



# Sermaye Piyasalarında Manipülasyon ve İMKB'deki Örnekleri

Doç. Dr. Nurgül Chambers  
Marmara Üniversitesi, İİBF

## Ozet

Etkin bir sermaye piyasasının oluşumunun temelinde güven ve fırsat eşitliği ilkeleri yer almaktadır. Ancak zaman zaman piyasalarda bu ilkelere ters düşen işlem ve davranışlar olduğu gözlenmektedir. Bazı piyasa katılımcılarının rasyonel olmayan davranışlarla hisse senedi fiyatlarında dayanağı olmayan, beklenmedik dalgalanmalar yaratarak yatırımcıları yanlış yönlendirmeleri ve bundan haksız kazanç sağlamaya çalışmaları manipülasyon olarak nitelendirilmektedir. Özellikle bireysel yatırımcının korunması açısından, manipülasyon yasal düzenlemelerle önlenmeye çalışılmaktadır. Bununla birlikte yasal boşlukların giderilmesi ve uygulamaya yönelik gerekli önlemlerin kısa sürede alınması önem taşımaktadır. Manipülasyondan uzak etkin bir sermaye piyasası, ekonomik kalkınmanın önemli unsurlarından biridir.

**Anahtar Sözcükler:** Manipülasyon, Piyasa Etkinliği, Yatırımcının Korunması, Sermaye Piyasası.

## Abstract (Capital Market Manipulation With Reference To Examples From The Istanbul Stock Exchange)

An effective capital market is one founded on the principles of trust and equality of opportunity. However, it is sometimes possible to observe market transactions and behaviour that violate these principles. Manipulation is defined as those activities aimed at the provision of unfair benefit stemming from the pricing of unjustified share values as reflected in irrational behaviour by certain market participants and the creation of unexpected volatility that misdirect investors. In order to protect individual investors, it is important that a strong legal framework is in place and that practical measures to eliminate any legal shortcomings and mispractices are rapidly implemented. Ensuring that a capital market is free from manipulation is an important factor in economic development.

**Key Words:** Manipulation, Market Efficiency, Investor Protection, Capital Market.

## 1. Giriş

Manipülasyon olarak da nitelendirilebilen piyasanın genel yapısından bağımsız olarak ortaya çıkan yapay fiyat dalgalanmaları, hisse senedi yatırımlarını ve piyasayı riskli hale "getirmektedir. Bu durum özellikle, fiyat oynaklıklarının az olduğu ve istikrarlı piyasayı tercih eden bireysel yatırımcıları olumsuz etkilemektedir. Manipülasyon amaçlı fiyat hareketleri, hisse senetlerinin işlem gördüğü borsaların temel işlevleri arasında yer alan mülkiyetin tabana yayılması ve yatırımcının korunması işlevlerine de ters düşmektedir.

Bu çalışmada manipülasyonun tanımı, türleri, manipülatif davranış kalıpları ve manipülasyonla mücadeleyi zorlaştıran unsurlar üzerinde durulacaktır. Ayrıca İMKB'de uygulanmış olan ve manipülasyon olduğu düşünülen bazı örneklerle yer verilecektir.

## 2. Manipülasyonun Tanımı

2499 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 47/A maddesinde manipülasyona ilişkin bir tanımlama yapılmamış, ancak bu kapsama girebilecek işlemler belirtilmiştir. Bu işlemler ; finansal varlıkların alım ve satımını yapay olarak etkileyerek

aktif bir piyasa izlenimi yaratmak, fiyatları sabit tutmak, fiyatlar üzerinde dalgalanma yaratmak ya da fiyatlarla ilgili gerçek dışı haber yaymak veya gerçek haberlerin duyulmasını engellemeye çalışmak, aslında sermaye piyasasında faaliyette bulunulmadığı halde bulunuluyormuş gibi izlenim yaratmak olarak özetlenebilir. İMKB Yönetmeliğinin 24. maddesinde de SPK'ya benzer şekilde, yapay piyasa ve yapay fiyat kapsamına giren işlemler sıralanmıştır (SPK Temel Bilgiler Klavuzu, s. 272) : Bir finansal varlığın sahipliğinde değişim yaratmadan yoğun bir şekilde alım satım yaparak görünüşte aktif bir piyasa izlenimi yaratmak. Finansal varlığın fiyatında yapay yükseliş ya da düşüşlere neden olmak ya da bu yönlü gerçek dışı bilgi yayarak varlığın alım satımını özendirmek. Fiyat kontrolünü sağlamak amacıyla tek başına ya da başkalarıyla anlaşarak bir dizi davranışlarda bulunmak.

Belirtilen yasal düzenlemeler incelendiğinde, manipülasyonla ilgili kesin bir tanımlamanın yapılamadığı, bunun yerine çoğu kez 'serbest arz ve talep güçlerine müdahale, diğer yatırımcıları işlem yapmaya yönlendirme, yapay fiyat oluşturma' gibi kavramların kullanıldığı görülmektedir. Kendileri de tanımlanmaya gereksinim duyan bu kavramlardan ilkinde, yasal olan ve olmayan arz ve talebin tanımlanması sorunu ortaya çıkmaktadır. İkincisinde yapılan işlemlerden hangisinin ortada geçerli bir neden yokken, hangisinin rasyonel bir amaca dayanılarak yapıldığını belirleme güçlüğü doğmaktadır. Üçüncü kavramda ise hangi fiyat düzeyinin yapay, hangisinin gerçek olduğunu saptama problemi ile karşılaşmaktadır (Fischel, Ross, 1991). Yasalardaki bu eksikliğin Yargıtay içtihatları ve uzmanların yorumlarıyla aşılma çalışıldığı gözlenmektedir.

Yapılan bir işlemin manipülasyon olup olmadığını saptamada üzerinde durulması gereken, işlemin yapaylığından çok piyasanın arz ve talep dengesine kasıtlı bir müdahalenin bulunup bulunmadığıdır. Yapaylık unsuru, manipülatif girişimin bir sonucu olarak piyasada arz, talep ve fiyatlarda hissedilecektir. Örneğin derinliği olmayan bir hisse senedinde, finansal gücü fazla olan bir yatırımcı gerçek alım satım işlemleri ile fiyatları düşürüp yükseltebi-

li. Burada kullanılan yöntem yapay olmakla birlikte, sonucu yapaydır ve işlemi manipülatif kılmaktadır (Özbay, s. 434). Anlaşıldığı üzere, manipülasyon işlem yapan kişinin niyetine odaklanmaktadır.

