



Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi

The Journal of International Social Research

Cilt: 8 Sayı: 40 Volume: 8 Issue: 40

Ekim 2015

October 2015

www.sosyalarastirmalar.com Issn: 1307-9581

FINANSAL PİYASALARDA BİLGİ ASİMETRİSİ KAYNAKLARI VE İÇERİDEKİ BİLGİ THE SOURCES OF ASYMMETRIC INFORMATION ON FINANCIAL MARKETS AND INSIDE INFORMATION

M. Fevzi ESEN*

Öz

Sistemik riskin düşük olduğu etkin bir piyasada menkul kıymetlerin doğru fiyatlandırılabilmesinin temel koşulu, bilginin kamuya açıklanması yani yatırımcıların bilgiye eşit olarak ulaşımıdır. Düzenli ve güvenilir bir bilgi akışı, yatırımcıların kararlarını ve piyasaya bakış açılarını güçlendiren önemli bir faktör olduğu gibi, fırsat eşitliği yaratan, sağlıklı bir finansal piyasanın temel şartıdır.

Piyasalardaki bilgi kaynaklı problemlerden olan içeriden öğrenenler ticareti, manipülasyon, front running gibi piyasa bozucu eylemler ile piyasaların şeffaflığı engellenmekte, yatırımcıların piyasaya olan güvenleri sarsılmaktadır. Bu sebeple dünya üzerindeki birçok piyasada içerideki bilgilerin yatırımcılara doğru ve zamanında aktarılmasıyla bilginin tekelleşmesinin engellenmesi amaçlanmakta, herkes tarafından bilinmeyen ayrıcalıklı bilginin menkul kıymet alım-satım işlemlerinde kullanımı yasaklanmaktadır. Bu çalışmada, piyasalardaki bilgi asimetrisinin kaynakları, "etkin piyasalar hipotezi" ekseninde ele alınarak tartışılmıştır. İçerideki bilginin asimetri oluşturan niteliklerine dikkat çekilerek, Amerika Sermaye Piyasası Kurulu (SEC) düzenlemeleri ve mahkemelere yansıyan önemli vakalara atıfta bulunulmuştur.

Anahtar Kelimeler: Etkin Piyasalar Hipotezi, Asimetrik Bilgi, İçerideki Bilgi.

Abstract

In an efficient market that has reduced systematic risk, the essential requirement of accurate pricing of financial instruments is equal access to the information, namely, disclosure. With an equal and simultaneous access to information a transparent and efficient market, investors' rights are protected, systematic risk is reduced, with the same degree of knowledge and is intended to be simultaneously distributed to investors, and the information is expected to be reflected in prices without loss.

Insider trading, manipulation and front running as the market destructive actions related to asymmetric information on financial markets that prevent market transparency and beat investors' confidence. For this reason, the transmission of accurate and timely disclosed inside information to investors is intended to prevent monopolization and the use of privileged information that is unknown to everyone is prohibited in many markets around the world. In this study, the sources of information asymmetry have been discussed towards efficient market hypothesis. The characteristics of inside information that creating information asymmetry have been remarked through addressing to SEC regulations and court cases.

Keywords: Efficient Market Hypothesis, Asymmetric Information, Inside Information.

1. Giriş

Etkin piyasalar konusunda yapılan ilk çalışmalarda, piyasalardaki tüm bilginin fiyatlara doğru ve tam şekilde yansıdığı ve normalin üzerinde bir getiri elde etmenin mümkün olmadığını iddia edilmektedir. Başka bir ifadeyle, ne hisse senetlerinin geçmiş fiyatlarını baz alarak gelecek fiyatlarını tahminlemede kullanılan "teknik analiz", ne de işletmelerin varlıkları ve kazançları gibi finansal konularda yatırımcılara yol gösteren "temel finansal tablolar analizinin", düşük fiyattan hisse senedi alıp anormal getiriler elde etmekte faydalı olamayacağı görüşü savunulmaktadır. Yatırımcıların olası irrasyonel davranışlarının fiyat üzerindeki etkisi piyasada bulunan rasyonel arbitrajcular tarafından egale edildiği ve menkul kıymetlere ilişkin tüm bilgiye eş anlı, monopolistik ulaşıldığı için piyasada bilgi simetrisinin mevcut olduğu belirtilmektedir (Fama, 1965).

Teoride, etkin bir piyasadaki söz edebilmek için her ne kadar bilgiye masrafsız, en kısa zamanda ulaşılması ve bilginin menkul kıymet fiyatlarına doğru olarak yansıdığı, tüm yatırımcıların rasyonel olduğu iddia edilse de; gerçek piyasa koşullarında bu ilkelerden söz etmek imkansızdır. Pratikte, her yatırımcı aynı bilgiye aynı zamanda ve masrafsız olarak ulaşamamakta, menkul kıymete ilişkin fiyatların her bilgiye eksiksiz ve hızlı reaksiyon verdiği fikri geçersiz sayılmaktadır. Stiglitz (1993) çalışmasında, etkin bir piyasa için her

* Arş. Gör. Dr., Yalova Üniversitesi, İ.İ.B.F., fevzi.esen@yalova.edu.tr

yatırımcının eşit bilgiye sahip olması gerekmediği, birkaç yatırımcının etkin bir piyasa için yeterli olabileceğini göstermektedir. Bir başka ifadeyle, piyasa bilgisine sahip (bilgili) yatırımcılar, tüm bildiklerini yatırım kararlarına yansıtacakları için, piyasadaki fiyat seviyeleri sonunda optimum seviyeye ulaşmakta ve mevcut fiyatlarla bilgisiz yatırımcılar bile kazanç elde edebilmektedir. Buna göre, bir yatırımcının piyasanın üstünde kâr elde edebilmesi tamamen şans faktörüyle açıklanmaktadır. Fakat realitede, yatırımcılar kendi algı ve görüşlerinin önemli olduğuna inandıkları için ekstra kazanç elde edebilmektedir. Nitekim etkin piyasalar hipotezinin geçerliliğini test etmek için yapılan çalışmalarda, piyasa etkinliğinin çeşitli sezona bağlı ve teknik nedenlerin yanısıra piyasadaki bilgiye bağlı olarak değişebildiği sonucuna varılmıştır (Latif ve ark., 2011).

