



Vaasan yliopisto
UNIVERSITY OF VAASA

Aleksi Myllymäki

Sisäpiirikauppojen vaikutus osakkeen hintaan

Laskentatoimi ja rahoitus
Kandidaatintutkielma
Rahoitus

Vaasa 2025

VAASAN YLIOPISTO**Laskentatoimi ja rahoitus**

Tekijä:	Aleksi Myllymäki		
Tutkielman nimi:	Sisäpiirikauppojen vaikutus osakkeen hintaan		
Tutkinto:	Kauppätieteiden kandidaatti		
Oppiaine:	Rahoitus		
Työn ohjaaja:	Gustav Finne		
Valmistumisvuosi:	2025	Sivumäärä:	32

TIIVISTELMÄ:

Tässä kandidattutielmassa tutkitaan sisäpiirikauppojen vaikutusta osakekursseihin. Sisäpiirikaupalla tarkoitetaan yrityksen osakkeilla tehtyjä kauppvoja, joita toteuttavat henkilöt, joilla on pääsy yrityksen ei-julkiseen, olennaiseen tietoon. Näillä liiketoimilla voi olla merkittäviä vaikutuksia osakekursseihin, markkinoiden tehokkuuteen ja sijoittajien luottamukseen. Tämän tutkimuksen päätavoitteena on analysoida, miten sisäpiirikaupat vaikuttavat osakekurssien liikkeisiin ja tarjoavatko ne markkinoille arvokasta informaatiota.

Tutkimuksen hypoteesi on, että sisäpiirikaupat vaikuttavat osakekursseihin. Toisena hypoteesina on, että sisäpiiriläisten ostot vaikuttavat vähemmän kuin myynnit, mikä viittaa siihen, ettei markkinat ole täysin tehokkaita. Markkinatehokkuushypoteesi (Efficient Market Hypothesis, EMH) on yksi rahoitusteorian kulmakivistä. Jos markkinat olisivat täysin tehokkaita sisäpiirikaupoilla ei olisi vaikutusta osakekursseihin. Sisäpiirikauppojen vaikutus on monellakin tapaa mielenkiintoinen. Se on aiheena monesti pinnalla ja sitä tarkkaillaan melko tarkasti. Siihen liittyy monia rahoitusteorian ilmiöitä ja sijoittajien käyttäytymistä esimerkiksi epätäydellisen informaation teoria.

On mielenkiintoista selvittää, voisiko esimerkiksi sijoituspäätöksiä ja strategioita rakentaa sisäpiirikauppojen varaan sekä löytää ylituottoa markkinoilla tämän tiedon avulla. Useat tutkimukset puoltavat tätä ajatusta.

Ilman sisäpiirikaupan sääntelyä sisäpiiriläiset olisivat paljon paremmassa asemassa muita sijoittajia kohtaa, ja pystyisivät hyötymään merkittävästi asemastaan. Vaikka sääntely on tarkkaa uskon, että he silti pystyvät saamaan ylituottoa monen eri syyn takia. Heillä on varmasti parempi näkemys yhtiöstä mitä ulkopuolisella, ja he pystyvät täten

arvioimaan oikeaa arvoa. Sekä ihmisten käyttäytyminen, että markkinat eivät ole aina täysin tehokkaita.

AVAINSANAT: sisäpiirikaupat, osakkeet, ylituotto, markkinoiden tehokkuus

Sisällys

1 Johdanto	5
1.1 Tutkimuksen tarkoitus	6
1.2 Tutkimuksen rakenne	6
2 Sisäpiiritieto	8
2.1 Sisäpiirikauppojen sääntely Yhdysvalloissa	10
2.2 Sääntely Suomessa	11
2.3 Ketä sisäpiiritieto koskee?	12
2.4 Muut sisäpiiritiedon haltijat	12
2.5 Sisäpiiri tietoa koskevat toimintakiellot	13
2.5.1 Käyttökielto	13
2.5.2 Neuvontakielto	14
2.5.3 Ilmaisukielto	14
3 Rahoitusteorioita	15
3.1 Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi	15
3.2 Informaation epäsymmetria ja signaalivaikutus	16
3.3 Agenttiteoria ja sisäpiiristot	17
3.4 Käyttäytymisperusteinen rahoitus ja sijoittajien reaktiot	18
4 Sisäpiirikauppojen vaikutus osakkeisiin	20
4.1 Sisäpiirikaupat ja markkinoiden tehokkuus	20
4.2 Sisäpiirikauppojen tuottojen arviointi	22
4.3 Tutkimukset ilman ylituottoja	25
5 Johtopäätökset	27
Lähteet	29
Kuvio 1. Markkinoiden reaktiot (Knüpfer & Puttonen, 2018 s. 168)	9

1 Johdanto

Sisäpiirikaupat, eli osakkeiden ostot ja myynnit sisäpiiriläisten toimesta, ovat herättäneet laajaa kiinnostusta rahoitustieteessä ja sijoittajien keskuudessa. Sisäpiiriläisellä tarkoitetaan henkilöä, jolla on pääsy yrityksen tietoon, joihin ei kaikilla ole siinä kohtaa pääsyä (Knuts, 2016). Sisäpiiriläiset voivat käydä kauppaa monista eri syistä, kuten varallisuuden hajauttamiseksi tai likviditeettitarpeiden täyttämiseksi (Jeng, Metrick & Zeckhauser, 2003). Lähtökohtaisesti osakkeita ostetaan tehdäkseen rahaa ja tämän myötä tavallinen sijoittaja voi käyttää tietoa sisäpiiristoista hyödykseen. Tämä taistelee tehokkaiden markkinoiden hypoteesia (EMH) vastaan, sillä vahvan muodon EMH olettaa, että kaikki informaatio myös sisäpiiritieto on jo hinnoiteltu osakkeisiin, eikä sisäpiirikaupalla tulisi olla vaikutusta osakekursseihin. (Fidrmuc, Goergen & Renneboog, 2006.)

Sisäpiirikauppa voidaan jakaa kahteen tyyppiin: lailliseen ja laittomaan. Laiton sisäpiirikauppa tapahtuu silloin, kun henkilö hyödyntää ei-julkista tietoa kaupankäynnissä tai jakaa tällaista tietoa muille, mikä rikkoo markkinoiden reiluutta ja sijoittajien tasapuolisia toimintaedellytyksiä (Betzer & Theissen, 2009). Laillinen sisäpiirikauppa sen sijaan viittaa yrityksen johdon ja muiden sisäpiiriläisten osakekauppoihin, jotka on ilmoitettava ja jotka noudattavat sääntelyä (Betzer & Theissen, 2009). Some Insider Sales Are Positive Signals -tutkimus osoittaa, että sisäpiiristot voivat tarjota signaaleja markkinoille, koska ne voivat viestiä sisäpiiriläisten optimismista yrityksen tulevaisuuden kehitykseen.

Vaikka tehokkaiden markkinoiden hypoteesi olettaa, että sisäpiirikaupoilla ei tulisi olla vaikutusta osakehintoihin, useat tutkimukset ovat kyseenalaistaneet tämän näkemyksen (Fama, 1970). Empiiriset havainnot viittaavat siihen, että sisäpiirikaupat voivat tarjota informaatiota, joka ei ole vielä täysin hinnoiteltu osakemarkkinoilla. Insider Trading and Efficiency of Stock Prices -tutkimus näyttää, että sisäpiirikaupat voivat aiheuttaa markkinareaktioita ja vaikuttaa osakekurssien liikkeisiin. Lisäksi tutkimus The Effect of

Insider Trading on Average Rates of Return -tutkimus kertoo, että sisäpiirikaupoilla voi olla pitkäaikaisia vaikutuksia tuottoihin.

Koska sisäpiiriläisillä on pääsy sellaiseen tietoon, jota ulkopuolisilla sijoittajilla ei ole, heidän kaupankäyntinsä voi toimia indikaattorina markkinoiden tulevasta kehityksestä. Tämä kirjallisuuskatsaus analysoi, millä tavoin sisäpiirikaupat vaikuttavat osakemarkkinoihin ja millaisia markkinareaktioita ne aiheuttavat. Tarkastelun kohteena on erityisesti laillinen sisäpiirikauppa ja sen yhteys tehokkaiden markkinoiden hypoteesiin, informaation epäsymmetriaan ja sijoittajien käyttäytymiseen.