Buraya kadar yapılan açıklamalar dikkate alındığında manipülasyon, sermaye piyasalarında alım satım konu olan finansal varlıkların fiyat oluşumuna gerçek ve kabul edilebilir bir nedene dayanmaksızın etkide bulunulması, kendi amaç ve istekleri doğrultusunda diğer yatırımcıların yanlış yönlendirilmesi ve bunların menfaat sağlamaya yönelik olarak yapılmasını içeren davranış ve işlemlerin bütünü olarak tanımlanabilir.

Yasal mevzuatlarda manipülasyon karşıtı hükümler yer almaktadır. Türk Ceza Kanunu'nun 358., 503. ve 548. maddeleri ile 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda 3794 sayılı Kanunla yapılan değişiklikle 47/A-2 ve A-3 no.lu maddeleri manipülasyonu önlemeye yönelik hapis ve para cezalarını içermektedir. Ayrıca İMKB Yönetmeliği'nin 40/b ve 41. maddelerinde de manipülasyonu yasaklayıcı düzenlemeler bulunmaktadır.

### 3. Manipülasyon Türleri .

Manipülasyon bilgi bazlı, davranış bazlı ve işlem bazlı olmak üzere üç temel gruba ayrılabilir. Bilgi bazlı manipülasyon yanlış bilgi verme veya gerçek olmayan söylentiler yayma esasına dayanır. Burada önce hisse senetleri satın alınır, daha sonra şirket hakkında piyasaya gerçek dışı bilgi verilir ve karlı şekilde hisse senetleri satılır. Davranış bazlı manipülasyon, hisse senedinin gerçek ya da tahmin edilebilir değerini değiştirmek amacıyla yapılan davranışlar bütünüdür. Yapılan temel davranış ise devralma fiyat teklifini yükseltmektir. Burada manipülatör bir şirketin hisse senetlerini satın aldıktan sonra bu hisse senetlerini devretmek için fiyat teklifi verir. Bu da şirketin hisse senetlerinin fiyatının yükselmesine neden olur. Fiyatlar yükseldikten sonra da manipülatör elindeki hisse senetlerini bu yüksek fiyattan satarak kazanç sağlar. Doğal olarak, bundan sonra da teklif fiyatı düşüşe geçer. İşlem bazlı manipülasyon ise önlenmesi güç olan bir manipülasyon türüdür. Burada tek başına ya da grup halinde manipü-

lateralerin yanlış bilgi yaymadan ya da hisse senedinin fiyatını değiştirmek için gözle görülür bir davranışta bulunmadan, yalnızca hisse senedini alıp satarak fiyatı manipüle etmeleri durumu söz konusudur (Mei, Wu, Zhou, s. 5,6).

Yukarıda belirtilen üç temel grubun yanısıra, manipülatif işlemler kullanılan yöntemlere göre, yapılan işlemin amacına göre ve katılımcılara göre de türlere ayrılabilir. Burada, çalışmanın getirdiği sınırlamalar nedeniyle, yalnızca kullanılan yöntemlere göre manipülasyon türlerinden bazıları üzerinde kısaca durulacaktır (Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, s.5, 6).

**a) Göz Boyamak:** Manipüle edilmek istenen finansal varlıkta alım satım yapıldığı ya da fiyat hareketi olduğu izlenimi vermek için bir dizi işlem yapmak, yanıltıcı piyasa görüntüsü vermek.

**b) Muvazaalı İşlemler:** Bir finansal varlığın sahipliğinde gerçek anlamda değişiklik yaratmayan işlemler gerçekleştirilmek.

**c) Karşılıklı İşlemler:** Hem alım hem de satış emirlerinin sisteme aynı zamanda, aynı fiyat ve miktarda, aynı amaçla hareket eden farklı katılımcılar tarafından girilmesidir.

**d) Pompalayıp Boşaltmak:** Gittikçe artan fiyattan alım yaptıktan sonra, finansal varlığı piyasaya yeni girenlere daha yüksek fiyattan satmaktır.

**e) Kapanışı Belirlemeye Çalışmak:** Fiyatları etkileme çabasıyla finansal varlıkları piyasanın kapanışında ya da kapanışına yakın alım satmaktır.

**f) Köşeye Sıkıştırmak:** Bir finansal varlık piyasasında kontrolü ele geçiren kişilerin bu pozisyonlarını fiyatları çarpıtmakta kullanarak, açığa satış yapan kişilerin yükümlülüklerini kendi yararlarına değiştirdikleri yüksek fiyatlardan yerine getirmelerine neden olmalarıdır.

**g) Sıkıştırma:** Bir finansal varlıkta yaşanan arz daralmasında, talep tarafını kontrol ederek yarar sağlamak ve piyasadaki sıkışıklığı istismar ederek yapay fiyatlar oluşturmak için kullanılmaktadır.

Köşeye sıkıştırmada manipülatörün kendi çabaları sonucunda piyasada bir sıkışıklık yaratması ve bunu kendi yararına kullanması, sıkıştırmada ise piyasadaki sıkışıklığı kullanarak suistimal etmesi söz konusudur.

**h) Sabitleme:** Manipüle edilmek istenen finansal varlığın piyasa fiyatını belli bir düzeyin üzerinde tutmak için sözkonusu finansal varlıktan dikkati çekecek ölçüde büyük miktarlarda alım yapmaktır.

**i) Medya, İnternet veya Diğer Yollarla Yanıltıcı Bilgilerin Yayılması:** Bu tür açıklamalar ilgili finansal varlığın fiyatını, açıklamayı yapan kişinin elinde tuttuğu pozisyon veya yapmayı planladığı işlem için uygun düzeye taşımak amacıyla yapılır.

