayıncılık, Çev. Neşenur Domaniç, 2016, İstanbul, s. 46.

Yatırım Bankaları emirlerin %44 ve diğer yatırımcıların %21 oranında Kolokasyon servislerini kullandığı görülmektedir.

Şekil 2.6: AB Kolokasyon Kullanım Verileri



Kaynak: European Securities and Markets Authority, Economic Report High-frequency Trading Activity in EU Equity Markets, (Çevrimiçi), https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma20141_-_hft_activity_in_eu_equity_markets.pdf, 2014, s. 13.

YFİ analiz eden yazılımlar genel olarak istatistiksel arbitraj, haber bazlı işlemler, düşük gecikme süreli stratejiler kullanmaktadırlar. Yüksek Frekanslı İşlemler borsada piyasa yapıcı konum alarak alım-satım arasındaki fiyat farklarını yakalayıp buradan küçük karlar elde etmeyi, toplamda ise yüksek işlem yaparak yüksek miktarda kar elde etmeyi amaçlamaktadır. Emir iletim süreleri mikro saniye düzeyindedir. Bu durum Yüksek Frekanslı İşlem yapan yatırımcıları piyasa yapıcı konumuna getirmekte ve bu yatırımcılar piyasanın likiditesine katkı sağlamaktadır. Piyasada satıcıyı ve alıcıya karşı pozisyon alan YFİ'ler hem alıcının hem satıcının müşteri bulmasına fayda sağlamaktadır.

YFİ, Algoritmaları çok hızlı karar verip hızlı emir iletimini sağlarlar. Yatırımcıların sürekli seans takibi yapması yerine algoritmanın otomatik çalışması sistemi ile bilgisayar başında durmadan yatırımların sürdürebilmesine ve zaman tasarrufu sağlamasına imkan verir.

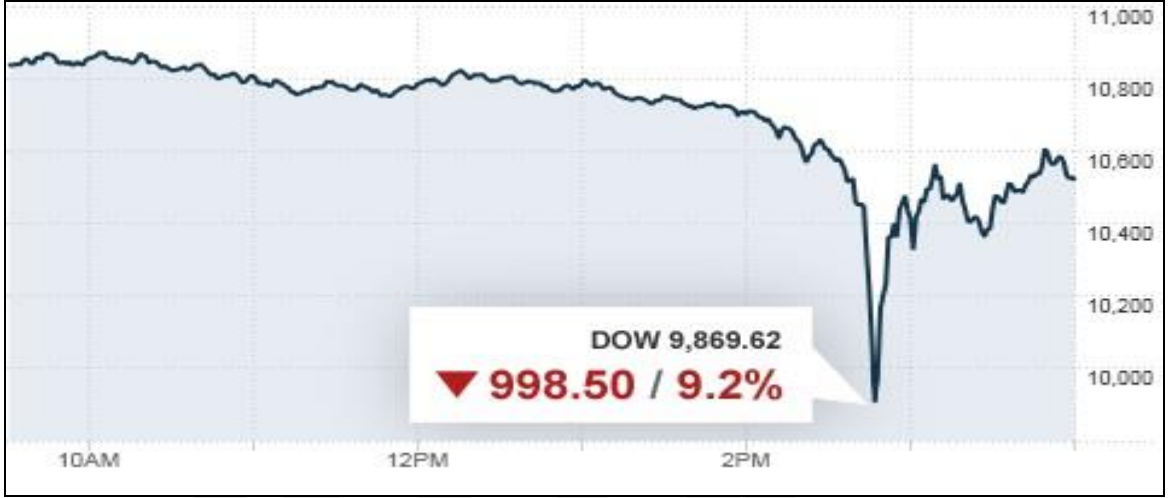
Algoritmalar insanlar gibi duygusal eğilimleri olmadığı için yatırımlarda rasyonel davranarak “*Zarar Kes*” gibi girilen kurallarda karar verme sıkıntısına girmeyerek, psikolojik hatalardan yatırımcıyı arındırıp matematiksel kararlarla yatırım yapılmasını sağlar. Bu sayede yatırımcıyı büyük risklerden korur. Yatırımcı algoritmaya tanımladığı limit aralığında karını ve zararını dengeleyebilmekte ve algoritma yatırımcının büyük zarar etmekten kaçınmasına imkan sağlayabilmektedir.

YFİ’lerin faydalarının yanında piyasaya bazı zararları bulunmaktadır. YFİ’nin önemli avantajlarının başında emir iptali geliyor. Emir iptalleri piyasanın düzenli işleyişini bozmakta ve ülkemizde olduğu gibi bekleyen emir ve yatırımcı miktarlarına göre pay piyasasında işlem yapan yatırımcıları etkileyebilmektedir.

YFİ Algoritmalarının görülmüş en büyük piyasaya etkisi algoritmanın “*Loop*” döngüye girmesi durumudur. 6 Mayıs 2010 yılı saat 14:32’de Amerikada görülen Flash Crash da Dow Jones Endeksi %9’luk ani bir çöküş yaşamıştır. Tüm endeksi kapsayan bu tip bir çöküş tarihten görülmemiş olup buna benzer bir durumun tek bir pay piyasasında ortaya çıkması işletmenin faaliyetlerini etkileyebilecek bir durumdur.⁶¹

⁶¹ Deborah L.Jacobs, (Çevrimiçi), “Why We Could Easily Have Another Flash Crash”, <https://www.forbes.com/sites/deborahljacobs/2013/08/09/why-we-could-easily-have-another-flash-crash/?sh=4dd0e2991cdd>, 08.12.2020.

Şekil 2.7: 2010 Tarihinde Dow Jones Endeksinde Gerçekleşen Flash Crash Vakası



Kaynak: Deborah L.Jacobs, (Çevrimiçi), “Why We Could Easily Have Another Flash Crash”, <https://www.forbes.com/sites/deborahljacobs/2013/08/09/why-we-could-easily-have-another-flash-crash/?sh=4dd0e2991cdd>, 08.12.2020.

Loop’a giren birden fazla algoritma birlikte hareket ederek düşüşe geçen bir pay senedinin düşüşünü katlayarak arttırmaktadır. Ülkemizde gerçekleşen vakalarda Algoritmanın Loop’a girmesi sebebiyle Turkcell pay piyasasında 22 Şubat 2017 Çarşamba günü seans kapanışına doğru pay bir dakika içinde yüzde 9,7 düşerken, Koç Holding hisseleri de aynı anda yüzde 10 düşüş kaydetmiştir. Söz konusu pay fiyatları kısa sürede tekrar eski seviyesine dönmüş ve işlem gününü artıda kapatmıştır. 22 Şubat’ta Koç Holding yüzde 0,8 yükselişle 15,30 liradan, Turkcell yüzde 0,34 yükselişle 11,84 lira seviyesinden kapanmıştır.⁶²

SPK’nın 08.01.2018 tarihli haftalık bülteninde, 22 Şubat 2017 tarihinde Turkcell ve Koç Holding pay piyasalarında gerçekleştirilen işlemlerin 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun 104 üncü maddesine aykırılık teşkil etmesi nedeniyle VI-104.1 sayılı Piyasa

⁶² Vatan Finans, (Çevrimiçi), <http://finans.gazetevatan.com/haber-detay/gundem/borsada-algoritma-kazasina-para-cezasi/77817/>, 08.12.2020.

Bozucu Eylemler Tebliği'nin 5 inci maddesinin birinci fıkrasının (a) ve (f) bentleri uyarınca 27 bin 47'şer lira ceza verilmiştir.⁶³

Bu işlemler hakkında Borsa İstanbul Yönetim Kurulu Başkanı Himmet Karadağ, hisselerdeki anlık düşüşün algoritmik işlem kaynaklı olduğunu belirterek, "*Yatırımcılar tespit edilmiş. Fiyat 40 kez yükselip inmiş. İki hissede de yatırımcının 100 bin liranın üzerinde zararı var. Yanlış kurgulanmış bir algoritmik emir sebebiyle yatırımcı zarar etmiş. Bunun Borsa İstanbul Vadeli İşlem ve Opsiyon Piyasası'na (VİOP) yansımaları da var.*"⁶⁴ ifadesi ile Loop'a giren paylarda gerçekleşen işlemleri açıklamıştır.

2.4.1.1.YFİ Algoritmalarının Manipülasyon Teknikleri

Yüksek Frekanslı İşlemler sermaye piyasalarında likiditenin artması, yüksek işlem hacimlerinin gerçekleşmesi gibi olumlu sonuçlar doğursa da YFİ'ler kullanılarak piyasanın işleyişini bozmak ve manipülasyon gerçekleştirmek suretiyle haksız menfaat elde edilmesi de mümkündür. YFİ'lerin milisaniyeler içinde işlem gerçekleştirmesi sebebiyle gerçekleşen işlemlerin tespiti ve takibi oldukça zordur. Bu kapsamda YFİ'ler kullanılarak gerçekleştirilebilen üç manipülasyon tekniğine yer verilecektir.

2.4.1.1.1. Sahte Fiyatlama

Sahte Fiyatlama tekniğinde YFİ algoritması piyasaya yüksek miktarda emir iletip normal yatırımcıları ve diğer algoritmaları yavaşlatarak menfaat elde etmeyi hedefler. Diğer algoritmalar ve bireysel yatırımcılar piyasaya iletilen aldatmaca kurgulu emirleri incelerken, piyasadaki kar getirecek diğer teklifleri kaçırmazlar. Piyasaya yüksek miktarda Sahte Fiyatlama amaçlı emir yığan YFİ Algoritması ise kendi emirleri dışındaki piyasadaki cazip alım-satım

⁶³ SPK, (Çevrimiçi), <https://spk.gov.tr/Bulten/Goster?year=2018&no=1>, 08.12.2020.

⁶⁴ Bloomberght, (Çevrimiçi), <https://www.bloomberght.com/haberler/haber/1988313-bistkaradag-turkcell-ve-koc-hisselerindeki-hareket-algoritma-kaynakli>, 22.09.2019.

emirlerini tespit edip yatırım yapar. YFİ algoritması bu sayede diğer algoritmaları ve bireysel yatırımcıları devre dışı bırakmayı amaçlamaktadır.

Sahte Fiyatlama tekniğinde piyasaya blok halinde büyük emirlerin çok hızlı şekilde iletilmesi ve iptal edilmesi prensibine dayandığı için fiyat adımlarını takip eden yatırımcı ve algoritmalar yanılgıya düşerler.

Kolokasyon üzerinde YFİ ile emir ileten yatırımcılar ile standart aracı kurum veri giriş ekranı üzerinden emir ileten yatırımcılar arasında 15 kata yakın emir iletim süresi farkının bulunması Sahte Fiyatlama tekniğine imkan vermektedir. Yüksek frekanslı işlem alt yapıları eskiye oranla 15 kat daha hızlı emir iletim imkanı sunduğu için sisteme bu tarz sahte emirlerin iletilmesini ve geri çekilmesini uygulanabilir kılmaktadır. Piyasaya erişim hızının yatırımcılar arasında farklı olması bir adaletsizliğe sebep olmakta ve manipülatif işlemlere imkan sağlamaktadır.

2.4.1.1.2. Katmanlama

Katmanlama tekniğinde YFİ gerçekleştiren algoritma, payın fiyat adımlarına yüklü miktarda emir girerek diğer yatırımcıları yanıltmayı hedeflemektedir. Karanlık Havuz uygulamasında ülkemizde en iyi 5 fiyat kademesine iletilen emirler alım ve satım yönlü olarak listelenmektedir. Fiyat kademesinde bekleyen emir fiyatı ve bu fiyat adımı kaç adet emir girildiği yayınlanmaktadır. Piyasanın yönü hakkında fikir sahibi olmak isteyen yatırımcılar alım yönlü veya satış yönlü bekleyen emir miktarına bakarak karar verirler. Alım kademesinde satışa oranla 4 kat fazla emir olması durumunda paya yoğun talep olduğu ve pay fiyatının artacağı beklentisi oluşur. Aksi durumda ise pay fiyatının düşmesi muhtemeldir.

Sahte fiyatlama ve Katmanlama, emir iletilen piyasalarda yanlış bilginin oluşmasına ve pay piyasasında arz ve talebinin etkilenmesine sebep olur. Bu tür işlem stratejileri yasa dışı

olup yanıltıcı emir sinyalleri ile pay piyasasında işlem yapan yatırımcılar üzerinden kazanç sağlamak üzerine kuruludur.⁶⁵

Aşağıda yer verilen örnek işlem defterinde pay fiyatını aşağı yönlü hareket ettirmek için fiyat kademelerine emir eklendiği gösterilmiştir. Yani pay fiyatına yönelik satış baskısı oluşturmak amaçlanmaktadır. Manipülatör satış fiyat kademelerine yüksek miktarda emir yığarak payda yüksek miktarda satıcı varmış ve almak isteyen yatırımcıdan fazla satmak isteyen yatırımcı olduğu izlenimi uyandırmayı amaçlamaktadır.

