



**Open your mind. LUT.**

Lappeenranta **University of Technology**

Kauppateollinen tiedekunta

Kandidaatintutkielma

Talousjohtaminen

## **Sisäpiirikaupankäynnin motiivit ja vaikutukset**

### **Insider Trading: Definitions, Trading Motives and Impact**

**20.12.2013**

Tekijä: Minna Laakso

Ohjaaja: Jyri Kinnunen

# SISÄLLYSLUETTELO

1	JOHDANTO .....	1
1.1	Tutkimuksen aihe ja tausta .....	1
1.2	Tutkimuksen tavoitteet ja tutkimusongelma .....	2
1.3	Teoreettinen viitekehys ja rajaukset .....	2
1.4	Rakenne .....	3
2	SISÄPIIRIKAUPANKÄYNTI .....	5
2.1	Sisäpiirintieto .....	5
2.1.1	Sisäpiirintiedon kielletty käyttö .....	6
2.1.2	Sisäpiirintiedon sallittu käyttö .....	7
2.2	Sisäpiiriläinen .....	8
2.2.1	Ilmoitusvelvollinen sisäpiiriläinen .....	8
2.2.2	Pysyvä yrityskohtainen sisäpiiriläinen .....	9
2.2.3	Hankekohtainen sisäpiiriläinen .....	10
2.3	Sisäpiiriläisen kaupankäynti ja sen rajoitukset .....	11
2.3.1	Kaupankäyntirajoitukset .....	11
2.3.2	Mahdollisuudet kaupankäyntiin .....	12
3	AGENTTITEORIA JA ASYMMETRINEN INFORMAATIO .....	14
3.1	Päämies-agenttisuhte ja asymmetrinen informaatio .....	14
3.2	Pohdintoja päämies-agenttisuhteen ja asymmetrisen informaation vaikutuksista sisäpiirikaupankäyntiin .....	15
4	TUTKIMUSMETODOLOGIA JA -AINEISTO .....	17
5	TUTKIMUSTULOKSET .....	18
5.1	Sisäpiirikaupankäynnin syyt ja motiivit .....	18
5.1.1	Syyt ja motiivit käydä kauppaa .....	18
5.1.2	Syyt ja motiivit olla käymättä kauppaa .....	23
5.2	Lainsäädännön kaksisuuntainen vaikutus .....	24
5.3	Sisäpiirikaupankäynnin havaitseminen .....	25
5.4	Mitä sisäpiirikaupankäynti ennustaa tulevaisuuden näkymistä ja tuotoista? .....	27
6	YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET .....	31
6.1	Yhteenveto .....	31
6.2	Johtopäätökset .....	35
	LÄHTEET .....	37

# 1 JOHDANTO

Helsingin Sanomien toimittaja Arolan (2013) haastatteleman yksityissijoittaja Kim Lindströmin mukaan pörssiosakkeilla voi luoda itselleen kohtalaisen sijoitusomaisuuden asiaan paneutumalla, tekemällä kotiläksyt ja toimimalla pitkäjänteisesti. Tämä näkemys ei välttämättä kerro koko totuutta tai ole aivan yleistettävissä, sillä Lindström on työskennellyt lähes koko elämänsä sijoitusalan tehtävissä ja kuulunut moneen kertaan sisäpiiriin. Hän on kuitenkin omien sanojensa mukaan aina varonut käyttämästä asemaansa väärin. Lindströmin vakuuttelusta huolimatta herää kysymys: voiko todella ansaita omaisuuksia pörssiosakkeilla ilman sisäpiirintietoa vain paneutumalla huolellisesti asiaan?

Sisäpiiriläisten harjoittama kaupankäynti herättää säännöllisin väliajoin kiivasta keskustelua. Näkemyksiään keskusteluun tarjoavat yhtiöiden johtajat, yhtiöiden omistajat, ulkopuoliset sijoittajat sekä media. Keskustelun ja väittelyn syynä on useimmiten se, että vaikka sisäpiirintiedon väärinkäyttö on lain mukaan kiellettyä, sisäpiirikaupankäyntejä kuitenkin esiintyy jatkuvasti. Sisäpiirikaupankäyntiä harjoittavat tahot eivät aina jää kiinni sisäpiirintiedon väärinkäytöstä ja kaupankäynti sisäpiirintiedon avulla asettaa ulkopuoliset sijoittajat epäarvoiseen asemaan. Sisäpiiriläiset eivät kuitenkaan aina käy kauppaa sisäpiirintiedon avulla vaan he ovat usein myös toisinajattelijoita (Piotroski & Roulstone, 2005). Sisäpiiriläiset saattavatkin puolustaa kaupankäyntiään juuri toisinajattelun näkökulmaa käyttäen.

## 1.1 Tutkimuksen aihe ja tausta

Tässä tutkimuksessa tarkastellaan sisäpiirikaupankäyntiä, sen syitä ja siihen johtavia motiiveja, sisäpiirikaupankäyntiä rajoittavan lainsäädännön vaikutuksia, sisäpiirikaupankäynnin havaitsemiskeinoja sekä sisäpiirikaupankäynnin käyttöä tulevaisuuden näkymien ja tuottojen ennustamisessa.

Monesti ajatellaan, että sisäpiiriläiset käyvät kauppaa vain saavuttaakseen suuria tuottoja sisäpiirintiedon avulla, ja että sisäpiirikaupankäynnit ovat automaattisesti ennusteita tulevaisuuden tuotoista. Sisäpiiriläisten kaupankäyntiin liittyy kuitenkin todellisuudessa monia erilaisia syitä, ja sisäpiirikaupankäynti voi olla merkki

muunkinlaisista tulevaisuuden näkymistä kuin pelkistä tuotoista. Useat aiemmat tutkimukset (katso esimerkiksi Agrawal & Nasser, 2012; Bonaimé & Ryngaert, 2013; Fidrmuc et al., 2013; Huddart et al., 2007; Kallunki et al., 2009; Ke et al., 2003; Thevenot, 2012) tuovat esille monenlaisia syitä ja motiiveja harjoittaa sisäpiirikaupankäyntiä sekä sisäpiirikaupankäynnin avulla ennustettavissa olevia tulevaisuuden näkymiä.

## 1.2 Tutkimuksen tavoitteet ja tutkimusongelma

Tutkimuksen tavoitteena on löytää syyt ja motiivit, jotka vaikuttavat sisäpiirikaupankäynnin harjoittamiseen tai siitä jättäytymiseen. Lisäksi tavoitteena on selvittää minkälaisia tulevaisuuden näkymiä ja tuottoja sisäpiirikaupankäynnin avulla voidaan ennustaa.

Tavoitteiden perusteella tutkimusongelma voidaan esittää kysymyksen muodossa:

- Mitkä tekijät vaikuttavat sisäpiirikaupankäyntiin ja millaisia tulevaisuuden näkymiä sisäpiirikaupankäynti ennustaa kaupankäynnin kohteena olevalle yhtiölle?

Tutkimusongelmaa lähestyttäessä ja sitä ratkaistaessa käytetään apuna kolmea alakysymystä:

- Mitkä tekijät vaikuttavat sisäpiirikaupankäyntiin positiivisesti ja mitkä negatiivisesti?
- Vaikuttaako sisäpiirikaupankäynnin suunta ja aktiivisuus tulevaisuuden näkymiin ja tuottoihin?
- Seuraako samankaltaisista sisäpiirikaupankäynneistä yhdenmukaiset tulevaisuuden näkymät ja tuotot?

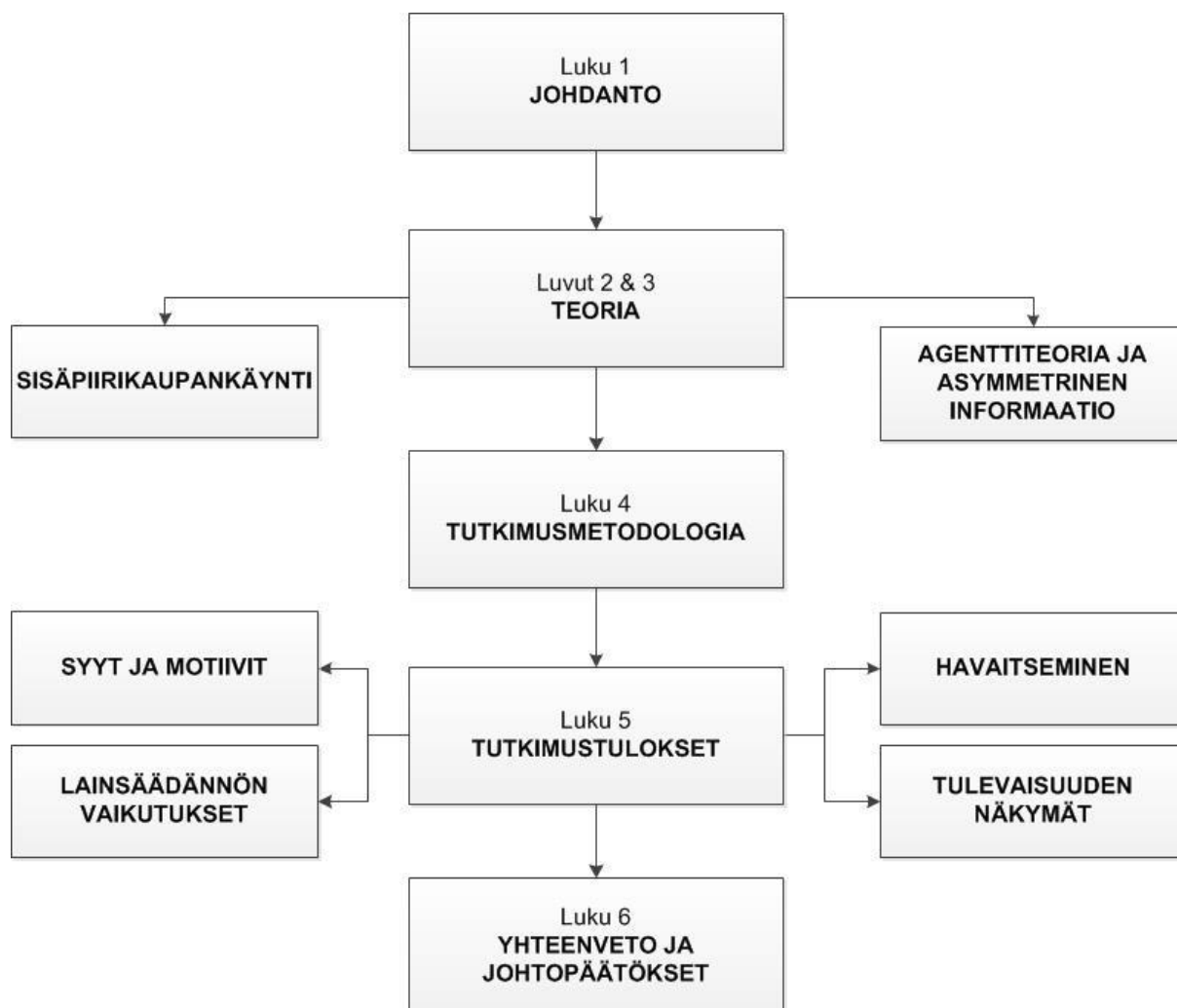
## 1.3 Teoreettinen viitekehys ja rajaukset

Tutkimusongelmaa tarkastellaan lähinnä sisäpiiriläisten tuottojen näkökulmasta. Tämä näkökulma muodostaa teoreettisen viitekehysten, jonka pohjalta lähestytään sisäpiirikaupankäyntiä koskevaa kirjallisuutta ja tieteellisiä julkaisuja sekä agenttiteoriaa, asymmetristä informaatiota ja aiempia tutkimuksia.

Kaikki tutkimuksessa käsiteltävät yhtiöt ovat pörssiyrityksiä, vaikka niitä kutsutaankin pelkiksi yhtiöiksi. Teoriaosuuden lainsäädännölliset seikat ovat kuvattu Suomen näkökulmasta. Tutkimustulokset koostuvat kuitenkin kansainvälisistä tutkimuksista, joten tällöin puhuttaessa laillisista tai oikeudellisista seuraamuksista, ei tarkoiteta pelkästään Suomen näkökulmaa, vaan ylipäätään kaikkia oikeudellisia seuraamuksia niissä maissa, joissa sisäpiirintiedon väärinkäyttö on kiellettyä.

## **1.4 Rakenne**

Tutkimuksen toinen ja kolmas luku muodostavat teoriapohjan tutkimukselle. Toisessa luvussa syvennytään sisäpiirikaupankäyntiin avaamalla sisäpiiriläisen ja sisäpiirintiedon käsitteitä sekä näihin liittyviä velvollisuuksia. Lisäksi käsitellään itse sisäpiirikaupankäyntiä sekä siihen liittyviä kieltoja ja rajoituksia. Kolmannessa luvussa tarkastellaan agenttiteoriaa ja asymmetristä informaatiota sekä pohditaan päämies-agenttisuhteen ja asymmetrisen informaation vaikutuksia sisäpiirikaupankäyntiin. Neljännessä luvussa tutustutaan tutkimusmetodologiaan sekä tutkimuksessa käytettyyn aineistoon. Viidennessä luvussa käsitellään tutkimustuloksia, jotka ovat koottu tutkimuskysymysten kannalta relevanteista aikaisemmista tutkimuksista. Tutkimuksen kuudes luku sisältää yhteenvedon ja tutkimustulosten perusteella tehdyt johtopäätökset. Tutkimuksen rakennetta havainnollistetaan rakennekaaviona (Kuva 1).