**4. Finansal Piyasalarda Manipülatif Davranış Kalıpları**

Manipülasyon ile piyasa etkinliği arasındaki ilişkiyi inceleyen bir araştırmaya göre, manipülatörlerin piyasalarda rol almaları piyasaların etkinliğini azaltmaktadır. Sözkonusu araştırmada likiditesi düşük olan hisse senetlerinin manipüle edilmeye daha açık olduğu, manipülasyonun hisse senedinin volatilitesini artırdığı, manipülasyon süresince hisse senedinin fiyatının arttığı bu süreç bitince de fiyatın düştüğü sonucuna ulaşılmıştır. Ayrıca bu çalışmaya göre manipülatör satış yaptığı sırada fiyat ve likidite alım yaptığı zamana göre daha yüksektir. Ortaya çıkan bu sonuçlar hisse senedi piyasalarında manipülasyonun piyasa etkinliği üzerinde önemli etkileri olduğunu göstermektedir ( Aggarwal, Wu, s. 1-5).

Manipülasyonu normal piyasa işlemlerinden ayırt etmedeki güçlük gerçek piyasa yatırımcılarını zor durumda bırakabilmektedir. Bu nedenle hangi tür davranışların manipülasyon olarak nitelendirilebileceği konusu önem taşımaktadır. Bu konuya açıklık getirmek amacıyla, piyasalarda yaygın olarak manipülasyon olduğu kabul edilen davranış kalıplarından bazılarına aşağıda yer verilmiştir (Hisse Senedi Piyasasında Manipülasyon, SPK Yayını, s. 17, 18, Özbay, s. 447, 449).

a) Yapılan işlemlerin finansal varlığın günlük işlem hacmi içinde yüksek bir oran oluşturması.

b) İşlemlerin finansal varlığın fiyatında önemli dalgalanmalara neden olması.

c) Seans içinde sürekli olarak aynı an da veya yakın zaman aralıklarıyla alım satım yapılması.

d) Hisse senedinin mülkiyetinde her hangi bir değişikliğe yol açmayan işlemler gerçekleştirilmesi ve işlemlerin hem kişinin toplam işlemleri içinde hem de toplam işlem hacminde önemli bir yer tutması.

e) Seans içinde kısa sürede alıcı pozisyonundan satıcı pozisyonuna veya tersi pozisyonlara dönülmesiyle gerçekleştirilen işlemlerin yatırım amacıyla yapılmaması. Bu tür işlemlerin günlük işlem hacminin önemli bir oranına karşılık gelmesi ve fiyat değişiklikleri yaratması.

f) Finansal varlık ihraç eden şirketin geçmişteki başarılı faaliyetleri veya gelecekteki yatırımlarına ya da karlarına ilişkin gerçekle bağlantısı olmayan, keyfi kotasyonlar verilmesi.

g) Birden fazla aracı kuruluşla işbirliği ne gidilerek portföyleri ve müşterileri için yaptıkları alım satımlarla piyasa hakimiyeti sağlanması.

Anlaşılabacağı üzere bir finansal varlığın fiyatı, işlem miktarı veya her ikisi birden ani artış ya da azalış gösterirse manipülatif davranıştan şüphelenilebilir. Böyle bir durumda finansal varlığın piyasasına ve fiyatına ilişkin bazı analizlerin yapılması ve oluşan dalgalanmaların nedeninin bulunması gerekebilir. Bu aşamada öncelikle, sözkonusu finansal varlığın yeni ihraç edilmiş ya da uzun süredir işlem görmekte olduğu belirlenmelidir. Önceden halka arz edilmiş bir finansal varlık sözkonusuysa, varlığın Önceki fiyat ve miktar hareketleri incelenmeli ve yaşanmakta olan dalgalanmaların finansal varlık için normal kabul edilip edilmeyeceği ortaya konulmalıdır.

#### **5. Manipülasyonla Mücadeleyi Zorlaştıran Unsurlar**

Yatırımcıların piyasanın şeffaf ve güvenilir olduğuna ilişkin inancı piyasanın likiditesini, etkinliğini ve derinliğini artırır. Yalnızca ilgili taraflara finansal kazanç sağlamak amacıyla yapılan manipülasyon ise fiyatları çarpıtarak yapay bir görüntünün yaratılmasına neden olduğundan piyasaların bütünlüğüne zarar vermekte ve halkın piyasaya olan güvenini zedelemektedir. Hem yatırımcı sayısının hem de toplam piyasa büyüklüğünün zaten düşük ol-

duğu sermaye piyasasında, gelişmenin sağlanmasındaki önemli engellerden birinin de manipülasyon olduğu düşünülmektedir. Bu nedenle gerek yasa koyucu gerekse piyasanın düzenleyici otoriteleri manipülasyonu tesbit etmek, soruşturmak ve yasal yollardan kovuşturmak, başka bir deyişle manipülasyona karşı mücadele etmek zorunda kalmaktadır. Ancak bu mücadele aşağıda bazıları sıralanmaya çalışılan nedenlerden dolayı güçlüklerle yapılabilmektedir.

**a) Manipülasyona İlişkin Kanıtların Niteliği:** Manipülasyona ilişkin doküman ya da beyan gibi doğrudan kanıtlar bulmak, hem düzenleyici otorite hem de yargı aşamasında görev alanlar için çoğu zaman güç olmaktadır. Manipülasyonun varlığını kanıtlamanın zor olmasının nedeni, manipülatif işlemi ayırtetmede en belirgin unsurun 'yatırımcının niyeti' olması ve sübjektif olan bu unsuru ortaya çıkarmanın yarattığı güçlülük (Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, s. 21,22).

**b) İncelenmesi Gereken Verilerin Büyük Hacimlere Ulaşması:** Manipülasyonu ortaya çıkarmak için biraraya getirilen veriler, banka kayıtları ve şirket belgeleri gibi dökümanların çokluğu, bunların incelenmesini zaman alıcı ve güç hale getirmektedir. Kanıtları organize edebilmek için grafiklerden yararlanılması ve ayrıntılarda gizlenmiş bilgilerin ortaya çıkarılabilmesi büyük dikkat gösterilmesini gerektirmektedir.