Yapısal ekonomik faktörler göz önünde bulundurulduğunda, temelinde "bilgi" kavramının bulunduğu ve piyasa mikro yapısı bağlamında incelenen "piyasa şeffaflığı - geçirgenliğinin" piyasa anomalisi yarattığı bilinmektedir. Finansal piyasalarda menkul kıymet fiyatlandırması, piyasada bulunan bilgi miktarıyla orantılı olarak, yapılmaktadır. Bir başka ifadeyle, menkul kıymet fiyatları içerdiği bilginin doğruluğuna göre şekillenmektedir. Örneğin, kâr/zarar anonsu hisse senedi fiyatlarını arttırmakta (düşürmekte), zamanında paylaşılmayan veya yanlış paylaşılan bilgiler fiyat reaksiyonunu geciktirerek fiyatları gerçeklikten uzaklaştırmaktadır. Piyasalarda fiyat balonları, gürültücü işlemler, manipülasyon, içeriden öğrenenler ticareti, beleşçilik bu tür "bilgi problemleri" arasında incelenmektedir.

Piyasalarda bilginin türü, kaynağı, miktarı, sürekliliği, güvenilirliği, formu ve zaman içerisindeki evrimi gibi bilginin arzını ilgilendiren konular ile; bilgi tedarikçisinin özellikleri, bilgiyi ele alışı ve analizi gibi bilgi talebini ilgilendiren diğer konular, piyasada normalin üzerinde getiriler elde edilebileceğini göstermektedir. Piyasadaki yatırımcıların sahip olduğu bilgi ve beklentilerdeki farklılıkların yatırım kararlarını etkilemesi, yani birçok yatırımcının mevcut trende uygun olarak yatırım kararı alması veya zaman içerisinde yatırım beklentilerinin değişmesi, her yatırımcının "akıllı yatırımcı (smart investor)" olarak değerlendirilemeyeceğini açığa çıkarmaktadır. Piyasalardaki bilgi dinamiklerinin getirdiği problemlerden biri olan "bilgi asimetrisi", ekonomik ve sosyal maliyet doğuran içeriden öğrenenler ticareti ve manipülasyon gibi sermaye piyasası suçlarına sebep olmaktadır.

2. Piyasalarda Asimetrik Bilgi

Etkin piyasanın temel faktörlerinden biri de finansal piyasaların yapısal özellikleridir. Etkin fiyat oluşumunda ekonomik ve sektörel faktörlerin yanısıra; işlem maliyetleri, alım-satım sistemleri, protokoller, fiyat adımları ve bilginin dizaynı gibi yapısal özellikler de etkili olmaktadır. Özellikle yatırımcıların kâr ve zararlarını yakından etkileyen "bilgi" faktörünün, yatırımcıların özelinden çıkarılıp piyasanın hizmetine sunulması ve niteliksel-niceliksel olarak eşit dağıtılması finansal piyasaların önemli işlevlerinden biri olduğu gibi (Hayek, 1945), bilginin piyasadaki yönetimi, şeffaflığı, kamuya açıklanması ve bilgiye kolay erişimin önemine de dikkat çekilmektedir (Madhavan, 2000).

Finansal piyasaların etkin çalışmaması ve fon işlerliğinin bozulması ile sonuçlanabilecek olan bilgi kaynaklı problemler, çoğu zaman piyasada yer alan taraflardan birinin diğer tarafa göre daha çok nitelikli bilgiye sahip olduğu durumlarda meydana gelmektedir. "Asimetrik bilgi" olarak adlandırılan bu tür problemler, aynı piyasa koşullarındaki yatırımcıların sahip oldukları bilgiyi diğer yatırımcıları yanıltarak veya güveni suistimal ederek, kendileri lehlerine veya diğer yatırımcıların aleyhine kullanması olarak tanımlanabilir. Bu durum, piyasalarda ters seçim gibi işlerliği bozan ciddi bir probleme de sebep olmaktadır (Seyhun, 1986).

"Asimetrik bilgi" kavramının doğru olarak tanımlanabilmesi için bir noktaya dikkat çekmek gerekmektedir. Bilgi, aidiyeti belirtilmedikçe kamuya açık ve ulaşımı serbest olan bir faktördür. Kişilerin veya işletmelerin kendi teknik becerileri veya elde ettikleri tecrübelerle form kazanan "bilgi", zaten kaçınılmaz bir şekilde asimetrik ve kusurludur (Engle, 2010). Fakat böyle bir bilgi, piyasa dengelerini bozacak bir asimetri faktörü olarak kabul edilemez. Çünkü bu tür bilgi, iktisadi üretim faktörlerinden olan emeğin kapsamındadır. Örneğin, hisse senedi alım-satım işlemini sıkça tekrarlayan bir yatırımcının, değişen piyasa koşullarıyla hisse senedi fiyatlarındaki değişimi doğru şekilde tahminleyebilme olasılığı çok daha yüksek olacaktır. Bu, bilginin doğasındandır ve üretim faktörleri arasında değerlendirilmektedir (Brynjolfsson ve Hitt, 1994).

Özellikle finansal piyasalarda asimetrik bilgi kavramından kastedilen, bilginin ayrıcalıklı ve özel olmasıyla birlikte kullanım niteliğidir. Örneğin, dışarıdaki yatırımcılar tarafından gözlemlenemeyen, kamuya açıklanmamış ve menkul kıymetin fiyatını etkileyebilecek bir bilgi ayrıcalıklı ve özeldir. Söz konusu bilgiye sahip bir yatırımcı, ticari işlemlerinde normal üstü getiriler elde ederek fiyatları kendi lehine şekillendirebilmekte ve diğer yatırımcılara zarar verebilmektedir. Bir başka örnek ise, piyasalarda bilginin eksiksiz ve doğru şekilde kullanımının engellenerek menkul kıymetin alım-satımının etkilenmesi ve piyasalarda yapay fiyat oluşumunun sağlanmasıdır. Günümüzde, piyasa etkinliğini zayıflatıcı ve rekabeti olumsuz yönde

etkileyici eylemlerin kontrolü ve denetlenmesine yönelik düzenlemeler küresel boyutta ele alınmakta ve ağır cezai yaptırımlar uygulanmaktadır.

2.1. Asimetrik Bilginin Kaynağı ve Etkileri

Finansal piyasalarda yatırımcıların kararlarını ve fiyat oluşumunu etkileyebilecek bilginin kaynağı genel olarak üç grupta incelenmektedir. Bunlar:

- a. Menkul kıymetin kayıtlı olduğu işletmeye ilişkin bilgiler,
- b. Menkul kıymete ilişkin spesifik bilgiler,
- c. İşletme orijinli olmayan dış bilgilerdir.

