



OULUN YLIOPISTO
UNIVERSITY of OULU

OULUN YLIOPISTON KAUPPAKORKEAKOULU

Anna-Sofia Arola

**LAINSÄÄDÄNNÖN JA CORPORATE GOVERNANCEN VAIKUTUS
SISÄPIIRIKAUPANKÄYNNIN MOTIIVEIHIN**

Kandidaatintutkielma

Kauppätieteet

Toukokuu 2017

SISÄLLYS

1 JOHDANTO	3
2 SISÄPIIRIKAUPANKÄYNTI.....	6
2.1 Sisäpiiritieto ja sen ominaisuus	6
2.2 Sisäpiiritiedon käyttö.....	8
2.2.1 Sisäpiiritiedon sallittu käyttö.....	8
2.2.2 Sisäpiiritiedon väärinkäyttö	8
2.3 Sisäpiiriläisen määrittelyä.....	9
2.4 Sisäpiiriluetelot	10
2.4.1 Sisäpiiriluetelun laatimisen perustana oleva hanke	11
2.4.2 Johdon ja sen lähipiirin ilmoitus- ja julkistamisvelvollisuus.....	11
2.5 Kaupankäyntiä koskevat rajoitukset	12
2.6 Kaupankäyntiä koskevat ohjelmat.....	13
2.7 Sisäpiirilainsäädäntö Suomessa	14
3 CORPORATE GOVERNANCE JA HALLINNOINTIKOODI	16
3.1 Corporate governance ja CG-selvitys	16
3.2 Hallinnointikoodin tavoitteet ja periaate.....	17
3.5 Corporate governance ja sisäpiirikauppa	18
4 SISÄPIIRIKAUPANKÄYNNIN MOTIIVIT JA VAIKUTUKSET	20
4.1 Henkilökohtaiset motiivit	20
4.2 Ennakkotiedon vaikutus sisäpiirikaupankäyntiin	21
4.3 Sisäpiirikaupankäynnin yhteys yhtiön tulevaisuuden suorituskykyyn .	22
4.4 Lainsäädännöllisten tekijöiden vaikutukset sisäpiirikauppaan	23
5 YHTEENVETO	25
LÄHTEET	27

1 JOHDANTO

Osakesäästäjien Keskusliiton toimitusjohtaja Antti Laihinen näkee sisäpiiritiedon väärinkäytön rangaistuksien uudistumisen sekä hyvänä että huonona asiana (Helsingin Sanomat 8.5.2016). Tämän muutoksen taustalla olevan EU:n asetuksen tarkoituksena on yhtenäistää jäsenmaiden käytäntöjä ja ehkäistä sisäpiiritiedon väärinkäyttöä tiukentamalla valvontaa. Vaikka sisäpiiritiedon väärinkäyttäminen on laitonta, esiintyy sitä kuitenkin useasti. Tämä asettaa sijoittajat epätasa-arvoiseen asemaan, koska markkinoiden toiminta ei tällöin perustu luottamukseen. Sisäpiirikaupankäynnin julkisuuden ansiosta markkinaosapuolet voivat valvoa sisäpiiriläisten tekemien arvopaperikauppojen ajoittamista.

Sisäpiirikaupankäynti on suosittu tutkimusaihe, koska sijoittajia kiinnostaa tietää sisäpiiriin kuuluvien ryhmien toiminnat. Mielenkiintoinen tutkimusaihe on myös se, miten sisäpiirisääntelyllä ja yhtiöiden corporate governancella voidaan säädellä sisäpiirikaupankäyntiä, jotta väärinkäyttöjä ei tapahtuisi. Nämä rajoittavat järjestelmät nähdään yhtenä keinona vähentää markkinoilla vallitsevaa luottamuspulaa. Sisäpiirikaupankäyntiin liittyviä rangaistuksia on kovennettu ja valvontaa on tiukennettu, mutta tästä huolimatta monet sisäpiiriläiset ovat onnistuneet saavuttamaan huomattavan suurta taloudellista hyötyä. Aihe on ajankohtainen, ja sisäpiirikaupankäynti nousee usein esille mediassa. Sisäpiirikaupankäyntiin liittyvät laittoman tiedon väärinkäytökset ovat uutisissa liitetty toisinaan yhtiöiden tilinpäätösskandaaleihin.

Sisäpiirikaupan motiivin taustalla ajatellaan usein olevan mahdollisimman suurien tuottojen saavuttaminen sisäpiiritiedon avulla. Aikaisemmat tutkimukset kuitenkin osoittavat, että sisäpiiriläisten motiivit sisäpiirikaupankäyntiin eivät perustu pelkästään kannattavien tuottojen saavuttamiseen. Syiden taustalla ovat myös muut henkilökohtaiset edut, kuten verotukselliset syyt (Ke, Huddart & Shi 2007, Kallunki, Nilsson & Hellström 2009).

Tämän tutkielman tarkoituksena on tuoda esiin sisäpiirikaupankäyntiin vaikuttavia henkilökohtaisia motiiveja ja tarkastella ennakkotiedon merkitystä

sisäpiirikaupankäyntiin. Tutkielman yhtenä tavoitteena on selvittää, onko sisäpiirikaupankäynnillä yhteyttä yhtiön tulevaisuuden suorituskykyyn. Tutkielmassa käsitellään myös sitä, millaisia vaikutuksia lainsäädännöllä ja corporate governancella on pörssiyhtiöiden sisäpiirikaupankäynnin sääntelyyn. Aihealuetta tarkastellaan siis pörssiyhtiöiden näkökulmasta. Kun puhutaan yhtiöstä, käsitteellä tarkoitetaan pörssiyhtiötä. Aihetta koskeva lainsäädäntö pohjautuu Suomen sisäpiirilainsäädäntöön. Corporate governancea tutkitaan Suomen hallinnointikoodin (corporate governance code) sisäpiirisääntelyn suosituksen pohjalta.

Tutkielma toteutetaan kirjallisuuskatsauksena ja tutkielmassa hyödynnetään aiheesta jo olemassa olevia tieteellisiä tutkimuksia. Tutkimusaineisto koostuu pääasiassa kansainvälisistä tutkimuksista. Edellä esitettyjen tavoitteiden perusteella päätutkimuskysymys tiivistetään seuraavan muotoon:

Mitkä ovat sisäpiirikaupankäynnin motiivit sekä miten corporate governance ja lainsäädäntö vaikuttavat kaupankäyntiin?

Päätutkimuskysymystä tarkastellaan seuraavien alakysymyksien avulla:

- Onko lainsäädännöllä vaikutuksia sisäpiirikaupankäyntiin?
- Onko sisäpiirikaupankäynnillä yhteyttä yhtiön tulevaisuuden suorituskykyyn?
- Miten corporate governance vaikuttaa sisäpiiriläisten toimintaan?

Tutkielman toisessa luvussa käsitellään tutkimuksen teoriaa ja siinä perehdytään tarkemmin sisäpiirikaupankäyntiin avaamalla olennaisia käsitteitä sekä sisäpiiriläisiä koskevia velvollisuuksia. Samalla tutustutaan sisäpiirikaupan rajoitteisiin, kieltoja koskeviin säädöksiin ja sisäpiirilainsäädäntöön. Kolmannessa luvussa tarkastellaan Suomen pörssiyhtiöiden hallinnointikoodia sekä sen tavoitteita ja velvoitteita. Samalla tutkitaan corporate governancen vaikutusta sisäpiirikaupaan perehtymällä tutkimusaineistoon. Neljännessä luvussa syvennytään tarkemmin tutkimuksessa käytettyyn tutkimusaineistoon. Tutkimusaineiston pohjalta tarkastellaan sisäpiirikaupan motiiveja sekä ennakkotiedon ja lainsäädännöllisten tekijöiden vaikutusta sisäpiirikaupaan. Lisäksi aihealuetta tarkastellaan siitä näkökulmasta,

onko sisäpiirikaupankäynnillä yhteyttä yhtiön tulevaisuuden suorituskykyyn. Viidennessä luvussa esitetään tutkimustulokset pää- ja apukysymysten pohjalta.

2 SISÄPIIRIKAUPANKÄYNTI

Sisäpiirikaupankäynnillä tarkoitetaan sisäpiirin toimijoiden rahoitusvälineiden hankkimista tai luovuttamista itselleen tai toiselle osapuolelle. Näissä kaupankäynneissä hyödynnetään sisäpiiritietoa, jota ei ole julkisesti saatavilla. Sisäpiirikaupoiksi luetaan myös kaikki toimeksiantoon liittyvät muutokset ja peruuttamiset, joissa on käytetty sisäpiiritietoa. (Nasdaq Helsinki Oy 2016.) Sisäpiiritiedon väärinkäyttö on kiellettyä, ja siitä on säädetty markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa (MAR 8 artikla). Tämä väärinkäyttö koskee kaikkia niitä henkilöitä, joilla on sisäpiiritietoa tai joilla on mahdollisuus päästä käsiksi siihen. Kielto koskee myös niitä, jotka eivät ole pörssiyhtiön sisäpiiriläisiä. (Häyrynen & Parkkonen 2006: 25–26.) Tämän takia sisäpiiriläisten täytyy määrittää kaupankäyntinsä siten, että se ei heikennä arvopaperimarkkinoiden luottamusta (Nasdaq Helsinki Oy 2016).