**c) Yatırımcı Profilinden Kaynaklanan Sorunlar:** Türkiye'de bireysel yatırımcıların hisse senedi içindeki payı %45 gibi yüksek bir orana ulaşmaktadır. Bu da İMKB'nın bireysel yatırımcı ağırlıklı bir borsa olduğunu göstermektedir. Ayrıca yatırımcıların hisse senedi, tahvil-bono, yatırım fonları mevduat gibi sınırlı sayıda yatırım alternatifi bulunmaktadır ( Türkiye Sermaye Piyasası - 2002 s.35,37). Bireysel yatırımcıların sermaye piyasası ve araçlarına ilişkin bilgilerinin yetersizliği ile uzun vadeli yatırımlar yerine günlük alım satımlardan kazanç elde etmeye çalışmaları manipülasyon için uygun bir ortam yaratmaktadır. Yatırımcıların kısa süreli kazanç peşindeyken şirketlere ve hisse senetlerine ilişkin kamuya duyurulan geliş-



yaklaşık üç ayda, X hisse senedi için yaptıkları alım satım işlemleri görülmektedir. Sütunlar sırasıyla bu zaman aralığında X hisse senedine ilişkin alınan lot, alım hacmi, satılan lot, satım hacmi, net hacim ve toplam hacime ilişkin verileri göstermektedir. Son sütundaki yüzdeler, bir önceki sütunda yer alan her bir aracı kurumun gerçekleştirdiği işlem hacminin toplam hacim içindeki dağılımını göstermektedir. Net hacim alım hacmi ile satım hacminden sonra elde kalan, başka bir deyişle yatırım yapılan hisse senedini belirtmektedir. Tablo 'da yer alan pasta şeklindeki üç grafikten ilk ikisi bu çalışmada ele alınmayacaktır.

Örneğe konu teşkil eden A aracı kurumunun X hisse senedi ile ilgili olarak yaptığı işlemler Tablo'daki toplam satırının hemen altında yer almaktadır. Tablo'da belirtilen tarihler arasında yaklaşık üç aylık süre içinde aracı kurumun 36.231.417 lot aldığı, 35.797.933 lot satığı görülmektedir. Alınan ve satılan lot toplamı 72.029.350'ye ulaşmaktadır. Buna karşılık net hacim 286.381'dir. Oldukça yüksek sayıda lot alım satımı yapılmışken, oldukça düşük bir net hacim ortaya çıkmıştır. Bu da sonuçta net hisse değişiminin 286.381 gibi çok az bir düzeyde kaldığını göstermektedir. Başka bir deyişle X hisse senedinde mülkiyet değişim oranı oldukça düşüktür.

Tablo'daki 3. pasta grafiğın altındaki küçük tabloda, X hissesine ilişkin aracı kurum bazında alınan ve satılan lot toplamı ile bunların bütün aracı kurumların alıp - sattığı toplam lot içindeki yüzdesel dağılımı görülmektedir. Tablo l'in üst kısmında görülen ve bütün aracı kurumların gerçekleştirdiği alman lot (194.015.570) ve satılan lot (194.008.697) toplamı 388.024.267'dir . Sözkonusu pasta grafiğın altındaki tablonun ilk satırında yer alan A aracı kurumunun lot toplamı ise 72.029.350'dir. Bu durumda A aracı kurumunun toplam içindeki oranı yaklaşık %18.61 olmaktadır. Sözü edilen küçük tablonun son satırındaki lot rakamı (236.947.184) ve yüzde (61.22), yine X hissesiyle ilgili olarak, tabloda görülmeyen diğer aracı kurumlara aittir. Bu tablodaki aracı kurumların toplam lot içindeki dağılımları incelendiğinde A aracı kurumu-

nun, yukarıda belirtilen %18.61 oranı ile diğer aracı kurumların çok önünde olduğu görülmektedir.

Durum bir de alım satım hacmi açısından ele alındığında, A aracı kurumunun X hisse senedi ile ilgili alış hacminin 30.333.038 olduğu ve toplam alış hacmi (163.105.325) içindeki oranın %18.59'a ulaştığı görülmektedir. Satış hacmi ise 30.046.658 olup, toplam satış hacmi (163.099.458) içindeki oram %18.42'dir. Alış ve satış hacimlerinin toplam hacim içindeki bu oranları birarada düşünüldüğünde %37.01'e ulaşmaktadır. Bu da aynı hisse senedi üzerinde %37.01 gibi yüksek bir oranda, A aracı kurumunun yoğun olarak alım satım hacmi gerçekleştirdiğini ortaya koymaktadır. 3. Pasta grafiğine baktığımızda da bu durum göze çarpmaktadır.

Buraya kadar yapılan inceleme ve açıklamalar A aracı kurumunun X hisse senediyle ilgili olarak yaptığı işlemlerin yatırım amaçlı olmadığı ve manipülasyona yönelik olduğu kanısını uyandırmaktadır. Ayrıca yapılan işlemin manipülasyon türlerinden belirli bir finansal varlıkta yoğunlaşmaya örnek oluşturduğu düşünülmektedir.

**Örnek 2:** Aşağıda, Örnek l'deki X hisse senediyle ilgili olarak 15.4.2004 tarihinde aracı kurumlar tarafından yapılan işlemler yer almaktadır. Buradaki Örnek de de üzerinde durulacak olan, Örnek l'deki A aracı kurumunun X hissesiyle ilgili yapmış olduğu işlemlerdir.

Tablo 2'de toplam satırından sonraki ilk satırda A aracı kurumunun X hisse senediyle ilgili 15.4.2004 tarihinde yaptığı işlemler yer almaktadır. Bu tarihte alınan lot 611.042 olup, toplam alınan lot (2.259.207) içindeki oranı %27'dir. Satılan lot ise 611.442 olup, toplam satılan lot (2.259.207) içindeki oranı %27'dir. Alman ve satılan lotların toplam içindeki oranını belirten bu yüzdeler beraber ele alındığında, A aracı kurumunun X hissesiyle ilgili olarak bir günde %54 gibi oldukça yüksek bir oranda işlem yaptığı ortaya çıkmaktadır.