1.1 Tutkimuksen tarkoitus

Tämän tutkimuksen tarkoitus on tutkia miten sisäpiirikaupat vaikuttavat osakkeisiin. Ovatko sisäpiirikauppoja tekevät onnistuneet ansaitsemaan normaalia suurempia tuottoja? Pystyvätkö tavalliset sijoittajat saamaan myös normaalia parempia tuottoja pelkästään sillä, että he seuraavat sisäpiirin osakekauppoja. Kirjallisuuskatsauksessa pohditaan, onko sisäpiiristöjen- ja myyntitoimeksiantojen välillä eroja osakkeen käyttäytymisessä.

H1: Sisäpiirikaupat vaikuttavat osakekursseihin.

H2: Ostotoimeksianto vaikuttaa enemmän kuin myynti.

1.2 Tutkimuksen rakenne

Kirjallisuuskatsaus alkaa johdannolla ja kertomalla tutkimuksen tarkoituksen. Kirjallisuuskatsauksen virallinen osio jakautuu kahteen osioon. Ensimmäisessä osassa käydään läpi tärkeitä teoreettisia asioita. Pureudutaan sisäpiiritietoon ja siihen liittyviin asioihin. Teoria osuudessa avataan lukijalle myös tärkeitä aiheeseen liittyviä rahoitusteorioita kuten tehokkaiden markkinoiden hypoteesia, informaation

epäsymmetriaa sekä sijoittajan käyttäytymistä. Toisessa osassa pureudutaan tutkimuksiin ja tarkastellaan niiden tuloksiin. Lopuksi tehdään johtopäätelmät ja pohditaan hypoteesien toteutumista.

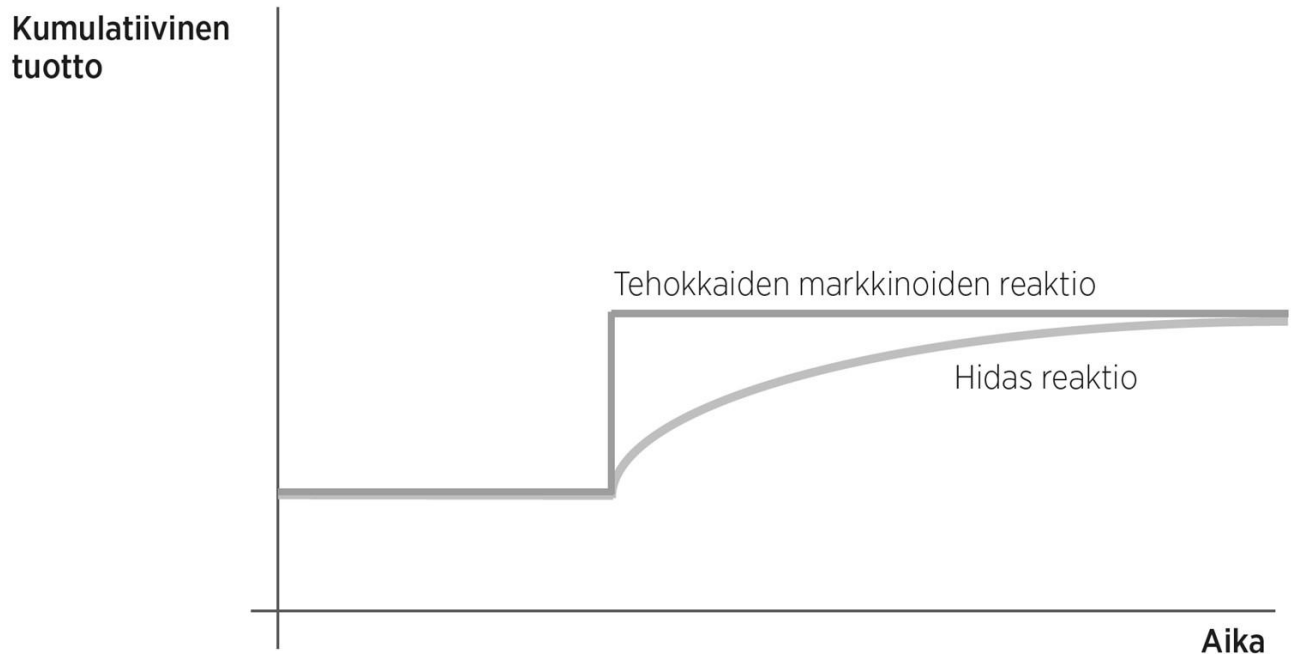
2 Sisäpiiritieto

Knuts M. jäsentelee sisäpiiritiedon kolmeen eri osatekijään: täsmällisyyteen, julkistamattomuuteen ja olennaisuuteen. Täsmällisyysvaatimus sisältää kaksi kohtaa, joiden pitää täytyä, jotta tieto voidaan katsoa sisäpiiritiedoksi. Nämä kaksi asiaa ovat tieto ja sen täsmällisyys.

Tieto voidaan jakaa kolmeen osaan: liikkeeseenlaskijatiedoksi, markkinatiedoksi ja itsetiedoksi. Liikkeellelaskijatietoa voidaan monesti pitää tärkeimpänä tietona. Se on suoraan liikkeellelaskijaan liittyvä tieto. Hyvänä esimerkkinä voidaan pitää esimerkiksi tietoa yhtiön kehittyneestä katteesta tai muuttuneista luottotappioista. Markkinatiedolla tarkoitetaan laajempaa tietoa, mikä ei liity suoraan yhtiöön. Se voi olla esimerkiksi tieto ohjauskoron muutoksista mikä välillisesti tulee vaikuttamaan yhtiön tilanteeseen. Itsetiedolla tarkoitetaan, kun toimija itse on tekemässä merkittäviä toimia, jotka olennaisesti vaikuttavat yhtiön arvoon. Hyvänä esimerkiksi toimija päättää ostaa yhtiöstä suuren osuuden, jonka seurauksena yhtiön kurssi nousee suuresti. Näitä kaikkia tilanteita voisi hyödyntää helposti ja saavuttaa merkittävää taloudellista hyötyä. Tiedon määritelmä sinänsä ei hirveästi rajaa pois mutta täsmällisyyttä mietittäessä se tuo laadullisen lisävaatimuksen. Huhut, spekulatiot ja muut epävarmaan tietoon perustuvat arvopaperitransaktiot tulee hyväksyä. Sillä on markkinoiden likviditeettiä parantava vaikutus ja se myös tehostaa markkinoita. Esimerkkinä voisi pitää tietoa lisäosingosta, vaikka tarkkaa määrää ei olisi tiedossa niin tämä katsotaan kyllä sisäpiiritiedoksi. (Knuts, 2011.)

Sisäpiiritiedon julkistamattomuus on yksiselitteisempi kuin täsmällisyys. Sisäpiiritiedon määritelmä ei kata tietoa, joka on jo julkisesti saatavilla ja markkinoiden käytettävissä. Tiedon katsotaan olevan julkista, jos se on markkinatoimijoiden saavutettavissa laillisin keinoin ja sen levittäminen ei edellytä erityistä pääsyä tai luvanvaraisuutta. (Knuts, 2011.) Sisäpiirillä on hyvä mahdollisuus hyötyä tiedosta julkistamisen jälkeen. Markkinareaktio ei välttämättä ole aina täysin tehokas vaan hiljalleen lähenee kohti oikeaa

markkinahintaa. Mikäli markkinat toimisivat tehokkaasti, tällainen tilanne ei olisi mahdollinen. Pörssin sisäpiiriohjeistuksen sekä MAR-asetuksen mukaan sisäpiiriläisten ei tule käydä kauppaa ennen kuin tiedon vaikutus on heijastunut osakkeen markkinahintaan. (Turtiainen 2022a, 539, 540.)



Kuvio 1 Markkinoiden reaktiot (Knüpfer & Puttonen 2018, 168).

Kolmas sisäpiiritiedon määrittelyyn liittyvä edellytys on olennaisuus. Vaikka tieto olisi sekä täsmällistä että ei-julkista, sitä ei katsota sisäpiiritiedoksi, jos sillä ei ole merkittävää vaikutusta arvopaperin arvoon tai markkinahintaan (Turtiainen 2022a, 541).