Tablo 2.6: Katmanlama Tekniğine Örnek İşlem Defteri Görünümü

Alım	Satım		Alım	Satım	Eklenen Emir Adeti	
	30	En iyi 5.fiyat kademesinde yer alan satım adeti		80	+ 50	Katmanlama Amaçlı Girilen Emirler
	40	En iyi 4.fiyat kademesinde yer alan satım adeti		120	+ 80	
	50	En iyi 3.fiyat kademesinde yer alan satım adeti		120	+ 70	
	10	En iyi 2.fiyat kademesinde yer alan satım adeti		10	+ 60	
	5	En iyi 1.fiyat kademesinde yer alan satım adeti		5		
En iyi 1.fiyat kademesinde yer alan alım adeti	10		10			
En iyi 2.fiyat kademesinde yer alan alım adeti	15		15			
En iyi 3.fiyat kademesinde yer alan alım adeti	20		20			
En iyi 4.fiyat kademesinde yer alan alım adeti	30		30			
En iyi 5.fiyat kademesinde yer alan alım adeti	40		40			

⁶⁵ Alvaro Cartea, Sebastian Jaimungal, Yixuan Wang, “Spoofing and Price Manipulation in Order-Driven Markets”, (Çevrimiçi),

<https://61eb244b5fbfa7f81c88060fa58de2f811c3b04f.vetisonline.com/doi/pdf/10.1080/1350486X.2020.1726783>, 22.08.2021.

Katmanlama tekniğinde en iyi alım ve en iyi satım kademelerine genellikle emir iletilmez çünkü emrin işleme dönüşmesi söz konusudur. Bu sebeple manipülatör yayınlanan ikinci, üçüncü, dördüncü ve beşinci fiyat kademelerini doldurmayı tercih edecektir. İlk 5 fiyat kademesi dışında kalan emirlerin toplam miktarı borsa tarafından yayınlanmaktadır fakat bu kademelerin piyasaya yön verme, yani kısa sürede işleme dönüşme ihtimali daha düşük olduğu için günlük işlem yapan yatırımcılar genellikle ilk 5 fiyat kademesini yakından izlemektedirler.

Katmanlama tekniğinde amaç yatırımcıların beklentilerini etkilemek ve manipülasyon amacı doğrultusunda pay fiyatını etkilemektir. Manipülatör belirlediği pay piyasasında alım talebi içerisinde ise satış kademelerini doldurarak fiyatın düşmesi yönünde satış baskısı oluşturabilir. Aynı durumun akside mümkündür. Manipülatör sisteme ilettiği emirlerin gerçekleşmesini arzulamadığı için kademedeki bekleyen fiyattan işlem gerçekleşmesi halinde emrini iptal ederek yeni fiyat kademesine emir iletecektir. Algoritmalar emir iptal ücretinden muaf oldukları için bu tekniği maliyetsiz olarak sürdürebilmesi mümkündür.

YFİ yöneticisi yüksek işlem hızında piyasada alım-satım emirlerini çok hızlı şekilde iletip aynı hızla iptal etmesi halinde bu durum diğer yatırımcıların pay senedinin fiyatını algılayamamasına sebep olmaktadır.

Satıcı pozisyonundaki YFİ yatırımcısı satış emrini sürekli olarak iptal etmesi halinde, pay senedini almak isteyen diğer yatırımcı, ilgili fiyat seviyesinin düşük kaldığı algısına kapılıp emir iyileştirmesi yapması gerektiğini düşünecektir. Fiyat iyileştirmesi yaptığı veya diğer yatırımcılar yüksek fiyattan emir girdiğinde YFİ'nin yüksek fiyattan satış talimatı ile emirleri eşleştirecektir.

2.4.1.1.3. Fiyat Aldatmacası

Bu teknikte YFİ gerçekleştiren algoritma en iyi fiyat adımlarına, alım veya satım yönlü emir iletir ve bu emir başka bir emirle eşleşmeden önce iptal edilir. Fiyat Aldatmacası tekniğinde amaç payın işlem gördüğü işlem fiyatını etkilemek olduğu için işlem fiyatına yakın emirler iletilerek pay fiyatı manipüle edilmeye çalışılır.

Fiyat Aldatmacası emirleri iletilirken kullanılan yöntem itibariyle çok büyük tutarlı tek bir emir veya aynı fiyat seviyesine gerçekleşme ihtimali düşük çok sayıda küçük emir iletilerek gerçekleştirilir. Katmanlama ve Fiyat Aldatmacası yöntemleri kullanılmasında amaç emir defterinin işlem görmekte olduğu yönün ters yönünde işlem gerçekleştirerek piyasayı etkilemek ve bu işlemler neticesinde menfaat elde etmektir.⁶⁶

Karanlık Havuz olarak isimlendirilen borsa pay piyasalarında fiyat adımlarının kısmen gizlenmesi uygulamasında, işlem fiyatına en yakın beş fiyat kademesi alım-satım yönlü olarak listelenir. Payın işlem gördüğü fiyatı arttırmak isteyen algoritma veya bireysel yatırımcı en iyi fiyat kademelerine yakın emir iletir ve iptal eder. Söz konusu emrin eşleşip işleme dönüşmediği veya iptal edildiği bilgisi diğer yatırımcılar tarafından görülemez. Bu işlemin sık sık tekrarlanması neticesinde diğer yatırımcılar söz konusu işlemlerin gerçekleştiğini zannederler.

Payda işlem gerçekleştirmek isteyen yatırımcının piyasada görünen fiyattan payı alamadığı için paya yüksek talep olduğu ve pay fiyatının yükseliş trendine gireceği beklentisi ile daha yüksek bir fiyattan alım emri iletmesi sonucunu doğurur. Bu beklentinin birden fazla yatırımcı tarafından tekrarlanması halinde pay fiyatında hızlı bir yükseliş görülecektir.

⁶⁶ John Ratliff, Marilena Nteve, WilmerHale Brussels, **Market Manipulation Under Remit – Key Concepts And Developing Enforcement Practice**, European Energy & Climate Journal, 2020, p. 74.

Fiyat Aldatmacası ve Katmanlama yöntemi birçok yönden benzerlik göstermektedir fakat Fiyat Aldatmacası yönteminde amaç en iyi işlem fiyatını etkilemek iken, Katmanlama yönteminde pay fiyatını daha uzun süreli etkilemek amaçlanmaktadır. Katmanlama eyleminin piyasalara etkisi daha az gibi görünse de bu işlemler piyasadaki arz ve talebi bozarak piyasaya daha çok zarar vermektedir.⁶⁷

2.4.2. YFİ Algoritmaları Hakkında Düzenleme ve Tavsiyeler

Yüksek Frekanslı İşlem algoritmalarının Piyasa Bozucu etkilerinden ve ani düşüş ve çıkış gibi piyasanın normal işleyişini bozucu etkilerden arındırılması için bir dizi önlem alınması gerekmektedir.

BİST nezdinde YFİ kullanıcılarının toplam emirlerinin işlemlerine oranı 15'te 1'i geçmesi halinde her emir girme/düzeltilme/iptal işlemi için 0,03 TL ücretlendirileceği belirtilmiştir. Bu düzenleme YFİ tabanlı algoritmalar Fiyat Aldatmacası, Katmanlama, Sahte Fiyatlama gibi işlemler gerçekleştirmesini engellemek için belirlenmiştir. 15:1 oranının altında işlem iptalleri ücretsiz olup algoritmaların manipülatif işlemler oluşturmaması için tedbirler düzenlenmiştir.

BİST tarafından yapılan düzenlemede YFİ kullanıcılarının konvansiyonel emir iptali, fiyat kötüleştirme ve miktar azaltma işlemleri sebebiyle ücretlendirmeden muaf olacaklardır. Söz konusu tarifenin yerine Emir/İşlem oranını baz alan, fazla kullanımı ücretlendirmeyi hedefleyen bir uygulama getirilmiş olup BİST nezdinde sisteme girilen, düzeltilen ve iptal edilen toplam emir sayısının gerçekleştirilen toplam işlem sayısına oranının 15:1 aşması durumunda; bu oranın aşılmasına neden olan emir girme/düzeltilme/iptal operasyonlarının her birinden 0,03 TL maktu ücret alınacaktır. Hesaplamalar günlük bazda yapılacak, ücretler ise aylık bazda Borsa payları ile birlikte tahakkuk ettirilecektir. Borsa payı ücretlerinde bu

⁶⁷ Bocconni Investment Club, (Çevrimiçi), <https://bsic.it/marketmanipulation>, 12.12.2020.

kullanıcılar için herhangi bir değişiklik söz konusu olmayacaktır. Bir diğer düzenleme 10 saniye kuralı olup, YFİ kullanıcılarının “*Emrin girişinden veya üzerinde yapılan son değişiklikten sonra 10 saniyeden az süre geçmiş olan emirler üzerinde yapılan iptal, fiyat kötüleştirme ve/veya miktar azaltma işlemleri hesaplama dahil edilir (emir / işlem oranındaki emir sayısına katılır). 10 sn.’den sonra yapılan değişiklikler ve iptaller emir hareketi olarak sayılmaz.*” düzenlemesi ile 10 saniye geçmeden yaptıkları emir değişikliklerinin 15:1 oranında sayıma dahil edildiği belirtilmiştir. Diğer yatırımcılara oranla yaklaşık 15 kat hızlı olan YFİ alt yapısı 10 saniye kuralı ile yavaşlatılmış ve olası manipülatif hareketlerinin önlemesi hedeflemiştir.⁶⁸

Emir iptali YFİ’leri diğer yatırımcılardan ayırtıran önemli bir diğer husustur. Yatırımcılar emir iptali sebebi ile borsaya işlem iptal ücreti ödemesi gerekirken YFİ kullanan yatırımcılar için bu konuda muafiyet söz konusudur. Bu sebeple YFİ’ler çok fazla miktarda borsaya emir iletmekte ve emir iptali yöntemine gitmektedir. Bu durumun piyasalara manipülatif etkileri de mümkündür. Bunu önlemek için YFİ yatırımcılarının işlem yaptıktan sonra payı belirli bir süre elinde tutma zorunluluğu, iptal emir miktarında sınırlama gibi önlemler öngörülmektedir. Avrupa parlamentosunun YFİ alım yaptığı payı en az 500 milisaniye süreyle, hesabında tutmasına yönelik kararı mevcut olsa da uygulamada farklılıklar görülmektedir.

Karanlık Havuz, uygulaması ile bekleyen emirlerin yatırımcıyı yanıltması engellenebilir. Mevcut sistemde yatırımcılar bekleyen işlem miktarlarını dikkate alarak yatırımlarını yönlendirmektedir. YFİ Algoritmalarının işlem iptal ücreti bulunmaması sebebiyle fiyat yığılması veya yüksek emir iptali yapması halinde piyasada sağlıklı fiyat oluşumu sağlanamayacaktır. Bu sebeple yatırımcıların kararları manipüle edilebilecektir. Bu durumun engellenebilmesi için algoritmaların ilk beş fiyat kademesine ilettiği alım ve satım

⁶⁸ BİST, Çevrimiçi, [https://www.borsaistanbul.com/files/emir-islem-orani-\(otr\)-bilgi-notu.pdf](https://www.borsaistanbul.com/files/emir-islem-orani-(otr)-bilgi-notu.pdf), 13.12.2020.

yönlü emirlerin normal emirlerden farklı bir şekilde gösterilmesi sağlanmalıdır. Söz konusu işlem yazılımsal değişiklik gerektirdiği için önemli ve zor bir değişikliktir. YFİ'lerin gün içinde milyonlarca işlem gerçekleştirmesi sebebiyle takibi regülatör kurumlar ve borsalar için çok zordur. Bu kapsamda köklü değişiklikler yapılması ve önlemler alınması gerekmektedir.

Devre Kesici uygulaması hali hazırda Borsa İstanbul bünyesinde uygulanmaktadır. Bu uygulamada daha önce Amerika'da 2010 yılında yaşanan ve “*Flash Crash*” olarak nitelendirilen borsadaki ani düşüş gibi durumların Yüksek Frekanslı İşlemler sebebiyle gerçekleşmesinin önüne geçilmesinde faydası olabilir. YFİ'lerde gerçekleşen emirlerin çok hızlı olması sebebiyle devre kesici YFİ'leri durduramaz fakat ortaya çıkacak zararın azaltılmasını sağlayabilir. Olumsuz yanı ise piyasanın loopa giren algoritmalar sebebiyle düşüş sonrasında tekrar yükselişe geçecekken devre kesicinin dip noktasında devreye girmesi sebebiyle pay değerinin tekrar yükselmesini engelleyerek daha kötü bir sonuç doğurabilir.