Kuva 1. Tutkimuksen rakenne

## 2 SISÄPIIRIKAUPANKÄYNTI

Sisäpiirikaupankäynnillä tarkoitetaan yrityksen sisäpiiriin kuuluvien arvopaperikaupankäyntiä. Sisäpiirintiedon, toisin sanoen yritystiedon, väärinkäyttö on Suomen lain mukaan kiellettyä; sitä säädellään rikos- ja arvopaperimarkkinalaissa. Kuka tahansa ei kuulu sisäpiiriin, vaan sisäpiiriläiselle on olemassa tietyt kriteerit, joiden avulla sisäpiiriläinen voidaan erottaa esimerkiksi tavallisesta osakkeenomistajasta.

### 2.1 Sisäpiirintieto

Sisäpiirintieto on luonteeltaan sellaista olennaista ja täsmällistä tietoa, jota ei ole julkistettu tai sitä ei ole muuten markkinoilla saatavissa ja joka julkisena voisi olennaisesti vaikuttaa arvopaperin arvoon tai siihen liittyvien muiden arvopapereiden arvoon. (Finanssivalvonta, 2013a; Häyrynen & Parkkonen, 2006; Mars et al., 2000; Sisäpiiriohje pörssiyhtiöille, 2013)

Tieto on olennaista, kun järkevästi toimiva sijoittaja käyttäisi sitä yhtenä perusteena sijoituspäätökselleen, ja täsmällistä, kun se viittaa olosuhteisiin ja tapahtumiin, jotka ovat jo toteutuneet tai joiden voidaan olettaa toteutuvan (Finanssivalvonta, 2013a; Häyrynen & Parkkonen, 2006; Sisäpiiriohje pörssiyhtiöille, 2013). Lisäksi Helsingin pörssin sisäpiiriohjeen (2013) mukaan täsmällisyyden edellytyksenä on, että tiedon perusteella voidaan tehdä arvio sen vaikuttavuudesta arvopaperin arvoon. Tieto on julkista, kun se on annettu Helsingin pörssille ja keskeisille tiedotusvälineille tai se on ollut yleisesti markkinoiden saatavissa esimerkiksi sähköisissä tiedotusvälineissä tai lehdistössä (Mars et al., 2000; Sisäpiiriohje pörssiyhtiöille, 2013).

Sisäpiirintieto liittyy aina vaikutukseltaan suoraan tai välillisesti arvopaperiin, mutta se voi arvopaperin lisäksi koskea arvopaperimarkkinoita yleensä tai yhtiötä, joka toimii arvopaperin liikkeellelaskijana (Finanssivalvonta, 2013a; Häyrynen & Parkkonen, 2006). Sisäpiirintietoa voi käytännössä olla esimerkiksi tieto yhtiön sulautumisesta, jakautumisesta tai vastaavasta merkittävästä yhtiöjärjestelystä, osakeanneista, ostotai lunastustarjouksesta, osakesarjan jakamisesta tai yhdistämisestä, osakkeen nimellisarvon alentamisesta, muusta osakkeita koskevasta muutoksesta,

toimeksiannosta, osavuosisikatsauksen tai tilinpäätöksen sisällöstä sekä tulosvaroituksesta (Finanssivalvonta, 2013a; Mars et al., 2000; Sisäpiiriohje pörssiyhtiöille, 2013).

### 2.1.1 Sisäpiirintiedon kielletty käyttö

Sisäpiirintietoa ei saa ilmaista kenellekään toiselle henkilölle, mikäli se ei tapahdu osana tiedosta kertovan henkilön ammatin, työn tai tehtävien tavanomaista suorittamista. Tätä kutsutaan *sisäpiirintiedon ilmaisukielloksi*, ja se koskee kaikkia henkilöitä, joilla on hallussaan sisäpiirintietoa. *Sisäpiirintiedon väärinkäytöllä* tarkoitetaan yleensä tiedon suoraa tai välillistä hyödyntämistä arvopaperikaupassa omaan tai toisen lukuun tai toisen henkilön neuvomista suoraan tai välillisesti tällaisessa kaupankäynnissä. (Häyrynen & Parkkonen, 2006; Sisäpiiriohje pörssiyhtiöille, 2013; Virtanen, 2010) Sisäpiirintiedon käyttö- ja ilmaisukiellon tarkoitus on ylläpitää markkinoiden luotettavuutta ja turvata sijoittajien mahdollisuus tasavertaiseen kaupankäyntiin arvopaperimarkkinoilla (Virtanen, 2010).

Rikoslain mukaan tahallinen tai törkeä väärinkäyttö, joka tehdään hyötymistarkoituksessa, on rangaistavaa ja rikoksesta voidaan tuomita sakkoihin tai pahimmassa tapauksessa vankeuteen (Virtanen, 2010). Väärinkäyttö on rangaistava teko, vaikkei hyöty olisi konkretisoitunut (Häyrynen & Parkkonen, 2006). Arvopaperimarkkinalaki ottaa huomioon myös muutoin kuin tahallisesti tai törkeällä tavalla tehdyn sisäpiirintiedon väärinkäytön, nimittäin laki koskee myös tahattomasti tai ilman hyötymistarkoitusta tehtyä väärinkäyttöä tai ilmaisua. Seuraamuksena voi olla Finanssivalvonnan hallinnollisia sanktioita. (Sisäpiiriohje pörssiyhtiöille, 2013)

Väärinkäyttöä ei kuitenkaan ole tilanne, jossa esimerkiksi sisäpiiriin kuuluvat yhtiön hallituksen jäsenet luopuvat yhtiön osakkeista lainsäädäntöön sisältyvän velvoitteen takia, vaikka he hyötyisivät tästä luovutuksesta. Sisäpiiriläisen täyttäessä johdannaissopimuksen edellyttämiä velvollisuuksia ja oikeuksia, ei hän syyllisty sisäpiirintiedon väärinkäyttöön, vaikka henkilöllä olisi täytäntöönpanohetkellä sisäpiirintietoa, jos johdannaissopimus on tehty ennen kuin hänellä on ollut hallussaan kyseistä arvopaperia koskevaa sisäpiirintietoa. (Häyrynen & Parkkonen, 2006)



### 2.1.2 Sisäpiirintiedon sallittu käyttö

Kuten edellisestä kappaleesta ilmenee, sisäpiirintietoa saa ilmaista toiselle henkilölle vain, jos se tapahtuu osana tietoa ilmaisevan henkilön ammatin, työn tai tehtävien tavanomaista suorittamista. Virtasen (2013) mukaan yhtiön edustajan tai yhtiön lukuun toimivan ilmaistessa toiselle sisäpiirintiedoksi määriteltävää tietoa, on tieto lähtökohtaisesti julkistettava välittömästi myös pörssitiedotteena markkinoille.

Mikäli edellä kuvatulle toiminnalle on olemassa hyväksyttävä syy, on sisäpiirintiedon ilmaiseminen sallittua, eikä sitä tällöin täydy julkistaa, sillä ilmaisukielto ei saa olla esteenä tietojen luovuttamiselle, jos se on perusteltua esimerkiksi yhtiön toiminnan näkökulmasta. Hyväksyttäviä tapauksia sisäpiirintiedon ilmaisemiseen ovat Virtasen (2013) mukaan esimerkiksi neuvottelutilanteet, joissa tieto ilmaistaan vastapuolelle tai tämän neuvonantajalle. Tilanteet, joissa vastaanottajalla on oikeus saada tieto, kuten kilpailuviranomainen tai julkisen kaupankäynnin järjestäjä sekä tilanteet, joissa yhtiö antaa erityisen toimeksiannon neuvonantajalle tai muulle asiamiehelle. Sisäpiirintietoa on myös hyväksyttävää ilmaista luotonantajille tai luottoluokituksen antajille, kun tieto on tarpeen yhtiön kannalta luoton tai luottoluokituksen saamiseksi. Tietyissä tilanteissa sisäpiirintietoa voi ilmaista myös merkittäville osakkeenomistajille, esimerkiksi yhtiön harkitessa toimenpidettä, joka myöhemmin vaatisi osakkeenomistajien hyväksynnän tai vaihtoehtoisesti heidän etukäteen antaman suostumuksen tai tuen. Edellä mainituissa tapauksissa kyse on velvollisuuden täyttämisestä, ei sisäpiirintiedon hyväksikäytöstä.

Mikäli sisäpiirintietoa on luovutettu yhtiön osakkeenomistajille tai muille sellaisille henkilöille, joilla ei ole lakiin perustuvaa salassapitovelvollisuutta, täytyy laatia erillinen salassapitosopimus. Lisäksi sisäpiirintietoa annettaessa muille kuin arvopaperimarkkinoilla ammattimaisesti toimiville tahoille on kiinnitettävä erityistä huomiota ilmaisukieltoon, jotta asianomaiset henkilöt ymmärtävät ilmaisukiellon asettamat velvollisuudet. Lisäksi jokainen tiedon saanut henkilö tulee merkitä hankerekisteriin yhtiön tai muiden asianomaisten osapuolten toimesta. (Virtanen, 2010)

## 2.2 Sisäpiiriläinen

Käsitteelle *sisäpiiriläinen* ei ole olemassa tarkkaa virallista määritelmää, mutta sisäpiiriläisellä tarkoitetaan henkilöä, jonka hallussa on sisäpiirintietoa.

Sisäpiiriläiset voidaan Helsingin pörssin sisäpiiriohjeen (2013) mukaan jakaa seuraavasti: *ilmoitusvelvollinen sisäpiiriläinen, pysyvä yrityskohtainen sisäpiiriläinen, hankekohtainen sisäpiiriläinen*. Sekä pysyvä yrityskohtainen että hankekohtainen sisäpiiriläinen kuuluvat molemmat yrityskohtaisiin sisäpiiriläisiin, mutta sisältävät eri merkityksen, joten ne ovat hyvä erottaa käsitteellisesti toisistaan. Finanssivalvonnan (2009a) mukaan arvopaperimarkkinalaissa sisäpiiriläiset on lisäksi jaettu ensi- ja toissijaisiin sisäpiiriläisiin. Henkilöä, jolla on tehtävän, aseman, toimen tai omistuksen myötä hallussa sisäpiirintietoa, kutsutaan ensisijaiseksi sisäpiiriläiseksi. Toissijainen sisäpiiriläinen kattaa henkilöt, jotka tiesivät tai joiden olisi pitänyt tietää, että heidän saamansa tieto on sisäpiirintietoa.

Yhtiön täytyy ilmoittaa kirjallisesti tai muutoin todisteellisesti sisäpiirirekisteriin merkitylle henkilölle hänen kuulumisestaan sisäpiiriin, mutta sisäpiiriläinen on itse velvollinen huolehtimaan siitä, että hän toimii lain, Finanssivalvonnan standardien ja sisäpiiriohjeessa annetun sääntelyn mukaisesti. Henkilölle tulee myös ilmoittaa, mikäli hän ei enää kuulu sisäpiiriin, esimerkiksi hankekohtaiselle sisäpiiriläiselle on kirjallisesti tai muutoin todisteellisesti ilmoitettava hankerekisterin päättämisestä. (Sisäpiiriohje pörssiyhtiöille, 2013)

### 2.2.1 Ilmoitusvelvollinen sisäpiiriläinen

Ilmoitusvelvollinen tarkoittaa henkilöä, jonka täytyy ilmoittaa osakeomistuksensa julkiseen sisäpiirirekisteriin. Ilmoitusvelvollisuus tarkoittaa käytännössä sitä, että sisäpiiriläisen on ilmoitettava sisäpiirirekisteriin yhtiön liikkeelle laskemia arvopapereita koskevat omat sekä lähipiirinsä omistukset ja niiden muutokset. (Häyrynen & Parkkonen, 2006; Sisäpiiriohje pörssiyhtiöille, 2013) Tiedot kerätään yhtiön ylläpitämään sisäpiirirekisteriin tai esimerkiksi Arvopaperikeskuksen ylläpitämään rekisteriin. (Finanssivalvonta, 2009b) Rekisterin sisältämät julkiset tiedot ja arvopaperiomistusta koskevat muutokset on oltava esillä yhtiön internetsivuilla vähintään viimeisen 12 kuukauden ajalta. Ilmoitusvelvollisuus alkaa henkilön

aloittaessa tehtävässään. Pelkkä tehtävään valinta ei riitä, ellei ole toisin sovittu. (Häyrynen & Parkkonen, 2006; Sisäpiiriohje pörssiyrityksille, 2013) Ilmoitusvelvollista koskevat sisäpiiriin liittyvät kaupankäyntirajoitukset (Sisäpiiriohje pörssiyrityksille, 2013).

Ilmoitusvelvolliset henkilöt ovat joidenkin jäljempänä kuvattujen tehtävien kautta suhteessa listayhtiöön, arvopaperinvälittäjään, arvopaperi- tai johdannaispörssiin, selvitysosapuoleen, arvopaperikeskukseen, säilytysyhteisöön tai rahastoyhtiöön (Häyrynen & Parkkonen, 2006). Henkilöitä ovat esimerkiksi yhtiön hallituksen ja hallintoneuvoston jäsenet sekä varajäsenet, toimitusjohtaja, toimitusjohtajan sijainen, yhtiön päävastuullinen tilintarkastaja, muut yhtiön tilintarkastajat ja varatilintarkastajat. Ilmoitusvelvollisia ovat lisäksi myös muut ylimpään johtoon kuuluvat henkilöt, joilla on säännöllisesti hallussaan sisäpiirintietoa ja joilla on oikeus tehdä yhtiön liiketoiminnan järjestämistä ja tulevaa kehitystä koskevia päätöksiä. Viimeisenä mainitut henkilöt on yhtiön itse määriteltävä. (Häyrynen & Parkkonen, 2006; Virtanen, 2010) Häyrynen & Parkkonen (2006) lisäävät ilmoitusvelvollisiin vielä meklarit, jotka arvopaperinvälittäjän edustajina tarjoavat päätehtäväänään sijoituspalvelua, sijoitustutkijat sekä rahastoyhtiön osakkeenomistajat tai näihin rinnastettavat henkilöt.