Markkinoiden väärinkäyttöasetus (Market Abuse Regulation, MAR) on Euroopan unionin asetus, joka velvoittaa liikkeeseenlaskijan johtohenkilöt ja heidän lähipiirinsä ilmoittamaan osakkeisiin tai velkainstrumentteihin liittyvät liiketoimensa. MAR on suoraan sovellettava asetus, ja se korvasi aiemman Markkinoiden väärinkäyttödirektiivin (2003/6/EY) 3. heinäkuuta 2016. MAR:n määritelmän mukaan tiedon täytyy vaikuttaa rahoitusinstrumentin hintaan olennaisesti, jotta se katsotaan sisäpiiritiedoksi. Vaikka tieto täyttäisi kaikki kriteerit mutta sillä ei ole merkitystä hintaan niin tätä ei katsota

sisäpiiritiedoksi. Knutsin ja Kanervon (2024) mukaan olennaisuusvaatimuksen arvioinnissa on tärkeää huomioida, kenen näkökulmasta tiedon merkittävyys määritellään. Tarkastelun lähtökohtana on hypoteettinen rationaalinen sijoittaja, joka hyödyntää olennaista tietoa sijoituspäätöstensä pohjana ja tavoittelee samalla taloudellista hyötyä valintojensa kautta. (Knuts & Kanervo 2024.)

Sisäpiiritiedon määritelmä AML:n 12 luvun 2§:ssä: ” Sisäpiiritiedolla tarkoitetaan säännellyllä markkinalla tai Suomessa monenkeskisissä kaupankäyntijärjestelmässä kaupankäynnin kohteena olevaan rahoitusvälineeseen liittyvää luonteeltaan täsmällistä tietoa, jota ei ole julkistettu tai joka muuten ei ole ollut markkinoilla saatavissa, ja joka on omiaan olennaisesti vaikuttamaan sanotun rahoitusvälineen tai siihen liittyvien muiden rahoitusvälineiden arvoon.” (Arvopaperimarkkinalaki, s. 321.)

2.1 Sisäpiirikauppojen sääntely Yhdysvalloissa

Yhdysvalloissa sisäpiirikauppojen sääntely perustuu pääasiassa Securities Exchange Act of 1934-lakiin. Erityisesti sen pykälään 10(b), sekä siihen liittyvään SEC:n sääntöön 10b-5, joka kieltää kaikenlaisen petollisen toiminnan arvopaperikaupassa. Tämä sääntö kattaa muun muassa olennaisten tietojen salaamisen ja harhaanjohtavan tiedon levittämisen. (SEC, 2023.)

Vuonna 2000 sääntelyä täydennettiin käyttöönotetulla Rule 10b5-1:llä, joka määrittelee sisäpiirikaupan tapahtuvan silloin, kun henkilö käy kauppaa ollessaan tietoinen olennaisesta ei-julkisesta tiedosta, riippumatta siitä, käyttikö hän tietoa aktiivisesti päätöksenteossa. (Investopedia, 2023.)

Sääntö 10b5-1 mahdollistaa myös niin kutsuttujen ennakkoon laadittujen kaupankäyntisuunnitelmien käytön puolustuksena syytöksiä vastaan, mikäli suunnitelma

laaditaan ennen tiedon saamista ja henkilö ei voi vaikuttaa sen toimeenpanoon enää jälkeenpäin. (SEC, 2023.)

Lisäksi ohjeistus laajensi raportointivaatimuksia: julkisesti listattujen yhtiöiden tulee nykyisin ilmoittaa tarkemmin, onko toimitusjohtajalla, talousjohtajalla tai hallituksen jäsenillä voimassa olevia 10b5-1-suunnitelmia. Tämä lisää sijoittajien mahdollisuutta arvioida johdon kaupankäyntiä ja sen riippumattomuutta sisäpiiritiedosta. Lainsäädännön tavoitteena on lisätä avoimuutta ja ehkäistä vallan väärinkäyttöä poliittisessa päätöksenteossa. (SEC, 2018.)

2.2 Sääntely Suomessa

Suomalaiset pörssiyritykset ovat velvoitettuja julkaisemaan säännöllisesti tietoa, kuten tilinpäätöksiä ja vuosikertomuksia. Tämän lisäksi yrityksillä on jatkuva tiedonantovelvollisuus, jonka tavoitteena on taata sijoittajille tasapuolinen ja ajantasainen pääsy olennaiseen informaatioon. Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden keskeinen tehtävä on varmistaa, että sisäpiiritieto saatetaan julkiseksi viipymättä. (Finanssivalvonta, 2024.)

Ilmoitusvelvollisuus koskee kaikkia liiketoimia, kun vuositasolla ylitetään 20 000 euron raja. Liiketoimet on ilmoitettava kolmen työpäivän kuluessa kaupankäynnin toteutuspäivästä. Lisäksi liikkeeseenlaskijan on toimitettava johtotehtävissä toimiville henkilöille tiedot Market Abuse Regulationin 19 artiklan mukaisista velvoitteista. Kaupankäynti on kielletty 30 päivää ennen osavuositarkastuksen tai tilinpäätöksen julkaisua, jotta vältetään mahdollinen väärinkäyttö ja sisäpiiritiedon hyödyntäminen. (Finanssivalvonta, 2018.)

Markkinoiden väärinkäyttöasetus (EU) N:o 596/2014 (MAR) tuli voimaan 3.7.2016 ja sen tavoitteena on rahoitusmarkkinoiden luotettavuuden turvaaminen sekä sijoittajansuojan parantaminen. MAR sääntelee sisäpiirikauppoja, sisäpiiritiedon laitonta ilmaisemista, markkinoiden manipulointia sekä sisäpiiritiedon julkistamista. Lisäksi se asettaa velvoitteita liikkeeseenlaskijoiden johtohenkilöille, heidän lähipiirilleen, markkinoiden ylläpitäjille ja sijoituspalveluyrityksille. (Finanssivalvonta, 2018.)

2.3 Ketä sisäpiiritieto koskee?

Sisäpiiritieto ja siihen liittyvät velvoitteet koskevat yrityksen johtohenkilöitä, heidän lähipiiriään sekä muita henkilöitä, joilla on pääsy merkittävään ei-julkiseen tietoon. Yrityksen johtohenkilöt ovat ensisijaisia sisäpiiritiedon haltijoita. MAR-asetuksen 3.1 artiklan 25 mukaan johtohenkilöihin kuuluvat: Hallinnon, johdon tai valvonnan jäsenet – esimerkiksi hallituksen jäsenet ja toimitusjohtaja. Korkean tason johtajat, jotka eivät kuulu edellä mainittuun ryhmään, mutta joilla on säännöllinen pääsy sisäpiiritietoon ja päätösvaltaa yrityksen tulevaan kehitykseen ja liiketoimintaan liittyvissä asioissa. Myös johtohenkilöiden lähipiiri kuuluu sisäpiirisääntelyn piiriin. (Finanssivalvonta, 2018.)

MAR-asetuksen 3.1 artiklan 26 mukaan lähipiiriin kuuluvat: Puoliso tai vastaava avopuoliso kansallisen lainsäädännön mukaisesti. Huollettavana olevat lapset. Sukulaiset, jotka ovat asuneet samassa taloudessa vähintään vuoden ennen kaupankäynnin ajankohtaa. Oikeushenkilöt tai henkilöyhtiöt, joissa johtohenkilöillä tai heidän lähipiirillään on määräysvalta. (Finanssivalvonta, 2018)

2.4 Muut sisäpiiritiedon haltijat

Sisäpiiritiedon haltijoihin voivat kuulua myös muut yrityksen tai sen yhteistyökumppaneiden työntekijät, joilla on pääsy ei-julkiseen ja merkittävään tietoon.

Tällaisia henkilöitä voivat olla: Yrityksen työntekijät, joilla on pääsy taloudellisiin raportteihin tai yrityksen strategiaan suunnitelmiin ennen niiden julkistamista. Tilintarkastajat ja oikeudelliset neuvonantajat, jotka käsittelevät yrityksen taloudellisia tai liiketoiminnallisia tietoja ennen niiden julkistamista. Ulkoiset konsultit ja yhteistyökumppanit, joiden tehtävät liittyvät esimerkiksi yritysjärjestelyihin tai muihin luottamuksellisiin hankkeisiin. (Häyrynen & Parkkonen, 2006, s. 167.)