2.1 Sisäpiiritieto ja sen ominaisuus

Sisäpiiritiedolla tarkoitetaan täsmällistä ja julkistamatonta tietoa, joka liittyy yhteen taikka useampaan pörssiyhtiöön tai rahoitusvälineeseen. Tällä sisäpiiritiedolla olisi olennainen vaikutus rahoitusvälineiden arvoon, jos tieto tulisi julkisuuteen. (Nasdaq Helsinki Oy 2016.) Sisäpiiritiedolla on kolme ominaista piirrettä: olennaisuus, julkaisemattomuus ja tiedon täsmällisyys (Häyrynen & Parkkonen 2006: 14–21). Kaikkien edellä mainittujen kolmen osatekijän on täytyttävä, jotta tiedon voi katsoa olevan sisäpiiritietoa (Parkkonen & Knuts 2014: 321–322).

Olenlaisella tiedolla tarkoitetaan tietoa, joka olennaisesti vaikuttaa rahoitusvälineen arvoon. Olenaisuus-kriteerin määrittelemiseksi on huomioitava myös se, että hintavaikutuksen todellinen mahdollisuus on riittävä. Tällöin todellisella vaikutuksella ei ole tältä kannalta ratkaisevaa merkitystä. Olenaisuudelle ei ole säädetty mitään rajaa, vaan se riippuu yhtiöstä ja sen markkinatilanteesta. Tämän lisäksi tiedon olennaisuuteen luetaan sellainen tieto, jota järkevä sijoittaja olisi käyttänyt sijoituspäätöksen perustana. (Häyrynen & Parkkonen 2006: 17–18.)

Sisäpiiritiedon julkaisemattomuudella tarkoitetaan tietoa, jota ei ole julkistettu tai tietoa ei ole markkinoilla saatavilla. Yleensä tämä tieto on tarkkaan rajatun henkilöpiirin tiedossa eli sitä ei ole yleisesti saatavilla. Julkistettu tieto tai markkinoilla yleisesti tunnettu tieto ei ole sisäpiiritietoa. (Häyrynen & Parkkonen 2006: 14–16.)

Tiedon täsmällisyydellä tarkoitetaan sellaisia tapahtumia ja olosuhteita, jotka ovat tapahtuneet tai odotetaan tapahtuvan. Täsmällisyystieto ei kuitenkaan edellytä sitä, että se viittaisi sellaisiin tapahtumiin ja olosuhteisiin, jotka tulevat suurella todennäköisyydellä tapahtumaan tulevaisuudessa. Edellytykseksi riittää, jos olosuhteiden ja tapahtuman ilmenemiseen on todellinen ja asiallinen mahdollisuus. (Häyrynen & Parkkonen 2006: 18–21, Parkkonen & Knuts 2014: 323–324.) Tämän tiedon tulee olla myös niin tarkkaa, jotta sen perusteella voidaan tehdä päätelmä rahoitusvälineen vaikutuksesta tai arvosta. Tämän lisäksi täsmällisyydellä tarkoitetaan myös mahdollisia vaikutuksia rahoitusarvopaperin hintoihin, jos sisäpiiritieto tulisi julki. (Häyrynen & Parkkonen 2006: 18–21, Nasdaq Helsinki Oy 2016.)

Sisäpiiritietoa voi olla esimerkiksi:

- tieto yhtiön taloudellisen aseman muutoksesta
- yhtiön sulautuminen, jakaantuminen tai joku muu olennainen yritysjärjestely
- yhtiön määräysvaltaa koskevat muutokset ja sopimukset
- tieto johdon ja hallinnon muutoksista
- tieto esimerkiksi yhtiön osakeannista tai osto- ja lunastustarjouksista
- tieto mahdollisista oikeusriidoista.

(Nasdaq Helsinki Oy 2016, Parkkonen & Knuts 2014: 322–325, Finanssivalvonta 2015.)

2.2 Sisäpiiritiedon käyttö

2.2.1 Sisäpiiritiedon sallittu käyttö

Sisäpiiritiedon hyväksyttävä ilmaiseminen on sallittua vain silloin, jos se tapahtuu henkilön työn, ammatin tai tehtävien suorittamisen yhteydessä. Sallittuja tilanteita ovat muun muassa tiedon ilmaiseminen toimeksiannon yhteydessä asianajajalle tai tilintarkastajalle. (Nasdaq Helsinki Oy 2016.) Virtasen (2010: 205–206) mukaan tilanteet, joissa pörssiyhtiön edustaja tai yhtiön lukuun kuuluva henkilö ilmaisee julkistamattoman ja olennaisen tiedon, on kyseinen tieto julkistettava pörssitiedotteena markkinoille. Joissakin tilanteissa säännöstä voidaan poiketa, mutta siihen pitää olla hyväksyttävä syy. Poikkeustilanteissa pörssiyhtiön tai sen edustajan ei tarvitse julkistaa pörssitiedotetta markkinoille. Hyväksyttäviä syitä ovat neuvottelutilanteet, joissa tieto ilmaistaan neuvottelun vastapuolelle tai muulle asiamiehelle. Tämän lisäksi tieto voidaan ilmaista luotonantajille tai luottoluokituksenantajille esimerkiksi luottoluokituksen saamiseksi sekä sellaisissa tapauksissa, joissa pörssiyhtiö antaa toimeksiannon neuvonantajalle tai muulle asiamiehelle. Tietyissä tilanteissa sisäpiiritieto voidaan ilmaista merkittäville osakkeenomistajille, esimerkiksi silloin, jos pörssiyhtiö harkitsee toimenpidettä, joka vaatisi osakkeenomistajien hyväksyntää myöhemmässä vaiheessa. (Virtanen 2010: 205–206.)

Sellaisissa tilanteissa, joissa sisäpiiritietoja ilmoitetaan henkilöille, joilla ei ole lakiin perustuvaa salassapitovelvollisuutta, on näistä aina laadittava salassapitosopimukset. Tällaisia henkilöitä ovat esimerkiksi pörssiyhtiön osakkeenomistajat. Sisäpiiritiedon ilmaisukieltoon täytyy kiinnittää etenkin huomiota silloin, kun sisäpiiritietoa annetaan muille kuin arvopaperimarkkinoilla toimiville henkilöille. (Virtanen 2010: 206.)

2.2.2 Sisäpiiritiedon väärinkäyttö

Sisäpiiritiedon väärinkäyttäminen horjuttaa markkinoiden luottamusta. Sisäpiiriläisen ja markkinoiden välillä vallitsee informaatioasymmetriaa, koska sisäpiiriläisellä on huomattava etumatka suhteessa muihin markkinoihin sisäpiiritiedon ansiosta. (Parkkonen & Knuts 2014: 322.) Informaatioasymmetrialla tarkoitetaan tilannetta, jossa toisella osapuolella, tässä tapauksessa sisäpiiriläisellä, on hallussaan informaatiota,

josta toisella osapuolella ei ole tietoa (Akerlof 1970 via Johnsen 2011). Tämän etumatkan hyödyntäminen sijoituspäätöksissä on kiellettyä, koska se heikentää muiden sijoittajien tuntemaa luottamusta markkinoiden toimintaa kohtaan ja siten halua sijoittaa markkinoille (Parkkonen & Knuts 2014: 322).

Sisäpiiritietoa ei saa käyttää eikä ilmaista, jollei tämä tiedon ilmaiseminen tapahdu henkilön ammatin tai työn yhteydessä. Tämä kieltö koskee kaikkia luonnollisia ja oikeushenkilöitä, joilla on sisäpiiritietoa tai heillä on mahdollisuus päästä käsiksi siihen. Väärinkäytöksi katsotaan myös tilanteet, joissa sisäpiiriläinen houkuttelee tai suosittelee toista osapuolta joko hankkimaan tai luovuttamaan rahoitusvälineitä, joihin liittyy sisäpiiritietoa. Sisäpiiritiedon ilmaiseminen on kiellettyä myös suosittelun tai houkuttelun osalta, jos niillä pyritään joko peruuttamaan tai muuttamaan toimeksianto. (Nasdaq Helsinki Oy 2016.)

Häyrysen ja Parkkosen (2006: 34) mukaan sisäpiiritiedon väärinkäytöllä tarkoitetaan tilannetta, jossa yritetään hankkia itselleen tai toiselle hyötyä. Kyseessä on siis hyötymistarkoitus eli tässä tilanteessa sisäpiiriläinen ryhtyy joko luovuttamaan tai hankkimaan rahoitusvälineitä, koska niiden arvon oletetaan joko nousevan tai laskevan arvopaperimarkkinoilla. Hyötymistarkoitus ei rajoitu pelkästään oman hyödyn tavoitteluun, vaan se ulottuu myös toisille syntyvän hyödyn tavoitteluun. Rangaistavaksi tekotavaksi katsotaan se, että hyötyä pyritään hankkimaan hyväksikäyttämällä sisäpiiritietoa. (Häyrynen & Parkkonen 2006: 34.) Tällä sääntelyllä pyritään turvaamaan sijoittajille mahdollisuus tehdä arvopaperikauppoja julkisen ja tasa-arvoisen tiedon perusteella. Tällä väärinkäytön kiellolla suojataan siten markkinoiden toimivuutta. (Virtanen 2010: 205.)