Fiyat Adımı pay fiyatındaki değişim adımının YFİ'ler için yüksek uygulanması ayrı bir çözümdür. Burada normal emir ileten yatırımcılar için örneğin 0,01 uygulanan fiyat adımı YFİ algoritmalar için 0,05 uygulanması algoritmaların işlem miktarlarını düşmesini bu şekilde piyasanın aşırı dalgalanmasının önüne geçmeyi sağlar.

Yatırımcılar arasında adaletli emir iletimini sağlanması açısından YFİ'lerin maliyetlerinin azaltılması ve bireysel yatırımcılarında işletmeler gibi yüksek hızlı emir iletebilmesi yatırımcılar arasında adaletin sağlanmasına katkı sağlayacaktır.

90'lı yılların başında bilgisayar teknolojilerinin gelişimi ile birlikte algoritmalar aracılığı ile yatırım işlemleri başladı. Bu süreçte yazılım programları fiyat, zaman ve nitelik gibi belirli kriterler girilerek insan yönetimindeki algoritmalar üretildi. 90'ların sonuna doğru daha gelişmiş ve kendi başına işlem gerçekleştirebilen daha gelişmiş otomatik algoritmalar

geçildi. Risk menajerlerinin kontrolünde bu algoritmanın kendi başına alım satım yaptığı gelişmiş sistemler kullanıldı.

Yüksek Frekanslı İşlemler “*High frequency trading*” (HFT) olarak adlandırılan, geçmişte sadece “*algorithmic trading*” olarak bilinen işlemlerin finansal piyasaların toplam işlem hacmi içindeki payı giderek artmaktadır. 2009 yılında “sıfır” olan YFİ’lerin 2013 yılında yüzde 40’ları aştığı iddia edilmektedir. YFİ olarak girilen emirler bazında bakıldığında yüzde 50’nin çok üzerine çıktığı hesaplanıyor.⁶⁹ Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği Kongresinde 17.11.2021 tarihinde konuşmacı BİST Genel Müdür Yardımcısı Erdiç TUTAM, BİST nezdinde YFİ’lerin pay piyasasında gerçekleşen toplam işlem miktarının %70’ni geçtiğini belirtmiştir.

Algoritmalar insanlar gibi duygusal eğilimleri olmadığı için yatırımlarda rasyonel davranarak Stop Loss gibi girilen kurallarda karar verme sıkıntısına girmeyerek, psikolojik hatalardan yatırımcıyı arındırıp matematiksel kararlarla yatırım yapılmasını sağlar. Bu sayede yatırımcıyı büyük risklerden korur. Yatırımcı girdiği limit aralığında karını ve zararını dengeleyebilmesine ve büyük zarar elde etmekten kaçınmasına imkan sağlar.

2.4.3. Sosyal Medya Manipülasyonları

Pay piyasalarında az miktarda yatırımla yüksek miktarda getiri elde etmeyi amaçlayan, riskli yatırım tercihi bulunan yatırımcılar, borsalarda pay fiyatının hızlı hareket ettiği fiili dolaşımdaki pay oranı düşük payları takip etmektedir. Bu duruma alternatif ikinci bir seçenek ise yüksek sermayeye sahip Borsalarda ün yapmış manipülatörler veya sosyal medya üzerinden fenomen haline gelmiş ve kalabalık yatırımcıları yönlendirebilen manipülatörler

⁶⁹ Fortune Türkiye, “Yüksek Frekanslı İşlemler Faydalı mı, Zararlı mı?”, (Çevrimiçi), <https://www.fortuneturkey.com/yazarlar-ali-agaoglu-yuksek-frekansli-islemler-faydali-mi-zararli-mi-54>, Temmuz 2014.

tarafından gerçekleştirilmektedir. Günümüzde sosyal medya platformları yüksek miktarda yatırımcının sanal ortamda bir araya gelmesini mümkün kılmakta ve yatırımcıların manipülasyon yapmak için sohbet grupları oluşturduğu görülmektedir. Sohbet grubu benzeri platform yöneticileri, yönlendirici nitelikte paylaşımlar yaparak tanımadığı binlerce yatırımcının belirli bir pay piyasasına yatırım yapmasına ve pay fiyatında etkilenmesine sebep olmaktadır.

Resim 2.1: Derinhisse Kullanıcı Adlı Twitter Hesabı Ekran Görüntüsü



Kaynak: Twitter, (Çevrimiçi), <https://twitter.com/derinhisse>, 07.12.2020.

Resim 2.1’de yer verilen @derinhisse kullanıcı adlı Twitter platformu kullanıcısı borsada işlem gören paylar üzerine paylaşımlar yapmakta ve söz konusu paylaşımları 197.000 kişi tarafından takip edilmektedir. Yüksek miktarda takipçi sayesinde hesap sahibinin yönlendirici nitelikteki paylaşımda bulunduğu pay piyasalarında yüksek miktarda pay fiyatı dalgalanması görülmektedir.

Resim 2.2: Derinhisse Kullanıcı Adlı Twitter Üyesinin Pay Piyasaları Hakkındaki 01.01.2020 Tarihli Paylaşımı

DERİN HİSSE TAKİP LİSTESİ (01.01.2020)														
STABİL EKONOMİ DÖVİZ VE FAİZ YATAY ENDEKS YÖN YUKARI			ENDEKS AZ DALGALI YATAY VE HAFİF YUKARI YÖN			DÖVİZ KURLARI VE FAİZ YUKARI GİDERKEN ENDEKS YÖN AŞAĞI			OLASI GLOBAL PİYASA KRİZLERİ			ENDEKSTEN BAĞIMSIZ ZORUNLU BÜYÜYECEK ŞİRKET		
HİSSE ADI	GİRİŞ FİYATI	VADESİ	HİSSE ADI	GİRİŞ FİYATI	VADESİ	HİSSE ADI	GİRİŞ FİYATI	VADESİ	HİSSE ADI	GİRİŞ FİYATI	VADESİ	HİSSE ADI	GİRİŞ FİYATI	VADESİ
KORDS	13,08	18 AY	OYLUM	5,09	18 AY	FRIGO	12,96	18 AY	KOZAL	74,05	18 AY	HUBVC	13,88	36 AY
AGHOL	17,59	18 AY	TRCAS	2,67	18 AY	PNSUT	12,67	18 AY	BIMAS	46,66	18 AY	KAREL	14,53	36 AY
MGROS	24,22	18 AY	CEMTS	8,28	18 AY	YUNSA	10,09	18 AY				NATEN	12,72	36 AY
TKNSA	4,2	18 AY	CIMSA	9,08	18 AY	VAKKO	4,54	18 AY				KFEIN	11,14	36 AY
TSKB	1,21	18 AY	DEVA	8,99	18 AY	DURDO	14,04	18 AY				TCELL	13,8	36 AY
ALBRK	1,53	18 AY	DARDL	3,79	18 AY	TATGD	6,29	18 AY				HEKTS	8,01	36 AY
RYAS	4,38	18 AY										NETAS	13,06	36 AY
RYGYO	4,59	18 AY										ASELS	20,94	36 AY
GENEL PORTFÖY ORANLARI SEPET														
%75 HİSSE %25 ALTIN			%70 HİSSE %30 ALTIN			%60 HİSSE %40 ALTIN			%40 HİSSE %60 ALTIN			%70 HİSSE %30 ALTIN		
YATIRIMCI PROFİLİNE GÖRE ÖRNEK HİSSE SEPETİ														
YÜKSEK RİSK YÜKSEK KAZANÇ			ORTA RİSK MAKUL KAZANÇ			AZ RİSK İSTİKRARLI KAZANÇ			AGRESİF BÜYÜYEN SEPET			KARMA SEPET		
HİSSE ADI	GİRİŞ FİYATI	VADESİ	HİSSE ADI	GİRİŞ FİYATI	VADESİ	HİSSE ADI	GİRİŞ FİYATI	VADESİ	HİSSE ADI	GİRİŞ FİYATI	VADESİ	HİSSE ADI	GİRİŞ FİYATI	VADESİ
RYAS	4,38	18 AY	MGROS	24,22	18 AY	TSKB	1,21	18 AY	HUBVC	13,88	36 AY	HUBVC	13,88	36 AY
TKNSA	4,2	18 AY	ALBRK	1,53	18 AY	KORDS	13,08	18 AY	YUNSA	10,09	18 AY	MGROS	24,22	18 AY
DARDL	3,79	18 AY	CEMTS	8,28	18 AY	PNSUT	12,67	18 AY	DURDO	14,04	18 AY	HEKTS	8,01	36 AY
FAVORİ SIRALAMASI : HUBVC, YUNSA, MGROS, ALBRK, TKNSA, RYAS, KAREL, TSKB, PNSUT, CEMTS, FRIGO, NATEN, KFEIN, TRCAS														
ÖZEL HİKAYESİ OLANLAR : ISKUR, ISBTR, ISATR, HUBVC, TKNSA														

Kaynak: Twitter, (Çevrimiçi), <https://twitter.com/derinhisse>, 01.01.2020.

Twitter platformunda yer alan @derinhisse kullanıcı adlı hesabın paylaşımlarında “pay kısa kodları, risk tercihi, yatırım vadesi, pay fiyatı” gibi verilere yer vererek yönlendirici nitelikte paylaşımlar yaptığı görülmektedir. Söz konusu Twitter hesabının yüksek sayıda takipçiye sahip olması sebebiyle yönlendirici nitelikte paylaşımda bulunduğu birçok payda fiyat hareketi gerçekleşmiştir. Söz konusu hesabı takip eden yatırımcılar, tavsiyelerin dayanaklarını sorgulamadan çok sayıda yatırımcının ilgili paya yöneleceği beklentisi ile işlem yapmaktadır. Bu işlemler neticesinde payda olağan dışı fiyat hareketleri oluşacak olup takipçi grubu bu fiyat hareketinden menfaat sağlamayı hedeflemektedirler.

Söz konusu yatırımcı hakkında 12.11.2020 tarihli 2020/70 sayılı SPK Haftalık Bülteninde “İzinsiz sermaye piyasası faaliyetinde bulunulması” fiili nedeniyle SPKn’nun 109/2 maddesi kapsamında hakkında suç duyurusunda bulunulmasına karar verilmiştir.⁷⁰

Söz konusu manipülasyon örneklerinden bir tanesi de sahip olduğu sermaye herkes tarafından bilinen şirket patronlarının veya manipülatörlerin, hedeflediği pay piyasasında yüksek miktarda işlem yapması sonucu payın fiyatında aşırı dalgalanmanın ortaya çıkarması

⁷⁰ SPK Bülteni, (Çevrimiçi), <https://spk.gov.tr/Bulten/Goster?year=2020&no=70>, 07.12.2020.

durumudur. Yatırımcılar bu kişileri takip edebilmek için patronun yatırım yaptığı aracı kurum kodunu veya bilgi sahibi olabilecek aracı kurum çalışanlarını, aracı kurum analiz birimlerini takip etmektedirler. Bu yatırımcı profili büyük balığı takip eden küçük balıkların büyük balıktan artanlarla beslenmesi durumuna benzemektedir. Büyük sermaye ile yatırım yapan yatırımcıların gelir beklenti hedefi de büyük olacağı için hedef pay piyasasında ciddi bir fiyat hareketine kısa sürede gerçekleştireceklerdir. Düşük sermayeye sahibi yatırımcılar bu tür büyük pay piyasası işlemleri sırasında küçük alım – satım işlemleri gerçekleştirerek kar elde etmeyi hedeflerler. Çünkü pay fiyatının hızlı bir şekilde yükseldiği gibi düşüşü de çok sert olması muhtemeldir. Genellikle manipüle olan paylar, fiyat hareketinin başladığı fiyat seviyesinden de daha düşük bir fiyata gerilemekte ve uzun süre tekrar yükseliş gösterememektedir.

Resim 2.3: Derinhisse Kullanıcı Adlı Twitter Üyesinin Pay Piyasaları Hakkındaki 11.12.2019 Tarihli Paylaşımı



Kaynak: Twitter, (Çevrimiçi), <https://twitter.com/derinhisse>, 11.12.2020.

Riskli yatırımları tercih eden yatırımcıların ikinci yatırım tekniklerinden bir tanesi de twitterda yazan borsa fenomenleri, whatsapp, telegram gibi sosyal medya sohbet grupları gibi ortamlarda organize olmak suretiyle ortaya çıkmaktadır. Bu kişiler sayfa yöneticisinin talimatıyla yöneticinin belirlediği payda alım yapmaya başlarlar. Burada iki önemli nokta vardır. Sayfa yöneticisi hedeflediği pay piyasasında herkesten önce kendisi büyük miktarda alım yaparak düşük fiyattan aldığı payı takipçileri sayesinde yüksek fiyattan satma imkanı bulacaktır ve kar elde edecektir. İkinci önemli nokta ise yöneticiyi takip eden yatırımcılar

payda fiyat hareketi olacağını ön görmekte ve yükseliş trendi üzerinde bir noktadan ayrılmak için çaba sarf etmektedirler. Bu grupta yer alan bireyler bilir ki grup içinden de bazı yatırımcılar zarar edecek ve pay fiyatını yükseltmeye çalışırken satışa geçebilecek yatırımcılar olması muhtemeldir.