Lyhyesti kerrottuna ilmoitusvelvollisen lähipiiriin kuuluvat henkilöt ovat aviopuoliso tai rekisteröidyn parisuhteen toinen osapuoli, vajaavaltainen, jonka edunvalvoja ilmoitusvelvollinen on, muu perheenjäsen, joka on asunut ilmoitusvelvollisen kanssa samassa taloudessa vähintään vuoden ja asuu edelleen. Lisäksi lähipiiriin kuuluvat yhteisöt ja säätiöt, joissa ilmoitusvelvollisella tai edellä kuvatuilla henkilöillä on vaikutus- tai määräysvaltaa yksin tai yhdessä. (Häyrynen & Parkkonen, 2006)

## **2.2.2 Pysyvä yrityskohtainen sisäpiiriläinen**

Pysyvällä yrityskohtaisella sisäpiiriläisellä tarkoitetaan henkilöä, joka saa säännöllisesti haltuunsa sisäpiirintietoa joko yhtiössä olevan asemansa tai tehtävänsä puolesta, työskennellessään yhtiölle työ- tai muun sopimuksen puitteissa tai kuuluessaan yhtiön toimielimiin (Finanssivalvonta, 2013b; Sisäpiiriohje pörssiyrityksille, 2013; Virtanen, 2010). Finanssivalvonnan (2013b) mukaan pysyvien

yrittäjäkohtaisten sisäpiiriläisten ei tarvitse ilmoittaa osakeomistuksiaan julkiseen sisäpiirirekisteriin, toisin kuin ilmoitusvelvollisten sisäpiiriläisten, mutta myös heihin sovelletaan Helsingin pörssin sisäpiiriohjeen (2013) mukaisia kaupankäyntirajoituksia. Yhtiön on pidettävä näistä henkilöistä yrittäjäkohtaista sisäpiirirekisteriä, joka ei ole julkinen, mutta se on tarvittaessa toimitettava Finanssivalvonnalle (Sisäpiiriohje pörssiyhtiöille, 2013; Virtanen, 2010).

Pysyviä yrittäjäkohtaisia sisäpiiriläisiä voivat olla esimerkiksi yhtiön johtoryhmän jäsenet, ylimmän johdon sihteerit, yhtiön toimialojen vastuuhenkilöt, rahoituksesta, taloudesta, tutkimus- ja kehitystyöstä, viestinnästä sekä lakiasioista vastaavat henkilöt, jotka eivät jo kuulu ilmoitusvelvollisiin sisäpiiriläisiin. Ilmoitusvelvollisia henkilöitä, joista on jo merkintä julkisessa sisäpiirirekisterissä, ei tarvitse enää merkitä yrittäjäkohtaiseen pysyvistä sisäpiiriläisistä pidettävään rekisteriin. (Sisäpiiriohje pörssiyhtiöille, 2013)

### **2.2.3 Hankekohtainen sisäpiiriläinen**

Hankekohtainen sisäpiiri on myös yrittäjäkohtainen, mutta tämä sisäpiiri liittyy aina tiettyyn hankkeeseen ja tähän sisäpiiriin tullaan yleensä vain tämän määräaikaisen hankkeen ajaksi (Mars et al., 2000).

Hankekohtaisella sisäpiiriläisellä tarkoitetaan henkilöä, jolle yhtiö antaa yksilöityä hanketta koskevaa sisäpiirintietoa. Henkilö voi saada sisäpiirintietoa hankkeeseen liittyen esimerkiksi asemansa kautta tai työskennellessään yhtiölle, lisäksi yhtiö voi itse määrittellä henkilön kuuluvan hankekohtaiseen sisäpiiriin. Näistä sisäpiiriläisistä yhtiö pitää hankekohtaista sisäpiirirekisteriä eli hankerekisteriä, jonka tietoihin Finanssivalvonnalla on oikeus. Hankekohtainen sisäpiirirekisteri voidaan lakkauttaa, kun hanke on joko julkistettu tai rauennut. (Sisäpiiriohje pörssiyhtiöille, 2013) Edellä mainitut asiat erottavat hankekohtaisen sisäpiirin pysyvästä yrittäjäkohtaisesta sisäpiiristä.

Helsingin pörssin sisäpiiriohjeen (2013) mukaan hankerekisteriin merkittävät henkilöt voivat olla esimerkiksi yhtiön palveluksessa olevat ja toimielimiin kuuluvat henkilöt, merkittävät osakkeenomistajat, ulkopuoliset asiantuntijat sekä viranomaiset, joille

yhtiö antaa hanketta koskevia tietoja. Lisäksi hankerekisteriin merkitään yrityskaupassa vastapuolena oleva noteeraamaton yhtiö, jolla ei ole velvollisuutta ylläpitää hankerekisteriä. Tietyissä tapauksissa myös hankkeen rahoittajia tulee merkitä hankerekisteriin.

Hankerekisteriin merkittyihin sisäpiiriläisiin ei sovelleta varsinaisesti sisäpiiriä koskevia kaupankäyntirajoituksia, mutta yhtiön tulee ohjata heidän kaupankäyntiä ja sen ajoitusta siten, ettei sisäpiirintietoa käytetä väärin. Sisäpiiriläisiltä on kiellettävä hankkeen julkistamiseen tai raukeamiseen saakka kaikki kaupankäynti kyseisen yhtiön arvopapereilla. Jos hanke kohdistuu toiseen julkisesti noteerattuun yhtiöön, hankkeena esimerkiksi yrityskauppa, ei sisäpiiriläinen saa käydä kauppaa tämänkään yhtiön arvopapereilla tai johdannaisilla, joiden arvo määräytyy tämän yhtiön arvopapereiden perusteella. (Sisäpiiriohje pörssiyhtiöille, 2013)

### **2.3 Sisäpiiriläisen kaupankäynti ja sen rajoitukset**

Sisäpiiriläisten mahdollisuudet kaupankäyntiin ovat tietyiltä osin hyvin rajoitettuja. Sisäpiiriläiset ovat kuitenkin luonnollisia henkilöitä siinä missä sisäpiirin kuulumattomatkin, joten heiltä ei voida kieltää kaupankäyntiä kokonaan. Sisäpiiriläiset voivatkin käydä kauppaa vapaasti arvopapereilla, joihin ei liity heidän hallussaan olevaa sisäpiirintietoa. Useimmiten nämä arvopaperit ovat sellaisen yhtiön osakkeita, jonka sisäpiiriin kyseessä oleva sisäpiiriläinen ei kuulu. Sisäpiiriläisten kaupankäynti niiden yhtiöiden osakkeilla, joiden sisäpiiriin tämä henkilö kuuluu, on mahdollistettu esimerkiksi kaupankäyntiohjelmilla.

#### **2.3.1 Kaupankäyntirajoitukset**

Sisäpiiriläisen kaupankäynti oman yhtiön liikkeelle laskemilla arvopapereilla tulisi ajoittaa siten, ettei se heikennä luottamusta, jota tunnetaan arvopaperimarkkinoita kohtaan (Sisäpiiriohje pörssiyhtiöille, 2013). Tämä tarkoittaa sitä, että kaupankäynti tulisi ajoittaa hetkeen, jolloin markkinoilla olisi mahdollisimman täydellinen tieto arvopaperin arvoon vaikuttavista seikoista (Sisäpiiriohje pörssiyhtiöille, 2013; Virtanen, 2010). Lisäksi Finanssivalvonta (2009c) ohjeistaa sisäpiiriläisiä tekemään pitkäaikaisia sijoituksia aktiivisen kaupankäynnin sijasta.

Helsingin pörssin sisäpiiriohjeen (2013) mukaan sisäpiiriläisen kaupankäynti yhtiön arvopapereilla ennen osavuosikatsauksen tai tilinpäätöstiedotteen julkistamista on kielletty ajanjaksolla, jonka yhtiö on itse määritellyt. Tätä ajanjaksoa kutsutaan *suljetuksi ikkunaksi* ja sen on kestävä vähintään 14 vuorokautta. Mikäli tulostietojen julkistaminen tapahtuu kuuden kuukauden välein, on ajanjakson oltava vähintään 21 vuorokautta. Suljettu ikkuna päättyy aina osavuosikatsauksen tai tilinpäätöstiedotteen julkistamishetkellä, ellei ajanjaksoa ole määritelty pidemmäksi. Kaupankäyntikiellon päätyttyä saa sisäpiiriläinen käydä kauppaa yhtiön arvopapereilla, mutta hänen on aina varmistettava, ettei hänellä ole hallussaan kaupankäynnin kohteeseen liittyvää sisäpiirintietoa (Virtanen, 2010).

Kaupankäyntirajoituksia sovelletaan ilmoitusvelvollisiin ja pysyviin yrityskohtaisiin sisäpiiriläisiin sekä näiden edunvalvonnassa oleviin vajaavaltaisiin. Kaupankäyntirajoituksia ei noudateta esimerkiksi silloin, kun sisäpiiriläinen hankkii arvopaperit merkitsemällä tai saa niitä osinkoina, muuna yhtiön voittovarojen jakona tai palkkiona työstä, työtä vastaavasta suorituksesta tai palveluksesta. (Sisäpiiriohje pörssi-yhtiöille, 2013)

### **2.3.2 Mahdollisuudet kaupankäyntiin**

Sisäpiiriläisen ei tietenkään ole pakko käydä ollenkaan kauppaa, vaan hän voi pidättäytyä kokonaan kaupankäynnistä niiden yhtiöiden osakkeilla, joiden sisäpiiriin hän kuuluu (Mars et al., 2000). Sisäpiiriläisellä on kuitenkin mahdollisuus hyödyntää kaupankäynnissään erillisiä ohjelmia, joiden avulla pyritään välttämään sisäpiirintiedon käyttämiseen liittyviä epäilyjä.

Kaupankäyntiohjelman tarkoituksena on erottaa osakekaupasta päättäminen ja kaupan toteuttaminen ajallisesti toisistaan. Tämä tarkoittaa sitä, että vaikka kaupan toteuttamishetkellä henkilöllä olisi hallussaan kaupankäynnin kohteeseen liittyvää sisäpiirintietoa, voidaan kauppa toteuttaa, jos päätöksentekohetkellä henkilöllä ei ole ollut hallussaan sisäpiirintietoa. Henkilö voi esimerkiksi antaa kirjallisen toimeksiannon kaupankäynnistä yhtiön arvopapereilla ja tämän toimeksiannon toteuttaa itsenäinen taho, kuten välittäjä. Kaupankäyntiohjelmassa sisäpiiriläinen

sitoutuu etukäteen hankkimaan tai myymään yhtiön osakkeita tietyssä aikana tietyn määrän.

Sisäpiiriläinen ei voi muuttaa kaupankäyntiohjelmaa tai antaa lisäohjeita ilman, että sitä pidetään uutena päätöksenä tai toimeksiantona, mutta hän voi kuitenkin lopettaa kokonaan ohjelman toteuttamisen. Kaupankäyntiohjelman lopettamista kokonaan pidetään hyvin poikkeuksellisena toimenpiteenä, joten siihen tarvitaan hyväksyttävä syy. Syyksi ei esimerkiksi riitä toimeksiannon jälkeen tullut tieto, joka vaikuttaa kaupankäynnin kohteena olevan arvopaperin arvoon positiivisesti tai negatiivisesti. (Sisäpiiriohje pörssiyhtiöille, 2013)

Helsingin pörssin sisäpiiriohjeen (2013) mukaan kaupankäyntiohjelmassakin annettuun toimeksiantoon liittyy monia tarkentavia sääntöjä: toimeksiantoa ei saa antaa ajankohtana, jolloin kaupankäynti on kielletty, toimeksiannon on oltava niin selkeä, esimerkiksi osakkeiden määrää ja hintaa koskevien ehtojen osalta, että toimeksiannon toteuttaja voi näiden ehtojen perusteella toteuttaa toimeksiannon itsenäisesti. Mikäli toimeksianto sisältää täsmällisesti määritellyn hankinta-ajankohdan, ei tämä ajankohta saa ajoittua etukäteen tiedossa olevan suljetun ikkunan ajalle.

Yhtiö voi myös vaihtoehtoisesti edellyttää sisäpiiriläistä hankkimaan etukäteen yhtiön sisäpiirivastaavalta luvan jokaiselle arvopaperikaupalleen. Tällä pyritään varmistumaan siitä, ettei yhtiöllä ole kaupankäynnin ajankohtana käynnissä tai suunnitteilla sisäpiirintiedoksi katsottavaa hanketta. Vaikka sisäpiirivastaava olisi myöntänyt luvan kaupalle, on tässäkin tapauksessa sisäpiiriläinen itse vastuussa, ettei hänellä ole hallussaan sisäpiirintietoa. (Finanssivalvonta, 2009c; Virtanen, 2010)

### 3 AGENTTITEORIA JA ASYMMETRINEN INFORMAATIO

Tässä luvussa tarkastellaan agenttiteoriaa ja asymmetristä informaatiota sekä pohditaan näiden vaikutuksia sisäpiirinkaupankäyntiin.