2.3 Sisäpiiriläisen määrittelyä

Sisäpiiriläisestä ei ole olemassa tarkkaa määritelmää (Finanssivalvonta 2015). Edellisten tietojen perusteella voidaan sanoa, että sisäpiiriläinen on henkilö, jolla on hallussaan sisäpiiritietoa tai jolla on mahdollisuus päästä käsiksi sisäpiiritietoon (Nasdaq Helsinki Oy). Finanssivalvonnan (2015) mukaan sisäpiiriläiset voidaan jakaa joko ensisijaisiin tai toissijaisiin sisäpiiriläisiin. Ensisijainen sisäpiiriläinen on henkilö, joka on saanut sisäpiiritietoa toimiessaan tietyissä työtehtävissä tai asemansa

perusteella. Sitä henkilöä, joka tietää tai on saanut sisäpiiritietoa, kutsutaan toissijaiseksi sisäpiiriläiseksi.

Helsingin pörssin sisäpiiriohjeiden (2016) mukaan sisäpiiriläiset voidaan jakaa kahteen ryhmään: pysyviin sisäpiiriläisiin ja hankekohtaisiin sisäpiiriläisiin. Pysyväksi sisäpiiriläiseksi luetaan kaikki ne henkilöt, joilla on jatkuva pääsy kaikkeen pörssiyhtiötä koskevaan sisäpiiritietoon.

Näitä ovat esimerkiksi:

- yhtiön toimitusjohtaja
- yhtiön talousjohtaja
- yhtiön hallituksen jäsenet
- kaikki työntekijät, jotka saavat asemansa tai tehtävänsä kautta säännöllisesti sisäpiiritietoa.

Hankekohtaisiksi sisäpiiriläisiksi luetaan:

- henkilöt, jotka saavat asemansa tai tehtäviensä kautta sisäpiiritietoa
- ulkopuoliset neuvonantajat
- yhtiön tilintarkastajat ja kirjanpitäjät.

(Nasdaq Helsinki Oy 2016.)

2.4 Sisäpiiriluettelot

Sisäpiiriläiset merkittiin sisäpiirirekistereihin ennen 3.7.2016 tapahtunutta uudistusta ja sisäpiirirekisterin tiedot olivat julkisesti saatavilla. Uudistuksen myötä pörssiyhtiöiden ei tarvitse enää pitää julkista sisäpiirirekisteriä. Arvopaperimarkkinalain siirtymäsäännöksen mukaan yhtiön täytyy kuitenkin pitää sisäpiirirekisterin tietoja saatavilla 2.7.2017 asti yhtiön internetsivuilla. Pörssiyhtiöiden tulee kuitenkin edelleen pitää sisäpiiriläisistään sisäpiiriluetteloja. Näihin luetteluihin tulee merkitä kaikki ne henkilöt, jotka työskentelevät

pörssiyhtiöille työsopimuksen perusteella ja joilla on mahdollinen pääsy sisäpiiritietoon. (Nasdaq Helsinki Oy 2016.)

Pörssiyhtiö voi pitää sisäpiiriläisistään hankekohtaista sisäpiiriluetteloa. Tämän ohella yhtiöt voivat myös pitää pysyvää sisäpiiriluetteloa, johon merkittjä sisäpiiriläisiä ei tarvitse enää merkitä hankekohtaisiin sisäpiiriluetteloihin. Pörssiyhtiö on aina velvoitettu laatimaan luettelot ja pitämään ne ajan tasalla, vaikka tehtävä olisi ulkoistettu. Pörssiyhtiö on myös velvollinen neuvomaan sisäpiiriluetteloon merkittjä henkilöitä asiaan liittyvistä säännöistä ja ohjeista. Sisäpiiriluettelot eivät ole julkisia eikä niitä tarvitse laittaa yleisön nähtäville. Näitä luetteloita pörssiyhtiön täytyy säilyttää vähintään viiden vuoden ajan. Finanssivalvonnalla on kuitenkin oikeus pyynnöstä saada sisäpiiriluettelo tai tietoja siitä. (Nasdaq Helsinki Oy 2016.)

2.4.1 Sisäpiiriluettelon laatimisen perustana oleva hanke

Helsingin pörssin sisäpiiriohjeiden (2016: 13–14) mukaan ”hankkeella tarkoitetaan listayhtiön toimesta luottamuksellisesti valmisteltavaa, yksilöitävissä olevaa toimenpidekokonaisuutta tai järjestelyä, joka on yhtiön käsityksen mukaan sisäpiiritietoa, ja jonka julkistamisen lykkäämistä listayhtiö on päättänyt”. Hankkeena voidaan myös pitää pörssiyhtiön omaan tuotekehitykseen liittyvää olennaista toimenpidekokonaisuutta.

Hankkeeksi ei kuitenkaan lueta muun muassa tilinpäätöksen laatimista ja säännöllisesti taloudellisten raporttien julkistamista. Pörssiyhtiön täytyy ilmoittaa hankekohtaiseen sisäpiiriluetteloon merkitylle henkilölle hankkeen tai hankeluettelon lopettamisesta. (Nasdaq Helsinki Oy 2016.)

2.4.2 Johdon ja sen lähipiirin ilmoitus- ja julkistamisvelvollisuus

Pörssiyhtiön täytyy erikseen pitää luetteloa johtotehtävissä toimivista henkilöistä ja näiden lähipiiriin kuuluvista henkilöistä (Nasdaq Helsinki Oy 2016). Tässä tapauksessa johtohenkilöllä tarkoitetaan henkilöä, joka on pörssiyhtiössä:

- hallinto-, johto- tai valvontaelimen jäsen

- ylemmän tason johtaja, joka ei ole jäsen yllämainituissa elimissä, jolla on säännöllinen pääsy pörssiyhtiötä suoraan tai välillisesti koskevaan sisäpiiritietoon ja jolla on valtuudet tehdä johdolle kuuluvia päätöksiä, jotka vaikuttavat pörssiyhtiön tulevan kehitykseen ja liiketoimintanäkymiin.

(MAR 3:1 artikla, kohta 25.)

Johtotehtävissä toimivan henkilön lähipiiriin katsotaan kuuluvan muun muassa seuraavat:

- puoliso tai kansallisen lainsäädännön mukaisesti puolisoa vastaava kumppani
- kansallisen lainsäädännön mukaisesti huollettavana olevaa lapsi
- sukulainen, joka on asunut samassa taloudessa vähintään vuoden ajan kyseisen liiketoimen toteuttamisajankohtana
- oikeushenkilö, trusti tai henkilöyhtiö, jonka johtotehtäviä hoitaa johtotehtävissä toimiva henkilö tai edellä mainittu henkilö tai joka on tällaisen henkilön välittömässä tai välillisessä määräysvallassa tai joka on perustettu tällaisen henkilön hyväksi tai jonka taloudelliset edut ovat suuressa määrin samat kuin tällaisen henkilön taloudelliset edut.

(MAR 3:1 artikla kohta 26.)

Edellä mainittujen henkilöiden on ilmoitettava viipymättä ja viimeistään kolmen työpäivän kuluessa toteutuneesta liiketoimesta Finanssivalvonnalle ja pörssiyhtiölle. Ilmoitusvelvollisen liiketoimien euromääräinen alaraja on 5 000 euroa kalenterivuoden aikana. (Nasdaq Helsinki Oy 2016.)

2.5 Kaupankäyntiä koskevat rajoitukset

Sisäpiiriläisillä on rajoitettu mahdollisuus harjoittaa kaupankäyntiä oman yhtiön osakkeilla. Tämän kaupankäynnin täytyy tapahtua sellaisena ajankohtana, jolloin markkinoilla on täydellinen tieto yhtiön mahdollisiin rahoitusvälineiden arvoon vaikuttavista tekijöistä. (Virtanen 2010: 209.) Tämän lisäksi kaupankäynnin tulisi

tapahtua myös siten, ettei se heikennä markkinoiden luottamusta (Nasdaq Helsinki Oy 2016). Finanssivalvonta on julkaissut sisäpiiriläisille kaupankäyntiohjeistuksen. Tällä ohjeistuksella Finanssivalvonta pyrkii ohjaamaan sisäpiiriläisiä hyviin menettelytapoihin. (Virtanen 2010: 209.)

Listayhtiön tulee määritellä ajanjakso, jolloin sisäpiiriläiset eivät saa käydä kauppaa listayhtiön osakkeilla ja muilla arvopapereilla ennen yhtiön osavuositarkastuksen ja tilinpäätöstiedotteen julkistamista. Listayhtiöllä tarkoitetaan osakeyhtiönlain mukaista julkista tai yksityistä osakeyhtiötä, joista käytetään myös nimitystä listayhtiö. Tällaista ajanjaksoa kutsutaan suljetuksi ajanjaksoksi (suljettu ikkuna). Johtotoimen tehtävissä toimiva henkilö ei saa harjoittaa liiketoimia omaan tai jonkun toisen osapuolen lukuun suljetun ajanjakson aikana. Kiellettyjä liiketoimia ovat sellaiset, jotka liittyvät muun muassa pörssiyhtiön osakkeisiin, vieraan pääoman ehtoihin välineisiin tai muihin rahoitusjohdannaisiin. Tämän suljetun ajanjakson pituus on 30 päivää. (Nasdaq Helsinki Oy 2016.) Suljetun ikkunan ajanjakso päättyy, kun osavuositarkastus tai tilinpäätöstiedote julkistetaan, ellei yhtiö ole määritellyt pidempää ajanjakson pituutta. Kaupankäynnikiellon päättymisen jälkeen sisäpiiriläisen tulee kuitenkin varmistaa, ettei hänellä ole hankekohtaista sisäpiiritietoa käydessään kauppaa yhtiön osakkeilla (Virtanen 2010: 209.) Sellaisissa tilanteissa, joissa sisäpiiriläinen on antanut arvopapereiden ja muiden rahoitusvälineiden hoidon toiselle henkilölle, kuten salkunhoitajalle, vastuu kaupankäyntirajoitusten noudattamisesta on yhä edelleen sisäpiiriläisellä (Nasdaq Helsinki Oy 2016).