Aşağıda Resim 2.4'te örneği verilen Telegram uygulamasında oluşturulmuş grupta, 30.098 üye ve yatırım yapmaya hazır 4.339 çevrimiçi üye bulunmaktadır.

Resim 2.4: Telegram Grubu Görüntüsü



Kaynak: Telegram, (Çevrimiçi).

30.000 üstünde yatırımcının aynı anda düşük tutarlarda dahi yatırım yapması halinde derinliği dar pay piyasalarında ciddi fiyat hareketlerine sebep olacaktır. Yatırımcıların işlem kalıbı düşük sermayeli çok sayıda yatırımcının aynı anda aynı pay piyasasında işlem yapması temeline dayanmaktadır. Resim 2.4'te yer aldığı üzere grubun üçte biri 10.000 TL ile yatırım yapması halinde 100.000.000 TL'lik işlem hacmi ortaya çıkması muhtemeldir. Söz konusu işlem hacmi borsamızdaki birçok pay piyasası için ciddi bir fiyat hareketine kolaylıkla neden olabilecektir.

Bu tür grupların tespit edilmesi ve engellenmesi regülatör kurular açısından oldukça zordur. Çünkü yatırımcılar bu tür gruplarda gerçek isimlerini kullanmamakta nickname takma ad ile yazışmalar gerçekleştirmektedir. Bu platformların genellikle Amerika merkezli faaliyet göstermesi ve hesap bilgilerini paylaşmakta zorluk çıkarması nedeniyle büyük organize grupları tespit etmek ve engellemek zor olmaktadır.

Resim 2.5: Telegram Uygulamasında Yer “Borsa66” Grubu Ekran Görüntüsü



Kaynak: Telegram, (Çevrimiçi).

Bu durum ancak bu tür gruplara Regülatör Kurum denetçi ve uzmanların söz konusu gruplara sızması ve önlem alması ile mümkün olmaktadır. Resim 2.5’te yer alan Telegram uygulaması sohbet ekranında takip edildiğini anlayan grup üyelerinin “*bence bu grupta SPK uzmanları var*” ifadesi yer almaktadır. Bu tür grupların zayıf yanı grup üye sayısının çok fazla olması sebebiyle grup üyelerinin birbirini tanımamasından kaynaklanmaktadır. Bu durumda regülatör ve borsa denetim birimlerinin söz konusu sosyal medya oluşumlarına sızarak yatırımcılar hakkında tedbir uyguladığı görülmektedir.

Resim 2.6: 25.11.2020 Tarihli 2020/72 Sayılı SPK Bülteni

1. Diğer Yaptırım, Tedbir ve İşlem Yasakları

A.V.O.D. Kurutulmuş Gıda ve Tarım Ürünleri AŞ (AVOD), Martı Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı AŞ (MRGYO) ve Adese Alışveriş Merkezleri Ticaret AŞ (ADESE) pay piyasalarında meydana gelen fiyat ve miktar hareketlerine ilişkin olarak yapılan incelemeler sonucunda, Telegram adlı sosyal medya uygulamasındaki **“Borsa66”** adlı grup ile **“@hasanmese35”** Twitter hesabı üzerinden, takipçilerine AVOD, MRGYO ve ADESE payları ile ilgili olarak yatırımcıların kararlarını etkilemek ve bu suretle menfaat temin etmek amacıyla yanıltıcı nitelikte paylaşımlarda bulunduğu belirlenen Hasan MEŞE adlı şahıs ile aşağıdaki tabloda yer verilen kişiler tarafından gerçekleştirilen işlemlerde 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun (SPKn) “Piyasa dolandırıcılığı,” başlıklı 107 nci maddesinin 2 nci fıkrasında sayılan fiillerin işlendiğine dair makul şüphe bulunması nedeniyle, 6362 sayılı SPKn'nun 1 inci maddesi çerçevesinde yatırımcıların hak ve yararlarının korunmasını teminen, 6362 sayılı SPKn'nun 101/1 maddesi ve V-101.1 sayılı Bilgi Suistimali ve Piyasa Dolandırıcılığı İncelemelerinde Uygulanacak Tedbirler Tebliği'nin 5/1 ve 6/1 maddeleri uyarınca; aşağıdaki tabloda bilgilerine yer verilen kişiler hakkında 26.11.2020 tarihinden başlamak üzere borsalarda 6 ay süreyle geçici işlem yasağı uygulanmasına karar verilmiştir.

Kaynak: SPK, (Çevrimiçi), <https://spk.gov.tr/Bulten/Goster?year=2020&no=72>, 07.12.2020.

Yukarıda yer alan Resim 2.6'de 25.11.2020 tarihli 2020/72 sayılı SPK Bülten metnine yer verilmekte olup **“Borsa66”** isimli Telegram uygulaması grubuna üye, 10 yatırımcı hakkında SPKn'nun 101/1 maddesi ve V-101.1 sayılı Bilgi Suistimali ve Piyasa Dolandırıcılığı İncelemelerinde Uygulanacak Tedbirler Tebliği kapsamında yatırımcılara işlem yasağı getirildiği görülmektedir.

Regülatör kurumların yaptırımlarından çekinen manipülatörler daha az sayıda yatırımcı ile kapalı sanal gruplar oluşturmaktadır. Bu tür gruplara örnek olarak kapalı Whatsapp uygulaması grupları yer almaktadır. Bu tür grup yönetici tarafından sıkı şekilde kontrol edilmekte ve gruba yeni üye dahil edilirken vatandaşlık numarası ve aracı kurum hesap özetlerine kadar talep edilmektedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

BİST NEZDİNDE GERÇEKLEŞEN MANİPÜLASYON İŞLEMLERİNİN PAY PİYASALARI ÜZERİNE ETKİSİNİ ÖLÇMEK ÜZERİNE BİR MODEL UYGULAMASI

3.1. Modelin Amaç ve Kapsamı

Çalışma kapsamında sermaye piyasalarına güveni sarsan önemli etkenlerden biri olan manipülasyonun Borsa İstanbul üzerine etkisini ölçmek amaçlanmaktadır.

30 Temmuz 1981 yılında yayımlanan 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda 47/I-A-2 maddesinde manipülasyon suçu tanımlanmış olup, 30 Aralık 2012 tarihinde yayımlanan 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda manipülasyon suçu Piyasa Dolandırıcılığı ve Piyasa Bozucu Eylem olmak üzere ikiye ayrılarak suç tanımlaması yapılmıştır. Bu kapsamda Piyasa Dolandırıcılığı ve Piyasa Bozucu Eylem suçları, 2012 yılı öncesi tanımlaması olan manipülasyon tanımlaması ile aynı nitelikte olduğu için 2012 sonrası yaptırımlara ilişkin veriler konsolide değerlendirilecektir.

Sermaye Piyasası Kurulu tespit ettiği manipülasyon işlemlerini SPK Bültenlerinde kamuya duyurmaktadır. Bu duyurularda manipülasyonun gerçekleştiği pay piyasası belirtilmektedir. SPK Bültenlerinde 2017 yılına kadar manipülasyonun gerçekleştiği tarih aralığına da yer verilmiş olmakla birlikte sonraki dönemlerde bu uygulamadan vazgeçilmiş ve sadece pay ismi belirtilmekle yetinilmiştir. SPK tarafından kamuya duyurulan veriler ışığında, 2010-2020 döneminde SPK Bültenlerinde yer alan manipülasyon suç duyuruları dikkate alınacaktır. Piyasa Bozucu Eylemlere ilişkin olarak ise failler hakkında kesilen idari para cezası tutarları dikkate alınacaktır.

Çalışma kapsamında 2010 – 2020 yıllarında yayınlanan 555 SPK Bülteni incelenmiştir. Söz konusu 555 bültende 388 kez manipülasyon işlemi (Piyasa Dolandırıcılığı ve Piyasa Bozucu Eylemler dahil) gerçekleştiği tespit edilmiştir.

SPK tarafından manipülasyon pay bilgileri yayınlanmakla birlikte söz konusu payda gerçekleşen işlem hacimleri ve manipülatörlerin menfaat tutarları kamuya duyurulmamaktadır. Bu durum manipülasyon üzerine akademik çalışmaların ve ekonometrik modellerin gerçekleştirilmesini sınırlamaktadır.

Borsa İstanbul nezdinde gerçekleşen manipülasyon verilerine tahminlemek için Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) nezdinde yer alan Fiili Dolaşımdaki Pay verileri dikkate alınmıştır. Fiili Dolaşımdaki Pay kavramı borsada işlem gören alınıp – satılabilen payları ifade etmektedir. Yani Borsada işlem gören manipüle edilebilecek maksimum pay miktarı, Fiili Dolaşımdaki Pay miktarı kadar olabilecektir. MKK kurmuş olduğu Veri Analiz Platformu, vap.org.tr adresli internet sitesi üzerinden borsada işlem görmekte olan ve işleme kapatılmış tüm payların verilerini yetkili resmi kurum olarak yayınlamaktadır.

Manipülatörler manipüle edecekleri payı belirlerken payın Fiili Dolaşımdaki Pay miktarını ve pay fiyatını dikkate alırlar. Manipülatör sahip oldukları sermaye ve işlem limitlerini dikkate alarak ederek payı manipüle edip edemeyeceğine karar verir. Pay piyasasında işlem yapmaya başlamadan önce bu hesaplama yapılmadığı takdirde manipülatörün manipüle ettiği pay piyasasında daha yüksek sermayeye sahip başka bir yatırımcı tarafından baskılanması ve işlemleri sebebiyle zarar elde etmesi muhtemeldir.

Şirketlerin halka açıklık oranları farklılık gösterebilmektedir. Şirket paylarının %50'sinden fazlasının halka açık olması durumunda Fiili Dolaşımdaki Payların büyük bölümünü alan yatırımcı şirketin ortağı haline gelmektedir. Şirket ortağı olmak isteyen yatırımcılar için fiili dolaşımdaki payları toplamak bir imkan olabilmekle birlikte

manipülatörlerin amacı Şirket ortağı olmak değildir. Bu kapsamda manip lat rler fiili dolaşımdaki payları toplamak suretiyle pay fiyatını yükseltip sahip oldukları payları satarak menfaat elde etmeyi amaçlamaktadırlar. Bu kapsamda bir manip lat r n manipüle edeceği pay piyasasında Şirket paylarının maksimum %50'sine kadar alım yapmasını muhtemel kılmaktadır.

Kurulan ilk modelde SPK Bültenlerinde yer alan manip lasyon suç duyurularının pay piyasasındaki sonraki gün ağırlıklı ortalama fiyat üzerine etkisini ölçmek hedeflenmiŐtir. SPK bültenlerini piyasanın işleme kapalı olduğu işlem saatlerinde açıklamaktadır. Bu kapsamda SPK'nın suç duyurusunda bulunduğu gün pay kapanış fiyatı dikkate alınarak ertesi gün pay ağırlıklı ortalama fiyatı üzerine etkisinin dikkate alınmıştır. Çalışma kapsamda SPK'nın suç duyurusunda bulunduğu 356 pay piyasasında payın kapanış günü fiyatı ve sonraki gün ağırlıklı ortalama fiyatında ortaya çıkan etkisi analiz edilmiştir.

Kurulan ikincil modelde Piyasa Dolandırıcılığı suçu için gerçekleşen manip lasyon tutarını hesaplamak için ilgili payın o yıldıki Fiili Dolaşımdaki Pay miktarının %20 oranında manipüle edildiği varsayılmıŐ ancak yapılacak olan ekonometrik analizlerde %30 ve %40 manipüle edilme varsayımları da analiz edilmiştir. Piyasa Bozucu Eylemler suçuna ilişkin olarak manip lasyon tutarı hesaplanırken SPK tarafından haftalık bültende ilan edilen idari para cezası tutarları dikkate alınmıştır. Bu varsayımlar eşliğinde Türkiye'de B ST nezdinde gerçekleşen manip lasyon verilerinin B ST 100 endeksine ve B ST nezdinde gerçekleşen tüm işlem hacmini ifade eden XUTUM  zerine etkisini ölçmek amaçlanmaktadır.

BİST 100 endeksini ifade eden XU100 verileri ve BİST’te işlem gören tüm payların toplam işlem hacmini ifade eden XUTUM verileri Borsa İstanbul’un internet sitesinde yer alan veri platformu BİST Data Store⁷¹ adresinden sağlanmıştır.