#### 3.1 Päämies-agenttisuhde ja asymmetrinen informaatio

*Päämies-agenttisuhde* muodostuu, kun yrityksen johto ja omistajat ovat erillään toisistaan. Kun johto ja omistajat ovat erillisiä, yritysjohto tekee yhtiön päätökset omistajien puolesta, mikä aiheuttaa ongelmia päämies-agenttisuhteissa. Monen agenttiteorian mallin mukaan tapahtumaketju alkaa, kun päämies valitsee agentin kompensatiojärjestelmän, jossa agentin saama kompensatio riippuu päämiehen asettamista suorituskyvyn mittareista sekä yhtiön tilikauden lopullisesta tuloksesta. Perustuen tehtyyn kompensatiosopimukseen agentti valitsee toimintatapansa ja tekemänsä valinnat, mitkä yhdessä eksogeenisten tekijöiden kanssa vaikuttavat yhtiön tulokseen. Kun tulos on huomioitu yhdessä suorituskyvyn mittareiden kanssa, maksetaan agentille kompensatiosopimuksen mukaisesti, ja päämiehelle jää tuloksen ja agentin palkkion välinen erotus. (Copeland et al., 2005)

Kaikilla yhtiön omistajilla ei välttämättä ole hallussaan yhtäläistä sisäpiirintietoa kuin yritysjohdolla. Epätasaisesti jakautunutta tietoa kutsutaan *asymmetriseksi informaatioksi*, ja myös se aiheuttaa ongelmia päämiesten ja agenttien välille. Omistajat eivät välttämättä tiedä tekevätkö johtajat päätöksensä omistajien kannalta parhaalla mahdollisella tavalla vai eivät. Jos omistajat epäilevät, ettei yritysjohto toimi heidän hyväksi, täytyy heidän valvoa johdon toimintaa. Tästä aiheutuu valvontakustannuksia omistajille. (Copeland et al., 2005; Brealey et al., 2011; Niskanen & Niskanen, 2010) Näitä agenttien valvonnasta, heidän aiheuttamistaan tappioista ja asymmetrisestä informaatiosta johtuvia kustannuksia kutsutaan *agenttikustannuksiksi* (Copeland et al., 2005; Niskanen & Niskanen, 2010).



### **3.2 Pohdintoja päämies-agenttisuhteen ja asymmetrisen informaation vaikutuksista sisäpiirikaupankäyntiin**

Yritysjohdolla saattaa hyödyntää asymmetristä informaatiota omistajien selän takana ja toimia omistajien etujen vastaisesti omien intressien kannustamana. Mikäli johdolla on hallussaan sellaista sisäpiirintietoa, jota omistajilla ei ole, saattaa johto käyttää tätä tietoa hyväksi ja ryhtyä jopa sisäpiirikauppoihin, esimerkiksi rahallisen hyödyn aikaansaamiseksi. Päämies-agenttisuhteiden ongelmat ovat molemminpuolisia, sillä asymmetrinen informaatio toimii myös toisinpäin; monet merkittävät osakkeenomistajat kuuluvat usein esimerkiksi yhtiön hallitukseen tai muihin johtoryhmiin. Tällöin omistajilla saattaa vastaavasti olla sellaista sisäpiirintietoa, jota yritysjohdolla ei ole. Omistajat saattavat esimerkiksi pitää toimitusjohtajan pimennossa suunnitteilla olevasta yrityskaupasta, fuusiosta tai vastaavasta merkittävästä asiasta. Tällöin omistajien näkökulmasta saattaa olla erittäin houkuttelevaa käyttää epätasaisesti jakautunutta sisäpiirintietoa hyväksi ja ryhtyä sisäpiirikaupankäyntiin omaa etua tavoitellen.

Mikäli päämiesten ja agenttien intressit ovat hyvin erilaisia ja molemmilla on tarkoitus ajaa omaa etuaan, ei yrityksen toiminta voi olla kovinkaan kannattavaa tai menestyvää pitkällä aikavälillä. Tällöin omistajat saattavat joutua tekemään toimenpiteitä, jotka voivat johtaa yritysjohdon irtisanomiseen. Yritys toimii parhaiten, kun omistajien ja yritysjohdon välillä vallitsee yhteisymmärrys ja intressit yhtiön kannalta ovat samat. Näin ollen ei myöskään syntyisi agenttikustannuksia, jotka ovat liiketoiminnan kannalta turhia. Niskasen & Niskasen (2010) mukaan päämies-agenttisuhteen ongelmia voidaan ehkäistä ja samalla luoda yhteisiä intressejä esimerkiksi optiojärjestelyillä tai tulokseen sidotulla bonuspalkkauksella. Optiojärjestelyissä johto voi ennalta määrätyn ajan kuluttua merkitä yhtiön osakkeita ennalta määrättyyn hintaan tai myydä optionsa markkinoilla. Optiojärjestelyn tarkoituksena on tehdä yritysjohdosta omistajia ja näin saada heidät toimimaan omistajien parhaaksi, mikä tällöin on myös heidän oma etunsa.

Asymmetrinen informaatio koskettaa muitakin tekijöitä kuin vain päämies-agenttisuhdetta. Asymmetrinen informaatio vallitsee siis jatkuvasti sisäpiirin ja muiden toimijoiden välillä. Epätasaisesti jakautunut informaatio mahdollistaa

sisäpiirikaupankäynnin, sillä sisäpiiriläiset voivat käyttää arvopaperikaupankäynnissään hyväkseen sisäpiirintietoa, jota esimerkiksi tavallisilla osakkeenomistajilla ei ole. Lin et al. (2011) mukaan sisäpiiriläisillä on kannustimia ja kykyä ohjata yhtiön varoja henkilökohtaisiin etuihin toisten sijoittajien kustannuksella. Tämän seurauksena konflikti sisäpiiriläisten ja ulkopuolisten sijoittajien välillä on pahentunut.

## 4 TUTKIMUSMETODOLOGIA JA -AINEISTO

Tutkimus on luonteeltaan kvalitatiivinen ja siinä on käytetty induktiivista päättelyä. Tutkimus on toteutettu systemaattisena kirjallisuuskatsauksena.

Systemaattisen kirjallisuuskatsauksen tunnuspiirteitä ovat esimerkiksi katsauksen spesifinen tarkoitus, käytettävien tutkimusten tarkka valinta- ja analysointiprosessi sekä vain relevanttien ja tarkoitusta vastaavien korkealaatuisten tutkimusten sisällyttäminen tutkimukseen (Johansson et al., 2007). Koskinen et al. (2005) listaavat kvalitatiivisessa tutkimuksessa käytettäviksi kirjallisiksi lähteiksi esimerkiksi aiemmat tutkimukset, selvitykset ja raportit. Varsinkin monimutkaisten asioiden yksityiskohtiin kiinni pääseminen on usein mahdollista vain kirjallisen aineiston perusteella. Tämä pätee myös tietoon, joka on jakautunut useille henkilöille.

Tässä tutkimuksessa on toteutettu systemaattisen kirjallisuuskatsauksen tunnuspiirteitä. Lisäksi edellä mainitut seikat sopivat näkökulmiltaan erinomaisesti tähän tutkimukseen. Etenkin monimutkaisten asioiden yksityiskohdat sekä useille henkilöille jakautunut tieto liittyvät erittäin läheisesti sisäpiirikaupankäyntiin ja sisäpiirintietoon.

Tutkimusaineisto koostuu teorian osalta sisäpiirikaupankäyntiin liittyvästä ja aihetta läheisesti koskettavasta kirjallisuudesta sekä tieteellisistä julkaisuista. Tutkimustulokset ovat muodostettu aikaisempien tutkimusten pohjalta. Kirjallisuuskatsauksessa tarkasteltiin 27 tarkkaan valittua aiempaa tutkimusta, joista tutkimukseen valittiin mukaan 21 tutkimuskysymysten kannalta relevanteinta tutkimusta. Erityisesti tutkimusten laatuun on kiinnitetty huomiota. Laatu on arvioitu tutkimuksen julkaisseen lehden arvostuksen avulla. Lehden arvostus muihin alan lehtiin nähden määräytyy lehdelle annetun *impact factorin* eli vaikuttavuuskertoimen mukaan. Kaikki käsitellyt tutkimukset ovat julkaistu taloudellisen alan ja talouteen läheisesti liittyvien alojen arvostetuimmissa lehdissä.

## 5 TUTKIMUSTULOKSET

Tähän lukuun on kerätty 21 aikaisemmasta tutkimuksesta relevantit tutkimustulokset. Ensin käsitellään sisäpiirikaupankäyntiin vaikuttavia syitä ja motiiveja, toisessa osassa perehdytään lainsäädännön vaikutuksiin, tämän jälkeen käsitellään sisäpiirikaupankäynnin havaitsemista ja lopuksi syvennytään sisäpiirikaupankäynnin avulla odotettavissa oleviin tulevaisuuden näkyymiin ja tuottoihin.

### 5.1 Sisäpiirikaupankäynnin syyt ja motiivit

Aikaisemmat tutkimustulokset osoittavat, että sisäpiirikaupankäyntiin voivat vaikuttaa monet erilaiset syyt ja motiivit. On monta syytä, jotka vaikuttavat kaupankäyntiin positiivisesti tai negatiivisesti. Lisäksi monet syyt vaikuttavat myös siihen, ostaako sisäpiiriläinen vai myykö hän.

#### 5.1.1 Syyt ja motiivit käydä kauppaa

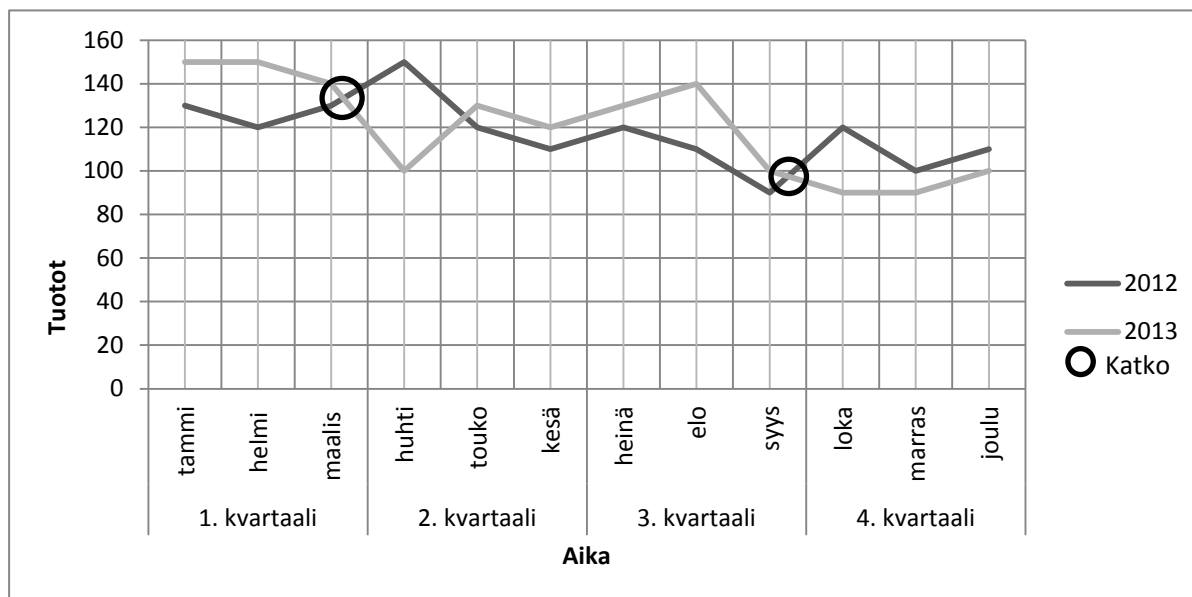
Seyhun (1986) tutkimuksessa käy ilmi, että sisäpiiriläisillä on taito ennustaa tulevaisuuden epänormaali osakekurssin vaihtelut. Sisäpiiriläiset osaavat lisäksi havaita eroavaisuudet tietonsa arvossa, ja näin ollen he vaihtavat suurempia määriä osakkeita hyödyntääkseen arvokasta tietoa enemmän. Huddartin et al. (2007) mukaan sisäpiiriläisillä on myös hallussaan ennakkotietoa hintaan vaikuttavista tulevista julkisista ilmoituksista, ja he perustavat kaupankäyntinsä tähän ennakkotietoon, sillä se antaa sisäpiiriläisille edun muihin toimijoihin nähden. Lisäksi sisäpiiriläisillä on yleensä enemmän tietoa yrityksestä kuin pienemmillä ulkopuolisilla osakkeenomistajilla, mikä antaa heille etua kaupankäynnissä (Fidrmuc et al., 2006). Vaikka sisäpiiriläiset käyvät kauppaa sisäpiirintiedon tuoman suhteellisen edun vuoksi, on kaupankäyntiin syynä myös henkilökohtaiset motiivit. Henkilökohtaisia syitä voivat olla esimerkiksi sijoitusportfolion monipuolistaminen ja tasapainottaminen sekä tappioiden välttäminen. (Kallunki et al., 2009)

Tyypillisesti sisäpiirintieto ei ole vielä julkista, joten tätä ennakkotietoa hyödyntämällä on odotettavissa laittomia tuottomahdollisuuksia (Daher et al., 2012). Sisäpiiriläiset käyttävät ennakkotietoa hyväkseen kaupankäynnissään ja myyvät omistuksiaan ennen huonoa tulosjulkistusta, mikäli tappioiden välttämisestä aiheutuvat säästöt

ovat suuremmat kuin mahdolliset poliittiset ja oikeudelliset kustannukset, jotka seuraavat sisäpiirintiedon väärinkäytöstä (Kallunki et al., 2009).

Ken et al. (2003) mukaan sisäpiiriläiset osaavat ennakoida tuottojen kehityksen jopa kahden vuoden päähän, sillä heidän hallussaan oleva tieto ei ole vielä vaikuttanut osakkeen hintaan. Tärkeintä on ennakoida *katko* (engl. *a break*) peräkkäisten tuottojen *ketjussa* (engl. *a string*). Peräkkäisten tuottojen ketjun katkeamisella tarkoitetaan hetkeä, jolloin kuluvaan kvartaalin tuotot tippuvat edeltävän vuoden saman kvartaalin tuottoja alemmalle tasolle, eli tuotot ikään kuin katkeavat (Kuva 2).