Helsingin pörssin sisäpiiriohjeiden (2016) mukaan liiketoimia voidaan poikkeuksellisesti kuitenkin tehdä suljetun ajanjakson aikana. Tällöin pörssiyhtiö antaa luvan kaupankäyntiin sellaisille henkilöille, jotka kuuluvat kaupankäyntirajoituksen piiriin. Kyseessä on poikkeustilanne esimerkiksi silloin, kun vakavat rahoitusvaikeudet edellyttävät osakkeiden myymistä välittömästi.

2.6 Kaupankäyntiä koskevat ohjelmat

Sisäpiiritiedon väärinkäytön epäilyjen välttämiseksi sisäpiiriläiset voivat hyödyntää erilaisia kaupankäyntiohjelmaa käydessään kauppaa yhtiön arvopapereilla ja rahoitusvälineillä (Virtanen 2010: 209, Nasdaq Helsinki Oy 2016). Sisäpiiriläinen voi

harjoittaa kaupankäyntiä rahoitusvälineillä ja arvopapereilla, jos niiden hankinta tai myynti perustuu esimerkiksi välittäjän toimeksiantoon, joka on tehty ennen kuin henkilö sai arvopaperiin tai rahoitusvälineeseen liittyvää sisäpiiritietoa. Näiden ohjelmien tarkoituksena on ajallisesti erottaa osakekaupasta päättäminen ja kaupan toteuttaminen. (Nasdaq Helsinki Oy 2016.) Kaupankäyntiohjelmassa sisäpiiriläinen sitoutuu hankkimaan tietyn määrän yhtiön osakkeita tietynä ajanjaksona. Toinen vaihtoehto on, että yhtiö edellyttää, että sisäpiiriläinen hankkii etukäteen arvion jokaiselle arvopaperikaupalleen yhtiön sisäpiirivastaavalta. Näin sisäpiiriläinen voi varmistua siitä, ettei yhtiössä ole kaupankäynnin ajankohtana vireillä sisäpiiritiedoksi arvioitavaa hanketta. Yhtiön sisäpiirivastaavan varmistus ei kuitenkaan vapauta sisäpiiriläistä vastuusta, mikäli hänellä on sisäpiiritietoa. Vastuu on aina sisäpiiriläisellä. (Virtanen 2010: 209, Nasdaq Helsinki Oy 2016.)

2.7 Sisäpiirilainsäädäntö Suomessa

Arvopaperimarkkinoiden väärinkäytösääntelyssä keskeisessä osassa on sisäpiirisääntely. Tavoitteena on parantaa markkinoiden toimivuutta ja sijoittajien luottamusta arvopaperimarkkinoiden toimintaa kohtaan. Tässä sääntelyssä keskeisessä osassa ovat sisäpiiritiedon väärinkäyttökielto ja sisäpiiriluetteloita koskevat säännöt. Väärinkäyttökiellolla pyritään estämään sijoittajien väärin toimintatapojen käyttö arvopaperimarkkinoilla. Sisäpiiritiedon väärinkäytösääntelyyn kuuluu kolme toimintakieltoa. Näitä ovat käyttökielto, neuvontakielto ja ilmaisukielto. Toimintakielloilla pyritään turvaamaan se, ettei sisäpiiritietoa väärinkäytetä. Käyttökielto on sisäpiirisääntelyn keskeinen kielto, joka kieltää sisäpiiriläistä hankkimasta tai luovuttamasta rahoitusvälineitä, joihin liittyy sisäpiiritietoa. Neuvontakiellolla puolestaan pyritään estämään sisäpiiriläistä neuvomasta toista osapuolta rahoitusvälineitä koskevassa kaupassa, jossa neuvojalla on sisäpiiritietoa. (Parkkonen & Knuts 2014: 318–321.) Kuten aikaisemmin mainittiin, sisäpiiritietoa ei saa ilmaista toisille osapuolille, jollei tämä ilmaiseminen tapahdu henkilön työn tai ammatin tavanomaisen suorittamisen yhteydessä (Nasdaq Helsinki Oy 2016). Tätä kutsutaan ilmaisukielloksi. Ilmaisui- ja neuvontakielto täydentävät sisäpiiritiedon käyttökieltoa. (Parkkonen & Knuts 2014: 318–321.)

Euroopan unionin direktiivi 2014/57/EU eli niin sanottu markkinoiden väärinkäyttödirektiivi annettiin 16.4.2014. Tämä direktiivi määrää markkinoiden väärinkäytöstä aiheutuvista rikosoikeudellisista rangaistuksista. Direktiivi sisältää säännökset sellaisista sisäpiirikaupoista, sisäpiiritiedon julkaisemisesta ja markkinoiden manipuloinnista, jotka tulee määritellä rikoksiksi. Tämän direktiivin kansallisten täytäntöönpanotoimien takaraja oli 3.7.2016. (EUR-Lex.) Sisäpiirisääntelystä arvopaperimarkkinoilla säädetään Arvopaperimarkkinalain V osassa. Arvopaperimarkkinalain kokonaisuudistuksen myötä myös sisäpiirisääntelyä uudistettiin. Uudistukset koskivat sääntelyn selkeyttämistä ja sopeuttamista vastaamaan uutta voimaan tullutta Euroopan unionin direktiiviä 2014/57/EU. Suomessa sisäpiirisäännösten soveltamisalaa laajennettiin myös koskemaan rahoitusvälineitä. (Parkkonen & Knuts 2014: 318–320.)

Rikoslain 51 luvun 1–2 § määrittelevät sisäpiiritiedon väärinkäytön ja sisäpiiritiedon törkeän väärinkäytön perustelut. Väärinkäytöllä tarkoitetaan taloudellisen hyödyn hankkimista itselleen tai toiselle rahoitusvälineeseen liittyvää sisäpiiritietoa hyödyntämällä. Väärinkäytöstä voidaan tuomita sakkoihin tai enintään kaksi vuotta vankeutta. Rikoksen yritys on myös rangaistava teko. Törkeäksi väärinkäytöksi katsotaan sellainen teko, jolla tavoitellaan suurta hyötyä hyödyntäen vastuullista asemaa ja jolloin väärinkäyttö on etukäteen suunniteltu. Törkeästä sisäpiiritiedon hyväksikäytöstä voidaan tuomita vankeuteen vähintään neljäksi kuukaudeksi ja enintään neljäksi vuodeksi. Myös rikoksen yritys on rangaistava teko. (RL 51: 1–2§.) Helsingin pörssin sisäpiiriohjeiden mukaan (2016) sisäpiiritiedon oikeudeton ilmaiseminen johtaa rangaistusvastuuseen. Säännösten rikkomisesta voidaan tuomita Finanssivalvonnan hallinnollisia sanktioita tai Finanssivalvonta voi tehdä tutkintapyynnön poliisille.

3 CORPORATE GOVERNANCE JA HALLINNOINTIKOODI

Tässä luvussa tarkastellaan hallinnointikoodin periaatteita ja niiden vaikutusta yhtiön sisäpiiriläisten kaupankäynnin valvontaan sekä corporate governanceen. Asiaa tarkastellaan Suomen hallinnointikoodin näkökulmasta. Hallinnointikoodi on kokoelma hyvää hallinnointia koskevia suosituksia (Arvopaperimarkkinayhdistys 2015). Sisäpiirihallinto kuuluu yhteen hallinnointikoodin suositukseen (Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2017). Ennen vuoden 2015 uudistusta sisäpiirihallinto esiintyi omana suosituksena (Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2010). Tämän koodin suosituksen tarkoituksena on sisäpiirisääntelyn osalta edistää luottamusta arvopaperimarkkinoita kohtaan. Sisäpiirihallinto on pyritty järjestämään johdonmukaisella ja luotettavalla tavalla, jotta pörssiyritysten sisäpiiriasiat hoituisivat mahdollisimman tehokkaasti. Nämä velvoitteet ovat sitovia ja keskeiset menettelytavat täytyy kertoa vuosittaisessa corporate governance selvityksessä (CG-selvitys). (Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2015.)

3.1 Corporate governance ja CG-selvitys

Corporate governance käsitettä ei voida tarkasti määritellä, joten siitä ei ole olemassa myöskään vakiintunutta suomenkielistä käännettä. Tällä laajasisältöisellä käsitteellä tarkoitetaan sellaista yhtiön hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää, joka määrittelee yritysjohdon roolit, velvollisuudet ja suhteet osakkeenomistajiin. Yritysjohdon luetaan hallituksen jäsenet ja palkatut johtajat. Yksinkertaisesti sanottuna kyseessä on johtamis- ja hallinnointijärjestelmä, jonka avulla yritysjohdon valvotaan ja johdetaan. Corporate governancella tarkoitetaan lyhyesti siis yhtiön hyvää hallinnointitapaa. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2017.)

Pörssiyrityksen on tehtävä vuosittain lakisääteinen selvitys hallinto- ja ohjausjärjestelmästä, eikä siitä voi poiketa. Yhtiön tulee esittää selvitys toimintakertomuksessa tai erillisenä kertomuksena. (Leppiniemi & Lounasmeri 2000, Arvopaperimarkkinayhdistys 2015.) Hallinto- ja ohjausjärjestelmän selvitys tulee julkaista yhtiön internetsivuilla erikseen määritetyssä corporate governance -osiossa. Selvitystä tulee säilyttää vähintään kymmenen vuotta. Tämän lisäksi yhtiön tulee toimittaa selvitys Nasdaq Helsinki Oy:n ylläpitämään tiedotevarastoon.