3.2. Modelin Kısıtları

Sermaye Piyasası Kurulu’nun haftalık bültenlerinde manipülasyon suçunun gerçekleştiği pay piyasası ve işlem yılı ilan edilmektedir. Manipülasyon suçu fiil itibariyle gerçekleştikten sonra tespit edilmesi mümkündür. Bu kapsamda manipülasyon suçunun SPK tarafından tespit edilmesi ve incelenmenin tamamlanması her manipülasyon suçu için aynı yıl içinde gerçekleşmeyebilmektedir. SPK 2010-2016 yıllarında haftalık bültenlerinde tespit edilen manipülasyon suçunun dönemlerini belirterek ilan ediyordu fakat 2017 yılından sonra Haftalık Bültenlerde manipülasyon suçunun gerçekleştiği dönem bilgisi yayınlanmamaya başlanmıştır. Bu sebeple manipülasyonun gerçekleştiği dönemi tespit etmek mümkün olmadığı için manipülasyon suçunun bültende yayınlandığı yıl manipülasyon fiilini gerçekleştiği yıl olarak kabul edilmiş ve üçer aylık dönemler halinde manipülasyon toplamı hesaplanmıştır. Manipülasyon miktarının tespiti için Fiili Dolaşımdaki Pay miktarının dikkate alınacağı yıl olarak haftalık bültende yayınlandığı yıl kabul edilmiştir.

Çalışma kapsamında Borsa İstanbul nezdinde gerçekleşen manipülasyon verilerini tahmin edebilmek için SPK’nın resmi internet sitesi spk.gov.tr adresinde yayınlanan bültenlerde yer alan Piyasa Dolandırıcılığı suçu sebebiyle Cumhuriyet Başsavcılığına yapılan suç duyuruları ve Piyasa Bozucu Eylemler sebebiyle ilgililer hakkında düzenlenen İdari Para Cezaları incelenmiştir. Bu kapsamda 2010 – 2020 yıllarında yayınlanan 555 SPK Bülteni incelenmiştir. Söz konusu 555 bültende 388 kez manipülasyon işlemi gerçekleştiği tespit edilmiştir.

⁷¹ BİST Datastore, (Çevrimiçi), <https://datastore.borsaistanbul.com>.

Borsa İstanbul nezdinde gerçekleştirilen manipölasyon verilerine hesaplayabilmek için Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) nezdinde yer alan Fiili Dolaşımdaki Pay verileri dikkate alınmıştır. Fiili Dolaşımdaki Pay kavramı borsada işlem gören alınıp – satılabilen payları ifade etmektedir. Yani Borsada işlem gören manipüle edilebilecek maksimum pay miktarı, Fiili Dolaşımdaki Pay miktarı kadar olabilecektir. MKK kurmuş olduğu Veri Analiz Platformu, vap.org.tr adlı internet sitesi üzerinden borsada işlem görmekte olan ve işleme kapatılmış tüm payların verilerini yetkili resmi kurum olarak yayınlamaktadır.

Manipölatorler manipüle edecekleri payı belirlerken payın Fiili Dolaşımdaki Pay miktarını ve pay fiyatını dikkate alırlar. Manipölator sahip oldukları sermaye ve işlem limitlerini dikkate alarak hedefledikleri payı manipüle edip edemeyeceğine karar verir. Pay piyasasında işlem yapmaya başlamadan önce bu hesaplama yapılmadığı takdirde manipölatorün manipüle ettiği pay piyasasında daha yüksek sermayeye sahip başka bir yatırımcı tarafından baskılanması ve işlemleri sebebiyle zarar elde etmesi muhtemeldir.

Bir pay piyasasının manipüle edildiğın değerlendirirken, Fiili Dolaşımdaki Pay miktarının %1-50 aralığında el değıştirmesi muhtemel olup bir manipölatorün şirket paylarının %50'sinden fazlasını alması muhtemel değıldir. Çünkü bu durumda manipölator şirket sahibi haline gelecektir. Manipölatorlerin amacı pay alım satımından kısa sürede kar elde etmektedir. Bu sebeple bir pay piyasasının manipüle edildiğini iddia etmek için %1-50 aralığında Fiili Dolaşımdaki Pay miktarına hakim olunması söz konusudur.

Manipölasyon ve Piyasa Dolandırıcılığı suçu için gerçekleşen manipölasyon tutarını hesaplamak için ilgili payın o yıldaki Fiili Dolaşımdaki Pay miktarının %20 oranında manipüle edildiğı varsayılmıştır. Piyasa Bozucu Eylemler suçuna ilişkin olarak manipölasyon tutarı hesaplanırken SPK tarafından haftalık bültende ilan edilen idari para cezası tutarları dikkate

alınmıştır. Bu varsayımlar eşliğinde Türkiye’de BİST nezdinde gerçekleşen manipülasyon verileri hesaplanarak analiz edilmiştir.

3.3. Analiz Verileri

Çalışma kapsamında kurulan ilk modelde, 2010-2020 yılları arasında 356 manipülasyondan suç duyurusunda bulunulmuş olup ilgili payın kapanış günü pay fiyatı ve ertesi günü oluşan ağırlıklı ortalama pay fiyatı dikkate alınmıştır.

Kurulan ikinci modelde kullanılan veriler 2010-2020 yılları arasında üç aylık verilerden oluşmaktadır. SPK bülteninde ilan edilen manipülasyon suçlarının üçer aylık toplamaları, BİST XUTUM verilerinin üçer aylık toplamaları ve BİST100 endeksinin üçer aylık dönemlerdeki % değişimleri dikkate alınmaktadır.

Borsa İstanbul nezdinde gerçekleştirilen manipülasyon verilerine hesaplayabilmek için Merkezi Kayıt Kuruluşu (MKK) nezdinde yer alan Fiili Dolaşımdaki Pay verileri dikkate alınmıştır. Fiili Dolaşımdaki Pay kavramı borsada işlem gören alınıp – satılabilen payları ifade etmektedir. Yani Borsada işlem gören manipüle edilebilecek maksimum pay miktarı, Fiili Dolaşımdaki Pay miktarı kadar olabilecektir. MKK kurmuş olduğu Veri Analiz Platformu, vap.org.tr adlı internet sitesi üzerinden borsada işlem görmekte olan ve işleme kapatılmış tüm payların verilerini yetkili resmi kurum olarak yayınlamaktadır.

3.4. Model – Modelin Uygulanması

Çalışma kapsamında öncelikle doğrusal bir model kurulmuştur.

Dependent Variable: SONRAKI_AOF
Method: Least Squares
Date: 01/06/22 Time: 13:05
Sample: 1 356
Included observations: 356

Variable	Coef ficient	Std. Error	t- Statistic	Pro b.
	-	0.015	-	0.0
C	0.054729	489	3.533429	005
	1.01	0.001	918.4	0.0
KAPANIS	3495	103	847	000
R-squared	0.99			4.1
Adjusted R-squared	9581	Mean dependent var		18961
	0.99			13.
	9579	S.D. dependent var		62243
	0.27			0.2
S.E. of regression	9387	Akaike info criterion		93162
	27.6			0.3
Sum squared resid	3213	Schwarz criterion		14931
	-	Hannan-Quinn		0.3
Log likelihood	50.18278criter.			01821
	8436			1.8
F-statistic	14.2	Durbin-Watson stat		42379
	0.00			
Prob(F-statistic)	0000			

Doğrusal modelde kapanış fiyatının 0.013 üzerinde bir sonraki gün ağırlıklı ortalama pay fiyatı oluştuğu görülmüştür. Burada elde edilen parametre, bir eğim parametresi olduğu için elastikiyetleri görebilmek için model logaritmikleştirilmiştir.

Dependent Variable: LOG(SONRAKI_AOF)
Method: Least Squares
Date: 01/06/22 Time: 13:03
Sample: 1 356
Included observations: 356

Variable	Coef ficient	Std. Error	t- Statistic	Pro b.
	-	0.002	-	0.0
C	0.003660	166	1.689405	920
	0.99	0.001	583.1	0.0
LOG(KAPANIS)	9762	714	355	000
R-squared	0.99			0.6
Adjusted R-squared	8960	Mean dependent var		80547
	0.99			1.0
	8957	S.D. dependent var		64007
	0.03			-
S.E. of regression	4361	Akaike info criterion		3.898198
	0.41			-
Sum squared resid	7955	Schwarz criterion		3.876429
	695.	Hannan-Quinn		-
Log likelihood	8793criter.			3.889539

	3400		1.7
F-statistic	47.0	Durbin-Watson stat	89843
	0.00		
Prob(F-statistic)	0000		

Logaritmik modelde kapanıştaki yüzde birlik değişikliğin sonraki gün ağırlıklı ortalama fiyat üzerinde %0.999'luk bir değişikliğe sebep olduğu görülmüştür. Burada bulunmamakla beraber sonraki gün ağırlıklı ortalama pay fiyatı ve işlem günü kapanış fiyatı için durağanlık analizleri yapılmıştır. Her ikisinin de düzeyde durağan olduğu görülmüştür. Uzun dönem ilişkinin söz konusu olup olmadığına bakmak için üçüncü bir model kurulmuştur. Sonraki gün ağırlıklı ortalama pay fiyatı, işlem günü kapanış fiyatı ile modellenmeye çalışılmıştır.

Dependent Variable: SONRAKI_AOF
Method: Least Squares
Date: 01/06/22 Time: 13:11
Sample: 1 356
Included observations: 356

Variable	Coef ficient	Std. Error	t- Statistic	Pro b.
	-	2.26E-	-	0.0
C	0.054729	16	2.42E+14	000
	1.01	1.61E-	6.28E	0.0
KAPANIS	3495	17	+16	000
	1.00	7.77E-	1.29E	0.0
R1	0000	16	+15	000
R-squared	1.00			4.1
Adjusted R-squared	0000	Mean dependent var		18961
	1.00			13.
	0000	S.D. dependent var		62243
	4.08			5.8
S.E. of regression	E-15	Sum squared resid		9E-27
	1.98			1.2
F-statistic	E+33	Durbin-Watson stat		70509
	0.00			
Prob(F-statistic)	0000			

Modeldeki R1 değişkeni sonraki gün ağırlıklı ortalama pay fiyatının 1 gecikmeli hata terimini tanımlamaktadır. Kurulan bu modelde R^2 'nin 1 olduğunu dikkat çekici bir şekilde görülmüştür. Söz konusu durum deterministik bir yapının mevcut olduğunu göstermektedir.

Deterministik yapıdaki model, SPK Bültenlerinde yer verilerek kamuya ilan edilen manipülasyon suç duyurularının bir sonraki gün pay ağırlıklı ortalama fiyatı üzerine hiçbir etkisinin olmadığını göstermekte ve yatırımcıların SPK Bültenlerinde yer alan manipülasyon haberine kayıtsız kaldıklarının ispatı haline gelmektedir.

Dependent Variable: BIST				
Method: Least Squares				
Date: 01/06/22 Time: 13:19				
Sample: 1 44				
Included observations: 44				
Variable	Coef ficient	Std. Error	t- Statistic	Pro b.
C	852. 5714	1844. 350	0.462 261	0.6 463
_20	5.64 E-05	4.52E- 05	1.248 341	0.2 188
R-squared	0.03			215
Adjusted R-squared	5776	Mean dependent var		5.605
	0.01			101
	2819	S.D. dependent var		51.49
	1008			21.
S.E. of regression	6.21	Akaike info criterion		32012
	4.27			21.
Sum squared resid	E+09	Schwarz criterion		40121
	-	Hannan-Quinn		21.
Log likelihood	467.0425criter.			35019
	1.55			2.2
F-statistic	8354	Durbin-Watson stat		98239
	0.21			
Prob(F-statistic)	8821			

İkinci grup modelin analizinde model kısıtları çerçevesinde hesaplanan manipülasyon işlem hacminin, BİST100 endeksine etkisi analiz edilmiş ve manipülasyon işlem hacminin endeksi etkilemediği görülmüştür. Model kısıtında manipülasyon tutarı hesaplanırken, fiili dolaşımdaki pay miktarının %20 oranında manipüle edildiği varsayılarak hesaplanmış olmakla birlikte, söz konusu analize ek olarak modelde verilmemekle birlikte %30 ve %40 oranlarında manipüle edilmesi varsayımı altında da dikkate alınarak analiz edilmiştir. Bu analizler neticesinde de manipülasyon tutarının BİST100 endeksini etkileyecek hiçbir ilişki içinde olmadığı görülmüştür.

Model kısıtları çerçevesinde hesaplanan manipölasyon işlem hacminin, BİST nezdinde işlem gören tüm payların toplam işlem hacimlerini gösteren XUTUM üzerine etkilerini tespit etmek üzere de bir model kurulmuştur. Bu modelde de %20, %30 ve %40 oranında manipölasyon işlem hacminin XUTUM üzerine etkisi analiz edilmiş ve manipölasyon işlem hacminin XUTUM üzerinde etkisi olmadığı görölmüştür.