Katkon ennakoinnin avulla sisäpiiriläiset osaavat myydä ennen negatiivisia osaketuottoja ja ostaa ennen positiivisia osaketuottoja. Sisäpiiriläiset hyötyvät erityisesti katkon ennakoititaidon tuomasta informaatiosta, mikä luonnollisesti motivoi käymään kauppaa informaation mukaisesti. Tällöinkin syy kaupankäyntiin voi olla tappioiden välttäminen, sillä sisäpiiriläinen myydessään osakkeensa jo kaksi vuotta ennen katkoa välttää tappiot, jotka hänelle koituisi osakkeiden pitämisestä katkoon saakka. Mikäli sisäpiiriläinen ostaa osakkeita ennen katkoa, on hänellä hallussaan informaatiota, joka heijastuu positiivisiin osaketuottoihin, vaikka katko onkin tulossa. Näin toteutetut ostot johtavat epänormaaleihin tuottoihin, toisin kuin katkon julkitulon jälkeen tehdyt ostot. Sisäpiirikaupankäynti luonnollisesti kasvaa siitä aiheutuvan taloudellisen hyödyn kasvaessa (Thevenot, 2012).



## Kuva 2. Tuottojen ketjun katkeaminen

Kuvasta nähdään, kuinka maaliskuussa vuoden 2013 tuotot painuvat vuoden 2012 vastaavan kvartaalin tuottoja matalammalle tasolle, tätä hetkeä kutsutaan katkoksi. Tuotot nousevat toukokuun aikana edellisen vuoden tuottoja korkeammalle, mikä merkitsee katkon loppumista. Syyskuussa on havaittavissa toinen katko, jonka päättymistä ei ole vielä nähtävissä.

Huddartin et al. (2007) tutkimuksen mukaan sisäpiiriläiset saavat suurimmat voittonsa käymällä kauppaa tulospöytäkirjojen julkistuksen jälkeen, mutta ennen vuosikertomuksen tai neljännesvuosiraportin julkistusta, sillä heillä on hallussaan sellaista hintarelevanttia tietoa, joka ilmenee vasta näissä raporteissa. Sisäpiirikaupankäynti on voimakkaimmillaan tällä aikavälillä ja sisäpiiriläiset käyvät kauppaa tehdäkseen voittoa edellä kuvatun tiedon avulla. Sisäpiirikaupankäynnin kannalta ei ole merkitystä liittyykö tämä ennakkotieto tuleviin hyviin vai huonoihin uutisiin.

Fidrmuc et al. (2013) ilmaisevat tutkimuksessaan, että epänormaalit tuotot seuraavat sisäpiiriläisten tekemiä osakekauppoja, mikä toimii hyvänä syynä sisäpiirikaupankäynnille. Bonaimén & Ryngaert (2013) tutkimuksen mukaan epänormaalit tuotot yhtiön harjoittamien takaisinostojen aikana tehdyistä ostoista ovat suurempia kuin myynneistä saadut tuotot; takaisinostojen aikana tehdyistä ostoista seuraavat epänormaalit tuotot voivat olla jopa 15,7–20,36 % korkeammat verrattuna myynneistä saataviin epänormaaleihin tuottoihin. Suuremmat tuotot

toimivat motiivina ostoille. Tilanteessa, jossa sisäpiiriläinen ei osta eikä myy takaisinostojen aikana, epänormaalit tuotot asettuvat ostojen ja myyntien tuottojen välille. Tämä neutraalista toiminnasta seuraavien tuottojen asettuminen myynnin tuottojen yläpuolelle toimii motiivina olla käymättä kauppaa ollenkaan, mikäli ei ole mahdollisuutta tai kannattavaa ostaa.

Yritysten heikko sisäinen valvonta saattaa johtaa laajempaan sisäpiirikaupankäyntiin, sillä sisäpiirikaupankäynti on tällöin kannattavampaa matalan kiinnijäämisen riskin myötä. Tämä laajempi kaupankäynti on tulos siitä, että johtajat ovat vastuussa sisäisen valvonnan tehokkuudesta ja ulkoisten raporttien luotettavuudesta. (Skaife et al., 2013) Kun sisäpiiriläiset ovat tyyppillisesti vastuussa tuottojen raportoinnista, saattaa tämä asema houkuttaa tulosraporttien manipulointiin. Myös suuri määrä kirjallisuutta tukee tätä väitettä. (Ke et al., 2003) Skaifen et al. (2013) mukaan johtajilla on tällöin mahdollisuus tehdä taloudelliset raportit niin, etteivät ne ole täysin yhteydessä johdon hallussa olevaan sisäpiirintietoon. Totuudenvastainen raportointi saa aikaan liioitellun osakekurssin, jolloin johto voi realisoida omistussuosiaan. Lisäksi he kykenevät siirtämään varallisuutta osakkeenomistajilta itselleen käyttämällä hyväksi sisäpiirintietoa. Ke et al. (2003) lisäävät, että myös sisäpiirikaupankäynnin vahva linkittyminen katkoon viittaa tulosjohtamisen harjoittamiseen ja johdon henkilökohtaisten osakekauppojen koordinointiin. Tulojen lisääminen tulosjohtamisen avulla parantaa sisäpiirimyyntien kannattavuutta (Skaife et al., 2013).

Heikkoa sisäistä valvontaa suurempi motivoija sisäpiirikaupankäyntiin ovat sisäpiiriläisten omat edut, sillä sisäpiiriläisten toimiessa omien etujen mukaisesti on sisäpiirikaupankäynti vielä kannattavampaa. Toisin sanoen kannattavuuden kasvu ajaa sisäpiirikaupankäyntiin. (Skaife et al., 2013)

Myös sisäpiiriläisten määrällä on vaikutusta kaupankäyntiin. Sisäpiiriläisten kasvava lukumäärä johtaa yleisen kaupankäynnin lisääntymiseen, mikä taas johtaa runsaampaan sisäpiirikaupankäyntiin sääntelyn läsnäolosta huolimatta. Tämä on seurausta siitä, että kasvanut kaupankäynnin määrä lisää sisäpiirikaupankäynnin mahdollisuuksia. (Acharya & Johnson, 2010) Esimerkiksi luottojohdannaismarkkinat ovat erityisen alttiita sisäpiirikaupankäynnille, sillä suurin osa toimijoista on

sisäpiiriläisiä. Sisäpiirikauppojen suuri todennäköisyys on seurausta yhtiöiden läheisemmästä suhteesta yksityisiin rahoittajiin, kuten pankkeihin, verrattuna ulkopuolisiin sijoittajiin, jotka rahoittavat yhtiötä ostamalla yhtiön arvopapereita tai joukkovelkakirjoja. Näin ollen yhtiöt antavat yhteistyöpankeille hyvissä ajoin ennen julkistusta materiaalia ja hintarelevanttia tietoa, kuten päivitettyjä tulosestimoja tai tietoa yrityskaupasta, ja tämä nostaa sisäpiirikaupankäyntien mahdollisuuksia. (Acharya & Johnson, 2007)

Sisäpiiriläisen varallisuuden jakautuminen *sisäpiiriosakkeisiin* ja muihin omistuksiin toimii motiivina kaupankäynnille. Esimerkiksi sisäpiiriläisellä, joka on allokoanut suuren osuuden varallisuudestaan juuri sisäpiiriosakkeisiin, on suurimmat taloudelliset kannustimet ajoittaa myyntinsä. Sisäpiiriosakkeilla tarkoitetaan sen yhtiön osakkeita, jonka sisäpiiriin henkilö kuuluu. Juuri nämä sisäpiiriläiset myyvät keskivertoa enemmän ennen huonoa tulosjulkistusta. (Kallunki et al., 2009) Syy sisäpiirikaupankäyntiin on myös siinä, että sisäpiirikaupankäynnin aikana epänormaalit hinnan vaihtelut ovat vain 40–50 % myöhemmästä sisäpiirintiedon julkistamisesta aiheutuvasta hintareaktiosta (Meulbroek, 1992).

Keownin & Pinkertonin (1981) tutkimuksessa esitetyn tehokkaan markkinan hypoteesin mukaan kaikki julkinen tieto näkyy markkinahinnassa, joten vain ne voivat saada suurempia tuottoja, joilla on hallussaan sisäpiirintietoa. Markkinoiden reagointi suunniteltuun fuusioon alkaa jo ennen kuin ensimmäinen julkinen ilmoitus fuusiosta on annettu. Tämä antaa motiivin sisäpiirintiedon käytölle, sillä on havaittu, että epänormaaleja tuottoja ansainneet sijoittajat ostivat yrityksiä jo ennen ensimmäistä julkista ilmoitusta suunnitellusta fuusiosta.

Sisäpiiriläiset osaavat tehdä myös kannattavaa passiivista kaupankäyntiä, kun he eivät voi käydä aktiivisesti kauppaa. Syynä aktiivisen kaupankäynnin esteeseen voi olla esimerkiksi tieto tulevasta yrityskaappauksesta, jota ei ole vielä julkistettu. Saadakseen aikaan kannattavan passiivisen kaupankäynnin sisäpiiriläiset laskevat ennen yrityskaappauksen julkistamista ostojen määrän normaalin tason alapuolelle ja myynnin vielä tätäkin alemmalle tasolle, mikä johtaa nettohankintojen kasvamiseen. Passiivista kaupankäyntiä harjoittavat etenkin kaappauksen kohteena olevan yrityksen sisäpiiriläiset. (Agrawal & Nasser, 2012)



### 5.1.2 Syyt ja motiivit olla käymättä kauppaa

Sisäpiiriläisten yleisin syy olla käymättä kauppaa on välttää kiinnijääminen ja siitä aiheutuvat seuraamukset, mutta myös monet muut tekijät vaikuttavat kaupankäyntiin. Esimerkiksi verolliset seikat ovat yksi kaupankäynnin haluttomuuteen vaikuttava tekijä, sillä Kallunki et al. (2009) toteavat tutkimuksessaan osakkeiden myyntiin liittyvän verotaakan alentavan sisäpiiriläisten myyntihalukkuutta.

Sisäpiirikaupankäynti laskee, kun sisäpiiriläiset hahmottavat riskit ja kustannukset, jotka voivat seurata tästä laittomasta sisäpiirikaupankäynnistä (Thevenot, 2012). Riskien karttaminen on johtanut kaupankäynnin huolellisempaan ajoittamiseen. Kaupankäynnin ajoittaminen näkyy muun muassa siinä, että sisäpiiriläiset välttävät kaupankäyntiä juuri ennen kvartaalista tulospöytäkirjasta, sillä tällöin kiinnijäämisen riski on suuri (Huddart et al., 2007). Sisäpiiriläiset välttävät oikeudellisia seuraamuksia myös tekemällä epänormaalia myyntiä vain vähän kahden kvartaalin ajan ennen tuottojen ketjun katkeamista (Kuva 2). Ennen katkoa tapahtuva myynti saatetaan tulkita sisäpiirintiedon väärinkäytöksi, sillä ajatellaan, että sisäpiiriläisellä on mahdollisesti ennakkotietoa tuottojen putoamisesta. Näin ollen sisäpiiriläiset siirtävät kaupankäyntinsä aikaisemmaksi hyötyäkseen sisäpiirintiedostaan ja välttääkseen oikeudelliset seuraamukset. (Ke et al., 2003)

Yritysten valvonta ja seuranta vaikuttavat myös oleellisesti sisäpiirikaupankäyntiin. Frankelin & Lin (2004) tutkimus osoittaa, että yritysten tarkkailu analyytikoiden toimesta on kasvanut, mikä on laskenut sisäpiirikaupankäynnin kannattavuutta, ja näin ollen vähentänyt merkittävästi sisäpiirihankintojen määrää. Lisäksi taloudellisten raporttien informatiivisuus ja sisäpiirihankintojen määrä korreloivat keskenään negatiivisesti: mitä informatiivisempia lausunnot ovat, sitä vähemmän sisäpiirihankintoja tehdään ja toisin päin.

Kaupankäyntikiellot eli suljetut ikkunat ovat menestyksekkäästi vähentäneet sisäpiirikaupankäyntiä. Kuitenkin itse kaupankäyntikieltoa suurempi motiivi kaupankäynnin vähentymiseen on kaupankäynnin kannattavuus, jonka on todettu olevan jonkin verran heikompaa sisäpiirikaupoissa, jotka ovat toteutettu suljetun ikkunan aikana kuin sisäpiirikaupoissa, jotka ovat toteutettu sallitun kaupankäynnin

aikana. Tämä laskee sisäpiirikaupankäyntiä kielletyllä ajanjaksolla ja taas nostaa sitä sallitulla aikavälillä. (Bettis et al., 2000) Kaupankäynnin vähentyminen suljetun ikkunan aikana on hyvin ymmärrettävää, sillä ei ole järkevää ottaa riskiä kiinnijäämisestä, kun on jopa hieman kannattavampaa käydä kauppaa sallitulla aikavälillä.

## **5.2 Lainsäädännön kaksisuuntainen vaikutus**

Tutkimuksien perusteella lainsäädännöllä on monimuotoisia vaikutuksia sisäpiirikaupankäyntiin sekä sen seurauksiin. Usein sääntelyllä on kaksisuuntainen vaikutus tarkoittaen sitä, että sama asia saa aikaan sekä hyviä että huonoja vaikutuksia.