(Arvopaperimarkkinayhdistys 2015.) Selvityksessä tulee käydä ilmi muun muassa seuraavat asiat:

- johdanto, kuten selvitys hallinnointikoodista, suosituksista ja mahdollisista poikkeamista
- hallinnointia koskevat tiedot
- sisäisen valvonnan menettelytavat ja kuvaus riskienhallinnan järjestelmistä pääpiirteittäin
- muut CG-selvityksessä annettavat tiedot.

(Leppiniemi & Lounasmeri 2000, Arvopaperimarkkinayhdistys 2015.)

3.2 Hallinnointikoodin tavoitteet ja periaate

Suomen pörssiyhtiöiden hallinnointikoodin tarkoituksena on täydentää lakisääteisiä menettelytapoja (Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2017). Koodin tarkoituksena on, että suomalaiset pörssiyhtiöt noudattavat kansainvälistä, korkeaa ja hyvää hallinnointitapaa. Koodin tavoitteena on yhtenäistää pörssiyhtiöiden menettelytapoja ja lisätä avoimuutta hallinnosta, johdon palkitsemisjärjestelmistä sekä johdon palkkioista. Tämä koodi antaa kokonaiskuvan suomalaisten pörssiyhtiöiden hallinnointijärjestelmän keskeisimmistä periaatteista. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2015, Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2017.)

Yhtiön tulee noudattaa kaikkia hallinnointikoodin suosituksia. Useat suositukset perustuvat lainsäädäntöön tai muuhun sääntelyyn. Poikkeustapauksissa yhtiö voi poiketa yksittäisestä suosituksesta, ja tällöin sen täytyy ilmoittaa poikkeamiseen perusteltu syy. Tätä periaatetta kutsutaan noudata tai selitä -periaatteeksi (comply or explain). Tämän periaatteen tavoitteena on antaa joustovaraa koodin soveltamisessa. Perustelujen pitää olla selkeitä ja yksityiskohtaisia, jotta osakkeenomistajat voivat tehdä kokonaisarvion poikkeamisen merkityksestä. Poikkeamiset on myös merkittävä vuosittaiseen CG-selvitykseen. Helsingin pörssin säännöstoissa on hyvään hallinnointitapaan liittyviä velvoitteita esimerkiksi julkistamisen kohdalla. (Arvopaperimarkkinayhdistys ry 2015.)

3.5 Corporate governance ja sisäpiirikauppa

Zhunin (2010) tutkimuksessa tarkastellaan corporate governancen ja sisäpiirilainsäädännön tehokkuutta Kiinan arvopaperimarkkinoilla. Corporate governancella on iso merkitys yhtiön toiminnassa, koska se määrittelee yritysjohdon toimijoiden väliset suhteet osakkeenomistajiin. Tutkimuksen tuloksista havaitaan, että Kiinan arvopaperimarkkinat ovat epäonnistuneet laittoman sisäpiirikauppojen rangaistuksien ja kieltojen täytäntöön ottamisessa. Heikolla corporate governancella on huomattavaa vaikutusta arvopaperimarkkinoiden sisäpiirisäätelyn tehokkuuteen. Parantamalla yhtiön corporate governancea voidaan tehostaa sisäpiirisäätelyn valvontaa. Skaifen, Veenmannin ja Wangerin (2013) mukaan sisäpiirikauppa on kannattavaa niissä yrityksissä, joissa sisäinen valvonta on tehotonta. Tällaisessa yhtiössä sisäpiiriasema voi luoda mahdollisuuden taloudellisten tietojen manipulointiin.

Corporate governance rajoittaa laitonta sisäpiirikaupankäyntiä, joka näkyy muun muassa yhtiön sisäpiirikaupankäyntiä koskevassa politiikassa. Sisäpiirikaupankäyntiä koskevaan politiikkaan liittyvät tehokkaat sisäpiirikaupankäynnin rajoitukset. Yhtenä rajoituskeinona on sisäpiirivastaavan (general counsel) asema yhtiössä. Sisäpiirivastaava on yksi aktiivisimmista osatekijöistä hyvän hallinnointitavan rakenteessa, ja yhtiön sisäpiirivastaavan rooli vähentää tietoista sisäpiirikauppaa. Sisäpiirivastaavan hyväksyntä on tarpeellinen kaupankäynnin yhteydessä. Sisäpiirivastaava voi tehokkaasti määritellä niin sanotusti raja-alueen. Tässä raja-alueessa sisäpiirivastaava näkee, ketkä yhtiön sisäpiiriläiset hyödyntävät sisäpiiritietoa ja yrittävät hyötyä muiden osakkeenomistajien kustannuksella. Sisäpiiriläisten kaupankäynnin tuotot ja niiden ennustettavuus ovat olennaisesti matalampia sisäpiirivastaavan hyväksynnän jälkeen. (Jagolinzer, Larcker & Taylor 2011.) Ilmeisesti sisäpiirivastaavan asemalla on pelotevaikutus sisäpiiriläisten toimintaan kiinnijäämisen riskin kasvamisen takia. Sisäpiirivastaavan rooli sääntelevänä tekijänä on siis vahva.

Dai, Fu, Kang ja Lee (2016) osoittavat tutkimuksessaan corporate governancen vaikuttavan sisäpiirikaupan sääntelyyn sekä sisäpiiriläisten kykyyn hankkia voittoja sisäpiiritiedon avulla. Sisäpiiriläiset pystyvät hankkimaan kannattavia tuotteita

sisäpiiritiedon ansiosta, ja tämän takia poliittiset päätöksentekijät ovat rajoittaneet sisäpiiriläisten kaupankäyntiä. Sisäpiirilainsäädäntö on tärkeä tekijä yhtiön toiminnassa, koska sillä pyritään sääntelemään yhtiön ja sen osakkeenomistajien välistä suhdetta. Tutkimuksesta havaitaan, että hyvää hallinnointitapaa noudattavat yhtiöt rajoittavat tiedonvelvollisia sisäpiiriläisiä käyttämästä sisäpiiritietoaan väärin ja pyrkivät näin myös vähentämään oikeudellisia seuraamuksia. Hyvää hallinnointitapaa noudattavat yhtiöt pystyvät ennakkotoimenpiteillä vähentämään sisäpiirikauppaa.

Corporate governance vaikuttaa eri tavalla sisäpiiriläisten myynteihin ja ostoihin. Tämä johtuu siitä, että sisäpiirimyyntit ovat laillisesti riskisempiä kuin sisäpiiriosot. (Cheng & Lo 2006, Rogers 2008 via Dai ym. 2016.) Tällaisen riskin vaara on erityisen suuri ennen negatiivista tulosjulkistamista ilman, että siitä on annettu mitään ennakkovaroitusta (Billings & Cedergren 2015 via Dai ym. 2016). Sisäpiirimyyntien hyväksyminen ei kuitenkaan kompensoi johtajien menestystä, koska sisäpiirimyyntit pikemminkin heijastavat johdon epäonnistumista kuin yrityksellistä menestystä. Oikeudellisten riskitekijöiden nähdään olevan yksi syy siihen, miksi yritysten corporate governance rajoittaa sisäpiiriläisten kaupankäyntiä. (Dai ym. 2016.) Yhtiöt ovat vastuussa sisäpiiriläisten laittomasta kaupankäynnistä, ja yhtiöt kohtaavat myös maineelliset ja poliittiset seuraamukset laittomista sisäpiirikaupoista (Kallunki ym. 2009). Luottamuksen heikentyminen aiheuttaa usein haittaa myös pörssiyhtiölle, jonka sisäpiiriläinen on epäillyn kohteena (Nasdaq Helsinki Oy 2016).

4 SISÄPIIRIKAUPANKÄYNNIN MOTIIVIT JA VAIKUTUKSET

Tässä luvussa käsitellään ensin sisäpiiriläisten henkilökohtaisia motiiveja sisäpiirikaupankäyntiin. Aihealuetta tarkastellaan myös siitä näkökulmasta, miten ennakkotiedolla on vaikutusta sisäpiirikaupankäyntiin ja onko sisäpiirikaupankäynnillä yhteyttä yhtiön tulevaisuuden suorituskykyyn. Samalla pohditaan lainsäädännön vaikutusta sisäpiirikaupankäyntiin.

4.1 Henkilökohtaiset motiivit

Sisäpiirikaupankäynnin motiivina pidetään yleensä sisäpiiritiedon hyödyntämisestä saatavia kannattavia tuottoja (Ke, Huddart & Petroni 2003, Huddart & Ke 2007, Huddart ym. 2007). Kallungin ym. (2009) tutkimuksessa tarkastellaan Ruotsin sisäpiiriläisten erilaisia motiiveja ja henkilökohtaisia syitä sisäpiirikauppaan. Tulokset osoittavat, että sisäpiiriläisten kaupankäynnin harjoittamiseen liittyvät myös muutkin syyt kuin pelkästään kannattavien tuottojen saavuttaminen. Muita syitä tähän ovat sijoitusportfolion tasapainottaminen, verotukselliset syyt, käyttäytymisperusteiset vääristymät, kuten yli-itsevarmuus ja luovutusvaikutus. Palkitsemisjärjestelmät vaikuttavat myös yhtenä taustatekijänä sisäpiiriläisten tekemiin päätöksiin (Chang & Watson 2015). Kallunki ym. (2009) tutkimuksessa havaitaan myös, että miehet ovat itsevarmempia sijoituspäätöksissään kuin naiset, mikä näkyy heidän sisäpiirikaupankäyntinsä käyttäytymisessä. Tutkimuksessa todetaan myös, että ne sisäpiiriläiset, joilla on jo suuri omistusosuus, myyvät enemmän osakkeita ennen huonoa tulosjulkistamista. Sisäpiiriläiset, jotka ovat allokoineet pienen osan varallisuudestaan sisäpiirin osakkeisiin, myyvät vähemmän ennen huonoa tulosjulkistusta.