Sisäpiirisääntely koskee laajasti yrityksen johtoa, heidän lähipiiriään sekä muita henkilöitä, joilla on pääsy merkittävään ei-julkiseen tietoon. Tavoitteena on varmistaa markkinoiden reiluus ja estää sisäpiiritiedon perusteella tapahtuva kaupankäynti, joka voisi vääristää osakemarkkinoita ja heikentää sijoittajien luottamusta. (Finanssivalvonta, 2018.)

2.5 Sisäpiiri tietoa koskevat toimintakiellot

Sisäpiiritiedon väärinkäytön estämiseksi lainsäädäntö asettaa useita toimintakieltoja, jotka rajoittavat sisäpiiritiedon haltijoiden toimintaa. Näitä kieltoja ovat käyttökielto, neuvontakielto ja ilmaisukielto, jotka perustuvat Markkinoiden väärinkäyttöasetukseen (MAR, Market Abuse Regulation) ja kansalliseen sääntelyyn.

2.5.1 Käyttökielto

Sisäpiiritiedon käyttökielto tarkoittaa, että henkilö, jolla on hallussaan merkittävää ei-julkista tietoa yrityksestä, ei saa hyödyntää sitä kaupankäynnissä tai muissa sijoituspäätöksissä. Tämä tarkoittaa esimerkiksi sitä, että sisäpiiriläinen ei voi ostaa tai myydä yrityksen osakkeita ennen kuin tieto on julkistettu ja markkinat ovat ehtineet

reagoida siihen. Käyttökiellon tarkoituksena on estää epäreilu etu ja varmistaa, että kaikki sijoittajat toimivat samojen tietojen pohjalta. (Knuts, 2011, s. 117.)

2.5.2 Neuvontakielto

Neuvontakielto estää sisäpiiritietoa hallussaan pitävää henkilöä neuvomasta muita sijoittajia tai markkinaosapuolia kaupankäynnissä kyseisillä arvopapereilla. Tämä tarkoittaa esimerkiksi sitä, että sisäpiiriläinen ei voi vihjata ystävilleen, perheenjäsenilleen tai muille sijoittajille, että tiettyyn osakkeeseen liittyy pian merkittävä kurssimuutos. Neuvontakielto on keskeinen osa markkinoiden reilun toiminnan ja tasapuolisuuden turvaamista. (Knuts, 2011, s. 237.)

2.5.3 Ilmaisukielto

Ilmaisukielto tarkoittaa, että sisäpiiritiedon haltija ei saa paljastaa tietoa ulkopuolisille, ellei sen luovuttaminen ole välttämätöntä henkilön työ- tai tehtävävastuusiin liittyen. Esimerkiksi yrityksen johtohenkilöt eivät voi jakaa tietoa yrityskaupoista tai taloudellisesta tilanteesta ennen virallista julkistamista. Ilmaisukiellon rikkominen voi johtaa oikeudellisiin seuraamuksiin, sillä se voi mahdollistaa laittoman sisäpiirikaupan tai markkinoiden manipuloinnin. (Knuts, 2011, s. 260.)

3 Rahoitusteorioita

Sisäpiirikauppojen vaikutuksia osakemarkkinoihin voidaan ymmärtää syvällisemmin tarkastelemalla niitä useiden keskeisten rahoitusteorioiden näkökulmasta. Nämä teoriat tarjoavat viitekehyksen sille, miksi ja miten sisäpiiriläisten tekemät kaupat voivat vaikuttaa osakekursseihin, ja mitä nämä vaikutukset kertovat markkinoiden toiminnasta. Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi (EMH) muodostaa rahoitusteorian kivijalan, jossa oletetaan, että kaikki saatavilla oleva tieto on jo hinnoiteltu osakkeisiin. Informaation epäsymmetria ja signaalivaikutus haastavat tämän näkemyksen korostamalla tiedon epätasaista jakautumista markkinatoimijoiden välillä. Agenttiteoria tuo esiin omistajien ja johdon välisten intressiristiriitojen merkityksen, kun taas käyttäytymisperusteinen rahoitus painottaa psykologisten tekijöiden ja sijoittajakäyttäytymisen vaikutusta päätöksentekoon. Seuraavissa kappaleissa tarkastellaan näitä teoreettisia näkökulmia syvällisemmin ja pyritään rakentamaan kokonaiskuva siitä, miksi sisäpiirikaupoilla saattaa olla merkittävä rooli osakemarkkinoiden dynamiikassa.

3.1 Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi

Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi (Efficient Market Hypothesis, EMH) on yksi keskeisimpiä rahoitusteorioita. Sen mukaan osakkeiden hinnat heijastavat aina kaikkea saatavilla olevaa informaatiota, jolloin sijoittajien on mahdotonta saavuttaa ylituottoja markkinoita ennakoimalla (Fama, 1970). EMH perustuu ajatukseen, että kaikki uusi tieto hinnoitellaan välittömästi osakkeisiin, minkä vuoksi spekulatiivinen kaupankäynti ei voi tuottaa pitkäaikaisia ylimääräisiä voittoja.

EMH voidaan jakaa kolmeen eri muotoon (Malkiel, 2003): Heikossa muodossa osakekurssit perustuvat vain aiempien hintojen kehitykseen, eikä menneitä hintoja analysoimalla voi ennustaa tulevia muutoksia. Kurssit liikkuvat sattumanvaraisesti ilman ennustettavaa kaavaa. Puolivahvassa muodossa hinnat heijastavat aiempien hintojen lisäksi myös kaiken julkisesti saatavilla olevan tiedon, kuten yritysten taloustiedot ja uutiset. Markkinat reagoivat nopeasti uuteen tietoon, joten sijoittajat eivät voi saavuttaa

etua analysoimalla julkista dataa. Vahvassa muodossa kaikki mahdollinen tieto, niin julkinen kuin sisäpiiritietokin, on jo täysin hinnoiteltu osakkeisiin. Tämä tarkoittaa, että kukaan ei voi jatkuvasti voittaa markkinoita tai saavuttaa poikkeuksellisia tuottoja, koska kaikilla sijoittajilla on käytössään sama informaatio. (Malkiel, 2003.)

Sisäpiirikaupat haastavat erityisesti vahvan muodon EMH:n. Jos sisäpiiriläiset kykenevät saavuttamaan ylituottoja kaupankäynnillään, se tarkoittaa, ettei kaikki tieto ole täysin hinnoiteltu markkinoille (Jeng, Metrick & Zeckhauser, 2003). Empiirinen näyttö viittaa siihen, että sisäpiiriotot liittyvät positiivisiin kurssireaktioihin, kun taas sisäpiirimyyntit voivat johtaa negatiivisiin markkinareaktioihin (Fidrmuc, Goergen & Renneboog, 2006). Monet tutkimukset ovat analysoineet, kuinka markkinat reagoivat sisäpiirikauppoihin ja onko niiden vaikutus pysyvä vai hetkellinen. Esimerkiksi Lakonishok ja Lee (2001) havaitsivat, että sisäpiiriotot voivat johtaa markkinoilla hetkellisiin ylituottoihin, mutta pitkäaikaiset vaikutukset voivat olla vaihtelevia.

3.2 Informaation epäsymmetria ja signaalivaikutus

Informaation epäsymmetria syntyy tilanteessa, jossa markkinaosapuolilla on eritasoista tietoa. Sisäpiiriläisillä on usein pääsy sellaiseen yrityksen sisäiseen tietoon, jota ulkopuolisilla sijoittajilla ei ole. Tämä epäsymmetria voi johtaa markkinoiden tehottomuuteen ja väärinhinnoitteluun (Akerlof, 1970).

Sisäpiirikaupat voivat toimia signaaleina markkinoille. Kun sisäpiiriläinen ostaa yrityksensä osakkeita, se voidaan tulkita luottamuslauseeksi yrityksen tulevaisuudelle, mikä voi houkuttaa muita sijoittajia ostamaan samoja osakkeita (Lakonishok & Lee, 2001). Vastaavasti sisäpiirimyyntit voivat antaa negatiivisen signaalin markkinoille, erityisesti silloin, jos ne eivät liity yritysjohdon likviditeettitarpeisiin. Useiden tutkimusten mukaan sisäpiirikaupat voivat auttaa markkinoita prosessoimaan tietoa nopeammin, mutta niiden informaation sisältö vaihtelee markkinatilanteesta riippuen (Betzer & Theissen, 2009).