Sisäpiirikaupankäynti vaikuttaa oleellisesti osakekursseihin ja tämä johtaa poliittiseen ongelmaan siitä, miten parhaiten säädellään arvopaperimarkkinoita. Sisäpiirikaupankäynti lisää osakekurssin tarkkuutta liikuttamalla hintoja merkittävästi. Kun sisäpiirikaupankäyntiä rajoitetaan lainsäädännöllä, johtaa se siihen, etteivät osakekurssit sisällä kaikkea oleellista informaatiota. Näin ollen sääntely, joka on suunniteltu vähentämään osakekurssien volatilitteettia, voi todellisuudessa johtaa päinvastaiseen lopputulokseen eli vähemmän informatiivisiin osakekursseihin. (Meulbroek, 1992)

Sisäpiirikaupankäyntien määrä tasapainottuu määräysten ja rangaistuksien tiukentuessa (Acharya & Johnson, 2010). Mutta rangaistuksien tiukentuminen ei ole välttämättä absoluuttisen hyvä asia. Tämä käy ilmi Kallunkin et al. (2009) tutkimuksesta, jossa todetaan rangaistuksien sisäpiirikaupankäynnistä koventuneen, mutta juuri näiden koventuneiden rangaistuksien takia kaupankäynti täyttää yhä harvemmin laittoman sisäpiirikaupan tunnusmerkit, ja näin ollen on helpompaa tehdä sisäpiirikaupankäyntiä. Tarvittavien todisteiden kasvanut määrä aiheuttaa paradoksin koventuneiden rangaistuksien ja kaupankäynnin helpottumisen välille. Kun useat sisäpiiriläisten tekemät kaupat eivät täytä laittoman sisäpiirikaupan ominaisuuksia, syntyy suurempi houkutus käyttää sisäpiirintietoa hyväksi.

Bhattacharyan & Daoukin (2002) mukaan sisäpiirikaupankäynti vaikuttaa pääoman kustannuksiin. Pääoman kustannuksia voidaan laskea lainsäädännön avulla, mutta pelkkä lakien perustaminen ei riitä vaan merkittävä asia on lakien täytäntöönpano. Tämä tarkoittaa sitä, että pääoman kustannukseen ei vaikuta itse olemassa oleva laki, mutta pääoman kustannus laskee merkittävästi ensimmäisen nostetun syytteen jälkeen.

Lainsäädännöllä on merkittävä vaikutus myös johtajien palkkoihin ja palkkioihin. Denisin & Xun (2013) tutkimuksen mukaan ylin johto on paremmin palkattuja ja tulostulostimiamia käytetään enemmän maissa, joissa on vahvemmat rajoitukset sisäpiirikaupankäynnille. Palkat ja tulokseen sidotut kannustimet ovat nousseet välittömästi ensimmäisen sisäpiirikaupankäyntiä koskevan lain täytäntöönpanon jälkeen. Säännösten eroavaisuudet eri maiden välillä selittävät osaltaan maiden välisiä suuruuseroja palkoissa ja kannustimissa. Kun sisäpiirikaupankäynti on rajoitettua, työmarkkinoiden tasapaino pakottaa yhtiöitä nostamaan kokonaispalkkaa ja tulostulostimiamia. Näin ollen voidaan todeta, että sisäpiirikaupankäyntiä rajoittavat lait vaikuttavat sekä markkinoiden tasapainoon että kannustimien käyttöön kompensationsa ylimmälle johdolle.

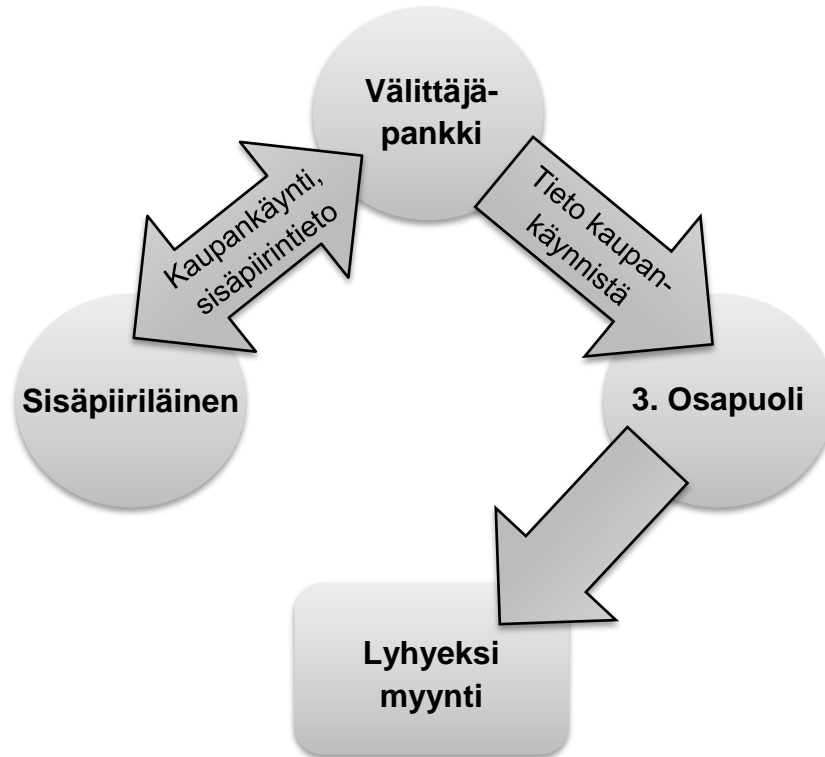
### **5.3 Sisäpiirikaupankäynnin havaitseminen**

Sisäpiirikaupankäyntien havaitsemista pidetään yleisesti välttämättömänä, jotta taloudellisen järjestelmän luotettavuus ja lahjomattomuus säilyisi (Olmo et al., 2011). Sisäpiirikaupankäyntien havaitseminen on vaikeaa, mutta on kuitenkin olemassa merkkejä ja tietyissä tilanteissa esille tulevia toimintatapoja, joiden avulla sisäpiirikaupankäyntiä voidaan havaita. Sisäpiirintiedon vaikutusta kaupankäyntiin voidaan havaita tarkkailemalla myös muita toimijoita pelkkien sisäpiiriläisten lisäksi.

Olmon et al. (2011) mukaan epänormaalien tuottojen esiintyminen ennen hintarelevantin tiedon julkistusta on yleensä merkki sisäpiirikaupankäynnistä. Meulbroek (1992) toteaa, että osakekurssien nousu kuvastaa laajalle levinnyttä sisäpiirikaupankäyntiä, kun se tapahtuu ennen ilmoitusta tulevasta yrityskaappauksesta. Kyseisessä tutkimuksessaan käy ilmi, että melkein puolet tästä

yrittyskaappausilmoitusta edeltävästä osakekurssin noususta tapahtuu päivinä, jolloin harjoitetaan sisäpiirikaupankäyntiä.

Luvussa ”Syyt ja motiivit käydä kauppaa” todettiin, että yhtiöt antavat hintarelevanttia tietoa yhteistyöpankeilleen. Nämä tiedot eivät aina jää vain yhtiön ja pankin välisiksi, vaan tieto saattaa kulkeutua kolmansille osapuolille. Agrawalin & Nasserin (2012) tutkimuksen mukaan lyhyeksi myynnit kasvavat merkittävästi juuri niinä päivinä, kun sisäpiiriläiset myyvät osakkeitaan. Lyhyeksi myynnin merkittävä kasvu tarkoittaa sitä, että henkilöt, jotka myyvät lyhyeksi ovat tietoisia sisäpiiriläisen kaupankäyntiposition koosta, joka ei ole yleisesti havaittavissa markkinoilla. Tämä tarkoittaa sitä, että lyhyeksi myyjien täytyy saada kyseinen tieto jostain muualta. Tieto juuri tehdystä tai meneillään olevasta sisäpiirin myynneistä leviää kolmansille osapuolille välittäjäpankkien toimesta. Tiedon saatuaan nämä kolmannet osapuolet aloittavat lyhyeksi myynnit, joiden avulla he saavat merkittäviä tuottomahdollisuuksia. Tiedon kulkeutumista havainnollistetaan kuvassa 3. Lyhyeksi myyntien kasvua voidaan pitää merkinä sisäpiirintiedon läsnäolosta ja sen vaikutuksesta kaupankäyntiin.



### Kuva 3. Tiedon kulkeutuminen kolmansille osapuolille

Lyhyeksi myyjien loistava ajoitus on yhteydessä hintarelevanttien tietojen saamiseen välittäjäpankeilta, jotka toteuttavat sisäpiirin myyntejä.

Myös markkinoiden erilaiset rakenteet ja ominaispiirteet sekä sisäpiiriläisten toiminta markkinoilla vaikuttavat sisäpiirikaupankäyntiin ja sen havaitsemiseen. Acharyan & Johnsonin (2012) mukaan esimerkiksi sisäpiirikaupankäynti osake- ja optiomarkkinoilla on sitä todennäköisempää mitä suurempi pääoman ryhmittymä markkinoilla on. Kun taas luottojohdannais- ja joukkovelkakirjamarkkinoilla sisäpiirikaupankäynti kasvaa sen mukaan mitä suurempi velka on kyseessä. Lisäksi sisäpiiriläisten epätavallista aktiivisuutta johdannaismarkkinoilla voidaan pitää merkinä sisäpiirikaupankäynnistä (Olmo et al., 2011).

#### 5.4 Mitä sisäpiirikaupankäynti ennustaa tulevaisuuden näkymistä ja tuotoista?

Sisäpiiriläisten kaupankäynnistä, sen suunnasta ja intensiivisyydestä, voidaan ennustaa tulevaisuuden näkymiä, sillä sisäpiiriläisten tekemistä kaupoista seuraavat tuotot ovat taloudellisesti merkittäviä (Ke et al., 2003). Fidrmucin et al. (2013) ja

Fidrmucin et al. (2006) tutkimusten mukaan sisäpiirin ostoihin sisältyvä tieto on pääsääntöisesti merkittävämpää tulevaisuuden näkymien ennustamisen kannalta, kuin myynteihin sisältyvä tieto. Ostot välittävät positiivista tietoa tulevaisuuden näkymistä, mutta on vähemmän selvää minkälaista tietoa sisäpiirin myynnit välittävät. Yhden näkemyksen mukaan myynnit välittävät negatiivista tietoa tulevaisuudesta, mutta toisesta näkökulmasta sisäpiiriläisten myynnit voivat olla myös vähemmän informatiivisia tulevaisuuden näkymien kannalta, sillä myynti on saatettu tehdä sisäpiiriläisen likviditeettitarpeiden takia.

Keskimääräisesti sisäpiiriläiset ostavat ennen positiivisia osaketuottoja ja myyvät ennen negatiivisia. Kvartaaleista seuraavat epänormaalit tuotot ovat merkittävästi matalampia sisäpiiriläisten myydessä kuin heidän ostaessaan. (Ke et al., 2003). Varsinkin myynti sellaisten sisäpiiriläisten toimesta, jotka ovat allokoineet suuren osan varallisuudestaan sisäpiiriosakkeisiin, ennustaa negatiivisia tuottoja, sillä nämä sisäpiiriläiset myyvät ennen huonoa tulosjulkistusta (Kallunki et al., 2009).

Sisäpiirikaupankäynti liittyy positiivisesti yhtiön tulevaisuuden tuloskehitykseen ja book-to-market tunnuslukuun. Sisäpiirikaupankäynti ennustaa siis tietoa paremmasta kassavirrasta. Etenkin ostot ovat merkittävässä positiivisessa yhteydessä seuraavan vuoden tuloskehitykseen, joten ulkopuolisten sijoittajien tulisi kohdella sisäpiiriläisten ostoja luotettavana signaalina muodostaessaan tulosennusteita ja arvioita osakepääoman arvosta. Ennustuskyky tulevaisuuden tuotoista sisäpiirikaupankäyntien avulla on voimakkaimmillaan pienissä ja vähän valvotuissa yhtiöissä, sillä tämänlaisessa ympäristössä kaupankäynnillä ja sisäpiirintiedolla on voimakkain yhteys. Yhteys sisäpiirikauppojen ja tulevan tuloskehityksen välillä voimistuu sitä mukaan, kun sisäpiirintiedon avulla tehdystä kaupankäynnistä saatavat edut kasvavat. (Piotroski & Roulstone, 2005)

Myös katko tuottojen ketjussa (Kuva 2) voidaan ennustaa sisäpiiriläisten kaupankäynnin avulla. Tämä onnistuu seuraamalla sisäpiiriläisten kaupankäynnin määrän muutoksia, sillä sisäpiiriläisten osakemyynnit kasvavat kolmesta yhdeksään kvartaaliin ennen tuottojen ketjun katkeamista, mutta kaksi kvartaalia ennen katkoa esiintyy vain vähän epänormaalialia myyntiä oikeudellisten seuraamuksien välttämisen takia. Mikäli sisäpiiriläiset ostavat ennen katkoa, voidaan sen päätellä olevan merkki

tulevista tuotoista, sillä tällöin voidaan olettaa, että heidän hallussaan on tietoa, joka vaikuttaa positiivisesti osaketuottoihin tulevasta katkosta huolimatta. (Ke et al., 2003)

Huddartin et al. (2007) mukaan sisäpiirikaupankäynti tulosjulkistuksen ja vuosikertomuksen tai neljännesvuosiraportin julkistuksen välisenä aikana on yhteydessä tuottoihin, jotka yhtiö aikoo raportoida vuosikertomuksessaan tai neljännesvuosiraportissaan. Kauppojen määrä ja arvo ovat yhteydessä tuottojen suuruuteen, sillä kuten aiemmin mainittiin, sisäpiiriläiset käyvät nimenomaan kauppaa tehdäkseen voittoja ennakkotiedon avulla, joka tulee julkiseksi vasta vuosikertomuksessa tai neljännesvuosiraporteissa. Sisäpiirikaupat, jotka korreloivat voimakkaimmin myöhemmin ilmoitettavien tuottojen kanssa, ilmenevät pian tulosjulkistuksen jälkeen. Myös kaupankäynnin intensiivisyyden avulla voidaan ennustaa tuottojen suuruutta, sillä kiinnijäämisen riskin pienentämiseksi sisäpiiriläiset laskevat kaupankäynnin intensiivisyyttä epänormaalin tuoton suuruuden mukaan hieman ennen vuosikertomuksen tai neljännesvuosiraportin julkaisua. Toisin sanoen, mitä enemmän kaupankäynnin intensiivisyys laskee ennen tulevan tuoton julkituloa, sitä suurempi tuotto on odotettavissa.