Kuten aikaisemmin mainittiin, myös verotukselliset syyt voivat motivoida sisäpiiriläisiä sisäpiirikaupankäyntiin (Kallunki ym. 2009). Sisäpiiriläiset, jotka ovat niin sanotusti verovastaisia, ovat taipuvaisempia hyödyntämään enemmän informaatioetuaan sisäpiirikaupoissa, toisin kuin sellaiset sisäpiiriläiset, jotka noudattavat verolakia. Tämä näkyy muun muassa sisäpiiriläisten käyttäytymisessä. Verovastaiset sisäpiiriläiset myyvät sisäpiirin osakkeet pian, ennen kuin osakkeen hinta tulee muuttumaan. (Kallunki, Mikkonen, Nilsson & Setterberg 2016.) Lisäksi

tällaiset verovastaiset ovat taipuvaisempia myös eettisiin rikkomuksiin muiden toimijoiden kustannuksella (Reckers, Sanders & Roark 1994, Ghosh & Grain 1996, Kaplan, Newberry & Reckers 1997, Henderson & Kaplan 2005 via Kallunki 2016). Myös sisäpiiriläisen asema yhtiön hallinnossa saattaa vaikuttaa siihen, onko hänellä taipuvaisuutta epäeettiseen käyttäytymiseen (Chang & Lim 2016).

4.2 Ennakkotiedon vaikutus sisäpiirikaupankäyntiin

Huddart ym. (2007) mukaan sisäpiirikaupan yhtenä merkittävänä motiivina on sisäpiiriläisten saama hintaan vaikuttava ennakkotieto tulevista julkisista ilmoituksista. Tällaisella ennakkotiedolla on todettu olevan huomattavaa vaikutusta sisäpiirikaupankäyntiin. Sisäpiiriläisillä on lähtökohtaisesti enemmän tietoa yhtiöstä kuin ulkopuolisilla ja pienillä osakkeenomistajilla (Fidrmuc, Goergen & Renneboog 2006). Ennakkotiedon ansiosta sisäpiiriläisillä on etumatkaa muihin toimijoihin nähden, ja tätä tietoa sisäpiiriläiset voivat hyödyntää kaupankäynnissään (Huddart ym. 2007). Täten sisäpiiriläiset saattavat joutua asemansa takia suuremmalle houkutukselle käyttää väärin sisäpiiritietoja.

Ennakkotiedon avulla sisäpiiriläiset osaavat aavistaa etukäteen tuottojen trendin jopa kahden vuoden päähän (Ke ym. 2003). Asiaa voidaan tarkastella sisäpiiriläisten käyttäytymisessä tapahtuneista muutoksista. Huddart ym. (2007) tarkastelevat sisäpiiriläisten kaupankäyntiä ennen ja jälkeen neljännesvuosiraportin julkistamista ja tulosjulkistamisen ajankohtana. Tutkimuksen tuloksista käy ilmi, että sisäpiiriläiset välttävät kannattavia kaupankäyntejä ennen neljännesvuosiraportin julkistusta ja myyvät vasta hyvän tulosjulkistamisen jälkeen. Täten sisäpiiriläiset kohdentavat kaupankäyntinsä vasta tulosjulkistuksen jälkeen. Hintaan olennaisesti vaikuttava ennakkotieto on merkittävästi vaikuttanut näihin kaupankäynteihin. Hyvällä tai huonolla ennakkotiedolla ei näytä kuitenkaan olevan vaikutusta sisäpiirikaupankäyntiin. Kallungin ym. (2009) mukaan sisäpiiriläiset saattavat kuitenkin harjoittaa tuloksellista sisäpiirikauppaa ennen tulosjulkistamista, jos tuotot sisäpiirikaupasta ylittävät mahdolliset poliittiset ja oikeudelliset seuraamukset. Toisin sanoen sisäpiiriläiset saattavat hyödyntää ennakkotietoa tasapainottaakseen portfoliota ennen huonoa tulosjulkistusta, jos tappiot ovat vältettävissä. (Kallunki ym. 2009.) Esimerkiksi sisäpiiriläiset voivat saavuttaa ylisuuria voittoja joko saamalla parempaa

ennakkotietoa tulevaisuuden kassavirtojen realisoitumisesta tai tunnistamalla niin sanottuja ulkopuolisten tekemiä hintavirheitä. Sisäpiiriläiset harjoittavat kaupankäyntiä silloin, kun heidän sisäpiiritietonsa tulevaisuuden suorituskyvystä ja maksuista eroavat nykyisistä markkinoiden odotuksista. (Piotroski & Roulstone 2005.)

Seyhun (1986) mukaan sisäpiiriläisillä on poikkeuksellisen suuri kyky ennustaa tulevaisuuden osakekurssien epänormaalia vaihtelua. Sisäpiiriläiset hankkivat osakkeita ennen epänormaalia osakkeiden hintojen nousua ja myyvät osakkeet ennen epänormaalia osakkeiden hintojen laskua. Sisäpiiriläinen, jolla on enemmän tietämystä yrityksen tapahtumista, pystyy taidokkaammin ennustamaan osakekurssien tulevaisuuden vaihtelut. Myös sisäpiiriläisten kesken on sisäpiiritiedon laadulla eroja. Seyhun havaitsee tutkimuksessaan, että sisäpiiriläisten tiedonarvon havainnoinnissa on eroja. Sisäpiiriläinen, joka osaa paremmin arvottaa tietoa, käy enemmän kauppaa osakemarkkinoilla.

4.3 Sisäpiirikaupankäynnin yhteys yhtiön tulevaisuuden suorituskyyyn

Sisäpiiriläisten yhtenä motiivina sisäpiirikaupankäyntiin on pyrkimys vaikuttaa yhtiön tulevaisuuden suorituskyyyn sekä tuloskehitykseen. Changin ja Watsonin (2015) tutkimuksessa havaitaan, että sisäpiiriläisten ostoilla nähdään olevan positiivinen vaikutus yhtiön tulevaisuuden tuottoihin. Tämä ilmenee pienten yhtiöiden toimeenpaneuvien ja ei-toimeenpaneuvien hallituslaisten ostojen raportoinnin myöhästymisistä. Nämä ostot heijastavat positiivisia tulevaisuuden tuottoja pienissä yhtiöissä. Isoissa yhtiöissä puolestaan sisäpiiriläisten myöhästyneet myyntien raportoinnit heijastavat negatiivisia tuottoja vuoden päähän. Myöhästyneillä kaupankäynnin julkistuksilla on sisällöllisesti tietoa yhtiön tulevaisuuden suorituskyyvystä. (Chang & Watson 2015.) Tämä ennustettavuuden kyky on vahvinta pienissä ja heikosti valvotuissa yhtiöissä, joissa sisäpiirikaupan ja paremman tiedon välinen suhde on vahvimmillaan. Sisäpiirikauppojen ja tulevan tuloskehityksen välinen yhteys vahvistuu sitä mukaa kuin sisäpiiritiedon avulla käytyjen kauppajen edut kasvavat. (Piotroski & Roulstone 2005.) Yhtiön tulevaisuuden suorituskyyky vaikuttaa puolestaan suoraan sisäpiiriläisten henkilökohtaiseen varallisuuteen (Chang & Watson 2015).

Piotroskin ja Roulstonen (2005) tutkimuksen mukaan sisäpiiriotot ovat positiivisessa yhteydessä yhtiön tulevaisuuden tuloskehitykseen, ja sisäpiiriotot ilmaisevat tietoa tulevaisuuden tuotoista. Sisäpiirikaupankäynti on myös yhdistetty positiivisesti yhtiön tulevaisuuden tuloskehityksen suorituskykyyn sekä book-to-market-tunnuslukuun. Ulkopuolisten sijoittajien tulisi pitää näitä sisäpiiriottoja uskottavina signaaleina, silloin kun ennakoidaan tuottojen muodostusta ja oman pääoman arvonmäärittystä.

Yhtiöiden tulosparannusten ja sisäpiiritiedon hyväksikäytön välillä olevan positiivisen yhteyden osoittaa myös Ke ym. (2003) tutkimuksessaan. Tässä tutkimuksessa havaitaan, että osakekursseilla on taipumus laskea merkittävästi, kun yhtiön kvartaalitason tulosparannusketju katkeaa (DeAngelo, DeAngelo & Skinner 1996, Barth, Elliot & Finn 1999 via Ke ym. 2003). Sisäpiiritiedon hallussapitäjillä on kannustin myydä osakkeet ennen tällaisen kvartaalitason tulosparannusketjun katkeamista (Ke ym. 2003). Näin pyritään välttämään mahdolliset tappiot osakeomistuksissa.