Dependent Variable: TURNOWER				
Method: Least Squares				
Date: 01/06/22 Time: 13:20				
Sample: 1 44				
Included observations: 44				
Variable	Coef ficient	Std. Error	t- Statistic	Pro b.
	8159	3441.	23.70	0.0
C	8.24	664	895	000
	0.87	0.287	3.057	0.0
BIST	8096	209	338	039
	3.24	8.56E-	0.037	0.9
_20	E-06	05	789	700
	0.19			835
R-squared	1974	Mean dependent var		65.84
Adjusted R-squared	0.15			203
	2558	S.D. dependent var		93.70
	1877			22.
S.E. of regression	3.75	Akaike info criterion		58405
	1.45			22.
Sum squared resid	E+10	Schwarz criterion		70570
	-	Hannan-Quinn		22.
Log likelihood	493.8492criter.			62917
	4.87			0.1
F-statistic	0470	Durbin-Watson stat		78931
	0.01			
Prob(F-statistic)	2654			

Model geliştirilerek XUTUM'u açıklamak üzere BİST100 endeks değışim verisi de modele eklendiğinde, BİST100 değışim parametresinin anlamlı olduğunu fakat %20, %30, %40 manipölasyon tahminlemelerinin XUTUM üzerinde hiçbir etkisi olmadığı görölmüştür.

Dependent Variable: TURNOWER
Method: Least Squares
Date: 01/06/22 Time: 13:20
Sample: 1 44

Included observations: 44				
Variable	Coef ficient	Std. Error	t- Statistic	Pro b.
	8234	3758.	21.90	0.0
C	6.88	633	873	000
_20	5.28	9.21E-	0.573	0.5
	E-05	05	032	697
R-squared	0.00			835
Adjusted R-squared	7758	Mean dependent var		65.84
	-			203
	0.015867	S.D. dependent var		93.70
	2055			22.
S.E. of regression	4.86	Akaike info criterion		74397
	1.77			22.
Sum squared resid	E+10	Schwarz criterion		82507
	-	Hannan-Quinn		22.
Log likelihood	498.3674	criter.		77405
	0.32			0.2
F-statistic	8366	Durbin-Watson stat		50943
	0.56			
Prob(F-statistic)	9678			

Manipülasyon işlem hacminin gerek XUTUM işlem hacmine, gerekse BİST100 endeksi değişimi üzerine etkisi değerlendirildiğinde, fiili dolaşımdaki pay oranının %20, %30 ve %40 oranında manipüle edildiği varsayımları altında XUTUM işlem hacmini ve BİST100 endeksine etkisi olmadığı tespit edilmiştir. Zaten benzer şekilde kurulan logaritmik sonraki gün ağırlıklı ortalama fiyatı açıklama gayretindeki modelin, bir önceki hata terimleri eklendiğinde deterministik bir modele dönüşmüş olması da buradaki savı destekler niteliktedir.

SONUÇ

Sermaye piyasalarının gelişimi, ülke ekonomilerinin gelişmesinde büyük önem arz etmektedir. Organize borsalar aracılığı ile uluslararası yatırımcıların ve fonların halka açık şirketlere ortak olabilmesi ve hisselerine yatırım yapabilmesi günümüz teknolojik altyapısında kolaylaşmıştır. Günümüzde borsalara erişmek, gelişmiş teknolojik altyapı ile bireysel yatırımcılar açısından da oldukça kolaydır. Sermaye piyasalarına erişimin kolaylaşması ile birlikte piyasalara olan güvenin sağlanması ve sürdürülebilirliği büyük önem arz etmektedir.

Sermaye piyasalarının tarihsel gelişim süreci dikkate alındığında trampa ticaret sisteminden, pazarların kurulumuna ve ilk borsaların oluşumundan günümüz gelişmiş borsa sistemlerine geçiş süreci yer almaktadır. Osmanlı Devleti döneminde savaş masraflarının finansmanı nedeniyle ilk tahvil ihracı gerçekleşmiş ve sonrasında Galata Bankerleri olarak anılan banker şahısların devlet harcamaları için borç verdiği bankerler dönemi başlamıştır. Söz konusu durum devlet bütçesinin yetersiz kaldığı savaş gibi durumlarda, sermaye piyasalarının gelişmişliğinin önemli olduğunu ortaya koymuştur. Sermaye piyasaları bireylerin bireysel borçları için finansman imkanı sağladığı bir piyasa olarak faaliyete başlamış olsa da zamanla devlet borçlarının finanse edildiği gelişmiş bir sistem haline gelmiştir. Osmanlı Devleti'nin son döneminden Türkiye Cumhuriyeti'nin ilk borsasının kuruluşuna kadar borsaların gelişimi ve eski unvanıyla İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, yeni unvanıyla Borsa İstanbul AŞ'nin tarihsel sürecine çalışmada yer verilmiştir.

Uluslararası Sermaye Piyasalarının gelişimini analiz etmek için Dünya Borsaları ve Borsa İstanbul'un piyasa kapitalizasyonu, işlem hacmi, işlem gören şirket sayıları gibi önemli hususlar incelenmiştir. Ülkemiz borsalarında işlem yapan yatırımcı profili analiz edildiğinde yerli yatırımcıların genellikle kısa vadede yüksek kazanç elde etmek amacıyla yüksek miktarda işlem hacmi gerçekleştirdiği, uzun vadeli yatırımlar yapmadığı tespit edilmiştir. Borsa oynamak vb. tabirlerin yerleştiği ülkemiz borsalarında yatırımcıların pay elde tutma

süreleri dikkat çekicidir. Yerli yatırımcıların BİST100 endeksinde pay elde tutma süreleri 2019 yılında 28 gün iken 2020 yılında 18 gün seviyesine gerilemiştir. Yabancı yatırımcıların BİST100 nezdinde pay elde tutma süreleri incelendiğinde; 2019 yılında pay elde tutma süresi 115 gün iken, 2020 yılında 55 gün olarak gerçekleşmiştir. Borsalarımızın gelişimi için yatırımcıların uzun vadeli yatırım yapması ve borsaları bir oyun ortamı olarak görmemesi, bu konuda bilinçlendirilmesi gerektiği anlaşılmaktadır. Bu kapsamda ülkemiz borsalarının güçlü ve zayıf yönleri değerlendirilerek, yatırımcıların finansal okuryazarlık seviyesinin geliştirilmesi gerekliliği vurgulanmıştır.

Sermaye piyasaları ve borsalarda sağlıklı büyüme ortamının sağlanması için yatırımcıların piyasaya ve piyasayı düzenleyen regülatör otoritelere güven duyması gerekmektedir. Yatırımcıların sermaye piyasaları ve borsalara güvenini sarsan en önemli etkenlerden biri şüphesiz manipülasyon işlemleridir. Bu kapsamda sermaye piyasalarının önemli kurumları arasında yer alan borsalarda gerçekleşen manipülasyon teknikleri bu çalışma kapsamında detaylı olarak incelenmiştir.

Bu çalışmada manipülasyon tekniklerinin detaylı olarak anlatılmasındaki amaç; yatırımcıların borsada işlem gerçekleştirirken, manipülatörlerin tekniklerine karşı bilinçlenmeleri ve manipüle edildiğinde şüphe duydukları piyasalarda kendi önlemlerini alarak tasarruflarını kendi bilgi birikimleri ile koruyabilmeleridir.

Sermaye piyasaları ve borsaların gelişimi söz konusu piyasalarda işlem yapan yatırımcıların finansal okuryazarlık bilgilerinin gelişimi ile paralellik göstermektedir. Bu kapsamda yatırımcıların borsaları “oyun, kumar” ortamı olarak görmeyip, ciddi bir yatırım kurumu olarak görmesi ve yatırım stratejilerini bu yönde şekillendirmesi önem arz etmektedir.

Yatırımcıların bireysel tasarruflarını değerlendirmek için yöneldikleri borsalarda finansal okuryazarlık seviyelerinin düşük olması sebebiyle, manipülatörler tarafından

aldatılması sık gerçekleşen bir durumdur. Bu kapsamda yatırımcıların manipülasyonun nasıl gerçekleştiğini anlaması, manipülatif işlemlere karşı tedbir alabilmesine imkan sağlayacaktır.

Çalışmanın ikinci bölümünde 21 manipülasyon tekniği tanımlanarak ülkemizde ve dünya borsalarında meydana gelen manipülasyon örneklerine yer verilmiştir. Çalışmanın bu bölümünde literatürde tanımlanmamış “*Altın Süre T+2 Manipülasyonu*” ve “*Şemsiye Açma, Lambalama, Sinyal Yakma, Yeşil Işık Yakma*” manipülasyon teknikleri tanımlanmıştır.

İncelenen manipülasyon tekniklerinde manipülatörlerin ve kötü niyetli şirket patronlarının uygulayabileceği teknikler arasında; sahte haber yayma, birlikte hareket etme, suni artış – suni düşüş gerçekleştirici işlemler gerçekleştirme, manipülasyon işlemlerini gizleme, fiktif işlemler gibi teknikler dikkat çekici olup, söz konusu işlemlerin mevzuatta yer alan hukuki yaptırımlarına yer verilmiştir.

SPK’nın manipülasyon suç duyurularında suçun dönemine yer vermesi büyük önem arz etmekte olup, yatırımcıların manipülasyon fiili sebebiyle zararlarını manipülatörü dava ederek tazmin edebilme imkanlarının olması yatırımcılar açısından önem arz etmektedir. Manipülasyon fiili tespit edilen manipülatörün hapis cezası alıp almaması, söz konusu payda maddi zarara uğrayan yatırımcıların zararını gidermemektedir. Bu kapsamda düzenleyici kurumlar tarafından manipülasyon sebebiyle zarara uğrayan yatırımcıların zararını tazmin edebilmek için yeni düzenlemeler yapılması gerekmektedir. Manipülasyon üzerine yapılacak akademik çalışma sayısının artırılması için, manipülasyon verilerinin düzenleyici otoriteler tarafından kamunun erişimine açık hale getirilmesi önem arz etmektedir.

Sermaye piyasalarında gerçekleşen manipülasyon işlemleri o payda yatırım yapan diğer yatırımcıların suçu değildir. Bu kapsamda sermaye piyasalarına daha güçlü bir güven ortamının sağlanması için manipülasyon sebebiyle zarara uğrayan yatırımcıların zararının tazminini sağlayacak düzenlemeler gerekmektedir. Sermaye piyasalarında yatırımcıları

korumaya yönelik hali hazırda kamu tüzel kişiliğine haiz Yatırımcı Tazmin Merkezi (YTM) faaliyet göstermektedir. Manipülatif işlemler neticesinde zarara uğramış yatırımcıların kayıpları YTM'nin mevcut gelirlerinden karşılanabilir. Benzer şekilde sermaye piyasalarında Piyasa Bozucu Eylemler gerçekleştiren yatırımcılara uygulanan para cezalarından elde edilen gelirden pay ayrılarak, manipülatif işlemler sebebiyle zarara uğrayan yatırımcıların zararı giderilebilir.

Çalışmada ayrıca Yüksek Frekanslı İşlem (YFİ) olarak tanımlanan sermaye piyasalarına yüksek hızda emir iletme ve algoritmalar aracılığı ile borsada işlem yapma imkanı veren Yüksek Frekanslı İşlemler tanımlanmıştır. Yüksek Frekanslı İşlemlerin avantajları dışında sebep olduğu dezavantajlar ve Yüksek Frekanslı İşlemleri kullanmak suretiyle gerçekleştirilen 3 manipülasyon tekniği olan Sahte Fiyatlama, Katmanlama ve Fiyat Aldatmacası tekniklerine çalışmada yer verilmiştir.

Teknoloji alanındaki gelişmeler hayatın birçok aşamasına fayda sağladığı gibi borsalardaki yatırım teknikleri de bundan etkilenmektedir. 2009 yılında hayata geçen bilgisayar tabanlı algoritmik yatırım teknikleri günümüzde Yüksek Frekanslı İşlem olarak karşımıza çıkmaktadır. Teknolojinin olumlu faydalarının yanında zararları olduğu gibi Yüksek Frekanslı İşlemlerinde olumlu ve olumsuz faktörleri bulunmaktadır. Regülatör kurumlar açısından Yüksek Frekanslı İşlemleri temelli yasaklamak uluslararası yatırımcıları piyasadan uzaklaştıracaktır.

Yüksek Frekanslı İşlemlerin ülkemizde yeni yeni gelişmekte olan bir sistem olması sebebiyle daha önce faaliyete girdiği Amerika, Avrupa ve Uzak Doğu ülkelerinde meydana gelen “Flash Crash” adı verilen ani düşüş ve yükseliş işlemlerinin beklenmedik olumsuz etkilerinden korunmak için regülasyonlara gidilmesi ve benzeri piyasa bozulmalarının ülkemizde ortaya çıkmasının önüne geçilmesi gerektiği vurgulanmıştır.

Yüksek Frekanslı İşlemlerin gelecekte halini alacağı Ultra YFİ ve Flash Trading alt yapıları da halen gelişmektedir. Bu piyasalarda Yüksek Frekanslı İşlem yapan yatırımcıların çok yüksek hızda birbirleri arasında yapacakları alım-satımların pazarın büyük bir bölümünü oluşturması beklenmektedir. 2021 yılı itibariyle Yüksek Frekanslı İşlemleri pay piyasasında gerçekleşen toplam işlem miktarının %70'ini gerçekleştirmektedir.