3.3 Agenttiteoria ja sisäpiiristot

Agenttiteoria käsittelee päämiehen (esim. osakkeenomistajat) ja agentin (esim. yrityksen johto) välistä suhdetta, jossa voi esiintyä intressiristiriitoja. Näitä ristiriitoja kutsutaan agenttiongelmiksi, ja ne syntyvät, kun agentin päätökset eivät välttämättä ole linjassa päämiehen etujen kanssa (Jensen & Meckling, 1976).

Agentin kannalta hyöty voi tarkoittaa esimerkiksi työsuhteen säilyttämistä, palkan ja etuuksien maksimointia tai riskin välttämistä. Tämä voi johtaa siihen, että agentti ei aina toimi päämiehen etujen mukaisesti. Päämiehen kannalta tärkeintä on yrityksen arvon maksimointi, joten ristiriitatilanteet voivat johtaa agenttikustannuksiin, kuten tehottomiin investointeihin tai liian varovaiseen liiketoimintaan.

Agenttiteorian mukaan näitä ristiriitoja voidaan vähentää kahdella tavalla. Agentille voidaan tarjota palkkioita ja osakeoptioita, jotka kannustavat häntä toimimaan päämiehen edun mukaisesti. Tätä kutsutaan kannustinmekanismiksi. Toinen tapa on seurata ja valvoa agentin toimintaa, mutta tämä aiheuttaa ylimääräisiä kustannuksia, kuten raportointivaatimuksia ja hallituksen tarkastusprosesseja. Näihin liittyy myös bonding costs, eli kustannukset, jotka syntyvät agentin pyrkiessä osoittamaan päämiehille, ettei hän toimi heidän etujaan vastaan. Esimerkiksi johtaja voi rajoittaa omia päätöksentekovaltuuksiaan tai hyväksyä pienempiä etuuksia rakentaakseen osakkeenomistajien luottamusta. (Jensen & Meckling, 1976.)

Sisäpiiristot voivat toimia mekanismina, joka yhdenmukaistaa agentin ja päämiehen intressejä. Kun yrityksen johto ostaa yrityksen osakkeita, heidän henkilökohtainen taloudellinen panoksensa yrityksen menestykseen kasvaa, mikä kannustaa heitä tekemään päätöksiä, jotka hyödyttävät kaikkia osakkeenomistajia (Betzer & Theissen, 2009). Toisaalta sisäpiiristot voivat herättää huolta mahdollisesta tiedon

hyväksikäytöstä, jos sisäpiiriläiset hyödyntävät ei-julkista tietoa omaksi edukseen (Fidrmuc, Goergen & Renneboog, 2006).

3.4 Käyttäytymisperusteinen rahoitus ja sijoittajien reaktiot

Käyttäytymisperusteinen rahoitus (behavioral finance) tarkastelee, miten psykologiset tekijät, kuten tunteet, ajatteluvirheet ja kognitiiviset rajoitteet, vaikuttavat sijoittajien päätöksentekoon. Toisin kuin perinteinen rahoitusteoria, joka olettaa sijoittajien toimivan aina rationaalisesti ja markkinoiden olevan tehokkaita, käyttäytymisperusteinen rahoitus tunnustaa sen, että ihmiset tekevät usein päätöksiä intuitioon, ennakkoluuloihin ja sosiaaliseen paineeseen perustuen. (Thaler, 1999).

Tämä haastaa tehokkaiden markkinoiden hypoteesin (EMH), erityisesti sen vahvan muodon, jonka mukaan kaikki saatavilla oleva tieto, mukaan lukien sisäpiiritieto, olisi jo täysin hinnoiteltu osakkeisiin. Käytännössä sijoittajien reaktiot sisäpiirikauppoihin osoittavat, että markkinat eivät aina toimi täysin tehokkaasti. (Barberis & Thaler, 2003.)

Yksi tunnetuimmista käyttäytymistaloustieteen ilmiöistä on sijoittajien taipumus yli- tai alireagoida uuteen tietoon. Kun yrityksen sisäpiiriläinen tekee suuren oston, ulkopuoliset sijoittajat voivat tulkita tämän erittäin positiiviseksi signaaliksi ja alkaa ostaa osaketta joukolla. Tällainen käyttäytyminen voi johtaa osakekurssin ylinousuun, joka ei ole linjassa yhtiön todellisten fundamenttien kanssa. Vastaavasti sisäpiirimyyntit voidaan nähdä huolestuttavina, vaikka ne saattavat perustua henkilökohtaisiin likviditeettitarpeisiin. Tämän seurauksena voi tulla liiallinen kurssilasku. (Shleifer, 2000.)

Toinen käyttäytymisperusteisen rahoituksen keskeinen havainto on laumakäyttäytyminen. Sijoittajat tarkkailevat muiden toimintaa ja tekevät päätöksiään toisten sijoittajien esimerkin perusteella, etenkin epävarmoissa tilanteissa. Esimerkiksi kun näkyvä sisäpiiriläinen tekee suuria kauppvoja, muut sijoittajat voivat seurata perässä

ilman itsenäistä analyysiä. Tämä voi lisätä markkinoiden volatilitteettia ja synnyttää irrationaalisia hintaliikkeitä. Tämä voimistaa niin kurssinousuja sekä laskuja. (Bikhchandani, 1992.)

Lisäksi sijoittajilla voi esiintyä ylikuottamusta omiin kykyihinsä tulkita markkinatietoa. Tämä itsevarmuusvinouma voi johtaa ylimitoitettuihin reaktioihin ja riskin aliarvioimiseen, mikä puolestaan voi pahentaa sisäpiirikauppoihin liittyviä markkinareaktioita (Daniel, Hirshleifer & Subrahmanyam, 1998).

4 Sisäpiirikauppojen vaikutus osakkeisiin

Teoriaosuudessa esiteltiin keskeiset viitekehukset, kuten tehokkaiden markkinoiden hypoteesi (EMH), informaation epäsymmetria, agenttiteoria sekä käyttäytymisperusteinen rahoitus, joiden kautta sisäpiirikauppojen vaikutuksia voidaan tarkastella. Tässä empiirisessä osiossa tarkastellaan useita tunnettuja tutkimuksia, jotka ovat käsitelleet sisäpiirikauppoja ja niiden vaikutusta osakekursseihin. Tarkoituksena on selvittää, tukevatko nämä tutkimukset tämän kirjallisuuskatsauksen hypoteeseja:

1. Sisäpiirikaupat vaikuttavat osakekursseihin.
2. Ostot vaikuttavat enemmän kuin myynnit.

Tutkimusten avulla pyritään vastaamaan siihen, onko sisäpiirikaupalla johdonmukaisesti havaittavaa vaikutusta osakemarkkinoiden hinnoitteluun sekä onko ostoilla ja myynneillä erisuuntainen informatiivinen vaikutus.

4.1 Sisäpiirikaupat ja markkinoiden tehokkuus

Rozeffin & Zamanin (1988) tutkimuksessa he käsittelevät keskeisesti kysymystä siitä, voivatko ulkopuoliset sijoittajat hyötyä julkisesti saatavilla olevasta sisäpiiritiedosta, ja mitä tämä kertoo markkinoiden tehokkuudesta. Tutkimus haastaa tehokkaiden markkinoiden hypoteesin (EMH), erityisesti sen vahvan muodon, jonka mukaan kaikki olennainen tieto mukaan lukien sisäpiiritieto olisi jo täysin hinnoiteltu osakkeisiin.

Tutkimuksessa käytettiin SEC:n keräämiä sisäpiirikaupparaportteja Yhdysvalloista vuosilta 1975–1981. Rozeff & Zaman (1988) tarkastelevat erityisesti sitä, miten osakekurssit käyttäytyivät sisäpiiriostojen ja -myyntien jälkeen. He analysoivat, syntyikö näistä tapahtumista ylituottoja, ja jos kyllä, olivatko ne sijoittajien hyödynnettävissä tehokkaasti. Ulkopuolisia sijoittajia tarkasteltiin erikseen, ja selvitettiin, olisivatko he voineet jäljitellä sisäpiirikauppoja ja saavuttaa ylimääräisiä tuottoja.