Sisäpiiriläisten kaupankäynnin suunta yhtiön harjoittaman osakkeiden takaisinostojen aikana informoi tulevaisuudesta. Kun sisäpiiriläiset ostavat itsekkin takaisinostojen aikana, on takaisinostot signaali yhtiön osakkeen aliarvostuksesta, joka johtaa osakkeen arvonnousuun tulevaisuudessa. Sisäpiiriläisten omien osakkeiden myynti takaisinostojen aikana taas viestii siitä, ettei osake ole aliarvostettu vaan yhtiö harjoittaa takaisinostoja osakekurssin tukemiseksi tai kurssin heikentymisen välttämiseksi. (Bonaimé & Ryngaert, 2013) Tässä tilanteessa ei ole odotettavissa epänormaaleja tuottoja tulevaisuudessa. Bonaimén & Ryngaertin (2013) toteavat sisäpiiriläisten kaupankäynnin siis joko vahvistavan tai heikentävän signaalia osakkeen aliarvostuksesta markkinoilla. Sisäpiiriläisten ostot takaisinostojen aikana kertovat suuremmista tulevaisuuden tuotoista, kuin mitä takaisinostojen aikaisista myynneistä olisi odotettavissa. Sisäpiiriläisten ostaessa itse takaisinostojen aikana saattaa olla odotettavissa jopa 15,70 % suurempia tuottoja seuraavan kolmen vuoden aikana kuin takaisinostojen aikaisista myynneistä. Ylimmän johdon tapauksessa tämä tuottojen välinen ero voi olla peräti 20,36 %. Takaisinostot ovat

todennäköisempiä kvartaaleilla, jolloin sisäpiiriläiset itse joko ostavat tai myyvät omia osakkeitaan, kuin kvartaaleilla, jolloin heidän kaupankäynti on neutraalia.

Sisäpiirikaupankäyntiä seuraamalla voidaan myös ennustaa tulevia yrityskaappauksia sekä mahdollisista tulevista fuusioista saatavia tuottoja. Kun sisäpiiriläiset harjoittavat passiivista kaupankäyntiä aktiivisen kaupankäynnin sijaan, viestii tämä käyttäytyminen todennäköisestä yrityskaappauksesta (Agrawal & Nasser, 2012). Mikäli sisäpiiriläiset ostavat yrityksen osakkeita ennen ensimmäistä julkista ilmoitusta suunnitellusta fuusiosta, on odotettavissa epänormaaleja tuottoja tulevaisuudessa (Keown & Pinkerton, 1981).

Vaikka sisäpiiriläisten käyttäytymisestä voidaan ennustaa tulevaisuuden tuottoja, ei se kuitenkaan kerro ovatko tuotot seurausta todellisesta arvonnoususta vai tulosjohtamisen myötä manipuloiduista tulosraporteista (Ke et al., 2003).



## 6 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Tässä luvussa tuodaan esille tutkimuksessa tarkastellut asiat ja tutkimuksen kulku, sekä tuodaan yhteen keskeiset tutkimustulokset ja johtopäätökset, jotka ovat tehty näiden tutkimustulosten pohjalta. Lisäksi esitetään mahdollisia jatkotutkimusaiheita.

### 6.1 Yhteenveto

Tässä tutkimuksessa selvitettiin syitä ja motiiveja, jotka vaikuttavat sisäpiirikaupankäynnin toteuttamiseen joko positiivisesti tai negatiivisesti. Tutkimuksessa tarkasteltiin sisäpiirikaupankäyntiä koskevan lainsäädännön vaikutuksia sekä syvennyttiin sisäpiirikaupankäynnin havaitsemiseen. Lisäksi selvitettiin voidaanko sisäpiirikaupankäyntien avulla ennustaa tulevaisuuden näkymiä ja tuottoja sekä sitä millaisia näkymiä ja tuottoja on odotettavissa riippuen sisäpiirikaupankäynnin kohteesta, ajankohdasta ja suunnasta.

Tutkimus aloitettiin teoriaosuudella, jossa syvennyttiin sisäpiirikaupankäyntiin olennaisesti liittyviin asioihin aihetta koskevan kirjallisuuden avulla. Tässä osuudessa tarkasteltiin sisäpiirintiedon ominaisuuksia, sisäpiiriläisten eri tyyppisiä ja itse sisäpiirikaupankäyntiä kaupankäyntirajoitusten ja kaupankäynnin mahdollisuuksien näkökulmasta. Tutkimus jatkui agenttiteorian ja asymmetrisen informaation tarkastelulla. Teoriaosuus on tärkeä, sillä ilman keskeisten käsitteiden ymmärtämistä, ei tutkimustuloksia pysty hyödyntämään parhaalla mahdollisella tavalla. Tutkimus toteutettiin systemaattisena kirjallisuuskatsauksena. Katsaus ulottui 27 aiempaan tutkimukseen, jotka ovat julkaistu taloudellisen alan ja talouteen läheisesti liittyvien alojen arvostetuimmista lehdissä. Tutkimustuloksissa on esitelty katsauksen sisältämistä tutkimuksista 21 tutkimuskysymysten kannalta relevanteinta tutkimusta.

Tutkimuksessa kävi ilmi, että positiivisesti sisäpiirikaupankäyntiin vaikuttavat sekä henkilökohtaiset että taloudelliset motiivit. Henkilökohtaisia motiiveja käydä kauppaa ovat esimerkiksi sijoitusportfolion monipuolistaminen ja likviditeettitarpeet. Merkittävä taloudellinen motiivi on se, että sisäpiiriläisillä on hallussa ennakkotietoa, jolla he saavat etua muihin sijoittajiin nähden. Ennakkotiedon avulla sisäpiiriläiset osaavat ennustaa tulevaisuuden kurssivaihtelut ja näin ollen ansaitsevat epänormaaleja

tuottoja. Tutkimustulokset kertovat, että tyypillisesti sisäpiiriläiset myyvät ennen huonoa tulosjulkistusta ja ostavat ennen hyvää tulosjulkistusta. Myös yhtiön toimintaan liittyvät seikat toimivat syynä sisäpiirikaupankäyntiin, kuten heikko sisäinen valvonta. Sisäisen valvonnan heikkous mahdollistaa tulosraporttien manipuloinnin, mikä vaikuttaa positiivisesti sisäpiirikaupankäyntiin. Sisäpiiriläisten lukumäärä korreloi positiivisesti sisäpiirikaupankäynnin lukumäärän kanssa, sillä tutkimuksissa on havaittu korkeamman sisäpiiriläisten lukumäärän johtavan useampiin sisäpiirikauppoihin. Tutkimuksessa havaittiin myös varallisuuden jakautumisen vaikuttavan kaupankäyntiin, sillä sisäpiiriläiset, joiden varallisuudesta suurin osa on sisäpiiriosakkeita, käyvät kauppaa muita sisäpiiriläisiä enemmän. Tutkimuksen mukaan sisäpiiriläiset voivat harjoittaa sekä aktiivista että passiivista kaupankäyntiä.

Sisäpiiriläiset pyrkivät välttämään kiinnijäämisen riskiä ja kiinnijäämisestä aiheutuvia seuraamuksia. Tämä on yleisin negatiivisesti kaupankäyntiin vaikuttava tekijä. Muita syitä olla käymättä kauppaa ovat esimerkiksi osakkeiden myyntiin liittyvä verotaakka, laittomasta kaupankäynnistä seuraavat kustannukset sekä yhtiöiden valvonnan lisääntyminen. Lisäksi taloudellisten raporttien informatiivisuus korreloi negatiivisesti sisäpiirikaupankäynnin kanssa eli mitä informatiivisempia raportit ovat, sitä vähemmän sisäpiirikaupankäyntiä harjoitetaan. Lisäksi kaupankäyntikiellot eli suljetut ikkunat ovat vähentäneet sisäpiiriläisten kaupankäyntiä.

Lainsäädäntö vaikuttaa moniulotteisesti sisäpiirikaupankäyntiin ja kaupankäynnin seurauksiin, ja tämä luo poliittisen ongelman siitä kuinka arvopaperimarkkinoita tulisi säädellä. Esimerkiksi sääntelyllä pyritään vähentämään osakekurssien volatilitteettia, mutta tämä voikin johtaa vähemmän informatiivisiin osakekursseihin. Tämä on seurausta siitä, ettei kaikki olennainen tieto ole päässyt vaikuttamaan osakekurssiin sisäpiirikaupankäynnin ollessa rajoitettua. Samoilla lainsäädännöllisillä seikoilla voi olla kaksisuuntainen vaikutus, ne siis saavat aikaan sekä hyvää että huonoa. Esimerkiksi koventuneet rangaistukset tasapainottavat sisäpiirikaupankäynnin määrää, mutta näiden koventuneiden rangaistuksien takia sisäpiirikaupankäynti täyttää yhä harvemmin laittomuuden kriteerit, ja tämä tarkoittaa sisäpiirikaupankäyntien tekemisen helpottumista.

Lainsäädäntö ja lakien täytäntöönpano vaikuttavat myös pääoman kustannuksiin ja johtajien palkkoihin. Esimerkiksi pääoman kustannus ei ole laskenut perustettujen lakien myötä, mutta se laski heti ensimmäisen nostetun syytteen jälkeen. Johtajien palkat ja kannustimet päinvastoin nousivat ensimmäisen täytäntöönpanon jälkeen, sillä sisäpiirikaupankäynnin ollessa rajoitettua, työmarkkinoiden tasapaino pakottaa yhtiöitä nostamaan kokonaispalkkaa ja tuloskannustimia.

Sisäpiirikaupankäynnin havaitseminen on vaikeaa, mutta on kuitenkin olemassa merkkejä, joiden avulla kaupankäyntiä voidaan havaita. Yleensä epänormaalit tuotot ovat merkki sisäpiirikaupankäynnistä niiden esiintyessä ennen kuin hintarelevanttia tietoa on julkistettu. Osakekurssien nousu ennen ilmoitusta yrityskaappauksesta tarkoittaa usein sitä, että sisäpiirikaupankäynti on laajalle levinnyttä. Lisäksi lyhyeksi myyntien määrän kasvun perusteella voidaan havaita, että sisäpiirintieto on vaikuttanut tähän kaupankäyntiin.

Myös eri markkinoiden ominaisuuksien perusteella voidaan havaita sisäpiirikaupankäyntiä. Esimerkiksi osake- ja optiomarkkinoilla sisäpiirikaupankäynti on yleisempää, kun markkinoilla on suuri pääoman ryhmittymä. Luottojohdannais- ja joukkovelkakirjamarkkinoilla sisäpiirikaupankäynnin todennäköisyys riippuu puolestaan velan suuruudesta. Lisäksi sisäpiiriläisten epätavallinen aktiivisuus johdannaismarkkinoilla on usein merkki sisäpiirikaupankäynnistä.

Tulevaisuuden näkymiä ja tuottoja voidaan ennustaa sisäpiiriläisten kaupankäynnin, kaupankäynnin suunnan ja sen intensiivisyyden avulla. Sisäpiirikaupankäynnin todettiin liittyvän positiivisesti yhtiön tulevaisuuden tuloskehitykseen ja book-to-market tunnuslukuun. Sisäpiiriläisten kaupankäynnistä seuraa yleensä epänormaaleja tuottoja ja kaupankäynnin suunnasta voidaan ennustaa tulevia osakekurssien muutoksia, sillä keskimääräisesti sisäpiiriläiset ostavat ennen positiivisia ja myyvät ennen negatiivisia osaketuottoja. Tutkimuksessa kuitenkin ilmeni, että tulevaisuuden ennustamisen kannalta sisäpiiriläisten ostoihin liittyvä tieto on merkittävämpää kuin myynteihin liittyvä tieto, sillä myynnit eivät aina liity negatiivisiin tuottoihin. Tämä juontaa juurensa siitä, että sisäpiiriläisten myynteihin saattaa tulevaisuuden odotuksien sijaan liittyä henkilökohtaisia motiiveja kuten

likviditeettitarpeet. Sijoittajien kannattaa siis seurata sisäpiiriläisten ostoja ja pitää niitä luotettavina signaaleina arvioita tehdessään.

Seuraamalla sisäpiiriläisten kaupankäynnin muutoksia voidaan ennustaa tuottojen ketjun katkeaminen (Kuva 2). Kun huomataan ensin kasvu epänormaaleissa myynneissä ja kasvun jälkeen myyntejä esiintyykin vain vähän kahden kvartaalin ajan, voidaan hyvin ennakoita katkon ajankohta. Myös tulevia yritysvaltauksia voidaan ennustaa sisäpiirikaupankäynnin avulla, sillä sisäpiiriläisten passiivinen kaupankäynti viestii tulevasta yritysvaltauksesta.