İşletme orijinli olmayan, piyasa koşulları ve dış faktörlere bağlı sistematik bilgiler genellikle tüm piyasa yatırımcıları tarafından gözlemlenmekte ve menkul kıymetin piyasa değerine yansımaktadır. Gizli ve ayrıcalıklı bilgi kategorisinde incelenmeyen sistematik bilgilerle de, normalin üzerinde kazanç sağlanabilmektedir (Albuquerque ve ark., 2008). Makroekonomik koşullar (büyüme oranları, faiz oranları, ithalat-ihracat), sektörel bilgiler, rekabet koşulları, regülasyonlar, işletme ve yatırımcılara ilişkin gelişmeler, piyasa performans bilgileri, emirler, piyasa endeksi verileri vb. menkul kıymetin piyasa değerine etki eden sistematik bilgi faktörlerine örnek olarak verilebilir.

Etkin bir piyasa için, işletmelerin birleşme/devir kararları, kâr/zarar açıklamaları, yeni teknolojik gelişmeler, revizyonlar, bilanço ve sermaye yapısına ilişkin değişimler, denetim raporları ve araştırma çalışmaları - ekonomik bültenler, sosyal medya bildirimleri, konferans raporları, menkul kıymetlerin anlık alım satım fiyatları ve finansal analistlerin gözlemleri gibi hisse senedi fiyatlarını yakından etkileyebilecek faktörlerin sinyallerinin piyasaya zamanında verilmesi gerekmektedir. Örneğin 2012 yılında yapılan bir çalışmada, yatırımcıların alım satım fiyatlarına erişimdeki farklılıkların, yatırımcıların davranışlarını ve piyasanın performansını etkilediğini gösterilmiş, bu durumun sermaye maliyeti ve volatilitiyi arttırdığı, piyasa etkinliği ve likiditeyi azalttığı ifade edilmiştir (Easley ve ark., 2012). Geç zamanlama çoğu zaman piyasanın yanlış yorumlanması ve farklı yatırım kararlarının alınması riskini arttırmakta ve piyasalarda asimetrik bilgi sorunu doğurmaktadır. Bu durum ters seçim maliyetlerini arttırdığı gibi piyasadaki işlem dinamiklerini de değiştirmektedir (Chae, 2005).

Finans literatüründe içerideki bilginin niteliği ve kamuya duyurulması zamanlamasının piyasalara etkisini inceleyen birçok çalışma mevcuttur. Chae (2005) planlı I/B/E/S (The Institutional Brokers' Estimate System) kazanç anonslarından önce yapılan işlem miktarının %15`den fazla düştüğünü, diğer türlerdeki anonslardan önce işlem miktarının yükseldiğini tespit etmiş; bu durumun bilgi asimetrisini arttırıp (azalttığını) göstermiştir. Lakonishok ve Lee (2001) kamuya yapılan geç açıklamaların fiyat tepkisini doğru olarak yansıtmadığını göstermiş, Carter ve Soo (1999) bilginin içeriğinin tam yansımadığı durumların da fiyat algısına olumsuz etkisi olduğunu belirtmiştir. Ayrıca, piyasaya yapılan duyuruların türünün ve zamanlamasının yatırımcı algısına etkisi davranışsal finans içerisinde de yoğun olarak incelenmiştir (Venkatesh ve Chiang, 1986).

Bilgi asimetrisinin bir diğer yönü, bilginin miktarı ve kalitesi meselesidir. Bilginin miktarı ve kalitesindeki artış, hisse senedi fiyatlarının gelecekteki yönü ve değişimi konusunda yatırımcılara yol gösterecek ve piyasalardaki riski azaltacak önemli bir etkidir. Fakat bu noktada, bilgiyi üretmenin ve elde etmenin maliyeti önem kazanmaktadır. Örneğin, işletme tarafından çeşitli periyotlarla açıklanan finansal raporların / bültenlerin hazırlanmasının işletmeye maliyeti çok yüksek olabilir. Böyle durumdaki bir işletme, bilgi üretiminden kaynaklanan yüksek maliyetlere katlanmayı istemeyeceği için bilgi kalitesi yüksek raporların hazırlanmasından kaçınılacağı gibi, finansal raporlara ulaşım ve bilgi analiz maliyetlerinin yüksek olması dolayısıyla yatırımcıların kaliteli bilgiye ulaşabilmesi engellenecektir. Bu sorun, bilgiyi edinmek için yüksek maliyetlere katlanmak istemeyen bir yatırımcı açısından piyasada, "asimetrik bilgi sorunu" algısını güçlendirecek ve yatırımcının piyasaya güvenini olumsuz olarak etkileyecektir. Neticede, ters seçim probleminde ek olarak, günümüzde artan finansal işlemlerden kaynaklanan iş yükünün sağlıklı yürümesi ve takibi için yatırımcının kendi adına işlem yapabilmesini sağlamak üzere başka birine yetki verilmesinden kaynaklanan "temsilcilik problemi (agency problem)" izlenecektir. Buna göre yatırımcı, alım-satım işlemlerinde kullanmak üzere kendi ulaşamayacağını bildiği piyasa veya işletmeye ait spesifik bilgiyi, sektörü iyi tanıyan ve bilgiye ulaşabilecek bazı kişilere temsilcilik yetkisi vererek alım-satım işlemini gerçekleştirecektir. Salt olarak temsilcilik yetkisi verme, yatırımcı için başlıbaşına bir maliyet doğurduğu için, temsilcilik ilişkisinden kaynaklanan olası problemler (çıkar çatışması, işlem yapma farklılıkları, temsilcinin faaliyetlerinin kontrolü, saklı eylemler, vs.) ayrı bir işlem maliyeti doğuracaktır (Eisenhardt, 1989).

Finansal iktisat literatüründe kredi ve özkaynak tayinlaması olarak geçen bir diğer bilgi asimetrisi probleminde ise yatırımcılar, güven probleminden dolayı yüksek risk algısına kapılmakta ve işletmelerin ihraç

ettikleri hisse senetlerinin reel değerinin altında bir fiyat tayini yapmaktadır. Bu durum, işletmelerin iç ve dış finansman kaynakları arasındaki tam ikame ilişkisini ortadan kaldırmakta ve asimetric bilginin piyasalara maliyetini daha geniş bir boyuta taşımaktadır. İkincisi, "ahlaki yıpranma (moral hazard)" problemidir. Piyasalarda bilgiye ulaşım maliyetlerinin yüksek olması veya işletmelerin kamuyu aydınlatma kalitesi (quality of disclosure) yatırımcıları yatırım yapmaktan alıkoyabileceği gibi, bilgiye ulaşabilen tarafın diğer yatırımcılara zarar vermesine yol açmaktadır. Finansal piyasaya olan güveni sarsılan bir yatırımcı, boyutunu bilmediği bir riske katlanmak yerine, fonunu elinde likit olarak tutmakta ve bu durum, finansal piyasaların arz-talep dengesini bozarken, fiyatların optimum düzeyde oluşmasını engellemektedir. Piyasa fiyatlarına yansıtılmamış bilginin üretim veya edinim maliyetlerinin yüksek olması ve yatırımcıların birçoğunun bu bilgiyi elde edemeyecek olması, elde edenlerin ise yüksek maliyetlere katlanması menkul kıymet fiyatlarını etkinlikten uzaklaştırmaktadır.