3. Pasta grafiğın altındaki tabloya göre de A aracı kurumunun yaptığı bu işlemler diğer aracı kurumlardan daha yoğundur.

**Tablo 2 : Belirli Bir Tarihde X Hisse Senedi İçin Yapılan İşlemler**

Hisse:	Aracı:	Tarih:	Seans:	Görüşük:	İstat:		
Teplam	2.259,207	02.259,207	0	0	0	3.687,417	0
1	611,042	812 611,442	818	-400	9,758	996,218	27,02
2	500,000	824 400,000	810	100,000	880	736,000	19,92
3	168,500	811 194,681	820	-26,181	877	296,143	8,04
4	39,922	821 139,788	814	-99,866	811	146,596	3,98
5	46,356	817 84,425	819	-38,069	822	107,039	2,90
6	85,182	822 43,005	821	42,177	824	105,354	2,86
7	100,000	810 9,400	810	90,600	810	88,814	2,40
8	100,000	810 9,400	810	90,600	810	88,814	2,40

**Net Alım (Lot)**

Aracı	Lot	%	Oran
880	100,000	17,70	880
810	90,600	16,04	810
810	88,000	15,58	810
809	48,979	8,67	809
824	42,177	7,47	824
818	195,195	34,55	818

**Net Satım (Lot)**

Aracı	Lot	%	Oran
811	99,866	17,68	811
810	65,813	11,65	810
815	51,845	9,18	815
814	42,392	7,50	814
822	38,069	6,74	822
819	266,966	47,25	819

**Toplam (Lot)**

Aracı	Lot	%	Oran
818	1,222,484	27,06	818
810	900,000	19,82	810
820	363,181	8,04	820
814	179,710	3,98	814
819	130,718	2,89	819
818	1,722,258	38,12	818

Kaynak: Foreks Bilgi İletişim Hizmetleri.

A aracı kurumunun lot toplamının (1.222.484), bütün aracı kurumları içeren toplam lot (4.518.414) içindeki oranı %27.06 iken, diğer aracı kurumlara ait oranların %19.92, %8.04, %3.98 ve %2.89 olarak sıralandığı görülmektedir. Bu dağılımı yansıtan 3. pasta grafikde de A aracı kurumunun işlem hacminin diğer kurumların işlem hacminden daha büyük olduğu gözlenmektedir.

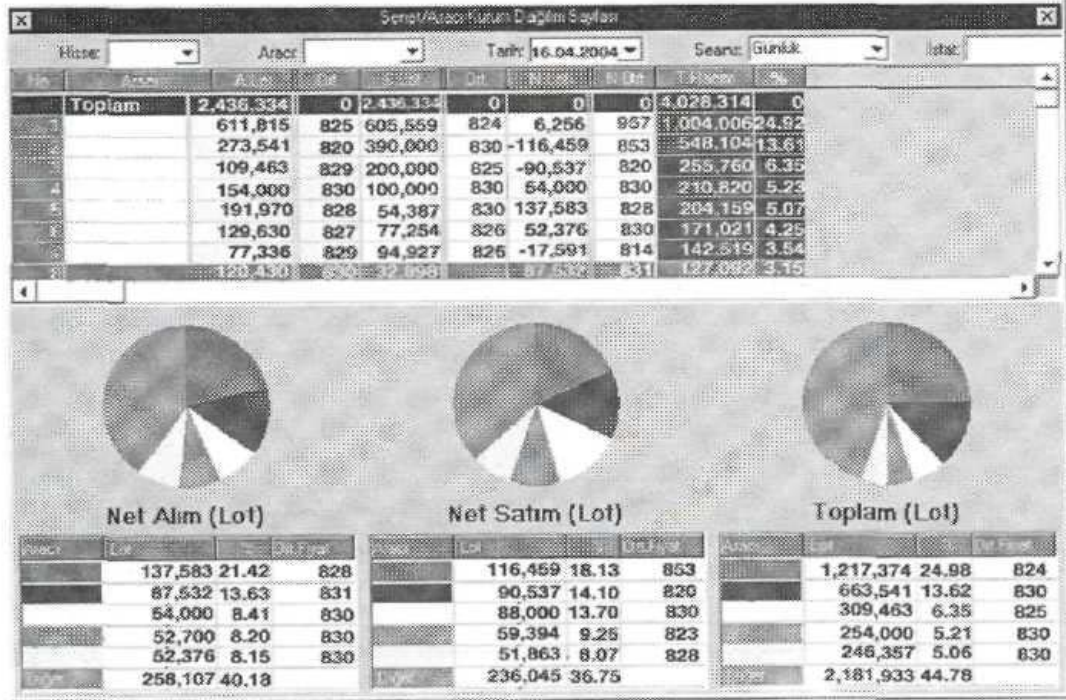
X Hisse senedi ile yaptığı işlem hacmi büyük olmasına karşın, A aracı kurumunun aldığı lot ile sattığı lot hemen hemen başabaş olup, aradaki fark yalnızca 400 lotdur. Bu da A aracı kurumunun bir gün içinde yaptığı alım satım işlemlerinin rakamsal olarak birbirini karşıladığı ve işlemlerin X hisse senedinin sahipliğini değiştirmeyecek şekilde sonuçlandığını ortaya koymaktadır. Diğer aracı kurumların yaptığı işlemlerde gözlenmeyen bu durum, A aracı kurumunun manipülasyon yaptığı izlenimini uyandırmaktadır.

**Örnek 3:** Bu örnekte de yine X hisse senediyle ilgili yapılan işlemler yer almaktadır. Bu işlemler 'Örnek 2'de incelenen işlemlerden bir gün sonra 16.4.2004'de gerçekleşmiştir.

Tablo 3 incelendiğinde, A aracı kurumunun Tablo 2'de açıklanan bir Önceki güne benzer davranışlar sergilediği gözlenmektedir. Aracı kurumun aldığı lot 611.815 , sattığı lot 605.559 olup, bunların toplam alınan lot (2.436.334) ve toplam satılan lot (2.436.334) içindeki oranları her biri için %25'dir. 3. Pasta grafikte ve altındaki tabloda bu oranın diğer aracı kurumların oranlarından daha yüksek olduğu görülmekte ve dağılımda dikkat çekici bir ayrıcalık oluşturmaktadır. A aracı kurumunun alıp sattığı lotların toplam içindeki oranları beraberce ele alındığında, bir günde aynı hisse senedi için %50 gibi yüksek bir oranda alım satım yaptığı anlaşılmaktadır.