Borsa İstanbul AŞ nezdinde gerçekleşen Manipülasyon işlemlerinin pay piyasasını nasıl etkilediğini değerlendirmek için analiz yapılmıştır. Kurulan ilk modelde 2010-2020 yılları arasında SPK Bültenlerinde yer alan manipülasyon suç duyurularının ilgili pay piyasasında oluşan ertesi gün pay ağırlıklı ortalama fiyatı üzerine etkisini ölçmek amaçlanmış ve SPK'nın manipülasyon tespit ettiği 356 pay incelenmiştir. Yapılan analiz neticesinde ulaşılan sonuçlar, SPK Bültenlerinde yer verilerek kamuya ilan edilen manipülasyon suç duyurularının ilgili payın bir sonraki gün pay ağırlıklı ortalama fiyatı üzerine hiçbir etkisinin olmadığını göstermekte ve yatırımcıların SPK Bültenlerinde yer alan manipülasyon haberine kayıtsız kaldıklarını göstermektedir. Söz konusu sonuçlar analiz edildiğinde SPK'nın manipülasyon işlemi gerçekleştikten sonra manipülasyondan suç duyurusunda bulunmasının yatırımcı üzerinde etkisi olmadığı anlaşılmış olup, bu kapsamda SPK'nın manipülasyon işleminin başladığı süreçte manipülatörlere müdahale etmesi ve tedbir almasının piyasada karşılık bulacağı değerlendirilmektedir.

Analiz kapsamında kurulan ikinci modelde 2010-2020 yılları arasında BİST nezdinde gerçekleşen manipülasyon verileri tahminlenerek, manipülasyon işlemlerinin borsada işlem gören tüm pay piyasalarının işlem hacmini ifade eden XTUM üzerine etkisi ve borsanın göstergesi konumunda olan BİST100 endeksine etkisi analiz edilmiştir. Ekonometrik analiz neticesinde manipülasyon işlem hacminin gerek XUTUM işlem hacmine, gerekse BİST100 endeksi değişimi üzerine etkisi değerlendirildiğinde, fiili dolaşımdaki pay oranının %20, %30 ve %40 oranında manipüle edildiği varsayımları altında manipülasyonun XUTUM işlem hacmini ve BİST100 endeksini etkileyecek seviyeye ulaşmadığı tespit edilmiştir.

Sonuç olarak, sermaye piyasalarında yatırımcıların güvenli şekilde yatırım yapabilmesi ve manipülatif işlemlerden korunabilmesi için finansal okuryazarlık seviyelerini geliştirmeleri önem arz etmektedir. Sermaye piyasalarının işleyişini ve manipülatörlerin işlem kalıplarının öğrenilmesi, bireysel yatırımcıların doğru yatırım kararları almasına ve biriktirmiş tasarruflarını sermaye piyasalarında koruyabilmelerini imkan verecektir.



KAYNAKÇA

KİTAPLAR

- Akerlof, George A., Shiller, Robert J.: **Hayvansal Güdüler**, ev. Neşenur, Domaniç, Scala Yayıncılık, İstanbul, 2010, s. 93.
- Akerlof, George: **Sazan Avı**, Mediacat, 2015, İstanbul, ev. Gezer, Taner, s. 28-29.
- Akyıldız, Ali: **Osmanlı Finans Sisteminde Dönüşüm Noktası: Kağıt Para ve Sosyo-Ekonomik Etkileri**, İstanbul, 1996, s.39.
- Akyıldız, Ali: **Osmanlı Dönemi Tahvil ve Hisse Senetleri**, TEB, 2001, İstanbul s. 304.
- Al, Hüseyin: **Uluslararası Sermaye ve Osmanlı Maliyesi**, 2007, İstanbul, Osmanlı Bankası Arşiv ve Araştırma Merkezi, s. 29.
- Bakkal, Muharrem
Bakkal, Süreyya
Öztürk, Şkr Suha: **Sermaye Piyasalarında Hisse Senetleri ve Hisse Senetlerini Etkileyen Makroekonomik Faktörler**, Hiper Link Yayınları, İstanbul, 2012, s. 83 – 91-93.
- Bernanke, Ben: **Karar Alma Cesareti**, Scala Yayıncılık, İstanbul, ev. Feyyat, Canan, 2016, s. 111.
- Bernstein, Peter: **Altının Gücü**, Scala Yayıncılık, İstanbul, ev. Konyar, Levent Konyar, 2008, s. 179.
- Bernstein, William J.: **Yatırımın Dört Temel Taşı**, Scala Yayıncılık, 2005, İstanbul, s. 123.
- Biggs, Barton: **Hedge Cambazları**, Scala Yayıncılık, ev. Domaniç, Neşenur, İstanbul, 2008, s. 219-220.
- Chancellor, Edvard: **Şeytanın Sofrası**, Scala Yayıncılık, ev. Domaniç, Neşenur, İstanbul 2007, s. 15.
- Covel, Micheal W.: **Trend Takipçisi**, Scala Yayıncılık, İstanbul, 2009, ev. Neşenur Domaniç, s. 356.

- Çolak, Ömer Faruk: **Finansal Piyasalar ve Para Politikası**, Nobel Yayın, 2005, Ankara, s.183.
- Gallea, Antony M.
Patalon, William: **Karşıt Yatırım**, Scala Yayıncılık, Çev. Ali Perşembe, 1998, İstanbul, s. 61.
- Graham, Benjamin: **Akıllı Yatırımcı**, Scala Yayıncılık, İstanbul, 1999, Çev. Perşembe, Ali, s. 168.
- GüneysuYıldırım,
Arzu Demirbilek,
Nazlı Elvan: **Borsada Önden Koşanlar**, 2011, İstanbul, Scala Yayıncılık s.12.
- Hulkiender, Murat: **Bir Galata Bankerinin Portresi George Zarifi**, Osmanlı Bankası Arşiv ve Araştırma Merkezi, İstanbul, 2003, s.93.
- İMKB **Osmanlı Dönemi Borsa ve Mali Sistemi**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, 2.Basım
- İMKB **Tahvil Rehberi, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası**, s. 5.
- Kazgan, Haydar Ateş,
Toktamış Tekin, Oğuz
Koraltürk, Murat: **Osmanlı'dan Günümüze Türk Finans Tarihi**, Creative Yayıncılık, s. 204.
- Küçükkocaoğlu,
Güray: **İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda Gün İçi Getiri, Volatilite ve Kapanış Fiyatı Manipülasyonu**, Ankara, 2005, SPK, s. 5.
- Lefevre, Edvin: **Bir Borsa Spekülatörünün Anıları**, Scala Yayıncılık, Çev. Tahir, Şehnaz, İstanbul, 1997 s. 252.
- Lewis, Michael: **Hızlı Çocuklar**, Scala Yayıncılık, Çev. Neşenur Domaniç, 2016, İstanbul, s. 46.
- Lynch, Peter Rotchild, John: **Borsa'da Tek Başına**, Çev. Tahir, Şehnaz, Scala Yayıncılık, İstanbul, 1995 S. 36-37-38.
- Özerol, Hakan: **Saçmalama**, Elma Yayınevi, 6.Basım, Ankara, 2011, s. 57.
- Perşembe, Ali: **Teknik Analiz mi dedin? Hadi canım sen de!**, Scala Yayıncılık, 9. Basım, İstanbul, 2018, s. 51.

- Rickards, James: **Kur Savaşları Bir Sonraki Küresel Krizin Oluşumu**, çev. Neşenur Domaniç, Nusret Avhan, Scala Yayıncılık, 3.Baskı, 2017, s.217.
- Schwager, Jack: **Borsa Sihirbazları**, Çev. Perşembe, Ali, Scala Yayıncılık, İstanbul, 1998, s.242.
- Shiller, Robert J.: **Wall Street'in Akıllalmaz Yükselişi**, Rota Yayınları, İstanbul, 2001, Çev. Günhan, Günay, s.278.
- Soydemir, Selim
Akyüz, Abdullah: **Sermaye Piyasası ve Borsa**, Scala Yayıncılık, 2015, İstanbul, s. 109.
- SPAKB: Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, **“Borsaların Ekonomideki Yeri ve Globalleşme Sürecinden Yeniden Yapılandırılmaları”**, İstanbul, Yayın No. 12, 2003, s. 18.
- Stewart, T.H.: **How Charts Can Make You Money**, 1989, p. 163.
- Yılmaz, Celali: **Hava Oyunları**, 2011, İstanbul, Scala Yayıncılık, 2011, s. 34.

MAKALELER

- Akkuş, Yakup: “Osmanlı ve Avrupa'nın İktisat Politikaları Üzerine Karşılaştırmalı Bir Analiz (XIV. VE XV. Asırlar)”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Maliye Araştırma Merkezi Konferansları**, 2009, s. 134.
- Allen, Franklin Gale, Douglas: “Stock-Price Manipulation”, **The Review of Financial Studies**, 1992, p. 505.
- Balkır, Başak: “Mal Değişim Sözleşmesinde Satış Hükümlerinin Uygulanması”, **KOSBED**, 2014 s.2.
- Bayraktar, Yüksel: “İç Borçlanmanın Ekonomik ve Sosyal Etkiler: 1980 Sonrası Türkiye Deneyimi”, **Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Temmuz-Aralık 2009, s. 286.
- Bölükbaşı, Ömerül Faruk: (Çevrimiçi), Darphane-i Amire'nin Kısa Tarihi, Ottoman Bank, <https://istanbultarihi.ist/208-darphane-i-amire>, 01.11.2021.

- Budak, Alparslan
Çikot, Özcan: “Borsa Şirketleşmeleri, Satın Alma ve Birleşmeleri”, **Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği (TSPAKB)**, İstanbul, 2011, s. 3.
- Cao, Yi
Coleman, Sonya
Belatreche, Ammar
McGinnity, Thomas
Martin: “Detecting Wash Trade in Financial Market Using Digraphs and Dynamic Programming”, **Institute of Electrical and Electronics Engineers**, 16.10.2015, p. 1.
- Cartea, Alvaro
Jaimungal, Sebastian
Wang, Yixuan: “Spoofing and Price Manipulation in Order-Driven Markets”, (Çevrimiçi), <https://61eb244b5fbfa7f81c88060fa58de2f811c3b04f.vetisonline.com/doi/pdf/10.1080/1350486X.2020.1726783>, 22.08.2021.
- Chakraborty, Soumya
G.K., Chetan: “A Study Of Quarterly Earnings Announcement And Stock Price Reactions – With Reference To Nifty Midcap”, **Journal of Commerce & Accounting Research**, 2018, p. 150.
- Coşkun, Seçil: “Avrupa Birliği Hukukunda Piyasa Dolandırıcılığı (Manipülasyon)”, **Galatasaray Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, 2021/1, s. 562.
- Cumming, Douglas
Johan, Sofia Li, Dan: Exchange Trading Rules And Stock Market Liquidity, 2010, p. 8.
- Daniel, R. Fischel
Ross, David J.: “Should the Law Prohibit Manipulation in Financial Markets?”, **University of Chicago Law School**, 1991, p. 503.
- Demirci, Server: “Nesiller Arası Adalet ve Ekonomik Krizler”, **İstanbul Medipol Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, Bahar 2015, s. 28.
- Giese, William: “Who out there is messing with my stocks?”, **Investing Kiplinger’s**, Nisan 2000, p. 80.
- Huang, Yu Chuan
Cheng, Yao Jen: “Stock manipulation and its effects: pump and dump versus stabilization”, **Springer Science Business Media**, 2013, p. 792.
- Imisiker, Serkan
Tas, Bedri Kamil
Onur: “Wash Trades As A Stock Market Manipulation Tool”, **Journal of Behavioral and Experimental Finance**, 2018, p. 93.

- Jacobs, Deborah L.: (Çevrimiçi), “Why We Could Easily Have Another Flash Crash”, <https://www.forbes.com/sites/deborahljacobs/2013/08/09/why-we-could-easily-have-another-flash-crash/?sh=4dd0e2991cdd>, 08.12.2020.
- Jonathan,Ahlstedt
Johan, Villysson: High Frequency Trading, 01.12.2012.
- Kadıoğlu, Eyüp: “Sermaye Piyasası Kanunu: Manipülasyondan Piyasa Dolandırıcılığına”, **Finans Politik & Ekonomik Yorumlar**, 2015, s. 75.
- Karabağ, Hacer: “İkinci Dünya Savaşı Sonrası Amerikan Tarım Politikaları Ve Az Gelişmiş Ülkeler Tarımsal Ekonomisi Üzerindeki Etkileri (1945-2000)”, **Uludağ Üniversitesi Fen-Edebiyat Fakültesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Kasım 2020, s. 256.
- KIM, Kendall: Electronic and Algorithmic Trading Technology, 2007, Elsevier, p. 3.
- Kim, Kendall: Electronic and Algorithmic Trading Technology, 2007, Elsevier, p.70.
- Klöck, Florian Schied, Alexander Sun, Yuemeng: “Price manipulation in a market impact model with dark pool”, (Çevrimiçi), Quantitative Finance, p.1, <http://arxiv.org/abs/1205.4008>, 2012.
- Majumda, Adria Bose, Indranil: “Detection Of Financial Rumors Using Big Data Analytics: The Case Of The Bombay Stock Exchange”, **Journal Of Organizational Computing And Electronic Commerce**, p. 81.
- Muirhead, Calum: **Two minute explainer: illegal market manipulation**, (Çevrimiçi), <https://www.proactiveinvestors.co.uk/companies/news/900548/two-minute-explainer-illegal-market-manipulation-900548.html>, 12.03.2021.
- Neupane, Suman Rhee, Ghon Vithanage, Kulunu Veeraraghavan, Madhu: **Trade-Based Manipulation: Beyond The Prosecuted Cases**, Journal of Corporate Finance, 2017, p. 119.