Öte yandan, niteliği ve niceliği ne olursa olsun, bir yatırımcı açısından kaliteli bir bilgi olarak algılanan bir finansal rapor, diğer bir yatırımcı tarafından aynı şekilde algılanmıyor olabilir. Finansal piyasalarda makro sonuçlar doğurabilecek tüm bu denklemlerin, bilginin üretim ve edinim maliyeti, miktarı, kalitesi gibi içsel faktörler çerçevesinde tüm piyasa katılımcıları açısından değerlendirilmesi gerekmektedir (Ho ve Michaely, 1988).

Piyasalarda finansal aracılık mekanizmaları ve bilginin piyasalaştırılmasının yanısıra asimetric bilginin oluşumuna engel olabilecek tedbirlerin en önemlilerinden birisi de, bilginin çeşitli kural ve esaslarla tüm yatırımcıların kullanımına sunulması olarak nitelendirilen "kamuyu bilgilendirme (disclosure)" ilkesidir. Kamuyu bilgilendirme düzeyinin fiyatlar üzerindeki etkisinin ölçüldüğü bir çalışmada, bilgilendirme düzeyinin işletmenin sermaye maliyetine ve şirket içi dinamiklere etkisi de araştırılmış; kamuya açıklanan bilgi düzeyinin işletme yönetici ve direktörlerinin sahip olduğu nitelikli bilgi miktarına etkisi ölçülmüştür. Buna göre, kamuya açıklanan bilgi miktarı işletme içerisindeki "ayrıcıklı bilgi" akışını düşürmekte ve buna bağlı olarak sermaye maliyetleri azalmaktadır. Bu da, yöneticilerin bilgi asimetrisinden doğan normal üstü kazançları düşürerek, yatırımcıların piyasaya olan güvenini ve yatırım fırsatlarına yönelimlerini arttırmaktadır (Baiman ve Verrecchia, 1996). Bir başka çalışmada ise, kamuyu bilgilendirme düzeyinin bilgi asimetrisi ile ters ilişkili olduğunu saptanmış ve bilgilendirme düzeyi arttıkça bilgiye ulaşım maliyetlerinin düştüğü ve yatırımcıların yeni bilgi arama dürtülerinin engellendiği belirtilmiştir (Brown, 2007). Ayrıca, kamuyu bilgilendirmenin bir zorunluluk mu yoksa gönüllülük esasına mı bağlı olması gerektiği konusunda çalışmalar yapılmıştır. Özellikle Enron, World-com gibi büyük işletme skandallarından sonar, yaptırımlara ilişkin yeni araçlar geliştirilmiş, "zorunlu açıklama" bir tür popüler düzenleyici araç haline getirilmiştir. Zorunlu açıklamanın piyasanın ve yatırımcıların yararına bir uygulama olduğunu söyleyenlerin yanısıra, gönüllülük esasına dayanan veya işletmelerin kendi açıklama kurallarını belirleyebildiği bir bilgilendirme sisteminin piyasalar açısından daha iyi olacağını savunan çalışmalar da mevcuttur. 1997 yılında Amerika Sermaye Piyasası Kurulu (SEC) başkanı A. Levitt yaptığı konuşmasında, zorunlu bilgilendirmenin kamusal ve özel bir yaptırım doğurarak, piyasalarda sermaye maliyetlerini düşürdüğü, likiditeyi artırarak piyasa fiyatlarının adil bir seviyede konumlandığını belirtmiştir (SEC, 1997). İşletmelerin kamuyu bilgilendirmelerinin maliyetinin, bilgilendirmeden doğacak kârı geçebileceği ve diğer yatırımcıların veya işletmelerin kamuya aktarılan bilgiyi kullanarak haksız kazanç sağlayabilecekleri de incelenen diğer konular arasındadır.

2.2. İçerideki Bilgi Kavramı

Finansal piyasalarda yatırımcılar, sahip oldukları menkul kıymetin fiyatını doğrudan veya dolaylı yoldan etkileyebilecek bilgi kaynaklarını öncelikli olarak değerlendirmekte; menkul kıymete ve menkul kıymeti ihraç eden işletmeye ilişkin bilgiler yatırım kararları açısından önem kazanmaktadır. İşletme faaliyetlerine ilişkin ortaya çıkan bu tür bilgiler belirli periyotlarla halka açıklanmakta; henüz kamuya açıklanmamış bilginin ticaretinin yapılması ve bilgiden doğrudan / dolaylı olarak menfaat sağlanması suç sayılmaktadır. Kamuya açık olmayan, işletmenin iç ve dış gelişmelere ilişkin özel bilgileri olarak tanımlanabilen "içerideki bilgi" nedeniyle yatırımcılar arasında bilgi asimetrisi oluşmaktadır. İçerideki bilginin içeriden öğrenenler ticareti ve finansal piyasalar üzerindeki manipülatif etkisi birçok çalışmayla ele alınmıştır (Seyhun, 1986; Rochet, 1991, Benabou, 1992; John ve Narayanan, 1997; Chakraborty ve Yılmaz, 2004; Cohen ve ark., 2012).

İçerideki bilginin genel tanımı ilk olarak dönemin piyasa suçlarına karşı açılan davalar neticesinde federal mahkemeler ve SEC tarafından yapılmıştır. Bu tanıma göre "içerideki bilginin" nitelikleri genel olarak şu şekilde sıralanabilir (Ali ve Gregoriou, 2008):

- Kesin ve güvenilirdir, direkt veya indirekt olarak kamuya açıklanmamıştır.
- Bir veya daha fazla menkul kıymet ihraççısına veya bir veya daha fazla menkul kıymete ilişkindir.

- c. Kamuya açıklandığında söz konusu menkul kıymetin fiyatı veya diğer finansal enstrümanların fiyatları üzerinde bir etkiye (material fact) sahiptir.