4.4 Lainsäädännöllisten tekijöiden vaikutukset sisäpiirikauppaan

Tässä luvussa tarkastellaan, millaisia vaikutuksia lainsäädännöllä on sisäpiirikauppaan. Lainsäädännön tiukentamisella voidaan merkittävästi rajoittaa sisäpiirikaupankäyntiä.

Poliittisilla ja oikeudellisilla seuraamuksilla on vaikutusta sisäpiirikaupan toimintojen määrään laskuun. Tästä huolimatta sisäpiirikauppaa esiintyy kuitenkin ennen heikkoa tulosjulkistusta. (Huddart ym. 2007 via Kallunki ym. 2009.) Yhtenä syynä nähdään olevan sisäpiiriläisten tuottojen kasvu. Sisäpiirikauppa voi olla tuottoisaa ennen tulosjulkistamista, jos tuotot ylittävät oikeudelliset ja poliittiset seuraamukset. (Kallunki ym. 2009.) Tiukentuneiden rangaistuskäytäntöjen takia sisäpiirikaupan piirteiden havaitsemisesta on tullut entistä vaikeampaa (Seyhun 1996 via Kallunki ym. 2009). Acharyan ja Johnsonin (2010) tutkimuksessa tarkastellaan markkinoilla toimivien sisäpiiriläisten määrän ja lainsäädännön välistä suhdetta. Tutkimuksen tuloksista havaitaan, että mitä enemmän sisäpiiriläisiä on markkinoilla se puolestaan vaikuttaa yleisen kaupankäynnin lisääntymiseen. Tämän kasvavan kaupankäynnin ansiosta sisäpiirikaupankäynnin mahdollisuudet tietenkin myös lisääntyvät.

Sisäpiirikaupankäynti vähenee kuitenkin silloin, kun lainsäädännön rangaistukset ja valvonnan menettelytavat tiukentuvat.

Lainsäädännöllisten tekijöiden vaikutusta sisäpiirikauppaan voidaan tarkastella myös pääomakustannuksen muutoksena arvopaperimarkkinoilla. Muun muassa Bhattacharya ja Daouk (2002) tarkastelevat sisäpiirilainsäädännön vaikutusta pääoman kustannuksiin. Tuloksista selvisi, että pääoman kustannus ei itsessään muutu, silloin kun sisäpiirikauppaa koskevia lakialoitteita tehdään, vaan silloin kun lainsäädäntö konkretisoituu. (Bhattacharya & Daouk 2002.) Yhtenä näkökulmana sisäpiirikaupan sääntelykysymyksissä on myös se, onko niillä vaikutusta osakekurssien ja hintamuutosten liikehdintään. Meulbroekin (1992) mukaan olennainen sisäpiiritieto vaikuttaa hintamuutoksiin ja osakekurssien vaihteluihin. Tutkimuksen tuloksista havaitaan selvä yhteys sisäpiirikaupankäynnin ja osakekurssien liikehdinnän välillä. Sisäpiirikauppa vaikuttaa osakekurssien tarkkuuteen ja osakkeiden hintoihin, koska osakekurssit sisältävät tuolloin enemmän olennaista informaatiota.

Sisäpiirikaupan lainsäädäntö vaikuttaa olennaisesti myös johtajien palkkatasoon ja palkkioihin. Ylimmän johdon palkkatasot ovat korkeimpia niissä maissa, joissa ovat korkeammat sisäpiirikaupan rajoitukset. Tämän lisäksi tulokannustimien käyttöä suositaan enemmän kyseisissä maissa. Ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmän ja tulokannustimien käyttö ovat välittömästi kasvaneet ensimmäisen sisäpiirilain toimeenpanon jälkeen. Palkkatasojen ja tulokannustimien käyttö vaihtelee myös maakohtaisesti. Sisäpiirikaupan lakien rajoittaessa laitonta kaupankäyntiä työmarkkinat ovat pakotettuja muuttamaan yhtiöiden johdon palkitsemisjärjestelmää. Lain vahvuus voi vaikuttaa myös tulokannustimien optimaaliseen käyttöön. (Denis & Xu 2013.) Sisäpiirikauppaa koskevien lakien ollessa heikompia yhtiöt käyttävät palkkasopimuksissa vähemmän tulokannustimia (Baiman & Verrecchia 1996 via Denis & Xu 2013). Denisin ja Xun (2013) tutkimuksen tuloksista havaitaan, että sisäpiirikaupan vahva lainsäädäntö lisää tulokannustimien käyttöä ylimmän johdon palkitsemisjärjestelmissä.

5 YHTEENVETO

Tämän tutkielman tarkoituksena oli pohtia, mitkä ovat sisäpiiriläisen motiivit sisäpiirikaupankäynnille ja mitkä ovat niiden seuraukset. Tutkimusongelmaa tarkasteltiin sisäpiiriläisen näkökulmasta, johon huomioitiin myös lainsäädännöllisten ja corporate governancen rajoitteellinen vaikutus sisäpiirikaupankäynnille. Tutkielmassa pohdittiin myös sisäpiirikaupankäynnin mahdollista yhteyttä yhtiön tulevaisuuden suorituskykyyn sekä ennakkotiedon vaikutusta sisäpiirikaupankäyntiin.

Tutkielmassa selvisi, että sisäpiiriläisillä on myös muita motiiveja kuin pelkästään kannattavien tuottojen saavuttaminen sisäpiirikaupankäynnin ansiosta. Ennakkotiedon ansiosta he voivat olla taipuvaisempia ajamaan mieluummin omia henkilökohtaisia etujaan kuin osakkeenomistajien. Ennakkotiedolla on siis huomattava merkitys sisäpiiriläisten käyttäytymiseen, ja se antaa heille paremmat mahdollisuudet ennustaa osakekurssien liikehdintää, vaihtelevuutta ja tuottojen trendiä tulevaisuudessa. Tämän ennakkotiedon ansiosta sisäpiiriläiset saavat keskimääräisiä suurempia voittoja. Myös ennakkotiedon laadulla oli vaikutusta sisäpiiriläisten kaupankäynneissä. Tutkielmassa havaittiin myös, että miesten ja naisten välillä oli eroja sisäpiirikaupankäynnissä.

Tutkielmassa pohdittiin myös, onko sisäpiirikaupankäynnillä yhteyttä yhtiön tulevaisuuden suorituskykyyn. Tutkimusten perusteella sisäpiirikaupankäynnillä on nähty olevan yhteys yhtiön tulevaisuuden suorituskykyyn. Tämä näkyy sisäpiiriläisten ostoissa, jotka ovat positiivisessa yhteydessä yhtiön tulevaisuuden tuloskehitykseen. Nämä ilmenevät Changin ja Watsonin (2015) mukaan myöhästyneillä kaupankäynnin julkistuksilla. Myöhästyneet kaupankäynnin julkistukset sisältävät tietoa yhtiön tulevaisuuden suorituskyvystä, joka vaikuttaa puolestaan suoraan sisäpiiriläisten henkilökohtaiseen varallisuuteen. Huomioitavaa oli myös se, että sisäpiiriostoilla nähdään olevan positiivisia odotuksia tulevaisuuden tuotoista, kun taas sisäpiirimyynteiltä odotetaan negatiivisia tulevaisuuden tuottoja. Tässä ilmeni selkeä ero pienten ja suurten yritysten toiminnan välillä. Yhtiön tulevaisuuden näkymät ja mahdolliset tuotot saattavat motivoida laittomaan sisäpiirikaupankäyntiin, jos sen ansiosta yhtiön suorituskyky paranee.

Lainsäädännöllä nähdään olevan rajoittava vaikutus tietoiseen sisäpiirikaupankäyntiin, ja tämä puolestaan heikentää sisäpiiriläisten motiivia laittomaan sisäpiirikauppaan. Mahdolliset oikeudelliset seuraamukset siis rajoittavat laitonta sisäpiirikauppaa. Tutkimustuloksista ei voida kuitenkaan yleistää, että lainsäädännöllä voidaan täysin rajata sisäpiirikaupankäynnin olemassaoloa, koska laittoman sisäpiirikaupan piirteiden havaitsemisesta on tullut vaikeampaa. Huomiota herätti erityisesti se, että lainsäädännön vaikutukset sisäpiirikauppaan olivat merkittävät vasta lainkäytön konkretisoituessa.

Tehokkaalla corporate governancella on iso merkitys yhtiön sisäpiirikaupankäyntiin. Tämän tutkielman perusteella voidaan päätellä, että sillä on huomattavaa vaikutusta arvopaperimarkkinoiden sisäpiirisääntelyn tehokkuuteen. Tehokkaalla corporate governancella voidaan siis tehostaa yhtiön sisäpiirisääntelyn valvontaa, joka puolestaan vähentää yhtiön sisäpiirikaupankäyntiä. Corporate governance asettaa siis tarkat rajat yhtiön sisäpiirikaupankäynnille, joka näkyy yhtiön sisäpiirikaupankäyntiä koskevassa politiikassa ja ennakkotoimenpiteiden vahvistamisena. Oikeudelliset seuraamukset puolestaan vaikuttavat siihen, miksi yhtiöiden corporate governance rajoittaa yhtiöiden sisäpiirikaupankäyntiä.

Tutkielman rajoituksia olivat tutkimuskentän aiheen laajuus ja osin tutkimusaineiston vaikeaselkoinen kieli. Aihetta on käsitelty laajasti monesta eri näkökulmasta, joten aiheen tarkka rajaaminen aiheutti haasteita tutkielman aikana. Englanninkielisten käsitteiden kääntäminen selkeäksi suomen kieleksi ilman, että aiheen merkitys ei muutu, tuotti myös haasteita.

