

**JÄRKEVÄ SJOITTAJA – ARVOPAPERIMARKKINAOIKEUDELLINEN TUT-
KIELMA NORMATIIVISESTA RATIONAALISUUDESTA JA MARKKI-
NASÄÄNTELYN SJOITTAJAKUVASTA**

Matias Moberg
Pro gradu -tutkielma
Helsingin yliopisto
Oikeustieteellinen tiedekunta
Ohjaaja: Mårten Knuts
Syyskuu 2016



Tiedekunta/Osasto Fakultet/Sektion – Faculty		Laitos/Institution – Department	
Oikeustieteellinen tiedekunta		–	
Tekijä/Författare – Author			
Matias Moberg			
Työn nimi / Arbetets titel – Title			
Järkevä sijoittaja – Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkielma normatiivisesta rationaalisuudesta ja markkinasääntelyn sijoittajaku- vasta			
Oppiaine / Läroämne – Subject			
Kauppaoikeus / Arvopaperimarkkinaoikeus			
Työn laji/Arbetets art – Level		Aika/Datum – Month and year	Sivumäärä/ Sidoantal – Number of pages
Pro gradu -tutkielma		Syyskuu 2016	XXIII + 85
Tiivistelmä/Referat – Abstract			
<p>Arvopaperimarkkinoiden sisäpiirisääntelyn tehtävänä on turvata sijoittajien tasapuoliset mahdollisuudet hyödyntää informaatiota. Sääntelyn tulee yhtäältä varmistaa, että markkinatoimijat saavat käyttöönsä sijoitustoiminnassa tarvitsemansa informaation sekä toisaalta huolehtia, etteivät lähellä arvopaperien liikkeesenlaskijoita toimivat sijoittajat pääse hyödyntämään epäoikeutettua tiedolista etumatkaa muiden sijoittajien vahingoksi. Markkinasääntelyn tulee kyetä erottamaan markkinoiden informaatiomassasta olennainen tietoinen, jota sijoittajat tarvitsevat sijoituspäätöksensä perusteeksi. Sisäpiirisääntelyssä tiedon olennaisuutta arvioidaan järkevän sijoittajan tulkintastandardin avulla.</p> <p>Järkevä sijoittaja kuvaa hypoteettista markkinatoimijaa, jonka päätöksentekokriteerien mukaisesti sisäpiiritiedon olennaisuuskynnys määritetään. Järkevä sijoittaja ilmentää siten normatiivisesti asetettuja ja hyväksytyjä oletuksia inhimillisestä päätöksenteosta ja sen rajoitteista. Oletus sijoittajien rationaalisuudesta on keskeinen teema myös taloustieteen teorianmuodostuksessa, josta myös normatiivinen sijoittajakuva saa aineellisen sisältönsä. Perinteisen sijoittajakuvan taustalle on asetettu uusklassisen taloustieteen muotoilema rationaalinen sijoittaja, jonka sisäisten preferenssien ohjaama analyttinen päätöksenteko johtaa sijoittajan hyödyn maksimoiviin valintoihin ja sijoituspäätöksiin. Rationaalisen valinnan teoriaa ja sen sijoittajakuvaa on kritisoitu etenkin behavioristisen rahoitustieteen (<i>behavioral finance</i>) tutkimuksessa, jossa rationaalisuuden rajallisuus nostetaan päätöksenteon mallinnuksen keskiöön. Todellisuudessa toteutuvat valinnat ovat tilannesidonnaisia ja jälkikäteen tarkasteltuna vain harvoin yksilön kannalta optimaalisia. Rationaalisuuden rajallisuus on inhimillisen päätöksenteon ominaispiirre, jonka normatiivinen arvottaminen muodostaa markkinoiden sääntelyssä kriittisen linkin sääntelyn ohjausvaikutuksen ja oikeudenmukaisuuden välille.