Tutkimuksessa huomattiin sisäpiiriläisten kaupankäynnin ajankohdalla olevan myös merkitystä tulevaisuuden tapahtumiin ja tuottoihin. Mikäli sisäpiiriläiset käyvät kauppaa tulosjulkistuksen ja vuosikertomuksen tai vaihtoehtoisesti neljännesvuosiraportin julkistuksen välisenä aikana, ovat kauppojen määrä ja arvo yhteydessä vuosikertomuksessa tai neljännesvuosiraportissa ilmenevien tuottojen suuruuteen. Tällä aikavälillä tehdyistä kaupoista on myös odotettavissa suurimmat tuotot. Jos sisäpiiriläiset ostavat yhtiön omia osakkeita aikavälillä, jolloin yhtiö harjoittaa takaisinostoja, voidaan takaisinostoja pitää luotettavana signaalina osakkeen aliarvostuksesta. Mikäli sisäpiiriläinen taas myy omia osakkeitaan takaisinostojen aikana, tarkoittaa se takaisinostojen olevan yhtiön pyrkimys joko tukea osakekurssia tai estää sitä heikentymästä. Ostosta voi olla odotettavissa jopa 20,36 % suurempia tuottoja kuin myynneistä. Lisäksi myös ajankohtaa, jolloin takaisinostoja harjoitetaan, voidaan ennakoita tarkkailemalla sisäpiiriläisten kaupankäyntiaktiivisuutta, sillä takaisinostot ovat todennäköisempiä kvartaaleilla, jolloin sisäpiiriläiset itse joko ostavat tai myyvät omia osakkeitaan kuin kvartaaleilla, jolloin heidän kaupankäynti on neutraalia.

Tutkimuksessa ilmeni se tärkeä tosiasia, että vaikka tulevaisuuden tuottoja voidaan ennustaa sisäpiiriläisten käyttäytymisen avulla, ei ole kuitenkaan varmuutta siitä ovatko tuotot seurausta manipuloiduista tulosraporteista vai todellisesta arvonnoususta.

## 6.2 Johtopäätökset

Sisäpiirikaupankäynnin syyt ja motiivit ovat moniulotteisia, sillä sama syy tai motiivi saattaa aiheuttaa päinvastaisen toiminnan, kun sen tarkastelunäkökulmaa muutetaan. Voidaan kuitenkin todeta sisäpiirikaupankäyntiä seuraavien epänormaalien tuottojen olevan suurin motiivi toteuttaa kaupankäyntiä ennakkotietojen avulla.

Lainsäädännön kaksisuuntaisen vaikutuksen takia ei ole yhtä oikeaa tapaa rajoittaa sisäpiirikaupankäyntiä, jotta sääntelystä olisi vain positiivisia vaikutuksia. Tärkein sisäpiirikaupankäynnin sääntelyyn liittyvä seikka on, ettei pelkkä lakien olemassa olo riitä vaan vasta täytäntöönpano saa aikaan vaikutuksia suuntaan tai toiseen.

Sisäpiirikaupankäynnin havaitseminen on vaikeaa, muttei kuitenkaan mahdotonta. Kun pyritään havaitsemaan sisäpiirikaupankäyntiä, kannattaa kiinnittää huomiota epänormaalien tuottojen esiintymisajankohtaan ja toimintatapoihin, jotka ovat sisäpiiriläisille epätyypillisiä. Havaitsemista edesauttaa myös muiden toimijoiden seuraaminen ja tieto eri markkinoiden ominaispiirteistä.

Yleisesti ottaen voidaan sanoa, että sisäpiirikaupankäynnit kertovat tulevaisuudessa odotettavissa olevista epänormaaleista tuotoista. Lisäksi kaupankäyntejä tulkitsemalla voi ennakoida tulevia muutoksia esimerkiksi yhtiöjärjestelyissä. Sisäpiirikaupankäynnin tulkitseminen ei kuitenkaan ole aivan näin yksinkertaista, sillä kaupankäynnin suunta ja aktiivisuus vaikuttaa ennustettavissa oleviin näkymiin ja tuottoihin. Lisäksi seuraus ei aina ole yhteneväinen, vaikka kaupankäynti olisi samankaltaista. Esimerkiksi sisäpiiriläisten myynnin tarkoitusta voi olla vaikea tulkita, sillä se saattaa tarkoittaa negatiivisia tuottouutisia, mutta se voi myös olla seurausta sisäpiiriläisen henkilökohtaisista tarpeista. Tämän pohjalta voidaan vetää johtopäätös, että myös tulevaisuuden näkymiin ja tuottoihin vaikuttavat useat moniulotteiset ja jopa ristiriitaiset seikat.

Tutkimus jättää avoimeksi useita mielenkiintoisia kysymyksiä, joiden pohjalta olisi mielekästä ryhtyä jatkotutkimuksiin. Kiinnostavia jatkotutkimuskysymyksiä voisivat olla esimerkiksi:

- Mistä seikoista voi tunnistaa sisäpiirikaupankäynnin tarpeeksi ajoissa, jotta ulkopuolinen sijoittaja voi hyödyntää tätä informaatiota myös omassa kaupankäynnissään ja näin ikään kuin välillisesti hyötyä sisäpiirintiedosta?
- Millä tavoin sisäpiirikaupankäynnin tuottojen maksimointi onnistuu laillisesti?
- Miten tulee toimia saadakseen suurimman hyödyn sisäpiirintiedosta jäämättä kiinni tiedon käyttämisestä?

Osa näistä jatkotutkimusaiheista onkin jo sivuttu tässä tutkimuksessa, kuten sisäpiirikaupankäynnin ajoittamista ja sisäpiirikaupankäynnin havaitsemista, mutta tutkimuksesta ei kuitenkaan ilmene vastauksia ehdotettuihin jatkotutkimusaiheisiin.

## LÄHTEET

### Artikkelit:

Acharya, V. V. & Johnson, T. C.: "More insiders, more insider trading: Evidence from private-equity buyouts". *Journal of Financial Economics*, 2010, nro 98, 500–523.

Acharya, V. V. & Johnson, T. C.: "Insider trading in credit derivatives". *Journal of Financial Economics*, 2007, nro 84, 110–141.

Agrawal, A. & Nasser, T.: "Insider trading in takeover targets". *Journal of Corporate Finance*, 2012, nro 18, 598–625.

Bettis J. C., Coles, J. L. & Lemmon, M. L.: "Corporate policies restricting trading by insiders". *Journal of Financial Economics*, 2000, nro 57, 191–220.

Bhattacharya, U. & Daouk, H.: "The world price of insider trading". *The Journal of Finance*, 2002, vol. LVIII, nro 1, 75–108.

Bonaimé, A. A. & Ryngaert, M. D.: "Insider trading and share repurchases: Do insiders and firms trade in the same direction?". *Journal of Corporate Finance*, 2013, nro 22, 35–53.

Daher, W., Karam, F. & Mirman, L. J.: "Insider trading with different market structures". *International Review of Economics and Finance*, 2012, nro 24, 143–154.

Denis, D. J. & Xu, J.: "Insider trading restrictions and top executive compensation". *Journal of Accounting and Economics*, 2013, nro 56, 91–112.

Fidrmuc, J. P., Goergen, M. & Renneboog, L.: "Insider Trading, News Releases, and Ownership Concentration". *The Journal of Finance*, 2006, vol. LXI, nro 6, 2931–2973.

Fidrmuc, J. P., Korczak, A. & Korczak, P.: "Why does shareholder protection matter for abnormal returns after reported insider purchases and sales?". *Journal of Banking & Finance*, 2013, nro 37, 1915–1935.

Frankel, R. & Li, X.: "Characteristics of a firm's information environment and the information asymmetry between insiders and outsiders". *Journal of Accounting and Economics*, 2004, nro 37, 229–259.

Huddart, S., Ke, B. & Shi, C.: "Jeopardy, non-public information, and insider trading around SEC 10-K and 10-Q filings". *Journal of Accounting and Economics*, 2007, nro 43, 3–36.

Kallunki, J-P., Nilsson, H. & Hellström, J.: "Why do insiders trade? Evidence based on unique data on Swedish insiders". *Journal of Accounting and Economics*, 2009, nro 48, 37–53.

Ke, B., Huddart, S. & Petroni, K.: "What insiders know about future earnings and how they use it: Evidence from insider trades". *Journal of Accounting and Economics*, 2003, nro 35, 315–346.

Keown, A. J. & Pinkerton, J. M.: "Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation". *The Journal of Finance*, 1981, vol. XXXVI, nro 4, 855–869.

Lin, C., Ma, Y. & Xuan, Y.: "Ownership structure and financial constraints: Evidence from a structural estimation". *Journal of Financial Economics*, 2011, nro 102, 416–431.

Meulbroek, L. K.: "An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading". *The Journal of Finance*, 1992, vol. XLVII, nro 5, 1661–1699.

Olmo, J., Pilbeam, K. & Pouliot, W.: "Detecting the presence of insider trading via structural break tests". *Journal of Banking & Finance*, 2011, nro 35, 2820–2828.

Piotroski, J. D. & Roulstone, D. T.: "Do insider trades reflect both contrarian beliefs and superior knowledge about future cash flow realizations?". *Journal of Accounting and Economics*, 2005, nro 39, 55–81.



Seyhun, H. N.: "Insiders' profits, costs of trading, and market efficiency". *Journal of Financial Economics*, 1986, nro 16, 189-212.

Skaife, H. A., Veenman, D. & Wangerin, D.: "Internal control over financial reporting and managerial rent extraction: Evidence from the profitability of insider trading". *Journal of Accounting and Economics*, 2013, nro 55, 91–110.

Thevenot, M.: "The factors affecting illegal insider trading in firms with violations of GAAP". *Journal of Accounting and Economics*, 2012, nro 53, 375–390.

### **Kirjat:**

Brealey, R. A., Myers, S. C. & Allen, F.: *Principles of Corporate Finance* (10<sup>th</sup> Edition). Singapore: McGraw-Hill/Irwin, 2011.

Copeland, T. E., Weston, J. F. & Shastri, K.: *Financial Theory and Corporate Policy* (4<sup>th</sup> Edition). Boston: Pearson Addison Wesley, 2005.

Häyrynen, J. & Parkkonen, J.: *Sisäpiiriläinen – velvollisuudet ja mahdollisuudet*. Helsinki: Edita Publishing Oy, 2006.

Johansson, K., Axelin, A., Stolt M. & Ääri, R-L.: *Systemaattinen kirjallisuuskatsaus ja sen tekeminen*. Turku: Turun yliopisto, Hoitotieteen laitos, 2007.

Koskinen, I., Alasuutari, P. & Peltonen, T.: *Laadulliset menetelmät kauppatieteissä*. Tampere: Vastapaino, 2005.

Mars, M., Virtanen, M. & Virtanen, O.: *Sijoittajaviestintä strategisena työkaluna*. Helsinki: Oy Edita Ab, 2000.

Niskanen, J. & Niskanen, M.: *Yritysrahoitus* (5.–6. Painos). Helsinki: Edita Publishing Oy, 2010.

Virtanen, M.: *Sijoittajasuhteet johdon vastuuna*. Helsinki: WSOYpro Oy, 2010.

**Internet:**

Arola, H. (2013) *Sijoittaja sisäpiiristä muistelee*. Helsingin Sanomat, 28.8.2013 [verkkouutinen]. [Viitattu 17.11.2013] Saatavilla <http://www.hs.fi/talous/Sijoittaja+sis%C3%A4piirist%C3%A4+muistelee/a1377578330137>

Finanssivalvonta (2013a) *Mitä on sisäpiirintieto?* [verkkodokumentti]. [Viitattu 30.10.2013]. Saatavilla [http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/Sisapiiriohjeet/Mita\\_on/Pages/Default.aspx#.UnEAWPKbFI0](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/Sisapiiriohjeet/Mita_on/Pages/Default.aspx#.UnEAWPKbFI0)

Finanssivalvonta (2013b) *Yrityskohtaiset sisäpiiriläiset* [verkkodokumentti]. [Viitattu 28.10.2013]. Saatavilla [http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/Sisapiiriohjeet/Kuka\\_on/Yrityskohtainen/Pages/Default.aspx#.Um5n3\\_KbFI0](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/Sisapiiriohjeet/Kuka_on/Yrityskohtainen/Pages/Default.aspx#.Um5n3_KbFI0)

Finanssivalvonta (2009a) *Kuka on sisäpiiriläinen?* [verkkodokumentti]. [Viitattu 24.10.2013]. Saatavilla [http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/Sisapiiriohjeet/Kuka\\_on/Pages/Default.aspx#.UmjqAfKbFI0](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/Sisapiiriohjeet/Kuka_on/Pages/Default.aspx#.UmjqAfKbFI0)

Finanssivalvonta (2009b) *Sisäpiiri-ilmoitukset* [verkkodokumentti]. [Viitattu 24.10.2013]. Saatavilla [http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/Sisapiiriohjeet/Sisapiiri-ilmoitukset/Pages/Default.aspx#.Umkjv\\_KbFI0](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/Sisapiiriohjeet/Sisapiiri-ilmoitukset/Pages/Default.aspx#.Umkjv_KbFI0)

Finanssivalvonta (2009c) *Sisäpiiriläisen kaupankäynti* [verkkodokumentti]. [Viitattu 12.11.2013]. Saatavilla <http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/Sisapiiriohjeet/Kaupankaynti/Pages/Default.aspx#.UoHyjRBLnjU>

NASDAQ OMX Helsinki Oy (2013) *Sisäpiiriohje pörssiyhtiöille* [verkkodokumentti].  
[Viitattu 28.10.2013]. Saatavilla  
[http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/87/87076\\_sispiiriohjeprssiyhtiillevoimaan01072013final.pdf](http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/87/87076_sispiiriohjeprssiyhtiillevoimaan01072013final.pdf)