Bu durum, diğer aracı kurumlar reel işlemler yaparken sözkonusu aracı kurumun, en azından 20.1.2004 tarihinden başlayarak, hem 15.4.2004 hem de 16.4.2004 tarihlerinde arka arkaya X hissesi üzerinde yoğun işlemler yaptığını ortaya koymaktadır. Yine bir önceki günle benzer olarak, alınan ve satılan lot adedinin başabaş yaklaştığı gözden kaçmamaktadır. Aracı kurum bir gün içinde toplam 1.217.374 lot işlem yapmasına karşılık.

**Tablo 3 : Belirli Bir Tarihde X Hisse Senedi İçin Yapılan İşlemler**



Kaynak: Foreks Bilgi İletişim Hizmetleri.

gün sonundaki net rakam sadece 6.256 olarak gerçekleşmiştir.

Buna göre A aracı kurumunun 16.4.2004 tarihinde yaptığı işlemlerde de X hisse senedinin mülkiyetinin değişmediği, yapılan işlemlerin yatırım amaçlı olmadığı ve manipülasyon kuşkusu uyandırdığı düşünülmektedir.

Örnek 4: Burada ilk üç örnekte incelenenden bağımsız bir durum söz konusudur. Aşağıdaki grafikte üst tarafta tarihler, yanda ise USD bazında hisse senedi fiyatları yer almaktadır. Grafik, Y hisse senedinin halka arzından itibaren gerçekleşen fiyat hareketlerini göstermektedir.

Halka ilk arz edildikten sonra, yaklaşık iki ay içinde Y hisse senedinin fiyatında keskin bir yükseliş olmuştur. Hisse senedinin fiyatı 0.332 \$'dan 1.171 \$'a çıkarak, fiyattaki değişim oranı %253'e ulaşmıştır. Dolar bazında böylesine yüksek bir prim yaptıktan kısa bir süre sonra, Y hissesinin fiyatında tıpkı yükselişte olduğu gibi keskin bir düşüş yaşanmıştır. Bu düşüşten sonra uzun süredir fiyatların yatay seyrettiği, hatta halka arz fiyatının altına düştüğü görülmüştür.

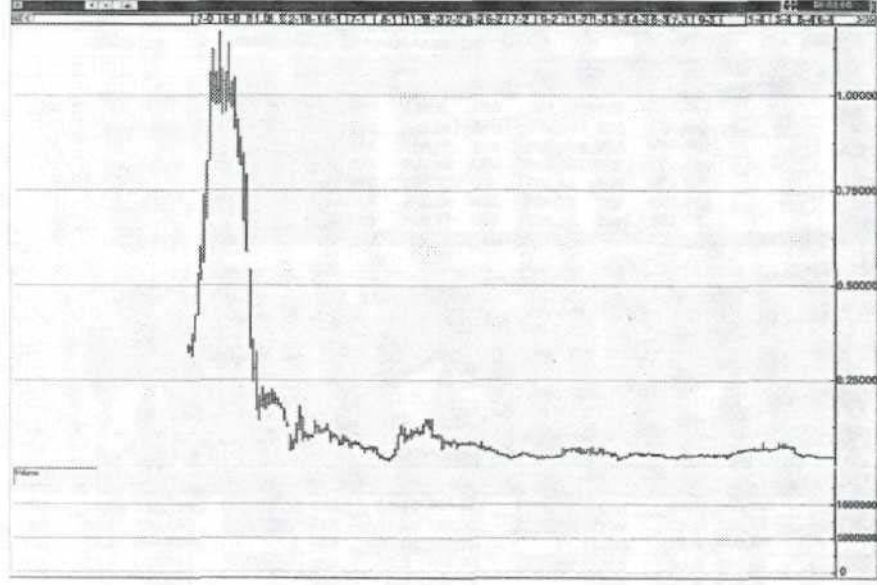
Bilindiği üzere hisse senetleri halka ilk

arz edildiğinde, yatırımcılara çekici gelmesi, talep artışı sağlaması ve halka arzın başarılı olması gibi amaçlarla iskonto olarak satılır. İskonto oranı şirkete göre değişmekle birlikte, genel olarak uygulanan oran %20 dolayındadır. Y Hisse senedinin fiyatının birden bire aşırı prim yaptıktan sonra iskonto halka arz fiyatının bile altına düşmüş olması akıllara bazı soru işaretleri getirmektedir. Başka bir deyişle Y hisse senedinde manipülasyona yönelik bazı işlemler yapıldığı şeklinde düşünceler ortaya çıkmaktadır.

Örnek 5: Aşağıdaki grafikte yer alan Z hisse senedinin fiyat hareketleri, aynı dönemdeki İMKB 100 endeksi dikkate alınarak değerlendirilmeye çalışılacaktır.

Grafik 2'de yer alan Z hisse senedinin fiyatı 0.086 dolaylarında iken, kısa bir süre içinde hızla artarak 1.244'e çıkmıştır. İMKB 100 endeksi ile bağlantı kurulduğunda, Z hisse senedindeki fiyat artışının İMKB 100 endeksine göre yaklaşık 12 kat daha fazla olduğu şeklinde yorum yapılabilir. Başka bir deyişle İMKB 100 endeksi 1 birim arttığında Z hissesinin fiyatı 12 birim artmıştır. Endekse göre 12 kat daha fazla prim yaptıktan kısa bir süre sonra