Piyasalarda yatırımcıların korunup güven ortamının sağlanması ve dönemin en büyük sosyal problemlerinden biri olan "politik sistemin finansal piyasalara olan etkisini kesme ve piyasalardaki alım-satım işlemlerinin kayıt altına alınıp hilenin önlenmesi" amacıyla, 1911 yılında yayınlanan "Kansas Blue Sky Law" ile getirilen düzenlemeler, 1929 Büyük Borsa krizinin etkilerini piyasalardan atmak ve tekrarını önlemek amacıyla SEC tarafından 1933'da yayınlanan menkul kıymetler yasası (Securities Act) ile genişletilmiştir. Yasa ile, menkul kıymetlerin halka arzından önce kamuya bilgi verilmesi zorunluluğu getirilmiş; menkul kıymete ve ihraççılarına ilişkin bilgiler ile bağımsız denetçi raporlarının kamuya açıklanması şartı koşulmuştur. Söz konusu yasayla, SEC'e kamuya açıklanacak bilgiye izin verme ve daha fazla bilgi isteyebilme gibi yetkiler de verilmiştir (Securities Act, 1933). 1934 yılında yapılan federal bir düzenleme ile 1933 yasasına ilişkin bir takım hükümler genişletilmiştir. Bu yasayla, yatırımcıların haklarının korunmasına ilişkin maddelerle, işletme içerisindeki faaliyetlerinin kayıt altına alınması, kamuya açıklanmamış "içerideki bilgi" kullanımının yasaklanması ve işlenen suçlara ilişkin cezai müeyyideler gibi hususlar düzenlenmiştir. Ayrıca, içeriden öğrenenler ticareti ve manipülasyon gibi piyasa güvenliğini/emniyetini sarsıcı işlemleri önleyici ve caydırıcı kuralları getirilmiş, şirket birleşmeleri ve ele geçirmeleri hususunda piyasa işlem esasları konulmuştur.

1934 Menkul Kıymet Borsaları Yasası'nın 10b-5 kuralının ikinci maddesiyle, bir kişinin doğrudan veya dolaylı yollarla menkul kıymet fiyatını etkileyecek nitelikteki bilgiye ilişkin yanlış beyanda bulunması veya bu bilgiyi kamudan saklaması suç sayılmış ve bir kararı, düşünceyi veya bir sonucu değiştirebilecek etki, olay veya unsur olarak adlandırılan "maddi vakia (material fact)" kavramı tanımlanmıştır (Securities Act, 1934: madde 10b-5). Söz konusu madde ile, içeriden öğrenenler ticareti ve manipülasyon gibi işlemlere ilişkin mahkemelere intikal eden olayların karara bağlanması amaçlanmıştır. Aynı yasanın 17(a) maddesinde, hisse senedi alım-satımı ile alakalı işlemlerde, yatırımcıları aldatmak amacıyla hisse senedi fiyatlarıyla oynamak veya plan yapmak; bilginin saklanarak veya gerçek dışı haberlerle yayılarak, gizlenerek faaliyet yapılması yasaklanmıştır. Ayrıca, aynı kanunun 14(e) maddesinde satış tekliflerine ilişkin içerideki bilgi kullanılarak gerçekleştirilen işlemlere çeşitli kısıtlamalar getirilmiş ve güven ilişkisini zedeleyen işlemlerin finansal bir suç olduğuna temas edilmiştir. Kanunun 16. maddesinde ise, içerideki bilgiye yakın olan kişilerin gerçekleştirdikleri menkul kıymet alım - satım ve mülkiyete ilişkin işlemlerin SEC'e bildirim zorunlu kılınmıştır. Ayrıca bu kişilerin, altı ay içerisinde yaptıkları alım ve satım işleminden doğan kârların, şirkete geri ödenmesi (short swing rule) zorunlu hale getirilmiştir.

2.2.1. Bilginin Kesin ve Güvenilir Olma Niteliği

Piyasalarda "bilginin kesinliği" ilkesi, yatırımcıların rasyonel davranışta bulunabilmesi açısından önem arz etmektedir. Dedikodu ve spekülasyon nitelikte olan bilgi, içerideki bilginin "kesinlik" tanımından çıkarılmakta olup; sonucu belli olan veya tahmin edilen işletme müzakereleri ve birleşmeleri gibi gerçekleşmemiş, gerçekleşmiş veya gerçekleşecek objektif işlemler ve kanıtlar "bilginin kesinliği" kapsamına sokulmaktadır. Avrupa Birliği piyasa suçları direktifinde, bilginin kesinliği konusunda geniş açıklamalar yapılmasına karşın SEC'de konu, bilginin fiyata etkili olması başlığı altında incelemektedir (E.U. Market Abuse Directive, 2012). Örneğin planlanan halka arz işlemi, gerçekleşme dahi fiyata etkili olduğundan, kesin bilgi kapsamında değerlendirilmektedir.

1961 tarihli Cady, Roberts & Co. vakası içerideki bilginin "kesinliği ve güvenilirliği" konusundaki önemli davalardan biri olarak gösterilmektedir. Buna göre, Cady Roberts şirketine kurucu ortak ve endüstri - enerji sanayinde faaliyet gösteren Curtiss-Wright şirketine yönetim kurulu üyesi olarak görev yapmakta olan C.Cowdin, Cady Roberts şirketine bir diğer ortağı M.Gintel'e Curtiss-Wright şirketinin kâr payı dağıtım oranlarında düşüşe gideceği bilgisini sızdırmıştır. Bilgiyi öğrenenen M.Gintel, kamuya açıklama öncesi elinde tuttuğu hisse senetlerini satarak mutlak bir zarardan kaçınmıştır. Mahkemeye intikal eden davada, içerideki bilginin "güvenilir" bir kaynaktan temin edildiği ve hisse senedi fiyatı üzerindeki etkisinin "kesin" olduğu kararına varılmıştır (Cady, Roberts & Co., 1961).