Rozeff & Zaman (1988) huomasivat, että ulkopuolisten sijoittajien ylituotot eivät olleet merkittäviä, kun huomioitiin realistiset kaupankäyntikustannukset. Kun sijoittajat yrittivät hyödyntää sisäpiiriestojen signaaleja, he saavuttivat vain 2–6 %:n epänormaaleja tuottoja vuodessa. Tämä etu kuitenkin katosi, kun analyysiin lisättiin 2 %:n transaktiokustannus, joka oli tyypillinen kaupankäynnin kulurakenne kyseisenä aikana.

Tulokset olivat voimakkaampia pienyhtiöissä. Suurin osa ylituotoista tuli pienistä ja alhaisen likviditeetin osakkeista, joissa informaatio liikkuu hitaammin ja joissa yksittäisen sisäpiiriläisen vaikutus kurssiin voi olla suurempi. Tämä viittaa siihen, että sisäpiiritieto voi olla erityisen arvokasta tehottomammin hinnoitelluilla markkinoilla.

Itse sisäpiiriläiset saivat rajoitetusti ylituottoja. Vaikka sisäpiiriläisten kaupat tuottivat keskimäärin positiivisia epänormaaleja tuottoja noin 3 % vuodessa, nämä tuotot eivät olleet erityisen suuria. Tämä tukee näkemystä, että jopa sisäpiiriläisten etu on rajallinen hyvin säännellyssä ja seuratussa markkinaympäristössä. Vaikka sisäpiiritiedolla näytti olevan informaatioisisältöä, markkinat hinnoittelivat sen suhteellisen nopeasti ja tehokkaasti, eikä ulkopuolisten ollut helppoa saavuttaa ylituottoja pelkästään seuraamalla sisäpiirikauppoja.

Tutkimuksen tulokset vahvistavat puolivahvan muodon EMH:n, jossa julkisesti saatavilla oleva tieto hinnoitellaan nopeasti osakkeisiin. Vaikka sisäpiiritiedolla voi olla merkitystä, erityisesti ostoissa sen hyödyntäminen ei ole systemaattisesti kannattavaa ulkopuolisille sijoittajille, kun transaktiokustannukset ja käytännön rajoitteet otetaan huomioon.

Rozeffin & Zamanin (1988) työ on ollut merkittävä taustoitus myöhemmälle tutkimukselle ja toimii edelleen tärkeänä viitekehystenä sisäpiirikauppojen tutkimuksessa. Se myös vahvistaa sen, että pelkkä tieto sisäpiirikaupoista ei riitä.

Sijoittajien on ymmärrettävä konteksti, markkinatilanne ja sisäpiiriläisen motiivit, jotta kaupankäynnistä voisi mahdollisesti hyötyä.

Seyhun (1986) analysoi tutkimuksessa noin 60 000 sisäpiirikauppaa 769 yhdysvaltalaisessa pörssiyhtiössä vuosina 1975–1981. Tutkimuksen tavoitteena on selvittää, voivatko sisäpiiriläiset saavuttaa epänormaaleja tuottoja ja miten heidän kaupankäyntinsä vaikuttaa markkinoiden tehokkuuteen.

Sisäpiiriläiset onnistuivat ennakoimaan osakekurssien poikkeuksellisia muutoksia. He ostivat osakkeita ennen kurssinousuja ja myivät ennen laskuja. Erityisesti johtajat, jotka olivat läheisesti mukana yrityksen päivittäisessä toiminnassa, kuten toimitusjohtajat ja hallituksen puheenjohtajat, saavuttivat merkittäviä tuottoja.

Seyhun (1986) huomasi, että pienemmissä yrityksissä sisäpiiriläiset saavuttivat suurempia epänormaaleja tuottoja verrattuna suurempiin yrityksiin. Tämä viittaa siihen, että pienemmissä yrityksissä sisäpiiritiedon hyödyntäminen on tehokkaampaa

Vaikka sisäpiirikauppojen tiedot julkaistiin virallisissa raporteissa, ulkopuoliset sijoittajat eivät pystyneet saavuttamaan merkittäviä tuottoja näiden tietojen perusteella, kun otetaan huomioon kaupankäyntikustannukset. Tämä tukee puolivahvan muodon tehokkaiden markkinoiden hypoteesia, jonka mukaan julkisesti saatavilla oleva tieto hinnoitellaan nopeasti, mutta ei täydellisesti. Seyhunin tutkimus on edelleen keskeinen viitekohta sisäpiirikauppojen tutkimuksessa ja osoittaa, että informaation epäsymmetria on merkittävä haaste markkinoiden tehokkuudelle.

4.2 Sisäpiirikauppojen tuottojen arviointi

Jeng, Metrick & Zeckhauser (2003) tarkastelevat sisäpiirikauppojen tuottoja keskittyen erityisesti siihen, kuinka paljon sisäpiiriläiset itse hyötyvät kaupankäynnistään. Heidän

lähestymistapansa eroaa aiemmasta kirjallisuudesta, joka on pääasiassa keskittynyt sisäpiirikauppojen informatiivisuuteen ulkopuolisille sijoittajille.

Tutkijat rakensivat kaksi salkkua: ostoportfolion, joka sisälsi kaikki sisäpiiriläisten ostamat osakkeet, ja myyntiportfolion, joka sisälsi kaikki myydyt osakkeet. Nämä salkut pidettiin kuuden kuukauden ajan, mikä vastaa Yhdysvaltain arvopaperilainsäädännön short-swing-sääntöä, joka estää sisäpiiriläisiä hyötymästä lyhytaikaisista kaupoista. Salkkujen tuottoja analysoitiin käyttäen erilaisia suorituskyvyn arviointimenetelmiä.

Jeng, Metrick & Zeckhauser (2003) huomaavat, että sisäpiiriläisten ostot tuottivat keskimäärin yli 6 %:n ylituoton vuodessa. Merkittävä osa tästä tuotosta kertyi ensimmäisen kuukauden aikana kaupankäynnin jälkeen. Sen sijaan sisäpiiriläisten myynneillä ei havaittu merkittäviä ylituottoja. Tutkijat arvioivat, että sisäpiirikauppojen aiheuttama kustannus ulkopuolisille sijoittajille oli noin 0,10 dollaria 10 000 dollarin transaktiota kohden, mikä viittaa siihen, että vaikutus markkinoihin on vähäinen.

Tutkimus tarjoaa näyttöä siitä, että sisäpiiriläiset voivat saavuttaa merkittäviä ylituottoja erityisesti ostoillaan, mikä haastaa vahvan markkinatehokkuuden hypoteesin. Kuitenkin, koska sisäpiirikauppojen osuus kokonaismarkkinasta on pieni, niiden vaikutus markkinoiden yleiseen tehokkuuteen ja ulkopuolisten sijoittajien asemaan on rajallinen.

Heinkel & Kraus (1987) tarkastelevat tutkimuksessaan sisäpiirikauppojen vaikutusta osakkeiden tuottoihin Vancouverin pörssissä, jossa sääntely oli tutkimusajankohtana verrattain kevyttä. Heidän analyysinsä osoittaa, että sisäpiiriläiset pystyvät saavuttamaan merkittäviä ylituottoja hyödyntämällä ei-julkista tietoa. Tutkimuksen tulokset viittaavat siihen, että markkinat eivät ole täysin tehokkaita vahvan muodon EMH:n näkökulmasta, koska sisäpiiritiedon hyödyntäminen mahdollisti ylimääräisten tuottojen saavuttamisen. Havainnot tukevat käsitystä, että tiedon epäsymmetria tarjoaa etulyöntiaseman markkinoilla niille toimijoille, joilla on pääsy sisäpiiritietoon.

Lisäksi Heinkel ja Kraus (1987) korostavat tutkimuksessaan sääntelyn merkitystä. Heidän mukaansa tehokkaampi sääntely ja valvonta voisivat heikentää sisäpiirikauppojen kannattavuutta ja parantaa markkinoiden informaatioefektiivisyyttä. Vancouverin pörssin esimerkki osoittaa, että heikosti valvotuilla markkinoilla sisäpiiritiedon hyväksikäyttö voi olla järjestelmällistä ja johtaa epäreiluihin etuihin. Tämä tutkimus vahvistaa näkemystä, että ilman riittävää sääntelyä sisäpiirikaupat voivat heikentää sijoittajien luottamusta ja markkinoiden toiminnan oikeudenmukaisuutta.