Tutkimuskentän laaja aineisto antaa hyvän mahdollisuuden jatkotutkimuksille. Tämä tutkielma herätti uusia tutkimuskysymyksiä, joista voisi jatkaa eteenpäin. Esille nousi esimerkiksi seuraavat kiinnostavat kysymykset:

- Miten corporate governancen avulla voidaan puuttua ajoissa laittomaan sisäpiirikaupankäyntiin?
- Miten sisäpiirikaupankäynti vaikuttaa markkinoiden tehokkuuteen?
- Miten sisäpiirisääntelyn uudistus vaikuttaa Suomen sisäpiirikaupankäyntiin?

LÄHTEET

- Acharya, V. V. & Johnson, T. C. (2010). More insiders, more insider trading: Evidence from private-equity buyouts. *Journal of Financial Economics* 98(3), 500-523.
- Akerlof, G. A. (1970). The market for “Lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84, 488–500
- Arvopaperimarkkinayhdistys ry (2010). Hallinnointikoodi 2010. Corporate governance. Saatavilla: <<http://cgfinland.fi/files/2012/01/suomen-listayhtioiden-hallinnointikoodi-cg2010.pdf>>. Viitattu 6.4.2017
- Arvopaperimarkkinayhdistys ry (2015). Hallinnointikoodi 2015. Corporate governance. Saatavilla: <<http://cgfinland.fi/files/2015/10/hallinnointikoodi2015finweb1.pdf>> Viitattu 6.4.2017.
- Arvopaperimarkkinayhdistys ry (2017). Saatavilla: <<http://cgfinland.fi/corporate-governancesta/corporate-governance-mita-se-on/>> Viitattu 6.4.2017
- Arvopaperimarkkinayhdistys ry (2017). Saatavilla: < <http://cgfinland.fi/corporate-governancesta/corporate-governance-ja-suomen-lainsaadanto/>> Viitattu 6.4.2017
- Arvopaperimarkkinayhdistys ry (2017). Saatavilla: <<http://cgfinland.fi/corporate-governancesta/comply-or-explain-periaatteesta/>> Viitattu 6.4.2017
- Baiman, S. & Verrecchia, R. E. (1996). The relation among capital markets, financial disclosure, production efficiency, and insider trading. *Journal of Accounting Research* 34(1), 1-22.
- Barth, M. E., Elliott, J. A. & Finn, M. W. (1999). Market rewards associated with patterns of increasing earnings. *Journal of Accounting Research* 37(2), 387-413.
- Bhattacharya, U. & Daouk, H. (2002). The world price of insider trading. *Journal of Finance* 57(1), 75-108.
- Billings, M. B. & Cedergren, M. C. (2015). Strategic silence, insider selling and litigation risk. *Journal of Accounting and Economics* 59(2–3), 119-142.
- Chang, M. & Lim, Y. (2016). Late disclosure of insider trades: Who does it and why? *Journal of Business Ethics* 133(3), 519-531.

- Chang, M. & Watson, I. (2015). Delayed disclosure of insider trades: Incentives for and indicators of future performance? *Pacific-Basin Finance Journal* 35, Part A 182-197.
- Cheng, Q. & LO, K. (2006). Insider trading and voluntary disclosures. *Journal of Accounting Research* 44(5), 815-848.
- Dai, L., Fu, R., Kang, J. & Lee, I. (2016). Corporate governance and the profitability of insider trading. *Journal of Corporate Finance* 40 235-253.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. & Skinner, D. J. (1996). *Reversal of fortune dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth*
- Denis, D. J. & Xu, J. (2013). Insider trading restrictions and top executive compensation. *Journal of Accounting and Economics* 56(1), 91-112.
- Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi 2014/57/EU. Saatavilla: <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/fi/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0057>> Viitattu 18.4.2017
- Euroopan parlamentin ja neuvoston asetetus (EU) N:o 596/2014, annettu 16 päivänä huhtikuuta 2014, markkinoiden väärinkäytöstä (markkinoiden väärinkäyttöasetus) sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivin 2003/6/EY ja komission direktiivien 2003/124/EY, 2003/125/EY ja 2004/72/EY kumoamisesta. Saatavilla: <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/?uri=CELEX%3A32014R0596>> Viitattu 14.4.2017.
- Fidrmuc, J. P., Goergen, M. & Renneboog, L. (2006). Insider trading, news releases, and ownership concentration. *Journal of Finance* 61(6), 2931-2973.
- Finanssivalvonta (2015) Mitä on sisäpiirintieto? Saatavilla: <http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/Sisapiiriohjeet/Mita_on/Pages/Default.aspx> Viitattu 19.3.2017.
- Finanssivalvonta (2015) Kuka on sisäpiiriläinen? Saatavilla: <http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Listayhtiolle/Sisapiiriohjeet/Kuka_on/Pages/Default.aspx> Viitattu 22.4.2017.
- Ghosh, D. & Grain, T. L. (1996). Experimental investigation of ethical standards and perceived probability of audit on intentional noncompliance. *Behavioral Research in Accounting* 8 219.

- Hartikainen, J. (2016) Sisäpiirin kaupat päivänvaloon – samalla rangaistukset sisäpiiritiedon väärinkäytöstä kovenevat tuntuvasti. Helsingin Sanomat 8.5.2016. Saatavilla: < <http://www.hs.fi/talous/art-2000002900166.html>> Viitattu 19.3.2017.
- Henderson, B. C. & Kaplan, S. E. (2005). An examination of the role of ethics in tax compliance decisions. *Journal of the American Taxation Association* 27(1), 39-72.
- Huddart, S., Ke, B. & Shi, C. (2007). Jeopardy, non-public information, and insider trading around SEC 10-K and 10-Q filings. *Journal of Accounting and Economics* 43(1), 3-36.
- Huddart, S. J. & Ke, B. (2007). Information asymmetry and cross-sectional variation in insider trading. *Contemporary Accounting Research* 24(1), 195-232.
- Häyrynen, J. & Parkkonen, J. (2006). *Sisäpiiriläinen: Velvollisuudet ja mahdollisuudet*. Helsinki: Edita.
- Jagolinzer, A. D., Larcker, D. F. & Taylor, D. J. (2011). Corporate governance and the information content of insider trades. *Journal of Accounting Research* 49(5), 1249-1274.
- Johnsen, B. (2011). Information asymmetry. *Region Focus* 14(4), 10-10.
- Kallunki, J., Mikkonen, J., Nilsson, H. & Setterberg, H. (2016). Tax noncompliance and insider trading. 157-173.
- Kallunki, J., Nilsson, H. & Hellström, J. (2009). Why do insiders trade? evidence based on unique data on swedish insiders. *Journal of Accounting and Economics* 48(1), 37-53.
- Kaplan, S. E., Newberry, K. J. & Reckers, P. M. J. (1997). The effect of moral reasoning and educational communications on tax evasion intentions. *Journal of the American Taxation Association* 19(2), 38.
- Ke, B., Huddart, S. & Petroni, K. (2003). What insiders know about future earnings and how they use it: Evidence from insider trades. *Journal of Accounting and Economics* 35(3), 315-346.
- Leppiniemi, J. & Lounasmeri, S. (2000). *Yritysrahoitus* Helsinki; Helsinki; Helsinki: WSOYpro; Sanoma Pro; Talentum.
- Meulbroek, L. K. (1992). An empirical analysis of illegal insider trading. *Journal of Finance* 47(5), 1661-1699.

- Nasdaq Helsinki Oy (2016). Pörssin sisäpiiriohje. Saatavilla: <http://business.nasdaq.com/Docs/Nasdaq-Helsinki-Guidelines-for-Insiders_FI_upcoming%20version.pdf> Viitattu 17.4.2017.
- Parkkonen, J. & Knuts, M. (2014). *Arvopaperimarkkinalaki*. (5. uud. p. painos). Helsinki: Talentum.
- Piotroski, J. D. & Roulstone, D. T. (2005). Do insider trades reflect both contrarian beliefs and superior knowledge about future cash flow realizations? *Journal of Accounting and Economics* 39(1), 55-81.
- Reckers, P. M. J., Sanders, D. L. & Roark, S. J. (1994). The influence of ethical attitudes on taxpayer compliance. *National Tax Journal* 47(4), 825-836.
- Rikoslaki 14.12.2012/753. Arvopaperimarkkinarikoksista. Saatavilla: <<http://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/1889/18890039001#L51>> Viitattu 17.4.2017.
- Rogers, J. L. (2008). Disclosure quality and management trading incentives. *Journal of Accounting Research* 46(5), 1265-1296.
- Seyhun, N., (1986). Insiders' profits, costs of trading, and market efficiency. *Journal of Financial Economics* 16, 189-212.
- Seyhun, N., (1998). *Investment Intelligence from Insider Trading*. MIT Press, Cambridge, MA.
- Skaife, H. A., Veenman, D. & Wangerin, D. (2013). Internal control over financial reporting and managerial rent extraction: Evidence from the profitability of insider trading. *Journal of Accounting and Economics* 55(1), 91-110.
- Virtanen M; Sijoittajasuhteet johdon vastuuna, Helsinki, WSOYpro Oy,2010
- Zhu, W. (2010). Corporate governance and insider trading regulation efficiency. *Frontiers of Business Research in China*, 4(2), 306-324.