2.2.2. Bilginin Kamuya Açıklanmış Olma Niteliği

İşletmelerin fiyat etkisi olan kamuya duyurulmamış bilgileri kullanımı, ilk olarak 1934 tarihli Amerikan Menkul Kıymetler Borsası Kanununun 10b ve 10b-5 maddelerinde yasaklanmıştır (Acoba, 1999). Kamuya açıklanmamış ayrıcalıklı bilginin önemi konusunda mahkemeye intikal eden en önemli davalardan biri olarak gösterilen Cady, Roberts & Co. vakasında, yatırımcıların bilgilendirilmesi esas alınmış ve "açıkla veya kaçın (disclose or abstain)" kuralı benimsenerek ayrıcalıklı bilginin kamuya açıklandıktan sonra alım-satım işleminin yapılması veya bu bilgiye dayanılarak yapılan işlemde kaçınılması gerektiği belirtilmiştir. Kuralın

uygulanabilmesi için "bilgide eşitlik" ve "bilgiye eşit ulaşım" yaklaşımları geliştirilmiştir. İçeriden öğrenenler ticaretinin açıklanmasına yönelik ABD Federal Mahkemeleri ve SEC tarafından geliştirilen "bilgide eşitlik" ve "bilgiye eşit ulaşım" yaklaşımları, tarafsızlık ilkesinden hareketle, tüm yatırımcıların bilgiyi edinmede eşit olması gerektiği görüşünü savunmakta; tüm yatırımcıların bilgiye eşit ulaşabilmesi için gerekli bilgilerin periyodik olarak açıklanması gerektiğini belirtmektedir. Buna göre, ayrıcalıklı bilgiye sahip olan yatırımcıların, bilgi kamuya açıklanana kadar bilgiyi saklı tutması veya bilgi kamuya açıklanmadan işlem gerçekleştirilmesi yasaklanmıştır. Ancak Texas Gulf Sulphur davası ile "bilgiye eşit ulaşım" kavramı genişletilmiş, piyasalarda kimsenin bir diğerine üstünlük sağlayabilecek türde bilgiye sahip olmaması gerektiği ifadesine yer verilmiştir (Texas Gulf Sulphur & Co., 1968). Bilgi alanların da, içeriden öğrenenler gibi hisse alım satımını yaptığı işletmeyle güvene dayalı bir ilişkisinin olduğu varsayılarak, "bilgide eşitlik" kavramı geliştirilmiş ve içeriden bilgi alanlar da "bilgi suistimali suçuna karışabilecek nitelikte olanlar" kategorisine dahil edilmiştir (Farley, 1984). Aynı şekilde, 1973'de görülen Dirks davasında ise, içerideki bilginin kamuya açıklanmadan önce doğrudan veya dolaylı şekilde kullanılmaması ve içerideki bilgiye dayalı gerçekleştirilen işlemi desteklemekten kaçınılması gerektiği sonucuna varılmıştır (Dirks v. SEC, 1973). Ancak 1980 Chiarella v. United States davası ile, yatırımcıların hisse senedi alıp sattıkları işletmeyle "güven ve sadakata" dayalı bir ilişkinin olması şart koşulmuş, böyle bir durumda açıkla veya kaçın kuralının geçerli olabileceğine işaret edilmiştir (Chiarella v. United States, 1980).

"Kamuya açıklanmamış bilgi" konusunda, üzerinde durulması gereken bir diğer konu ise bilginin ortaya çıkışı ve kamuya açıklanma sürecidir. Her ne kadar da ayrıcalıklı bilginin kamuya açıklanması ile yatırımcıların korunması amaçlanıyor olsa da, ayrıcalıklı bilginin kamuya açıklanmadan önce öğrenilip alım-satım işleminin gerçekleştirilmesi neticesinde haksız bir kazanç doğmaktadır. Örneğin; ayrıcalıklı bilgiye ulaşabilen yöneticilerin, SEC'in beş gün içerisinde kamuya açıklama kuralını kötüye kullanarak, negatif haberleri diğer yatırımcıların dikkatinin en dağınık olduğu zamanlar, yani haftanın son iş günü veya milli bayramlardan hemen önce veya piyasa kapanışlarından hemen önce, açıklayıp avantaj elde ettikleri tespit edilmiştir (Niessner, 2014). Bu sebepten dolayı bilginin mümkün olan en kısa sürede kamuya duyurulması gerekmekte ve kamuya açıklanan bilginin yatırımcılar tarafından algılanması süresince önceden bilgiye sahip olan kişilerin herhangi bir alım satım işlemi yapmaması ve bilginin tüm yatırımcılara sunulabilmesi için gereken çabanın sarfedilmesi gerekmektedir (Fischel, 1984). Ayrıca, işletmelerin kamuyu bilgilendirme adı altında piyasaya açıklayacakları raporların içerik ve şekil yönünden uygunluğu ile; senelik faaliyet raporları, gelir tablosu ve bilançolar, yönetim kurulu tarafından şirketin ayrıntılı durum analizini içeren görüşme ve raporları, işletmenin gelir kaynakları, faaliyet gösterilen sektöre ilişkin uzun vadeli tahminler ve belirsizlikler, yeni ürün arz planları, yönetici ve çalışanlara ilişkin görev tanımları gibi ek bilgilendirici formların düzenlenmesi konularına dikkat çekilmektedir. Kamuya açıklanacak bilginin raporlamalardan kaynaklanan farklılıklardan arındırılarak standart bir formda düzenlenmesi ve yatırımcılara doğru ve ayrıntılı bir şekilde aktarılmasının gerekliliği üzerinde durulmakta; yasal düzenlemeler çerçevesinde oluşturulmamış finansal raporlar, haber metinleri, sosyal medya ve basın toplantıları ile yayımlanan bilgiler kamuya açıklama kapsamında değerlendirilmemektedir. Kamuya açıklanan bilgilerin aksine, farklı içerikteki haber ve söylentilerin varlığı halinde, kamuya doğrulayıcı veya yalanlayıcı bir açıklama yapmak, işletmelerin sorumluluğu dahilindedir.

2.2.3. Bilginin Fiyat Etkisi

Menkul kıymet fiyatlarıdaki aşırı dalgalanmaları engelleyen doğru fiyatlandırma, piyasalardaki belirsizliği düşürerek yatırımcıların net yatırım kararları alabilmesini sağlamaktadır. Mahkemeye intikal eden davalarda, menkul kıymetin doğru fiyatı yansıtıp yansıtmadığı araştırılmakta; kamuya açıklanmamış içerideki bilginin açıklanmasıyla beraber, herhangi bir miktara bağlı kalmaksızın, menkul kıymet fiyatlarında oluşan değişikliğe vurgu yapılmaktadır. "Rasyonel" bir yatırımcının menkul kıymeti alım-satım veya elinde tutma davranışına (yatırım kararına) etki edecek bu tür bilgiler, "fiyat etkisi olan bilgi" olarak tanımlanmaktadır (Warren, 1991).