Givoly & Palmon (1985) tarkastelevat, missä määrin sisäpiirikaupat erityisesti yritysjohdon osakeostot ja -myynnit perustuvat sisäpiiritiedon hyväksikäyttöön. Tutkimus pyrkii erottamaan normaalin kaupankäynnin (esim. likviditeettitarpeet) aidosta informaatioon perustuvasta kaupankäynnistä.

Givoly & Palmon (1985) pohtivat, voivatko sisäpiiriläiset saavuttaa ylimääräisiä tuottoja hyödyntämällä ei-julkista tietoa. Ja onko markkinareaktio symmetrinen osto- ja myyntitapahtumien kohdalla. Tutkimuksessa käytettiin SEC:n Form 4 -ilmoituksia vuosilta 1971–1974. Tarkastelussa oli 1 000 yritysjohdajan tekemää sisäpiirikauppaa. Tutkijat analysoivat näiden tapahtumien jälkeisiä absoluuttisia ja suhteellisia osaketuottoja.

He erottelivat tapahtumat, jotka ajoittuivat ennen suuria uutisia esimerkiksi tulosvaroitus. Ei-ennakoivat tapahtumat, joilla ei ollut nähtävissä yhteyttä yhtiökohtaisiin uutisiin. Sisäpiiriostopien jälkeen havaittiin positiivisia epänormaaleja tuottoja, erityisesti ostot ennen hyviä uutisia antoivat merkittäviä etuja sisäpiiriläisille. Keskimääräinen ylituotto 12 kuukauden aikana oli 6–8 %. Myynneillä on heikompi signaalivaikutus

Sisäpiirimyynteillä ei havaittu yhtä selkeitä ja johdonmukaisia negatiivisia tuottoja. Tämä tukee aiempien tutkimusten löydöksiä, joiden mukaan myynnejä on vaikeampi tulkita Ne voivat johtua esimerkiksi verotuksesta tai hajautustarpeesta. Tiedon hyväksikäyttö

erityisen todennäköistä ennen yritys uutisia. Kun ostot tapahtuivat ennen suuria positiivisia uutisia, esimerkiksi tulosjulkistuksia tai osinkojen nostoa, kurssinousut olivat selvästi suurempia. Oikea-aikaisuus ei ollut sattumaa. Useiden sisäpiiristöjen ajoitus oli tilastollisesti merkitsevästi parempi kuin satunnaisen sijoittajan ajoitus.

Givoly & Palmon (1985) tutkimus tukee näkemystä, että sisäpiiriläiset voivat käyttää ei-julkista tietoa hyväkseen saavuttaakseen ylimääräisiä tuottoja. Erityisesti ostot ennen merkittäviä positiivisia tapahtumia osoittautuivat kannattaviksi. Samalla tutkimus osoittaa, että pelkkä sisäpiirimyynti ei aina ole negatiivinen signaali.

Tämä antaa lisäpainoa signaaliteorialle ja haastaa vahvan muodon tehokkaiden markkinoiden hypoteesia. Tulokset myös tukevat sääntelyn tarpeellisuutta, sillä ei-julkisen tiedon hyödyntäminen ilman ilmoitusvelvoitetta voi aiheuttaa markkinoiden epätasapainoa.

4.3 Tutkimukset ilman ylituottoja

Chakravarty & McConnell (1999) tutkivat, johtaako sisäpiirikauppa nopeampaan hintojen määräytymiseen verrattuna tavallisiin osakekauppoihin. He analysoivat Ivan Boeskyn osakeostoja Carnationin osakkeissa ennen Nestlén yritysostoa vuonna 1984.

Tulokset osoittavat, että sekä sisäpiirikaupat että muut osakeostot korreloivat positiivisesti osakekurssien nousun kanssa. Boeskyn kauppojen vaikutus osakekurssiin ei kuitenkaan eroa tilastollisesti muista kaupoista, mikä viittaa siihen, että sisäpiirikaupat eivät välttämättä johda nopeampaan hinnan määräytymiseen.

Tarkka tapausanalyysi antaa yksityiskohtaista tietoa sisäpiirikauppojen vaikutusmekanismeista. Tutkimuksen rajautuminen yhteen tapaukseen rajoittaa tulosten yleistettävyyttä. Tutkimus ei myöskään huomioi informaation epäsymmetriaa eri toimialojen välillä.

Lakonishok & Lee (2001) analysoivat sisäpiirikauppoja Yhdysvaltain osakemarkkinoilla (NYSE, AMEX ja Nasdaq) vuosina 1975–1995. He tarkastelevat kaikkien listattujen yhtiöiden sisäpiirikauppoja, keskittyen erityisesti siihen, kuinka nämä kaupat ennustavat tulevia osaketuottoja. Yli puolessa tutkituista yhtiöistä esiintyi sisäpiirikauppoja vuosittain. Markkinat reagoivat heikosti sekä itse kauppoihin että niiden raportointiin SEC:lle. Sisäpiirit ovat usein vastavirtaan kulkevia sijoittajia, mutta heidän strategiansa tuottavat parempia tuloksia kuin yksinkertaiset vastavirtaan perustuvat strategiat.

Lakonishok & Lee (2001) huomasivat, että sisäpiirikauppojen informatiivisuus korostuu erityisesti pienempien yhtiöiden osakkeissa. Sisäpiiriostot ennustavat tulevia osaketuottoja paremmin kuin myynnit, jotka usein liittyvät henkilökohtaisiin syihin eikä niinkään yhtiön tulevaisuuden näkymiin.

Tutkimus osoittaa, että sisäpiirikaupat, erityisesti ostot, voivat sisältää arvokasta informaatiota tulevista osaketuotoista. Tämä informaatio on erityisen merkittävää pienempien yhtiöiden kohdalla. Markkinoiden heikko reaktio näihin kauppoihin viittaa siihen, että kaikki sisäpiiritieto ei heijastu välittömästi osakekursseihin, mikä haastaa tehokkaiden markkinoiden hypoteesin.

5 Johtopäätökset

Tämä kirjallisuus katsaus pyrki tutkimaan sisäpiirikauppojen vaikutusta osakekursseihin. Kirjallisuuskatsaus sisältää laajan teoria osuuden, jossa käsitellään aiheeseen liittyviä rahoitusteorioita. Sekä kirjallisuuskatsauksessa selvitetään aiempien tutkimusten avulla vastausta tutkimuskysymyksiin.

Tarkastelun keskiössä olivat kaksi keskeistä hypoteesia: ensinnäkin, että vaikuttaako sisäpiirikaupat osakekursseihin, ja toiseksi, että onko sisäpiiristoilla suurempia vaikutuksia kuin sisäpiirimyynteillä. Useiden tutkimustulosten perusteella voidaan todeta, että ensimmäisen hypoteesin kohdalla on selkeää näyttöä siitä, että sisäpiirikaupoilla on mahdollista saada tavallista parempia tuottoja. Tuotot eivät kuitenkaan ole merkittävästi parempia ja tavallisen sijoittajan on enää vaikea hyötyä näistä sisäpiirikaupoista.

Huomattiin selkeästi, että ennen isompia uutistapahtumia tuotot ovat suurimmillaan. Tämä viittaa selkeästi siihen, että markkinat eivät ole täysin tehokkaita. Erityisesti vahvan muodon EMH:n näkökulmasta, jossa oletetaan kaiken informaation olevan jo hinnoiteltuna osakkeisiin. Tätä vahvaa muotoa voidaan kyseenalaistaa suurelta osin tutkimusten perusteella. Tämä myös kertoo mielestäni, että laitonta sisäpiiritietoa käytetään hyväksi.

Pienten ja suurten yritysten välillä oli myös eroja. Pienissä yhtiöissä sai parempia tuottoja, johtuen niiden hitaammasta reagoinnista informaatioon. Toisin kuin suuret, jotka ovat tarkemmin seurannassa reagoivat nopeammin ja tehokkaammin. Yhteenvetona voidaan todeta, että ensimmäinen hypoteesi vahvistui.