**Grafik 1 : Y Hisse Senedindeki Fiyat Hareketleri**

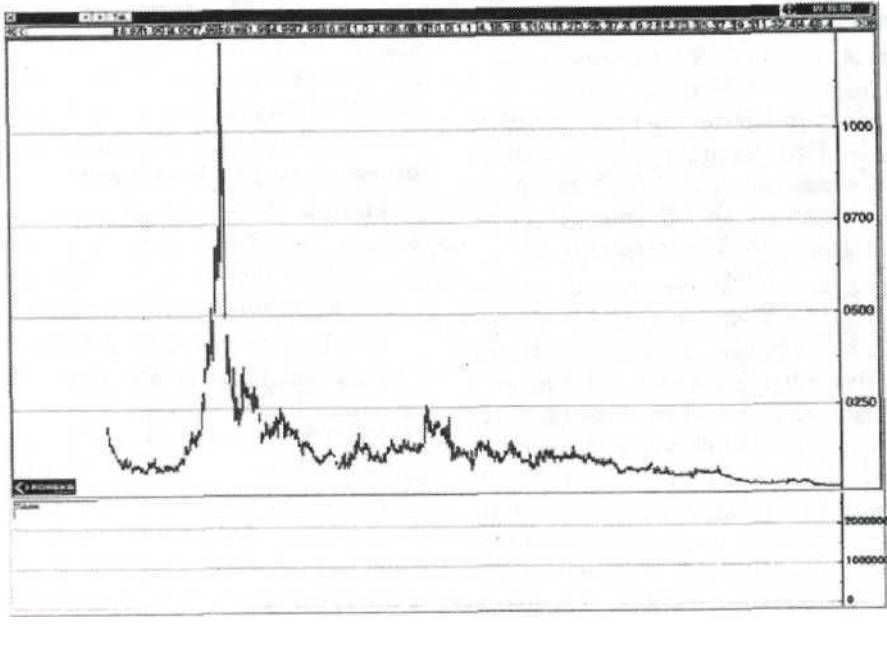


*Kaynak:* Foreks Bilgi İletişim Hizmetleri.

hisse senedinin fiyatında keskin bir düşüş olmuştur. Bu düşüşle beraber hisse senedinin fiyatı tekrar eski düzeyine gerilemiş ve hatta daha da aşağıya inmiştir. Gerileme döneminin uzunca bir süreyi kapsadığı

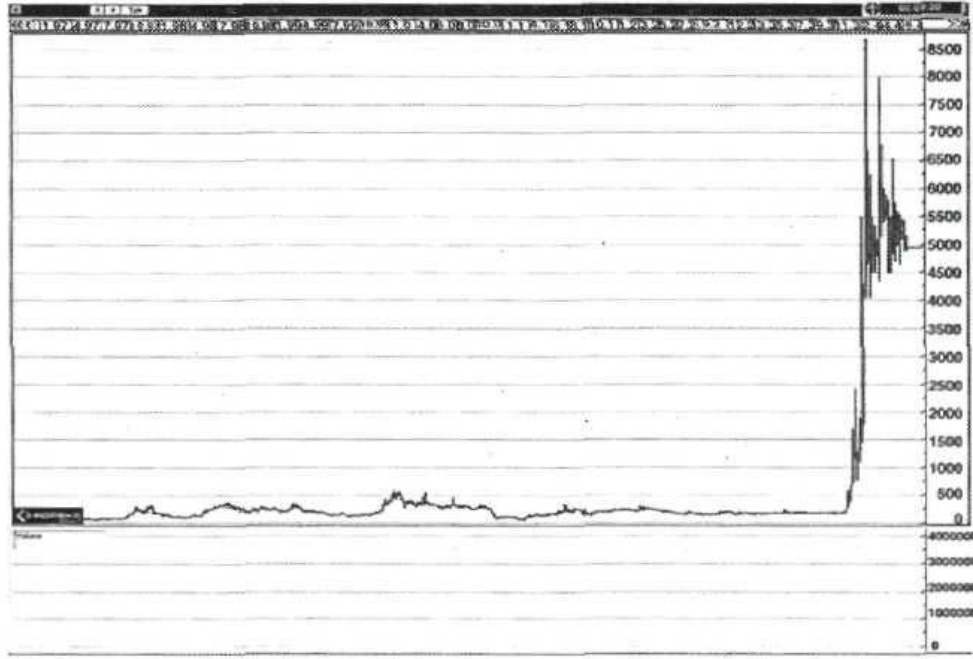
ve devam etmekte olduğu görülmektedir. Bu durum Z hisse senedindeki ani fiyat artış ve azalışının gerçek bir nedeni olmadığını, başka bir deyişle fiyat değişikliğinin sağlam bir temele oturmadığını ve mani-

**Grafik 2 : Z Hisse Senedindeki Fiyat Hareketleri**



*Kaynak :* Foreks Bilgi İletişim Hizmetleri.

**Grafik 3 : Q Hisse Senedindeki Fiyat Hareketleri**



*Kaynak : Foreks Bilgi İletişim Hizmetleri.*

pülasyon amaçlı yapılmış olabileceğini düşündürmektedir.

Örnek 6: Yukarıdaki grafik Q hisse senedinin TL. bazında fiyat dalgalanmalarını göstermektedir.

Yukarıdaki grafiğin özelliği Q hisse senedindeki fiyat hareketlerinin, bu örneğin alındığı tarihte halen devam ediyor olmasıdır. Grafikte başlangıç olarak Q hisse senedi fiyatının 0 ile 500 fiyat aralığında yıllarca yatay seyrettiği görülmektedir. Uzun süren bu yatay seyirden sonra, 2004 yılının başlarında hisse senedinin fiyatında ani ve beklenmeyen bir çıkış olmuştur. Bu çıkışla Q hisse senedinin fiyatı 200 TL'dan 8700 TL'ya fırlamış, başka bir deyişle tam anlamıyla dipten zirveye çıkmıştır. Hisse senedinin fiyatındaki bu inanılmaz güç artış gerçekten kısa bir süre içinde yaşanmış ve fiyattaki değişim oranı % 4250'ye varmıştır. Ancak zirvede kalış uzun sürmemiş ve yine ani bir düşüle fiyat 4.000 TL.'ya inmiştir. Son dönemlerde fiyatın 5.000 - 5.500 aralığında gidip geldiği gözlenmektedir. Manipülasyon olarak nitelendirilebilecek bu işlemde, grafikte görüldüğü sonraki dönemde fiyatların ne yönde değişeceğini kestirmek hem güç

hem de merak konusu olmaktadır.