İçerideki bilginin menkul kıymet fiyatları üzerindeki etkisi ve yatırımcılar tarafından algısı konusu, Amerikan ve Avrupa Birliği piyasa düzenlemelerinde ayrıntılı bir şekilde ele alınmaktadır. İçerideki bilginin menkul kıymet fiyatlarına etkisi literatüre ilk olarak 1976 yılında TSC Industries v. Northway davası ile girmiş, "makul" bir yatırımcının önemseyip yatırım kararlarında kullanacağı veya yatırımcının bilgi düzeyinde anlamlı bir değişiklik sağlayabilecek bilgi, maddi vakıa (material fact) olarak tanımlanmıştır (TSC Industries v. Northway, 1976).

Literatürde, bir yatırımcının "makul" olması, "rasyonel" kavramı ile açıklanmakta olup, söz konusu kavram bilginin fiyat etkili olması ile ele alınıp farklı şekillerde test edilmektedir. Birincisi, bilginin kamuya duyurulduktan sonra menkul kıymet fiyatlarında meydana gelen değişikliğin, herhangi bir sınır değerine

(threshold value) bağı kalmaksızın, test edilmesidir. Fiyat değişikliğinin derecesi ve etki eden bilginin miktarı önemli olmakla birlikte, üzerinde uzlaşamamış konular arasında değerlendirilmektedir. İkincisi, bilgiyi kullanan yatırımcıların "rasyonel" olması gerektiği konusudur. Buna göre TSC Industries v. Northway davasında belirtildiği üzere, "işletme faaliyetleri konusunda sahip olduğu bilgi ile görüş bildirebilecek, oy kullanabilecek niteliğe haiz olan yatırımcılar" rasyonel yatırımcılar olarak tanımlanmaktadır (TSC Industries v. Northway, 1976). Fakat akıllı bir yatırımcının sahip olması gereken bilgi miktarının ne olması gerektiği sorusuyla birlikte; yatırımcı karakteristiklerinin (uzun veya kısa vadeli yatırımcı olması, alım-satım işlem tercihi vs.) rasyonel kavramı açısından nasıl yorumlanması gerektiği konusunda henüz fikir birliğine varılamamıştır (IOSCO, 2003). Bilginin fiyat etkisi açısından test edilen üçüncü faktör ise, bilginin önemlilik seviyesidir. Buna göre bilgi, olay hakkında içerdiği kesin olasılıkların yanısıra, kesin olmayan olasılıkları da kapsamalıdır. Örneğin, belirli bir tarihte planlanan şirket devri için yayınlanan bir bildirim, içerik itibarıyla şirketin devredilme olasılığını içerirken; devredilmeme olasılığını da içermelidir. Bu konuda, menkul kıymeti ihraç eden şirketin kamuya açıklanacak bilginin fiyat etkisinin olup olmadığını tespit etmesi ve içeriden öğrenenlerin işlemlerini bu hususu da göz önünde bulundurularak gerçekleştirmesi gerekmektedir (Heminway, 2003: 1156-1157).

3. Sonuç

ABD ekonomisinin bilgi kalitesinden kaynaklanan problemlerden dolayı senelik 600 milyar doların üzerinde bir zarara uğradığı belirtilmektedir (Wang ve ark., 2014). Bilginin kalitesinden kaynaklanan problemlerin ekonomik zararları da göz önünde bulundurulduğunda, piyasalarda asimetrik bilginin içeriden öğrenenler ticareti, manipülasyon gibi finansal suçlar dışındaki diğer problemlerin ortaya çıkışını engellemek amacıyla; bilginin kesinliğinin, doğruluğunun, nakde çevirilebilirliğinin, tamlığının ve amaca uygunluğunun kontrol edilmesi gerekmektedir. Bu işlemler gerçekleştirilirken işletme içerisinde ve piyasa düzenleyici kurumlar tarafından gerekli protokoller belirlenmeli; ölçüm hataları minimize edilip, bilginin rekabeti engelleyebilecek nitelikteki gizlilik sınırları korunmalıdır. Çünkü, amacına uygunluğu sayısal olarak tespit edilmemiş yetersiz miktardaki bilgi ile sadece kamuya açıklama formalitesi gerçekleştirilecek, piyasadaki bilgi asimetrisi problemi devam edecektir. Aynı şekilde, şirkete ilişkin amacı dışında paylaşılmış nitelikteki özel bilgi, şirketin rekabet stratejilerini etkileyerek şirketi dezavantajlı konuma getirecek; şirket paydaşlarının güven duygusunu ve maddi kazanımlarını sarsacaktır. Bu açıdan özellikle Türkiye gibi gelişen piyasalarda, borsada işlem gören işletmelerin organizasyon yapıları ve bilginin organizasyon içerisindeki akışı da gözetilerek, içerideki bilginin sayısal temelli yaklaşımlarla raporlanması ve standartlarının geliştirilmesi, içerideki bilgiye yakın olan kişilerin doğru ve eksiksiz bilgi aktarımının çeşitli yöntemlerle teşvik edilmesi önerilebilir. Ayrıca, piyasa düzenleyicilerinin yukarıda bahsi geçen tüm faktörleri değerlendirip piyasaya özgü kamuya açıklama kuralları ve protokolleri oluşturması gerekmekte; bilginin paylaşıldığı platform ve genel olarak yatırımcının bilgiyi efektif olarak algılayabilmesi için kullanılacak analitik araçların, maliyetler de değerlendirilerek geliştirilmesi sağlanmalıdır. Yapılacak ampirik çalışmalarla işletmelerin; "kamuya açıklanan bilgi miktarı arttıkça veya kamuya tam açıklama durumunda güdültülü işlemlerin çoğalması ve bilgi kalitesinin düşmesi" yönündeki algısının araştırılması sağlanabilir.

Bilgi, menkul kıymet fiyatlarına etkisinden dolayı bir risk primi olarak değerlendirilmelidir. Yanlış, eksik ve anlaşılmayan nitelikteki bilgi, yatırımcıların kararını etkileyerek fiyatların doğru konumlandırılmasını engelleyecektir. Bu sebeple, öncelikle içerideki bilginin kamuya açıklanması, sonrasında yönetimin görüşleri, iç analistlerin değerlendirmeleri gibi gönüllü açıklamalar konusunda işletme içerisindeki kişilerin/birimlerin motive edilmesi ve teşvik araçlarının geliştirilmesi sağlanmalıdır. Ayrıca, gelişen ekonomilerdeki piyasalarda finansal araç çeşitlendirmeleri sunumunun, piyasaların anlayacağı biçimde yapılması ve özellikle yabancı yatırımcıların bilgi dezavantajlarının giderilerek piyasaya entegrasyonunun etkin bir şekilde sağlanması gerekmektedir.