Toinen hypoteesi, jonka mukaan ostot ovat myyntejä informatiivisempia, saa myös tukea. Useat tutkimukset osoittivat, että ostojen jälkeen seuraa positiivisia epänormaaleja tuottoja, kun taas myyntien jälkeen ei havaittu samanlaista systemaattista kurssikehitystä. Givoly & Palmonin (1985) tutkimuksessa havaittiin kuitenkin, että

myynneillä voi olla vaikutuksia erityisesti ennen negatiivisia uutisia, mikä viittaa siihen, että sisäpiirimyyntit voivat joissain tilanteissa olla yhtä informatiivisia kuin ostot. Tästä huolimatta voidaan yleisellä tasolla todeta, että ostot ennakoivat tuottoja useammin ja voimakkaammin kuin myynnit.

Suurin osa tässä työssä käsitellyistä tutkimuksista on julkaistu 1980–2000-luvuilla. Tämä johtuu osittain siitä, että sisäpiirikauppojen vaikutuksia osakemarkkinoihin alettiin empiirisesti tutkia järjestelmällisesti juuri tuolloin, ja monet alan keskeisistä teoreettisista ja empiirisistä tutkimuksista ovat peräisin tältä ajanjaksolta. Vaikka kyseessä ovat edelleen arvostetuissa julkaisuissa ilmestyneet, laajasti siteeratut ja akateemisesti hyväksytyt lähteet, on perusteltua pohtia, vaikuttaako lähteiden ikä tutkimuksen ajantasaisuuteen ja luotettavuuteen.

Tutkimuksen keskeiset ilmiöt, kuten markkinatehokkuus, informaation epäsymmetria ja sisäpiiritiedon hyödyntäminen ovat edelleen relevantteja, eikä niiden perusoletuksia ole myöhemminkään kyetty kumoamaan. Toisaalta viimeaikaiset muutokset markkinarakenteissa, kuten algoritmikaupankäynnin lisääntyminen, sääntelykehityksen uudistukset ja digitaalisten alustojen vaikutus tiedon leviämiseen, saattavat vaikuttaa siihen, miten sisäpiirikauppojen vaikutus nykyisin ilmenee. Voidaan kuitenkin sanoa, että tämä kirjallisuus katsaus on paikkaansa pitävä myös tänä päivänä

Kokonaisuutena voidaan todeta, että sisäpiirikaupat ovat merkittävä ilmiö osakemarkkinoiden kannalta. Ne eivät ainoastaan haasta teoreettista näkemystä tehokkaista markkinoista, vaan myös osoittavat, että sijoittajien käyttäytymisellä ja tiedon epäsymmetrialla on keskeinen rooli osakehintojen muodostumisessa. Sääntelyn näkökulmasta tutkimustulokset tukevat sisäpiiritiedon käytön rajoittamista ja läpinäkyvyyden lisäämistä, jotta markkinoiden reiluus ja luottamus säilyvät.

Lähteet

Akerlof G. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3, 488-500.

<https://www.jstor.org/stable/1879431>

Barberis, N. & Thaler, R. (2003). A Survey of Behavioral Finance. *Handbook of the Economics of Finance*, Vol. 1, part B, 1053-1128.

<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1574010203010276>

Betzer A. & Theissen E. (2009). Insider Trading and Corporate Governance: The Case of Germany. *European Financial Management*, Vol. 15, issue 2, 402-429.

<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1468-036X.2007.00422.x>

Bikhchandani, S., Hirshleifer, D. & Welch, I. (1992). A Theory of Fads, Fashion, Custom and Cultural Change as Informational Cascades. *Journal of Political Economy*, vol 100, no 5, 992-1026.

<https://snap.stanford.edu/class/cs224w-readings/bikhchandani92fads.pdf>

Burton G. M. (2003). The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. *Journal of Economics Perspectives*, Vol. 17, No. 1, 59-82.

<https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/089533003321164958>

Chakravarty, S. & McConnell, J. (1999). Does Insider Trading Really Move Stock Prices? *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 34, No. 2, 191-200.

<https://www.jstor.org/stable/2676278>

Daniel, K., Hirshleifer, D. & Subrahmanyam, A. (1998). Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions. *Journal of Finance*, Vol. 53, No. 6, 1839-1885.

https://www.jstor.org/stable/117455?read-now=1&seq=1#page_scan_tab_contents

Dolan, B. (2023). Rule 10b-5: Definition and Role in Securities Fraud.
<https://www.investopedia.com/terms/r/rule10b5.asp>

Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. The Journal of Finance, Vol. 25, No.2, 383-417.
https://www.jstor.org/stable/2325486?read-now=1&seq=1#page_scan_tab_contents

Fidrmuc, J., Goergen, M. & Renneboog, L. (2006). Insider Trading, News Releases, and Ownership Concentration. The Journal of Finance, Vol. 61, Issue 6, 2931-2973.
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1540-6261.2006.01008.x>

Givoly, D. & Palmon, D. (1985). Insider Trading and the Exploitation of Inside Information: Some Empirical Evidence. The Journal of Business, Vol 58, No. 1, 69-87.
<https://www.jstor.org/stable/2352910?seq=1>

Jeng, L., Metrick, A. & Zeckhauser, R. (2003). Estimating the Returns to Insider Trading: A Performance-Evaluation Perspective. The Review of Economics and Statistics, Vol. 85, No. 2, 453-471.
<https://www.jstor.org/stable/3211592>

Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, Vol. 3, Issue 4, 305-360.
<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X>

Finanssivalvonta (2024). Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus.
[Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus - Liikkeeseenlaskijat ja sijoittajat - www.finanssivalvonta.fi](https://www.finanssivalvonta.fi)

Finanssivalvonta (2018). Markkinoiden väärinkäyttöasetus.

<https://www.finanssivalvonta.fi/saantely/saantelykokonaisuudet/markkinoiden-vaarinkayttoasetus/>

Finanssivalvonta (2018). Johtohenkilöiden liiketoimet ja suljettu ikkuna. <https://www.finanssivalvonta.fi/saantely/saantelykokonaisuudet/markkinoiden-vaarinkayttoasetus/johtohenkiloiden-liiketoimet/>

Heinkel, R. & Kraus, A. (1987). The Effect of Insider Trading on Average Rates of Return. The Canadian Journal of Economics, Vol. 20, No. 3, 588-611. <https://www.jstor.org/stable/135397>

Häyrynen, J. & Parkkonen, J. (2006). Sisäpiiriläinen – velvollisuudet ja mahdollisuudet.

U.S. Securities and Exchange Commission. Insider Trading Arrangements and Related Disclosures (2024).

<https://www.sec.gov/resources-small-businesses/small-business-compliance-guides/insider-trading-arrangements-and-related-disclosures>

Jeng, L., Metrick, A. & Zeckhauser, R. (2003). Estimating the Returns to Insider Trading: A Performance-Evaluation Perspective. The Review of Economics and Statistics, Vol. 85, No. 2, 453-471.

https://www.jstor.org/stable/3211592?read-now=1&seq=1#page_scan_tab_contents

Knuts, M. (2011). Sisäpiirisäätely arvopaperimarkkinoilla. Helsinki: Talentum.

Knüpfer, S. & Puttonen, V. (2018). Moderni rahoitus. Helsinki: Alma Talent.

Lakonishok, J. & Lee, I. (2001). Are Insider Trades Informative? The Review of Financial Studies, Vol. 14, No. 1, 79-111.

<https://www.jstor.org/stable/2696757>

Rozeffin, M. S. & Zamanin, M. A. (1988). *Market Efficiency and Insider Trading: New Evidence*. The Journal of Business, Vol. 61, No. 1, 25-44.

<https://www.jstor.org/stable/2352978>

Seyhun, H. (1986). Insiders' Profits, Costs of Trading, and Market Efficiency. Journal of Financial Economics, Vol. 16, Issue 2, 189-212.

<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0304405X86900607>

Shleifer, A. (2000). *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*. Oxford University Press.

<https://academic.oup.com/book/27761>

Thaler, R. (1999). Mental accounting matters. Journal of Behavioral Decision Making, Vol. 12, Issue 3, 183-206.

<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/%28SICI%291099-0771%28199909%2912%3A3%3C183%3A%3AAID-BDM318%3E3.0.CO%3B2-F>

The Law of the Financial Markets (2018). Insider Trading - The Legal and Illegal.

https://academic.oup.com/book/27761_gal_and_Illegal_-_SECLaw

Turtiainen, M. (2022). Mitä on sisäpiiritieto?

https://www.edilex.fi/defensor_legis/1000680009