Bu çalışmada ele alınan son üç örneğin genel özelliği, örneklerde yer alan Y, Z ve Q hisse senetlerinin prim yaptığı dönemde bu hisse senetlerini ihraç eden şirketlerin finansal yapısında bir iyileşme ya da yatırımlarında bir gelişme kaydedilmemiş olmasıdır. Aksine karlılığı ve sermayesi düşük, yeni yatırım projeleri olmayan, pazar paylarını artıramayan, kurumsal yatırımcıların ilgisini çekmeyen şirketlerdir. Söz konusu şirketler için temelde bir değişiklik olmamasına rağmen, şirketlerin çıkardığı hisse senetlerinin fiyatlarında önemli değişiklikler olmuştur. Bu da hisse senedi fiyatlarındaki artış ve azalışların yapay olduğu ve manipülasyon amaçlı yapıldığı izlenimini uyandırmaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun İMKB' de yapmış olduğu incelemeler sonucunda tespit edilen manipülasyonların daha çok işlem bazlı olduğu ve bazı genel özellikleri taşıdığı görülmektedir. Bu özellikler hisse senetleri manipüle edilen şirketlerin halka açıklık oranının, bilanço performansının, özsermayesinin ve piyasa değerinin düşük olması şeklinde sıralanabilir. Söz konusu tesbitlerde manipülasyonun amacı ise

mevcut hisse senetlerini satmak veya bedelli sermaye artırımını ile ek finansman olanağı sağlamak olarak belirtilebilir.

### 7. Sonuç ve Öneriler

Tanımlanması, araştırması ve kanıtlanması güç olan manipülasyonun, piyasadaki arz ve talebin serbestçe karşılaşmasını, fiyatların sağlıklı bir şekilde oluşmasını ve sermayenin tabana yayılmasını engellemesi nedeniyle önlenmesi gerektiği bilinmektedir. Bu kapsamda yapılması gerekenler Öneriler halinde aşağıda sıralanmıştır.

- Piyasaları denetleyen kurum ve kuruluşlara gerek duydukları yetki ve sorumlulukların verilmesi.
  - Piyasa katılımcılarının sorumluluklarını yerine getirip getirmediğinin dik katle izlenmesi.
  - Gerek ülke içinde gerekse ülke dışındaki uzmanlar ve ilgili kuruluşlarla işbirliğine gidilmesi.
  - Manipülasyonun caydırıcı olabilmesi için yargı aşamasının hızlanması, hukukçuların finans piyasası ve finansal suçlar konusunda bilgilendirilmesi ve bu kapsamda ihtisas mahkemelerinin kurulması.
  - Gerek internet gibi bilgilerin hızla değiştiği, kanıtların toplanmasını ve korunmasını zorlaştıran teknolojik gelişmeler ile gerekse medyada yayınlanan haberlerin etkin bir gözetim sistemi altında izlenmesi.
  - Piyasa gözetiminde sürat ve etkinliği artırmak için teknolojik yeniliklerden yararlanılması.
  - İlgili yasal düzenlemelerin yeni manipülasyon yöntemlerinin de incelenmesine ve yasaklanmasına izin verecek esneklikte olmasının sağlanması.
  - Bir taraftan potansiyel yatırımcıya doğru ve eksiksiz bilgi akışı, diğer taraftan şirketleri halka arz konusunda bilgilendirme.
  - Halka arzların artırılarak borsada işlem gören şirketlerin gerçek piyasa değerlerine ulaşması.
- Manipülasyonu önleyici tedbirlerin uygulamaya geçmesi piyasaya duyulan güvenin artmasına, buna bağlı olarak yatırımcıların risk priminin azalmasına, hisse senetlerini halka arz eden şirketlerin sermaye

ye maliyetinin düşmesine ve sermaye piyasasından fon sağlama olanağının artmasına ortam hazırlar.

### Yararlanılan Kaynaklar

- Emre, Zeynep; Fıkrkoca, Ekin: Türkiye Sermaye Piyasası, Gelişme, Strateji, Hedefler, (Editör: Budak, Alparslan) Aracı Kurumlar Birliği Yayını, Yayın No: 16, Mayıs 2004.
- Fischel, Daniel R.; Ross, David J.: Should the Law Prohibit 'Manipulation' in Financial Markets?, Harvard Law Review Vol. 105:503, 1991.
- Foreks Bilgi İletişim Hizmetleri A.Ş., www.foreks.com.
- Hisse Senedi Piyasasında Manipülasyon, Kullanılan Yöntem Örnekleri, Manipülatif İşlem Kalıbı Örnekleri, Korunma Yolları, Sermaye Piyasası Kurulu, Aralık 2003.
- Pickbolz, Marvin G.; Pickholz, Jason R.: 'Manipulation' The 18th Cambridge International Symposium, Economic Crime: Financial Markets at Risk, September 2000.
- Sermaye Piyasası ve Borsa Temel Bilgiler Klavuzu, İMKB Yayını, 15. Basım, İstanbul, Ağustos 2000.
- Strahota, Robert D.: 'Investigating and Proving a Market Manipulation Case' Market Manipulation Seminar, Zagreb, Croatia, March 1999.
- Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, 'Investigating and Prosecuting Market Manipulation', May, 2000.
- Özbay, Remzi: Hisse Senedi Fiyatlarında Yükseliş ve Çöküşler : Borsalarda Spekülasyon ve Manipülasyon, Yaman Aşıkoğlu'na Armağan, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 56, 1997.
- Türkiye Sermaye Piyasası - 2002, Sermaye Piyasasında Gelişmeler- Yatırımcı Analizi-Aracı Kuruluşların Kurumsal ve Finansal Verileri, Aracı Kuruluşlar Birliği Yayını, Yayın No: 11, 2002.
- Kurdoğlu, Çelik: Borsaların Ekonomideki İşlevi ve Önemi, Borsaların Ekonomideki Yeri ve Globalleşme Sürecinde YenidenYapılandırılmaları, Türkiye İçin Model Arayışı, Aracı Kuruluşlar Birliği Yayını, Yayın No: 12, İstanbul, Nisan 2003.
- Mei, Jianping, Wu, Guojun; Zhou, Chunsheng: Behavior Based Manipulation : Theory and Prosecution Evidence, Nisan 2004.
- Aggarwal, Rajesh K.; Wu, Guojun: Stock Market Manipulation - Theory and Evidence. March 2003.