KAYNAKÇA

6362 Sayılı Sermaye Piyasası Kanunu, 2012

ACOPA, M.A. (1999). "Insider Trading Jurisprudence after United States v. O'Hagan: A Restatement (Second) of Torts, § 551(2) Perspective", Cornell Law Review, Vol. 84, s. 1356-1417

ALBUQUERQUE, R.A., FRANCISCO, E.D., MARQUES, L.B. (2008). "Marketwide Private Information in Stocks: Forecasting Currency Returns", Journal of Finance, Vol. 63, Issue 5, s. 2297-2343

ALI, P.U., GREGORIOU, G.N. (2008). Insider Trading: Global Development And Analysis, New York, Taylor & Francis.

BAIMAN, S., VERRECCHIA, R.E., (1996). "The Relation Among Capital Markets, Financial Disclosure, Production Efficiency, and Insider Trading", Journal of Accounting Research, Vol. 34, No. 1, s.1-22

BENABOU, R., LAROQUE, G. (1992). Using Privileged Information to Manipulate Markets: Insiders, Gurus, and Credibility, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 107, No. 3, s. 921-958.

BROWN, S. (2007). "How disclosure quality affects the level of information asymmetry", *Review of Accounting Studies*, Vol. 12, s. 443-477

BRYNJOLFSSON, E., LORIN, M. (1994). "Information technology as a factor of production: the role of differences among firms", MIT Sloan School of Management Working Paper Series, No. 173, s. 1-26

CADY, ROBERTS & CO., 40 SEC 907, 1961

CARTER, M.E., SOO, B.S. (1999). "The relevance of Form 8-K reports", *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, Issue 1, s. 119-132

CHAE, J. (2005). "Trading Volume, Information Asymmetry, and Timing Information", *Journal of Finance*, Vol. 60, No. 1, s. 413-442

CHAKRABORTY, A., YILMAZ, B. (2004), *Journal of Economic Theory*, Vol. 114, Issue 1, s. 132-152

CHIARELLA V. UNITED STATES, 445 U.S. 222, 1980

COHEN, L., CHRISTOPHER, M., LUKASZ, P. (2012). Decoding Inside Information, *The Journal of Finance*, Vol. 67, Issue 3, s. 1009-1043

DIRKS V. SEC, 463 U.S. 646, 1983

EASLEY, D., O'HARA, M., YANG, L. (2012). "Differential Access to Price Information in Financial Markets", Cornell University Department of Economics Working Paper, s. 1-71

EISENHARDT, K.M. (1989). "Agency Theory: An assessment and review", *The Academy of Management Review*, Vol. 14, No.1, s. 57-74

ENGLE, E. (2010). "Insider Trading in U.S. and E.U. Law: A Comparison", *European Business Law Review*, Vol. 26, s. 465-490

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, E.U. Market Abuse Directive, (Çevrimiçi) http://www.esma.europa.eu/system/files/06_562b.pdf, 16.10.2014

FAMA, E. (1965). "Random walks in stock market prices", *Financial Analysts Journal*, Vol. 51, No. 1, s.75-80

FARLEY, M. (1984). "A Current Look At The Law Of Insider Trading", *The Business Lawyer*, Vol. 39, s. 1771-1782

FISCHEL, D. (1984). "Insider Trading and Investment Analysts: An Economic Analysis of Dirks v. Securities Exchange Commission", *Hofstra L. Review*, Vol. 13, s. 127-146

HAYEK, F.A. (1945). "The Use of Knowledge in Society", *The American Economic Review*, Vol. 35, No. 4, s. 519-530

HEMINWAY, J.M. (2003). "Materiality Guidance in the Context of Insider Trading: A Call for Action", Vol. 52, No. 5, p. 1132-1212

HO, T.S.Y., MICHAELY, R. (1988). "Information Quality and Market Efficiency", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 23, No. 1, s. 53-70

IOSCO (International Organization of Securities Commission) (2003). "Insider Trading: How Jurisdictions Regulate It?". s. 1-100

JOHN, K., NARAYANAN, R. (1997). Market Manipulation and the Role of Insider Trading Regulations, *The Journal of Business*, Vol. 70, No. 2, s. 217-247

LAKONISHOK, J., LEE, I. (2001). "Are insider trades informative?", *The Review of Financial Studies*, Vol. 14, Issue 1, s. 79-111

LATIF, M., ARSHAD, S., FATIMA, M., FAROOQ, S. (2011). Market Efficiency, Market Anomalies, Causes, Evidences, and Some Behavioral Aspects of Market Anomalies", *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol. 2, No. 9-10, s. 1-13

MADHAVAN, A. (2000). "Market microstructure: A survey", *Journal of Financial Markets*, Vol. 3, s. 207-258

NIESSNER, M. (2014). "Strategic Disclosure Timing and Insider Trading", (Çevrimiçi) <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2439040>, 11.05.2015, s. 1-50

ROCHET, J.C. (1991). "Insider Trading and Market Manipulations: Existence and Uniqueness of Equilibrium", MIT Working Paper No. 3318-91.

SEC, "SEC Commission Speech Archive of 1997 - July 23 1997, Speech of Chairman Arthur Lewitt", (Çevrimiçi) <http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1997speech.shtml>, 09.05.2015

SEC (1933). "Securities Act of 1933", (Çevrimiçi) <http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>, 10.06.2015

SEC (1934). "Securities Exchange Act of 1934", (Çevrimiçi) <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>, 20.07.2015

SEYHUN, H.N. (1986). "Insiders' Profits, Cost of Trading, and Market Efficiency", *The Journal of Financial Economics*, Vol. 16, s. 189-212

STIGLITZ, J.E. (1993). *Economics, Fourth Edition*, W. W. Norton & Company

TEXAS GULF SULPHUR & CO. 401 F.2d 833, 1968

U.S. Supreme Court, "TSC Industries v. Northway (1976)", 426 U.S. 438

VENKATESH, P.C., CHIANG, R. (1986). "Information Asymmetry and the Dealer's Bid-Ask Spread: A Case Study of Earnings and Dividend Announcements", *Journal of Finance*, Vol. 41, No. 5, s. 1089-1102

WANG, X., PIERCE, E.M., MADNICK, S., FISHER, R.C., ZWASS, V.(2014). *Information Quality*, Routledge.

WARREN, M.G. (1991). "The Regulation of Insider Trading in European Community", *Wash. & Lee L. Rev.*, Vol. 48, No. 3, s. 1037-1077