- Orman, Sabri
Tabakoğlu, Ahmt
Döndüren Hamdi:
“Para, Faiz ve İslam”, İslam İlimleri Araştırma Vakfı, İstanbul, 2015, s. 55.
- Özcan, Rasim:
“Hisse Senedi Piyasalarında Manipülasyon Stratejileri”, (Çevrimiçi),
https://www.borsaistanbul.com/datum/imkbdergi/IMKB_Dergisi_Turkce49.pdf, 20.06.2021.
- Özdemir, Zekai:
Türk Tarımında Destekleme Uygulamaları ve Sonuçları”, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası, 47 (1-4), 2011, s. 267.
- Pierre Hillion, Matti
Suominen:
The Manipulation of Closing Prices”, Journal of Financial Markets, 2004, p. 352.
- Ratliff, John Nteve,
Marilena Brussels,
WilmerHale:
Market Manipulation Under Remit – Key Concepts And Developing Enforcement Practice, European Energy & Climate Journal, 2020, p. 74.
- Uzunoğlu, Sadi:
(Çevrimiçi), **“1929 Bunalımı Borsa Çöküşü ve İktisatçılar”**,
<http://sadiuzunoglu.com/1929-bunalimi-borsa-cokusu-ve-iktisatcilar/>, 01.10.2021.
- Seyman, Hasan:
İMKB Hisse Senedi Piyasasında Manipülasyon ve Engellemeye Yönelik Tedbirler”, 2010, s. 15.
- Tuna, Kadir:
Bankalarda Kurumsal Yönetim”, İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Bankacılık Araştırma Merkezi Sosyal Bilimler Dergisi, 2007, s. 210.
- Zeng, Qingduo Liu,
Shancun Qu, Yi
Zhang, Qiang:
“Market manipulation with sentiment traders”, (Çevrimiçi),
<https://ee1f3fed7c05d3cbaca88a88bf2b39f05b8aa66b-ebscohost.vetisonline.com/eds/pdfviewer/pdfviewer?vid=0&sid=1d2210c6-5e0d-47df-8a0d-f691405d2644%40sessionmgr103>, 22.08.2021.

ELEKTRONİK KAYNAKLAR

- BİST: Borsa İstanbul A.Ş. (BİST), (Çevrimiçi), <https://www.borsaistanbul.com/Dosyalar/25yil/index.html>, 12 Ekim 2021.
- BİST: Borsa İstanbul A.Ş. (BİST), (Çevrimiçi), <https://www.borsaistanbul.com/kurumsal/borsa-istanbul-hakkinda/hakkimizda>, 11 Kasım 2019.
- BİST: Borsa İstanbul A.Ş. (BİST), (Çevrimiçi), <https://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/borclanma-araclari-piyasasi/pay-senedi-repo-pazari/emir-kurallari>, 11 Mart 2020.
- SPK: SPK Uluslararası Ekonomik ve Finansal Göstergeler, (Çevrimiçi), <https://spk.gov.tr/SiteApps/Yayin/PeriyodikDokumanlar/PERD02>, 28.04.2021.
- MKK: MKK Borsa Trendleri Raporu, (Çevrimiçi), <https://www.mkk.com.tr/tr/content/Bilgi-Merkezi/Borsa-Trendleri-Raporu>, 06.03.2020, s. 11.
- Market Insider: Market Insider, (Çevrimiçi), <https://markets.businessinsider.com/> Erişim Tarihi 20.10.2021.
- Resmi Gazete: Resmi Gazete, (Çevrimiçi), <https://www.resmigazete.gov.tr/arsiv/17416.pdf>, 05.11.2021.
- SPK: SPK, (Çevrimiçi), <https://www.spk.gov.tr/Sayfa/AltSayfa/758>, 18.05.2020.
- CESR: The Committee Of European Securities Regulators, “Market Abuse Directive”, (Çevrimiçi), https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/04_505.pdf, 12.03.2021.

BİST:	BİST, (Çevrimiçi), https://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/pay-piyasasi/islem-saatleri , 30.01.2020.
Trillium:	Trillium, (Çevrimiçi), What is the difference between layering and spoofing?, https://www.trlm.com/knowledgebase/makes-spoofing-different-layering , 10.03.2021.
Finance Management:	Finance Management, (Çevrimiçi), https://efinancemanagement.com/derivatives/cornering-the-market , Cornering the Market, 10.03.2021.
KAP:	KAP, (Çevrimiçi), https://www.kap.org.tr/tr/sirket-bilgileri/genel/2426-turkiye-kalkinma-ve-yatirim-bankasi-a-s , 20.06.2021.
Borsa Gündem:	Borsa Gündem, (Çevrimiçi), https://www.borsagundem.com/haber/kalkinma-bankasi-hisselerinde-buyuk-oyun/1350467 , 20.06.2021.
Nasdaq:	Nasdaq, (Çevrimiçi), https://www.nasdaq.com/articles/5-market-manipulation-tactics-and-how-avoid-them-2018-04-11 , 18.05.2020.
SPK:	SPKn, VI-104.1 sayılı Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği'nin 6. Maddesinin 4 üncü fıkrası, 2014.
SPK:	SPKn, VI-104.1 sayılı Piyasa Bozucu Eylemler Tebliği'nin 7. Maddesinin 1 üncü fıkrası, 2014.
SPK:	SPKn, III-39.1 sayılı Yatırım Kuruluşlarının Kuruluş ve Faaliyet Esasları Hakkında Tebliği'nin 21. maddesinin 1 üncü fıkrası, 2014.
SPK:	SPK Bülten, (Çevrimiçi), https://www.spk.gov.tr/Bulten/Goster?year=2020&no=27 , 18.05.2020.
Business Wire:	Business Wire, (Çevrimiçi), https://www.businesswire.com/news/home/20150806005990/en/ , FINRA Bars Former Caldwell Broker for Churning Customer Accounts, 2015.
Nasdaq:	Nasdaq, (Çevrimiçi), https://www.nasdaq.com/articles/5-market-manipulation-tactics-and-how-avoid-them-2018-04-11 , 19.05.2020.

- Bocconi University: Bocconi University, Tips and Tricks For Manipulating The Market, (Çevrimiçi), <https://bsic.it/marketmanipulation/>, 11.10.2020.
- Corporate Finance Institute: Corporate Finance Institute, (Çevrimiçi), <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/poop-and-scoop/>, 26.05.2020.
- Investopedia: Investopedia, (Çevrimiçi), <https://www.investopedia.com/terms/p/poopandscoop.asp>, 26.05.2020.
- BİST: BİST, (Çevrimiçi), <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/332/kredili-islem-ve-aciga-satis>, 12.10.2020.
- Investopedia: Investopedia, (Çevrimiçi), <https://www.investopedia.com/ask/answers/06/squeezingtheshorts.asp>, 11.06.2020.
- BİST: BİST, (Çevrimiçi), <https://www.borsaistanbul.com/files/borsa-istanbul-2016-faaliyet-raporu.pdf>, 20.12.2020.
- BİST: BİST, (Çevrimiçi), <https://www.borsaistanbul.com/urunler-ve-piyasalar/piyasalar/borclanma-araclari-piyasasi/kesin-alim-satim-pazari/emir-kurallari>, 23.12.2019.
- BİST: BİST Bilgi Notu, "Yüksek Frekanslı İşlemler (YFİ) Kullanıcılarının Emir / İşlem Oranı (OTR – Order To Trade Ratio) Yöntemi İle Ücretlendirilmesi", Haziran 2016, s.2.
- Bigpara: Bigpara, (Çevrimiçi), https://bigpara.hurriyet.com.tr/haberler/borsa-istanbul-haberleri/1-milisanije-ilk-kez-gedikte_ID980569/, 31.10.2021.
- BİST: BİST, (Çevrimiçi), [https://www.borsaistanbul.com/files/emir-islem-orani-\(otr\)-bilgi-notu.pdf](https://www.borsaistanbul.com/files/emir-islem-orani-(otr)-bilgi-notu.pdf), 13.12.2020.
- ESMA: European Securities and Markets Authority, **Economic Report High-frequency Trading Activity in EU Equity Markets**, (Çevrimiçi), https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma_20141_-_hft_activity_in_eu_equity_markets.pdf, 2014, s. 13.

- Vatan Finans: Vatan Finans, (Çevrimiçi), <http://finans.gazetevatan.com/haber-detay/gundem/borsada-algoritma-kazasina-para-cezasi/77817/>, 08.12.2020.
- SPK: SPK, (Çevrimiçi), <https://spk.gov.tr/Bulten/Goster?year=2018&no=1>, 08.12.2020.
- Bloomberght: Bloomberght, (Çevrimiçi), <https://www.bloomberght.com/haberler/haber/1988313-bistkaradag-turkcell-ve-koc-hisselerindeki-hareket-algoritma-kaynakli>, 22.09.2019.
- Bocconni Investment Club: Bocconni Investment Club, (Çevrimiçi), <https://bsic.it/marketmanipulation>, 12.12.2020.
- BİST: BİST, (Çevrimiçi), [https://www.borsaistanbul.com/files/emir-islem-orani-\(otr\)-bilgi-notu.pdf](https://www.borsaistanbul.com/files/emir-islem-orani-(otr)-bilgi-notu.pdf), 13.12.2020.
- BİST: BİST, (Çevrimiçi), <https://www.borsaistanbul.com/tr/sayfa/340/kapanis-seansi>, 01.01.2022.
- Fortune: Fortune Türkiye, “Yüksek Frekanslı İşlemler Faydalı mı, Zararlı mı?”, (Çevrimiçi), <https://www.fortuneturkey.com/yazarlar-ali-agaoglu-yuksek-frekansli-islemler-faydali-mi-zararli-mi-54>, Temmuz 2014.
- TSPB: TSPB, (Çevrimiçi), <https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2021/06/TurkiyeSermayePiyasasi2020-1.pdf#page=10>, 01.01.2022.
- Twitter: Twitter, (Çevrimiçi), <https://twitter.com/derinhisse>, 07.12.2020.
- SPK: SPK Bülteni, (Çevrimiçi), <https://spk.gov.tr/Bulten/Goster?year=2020&no=70>, 07.12.2020.
- SPK: SPK, (Çevrimiçi), <https://spk.gov.tr/Bulten/Goster?year=2020&no=72>, 07.12.2020.

Rapor - Etüt

Gürel, Pınar:

“Büyük Miktarlı Emir Bilgisine Dayanarak İşlem (Frontrunning) Yapanların Sorumluluğu”, **SPK Kurul Yeterlilik Etütleri**, 2003, s. 54.

SPK:

“İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nın 1986 Yılı Faaliyetinin Değerlendirilmesi”, **SPK Araştırma Raporu**, 1987, Ankara, s.



ÖZGEÇMİŞ

İş Denevimi

- 2008 – 2008 : Water Wizz Water Co., Boston,
Work and Travel Kültürel Değişim Programı
- 2008 – 2009 : Biberici İnş. Ltd. Şti. – S.M.M.M. Stajı
- 2011– 2018 : Gelir İdaresi Başkanlığı - Gelir Uzmanı (Tax Expert)
- 2018 – Halen : Sermaye Piyasası Kurulu - Uzman Yardımcısı (Assistant Investigator)

Eğitim

- 2004 – 2008: Anadolu Üniversitesi - Lisans - İşletme
- 2011 – 2013: İstanbul Kültür Üniversitesi - Yüksek Lisans – İşletme Yönetimi(MBA)
- 2015 – 2021: İstanbul Üniversitesi – İktisat Doktora

Sosyal Faaliyetler

Gitar ve Yan Flüt enstrümanlarını icra etmek ve müzikal eserler yayınlamak.

Kişisel Bilgiler

- Adı ve Soyadı : Eren ALTIN
- Medeni Durumu : Evli ve bir çocuk babası
- Yabancı Dil : İleri seviye İngilizce, Başlangıç seviyesinde Arapça