</p> <p>Järkevän sijoittajan markkinalähtöinen määrittely edellyttää taloustieteen tuottaman tiedon hyödyntämistä ja sen taustaoletusten kriittistä arviointia normatiivisessa sovelluskontekstissa. Tutkielmassa tarkastellaan normatiivisen sijoittajakuvan rakentumista empiirisen ja normatiivisen tieteen leikkauspisteessä sekä kartoitetaan reunaehtoja taloudellis-juridiselle käsitteenmuodostukselle ja arvopaperimarkkinaoikeudelliselle laintulkinnalle. Lisäksi tutkielman teoreettisessa osassa vertaillaan taloustieteen sijoittajakuvien eroja ja arvioidaan etenkin behavioristisen tutkimuksen tuottamaa lisäarvoa normatiiviselle päätöksen mallintamiselle.</p> <p>Järkevän sijoittajan tulkintastandardin haasteellisuus kulminoituu käsitteen avoimuuteen. Avointa käsitettä voidaan mukauttaa tapauskohtaisiin olosuhteisiin, mikä on välttämätöntä nopeasti muuttuvassa markkinaympäristössä. Toisaalta monitahoiselle käsitteelle tuomioistuinratkaisussa annettavaa sisältöä on mahdoton ennakoida, mikäli ei voida yksilöidysti osoittaa, millaista käyttäytymistä on kulloinkin pidettävä <i>järkevänä</i>. Vaatimus järkevän sijoittajan määrittelyn ennakoitavuudesta ja sääntelyn johdonmukaisuudesta korostuvat eurooppalaisessa sääntelykehikossa, jossa markkinoiden väärinkäyttöasetuksen (<i>market abuse regulation</i>, MAR) voimaantulon myötä sisäpiirisääntely siirtyi jäsenvaltioissa suoraan sovellettavan unionioikeuden alle. Tutkielmassa analysoidaan järkevän sijoittajan käsitettä tavoitteena määrittää perusteltu sisältö yhteiseurooppalaisen tulkintastandardin perustaksi.</p> <p>Inhimillisen päätöksenteon rationaalisuudebatin ohella modernien arvopaperimarkkinoiden tekninen kehitys asettaa uusia haasteita sääntelyn sijoittajakuvan muotoilulle. Sijoitustoiminnan automatisoitumisen myötä tietoa analysoi ja yksittäisiä sijoituspäätöksiä ohjaa ihmisen sijaan yhä useammin sijoitusohjelmiston algoritmi, mikä merkittävästi muuttaa markkinoiden toimintalogiikkaa. Koneellisen laskentatehon myötä sijoittajat pystyvät havaitsemaan ja hyödyntämään yhä pienempiä informaatioeroja, jolloin myös tiedon olennaisuuskynnys on määriteltävä uudelleen. Lisäksi algoritmissa kaupankäynnissä automaatio mahdollistaa informaatioedun hakemisen kokonaan uusista lähteistä, ja moderneilla arvopaperimarkkinoilla järkevän sijoittajan huomio kohdistuu muualle kuin perinteisen sijoittajan tarkkailemaan arvopaperin pörssikurssiin. Tutkielmassa selvitetään algoritmikaupan aikaansaamia haasteita järkevän sijoittajan tulkintastandardille ja eritellään tekijöitä, joita normatiivisen sijoittajakuvan tehokas ja oikeudenmukainen tulkinta moderneilla arvopaperimarkkinoilla edellyttää.</p>			
Avainsanat – Nyckelord – Keywords			
arvopaperikauppa – arvopaperimarkkinat – sijoittajansuoja – sisäpiiritieto – rationaalisen valinnan teoria – rationaalisuus			
Säilytyspaikka – Förvaringställe – Where deposited			
Helsingin yliopiston kirjasto			
Muita tietoja – Övriga uppgifter – Additional information			

SISÄLLYSLUETTELO

LÄHTEET	IV
LYHENTEET.....	XXII
1 JOHDANTO	1
1.1 TUTKIELMAN TAUSTA	1
1.2 TUTKIELMAN KYSYMYKSENASETTELU JA TAVOITTEET.....	4
1.3 TUTKIELMAN METODI JA RAKENNE.....	5
2 LAIN TULKINTA ARVOPAPERIMARKKINAOIKEUDESSA – TULKINNAN TEOREETTISET LÄHTÖKOHDAT	9
2.1 ARVOPAPERIMARKKINAT OIKEUDELLISENA TULKINTAYMPÄRISTÖNÄ	9
2.2 MARKKINASÄÄNTELYN TAVOITTEET	11
2.2.1 Markkinatehokkuus.....	12
2.2.2 Markkinaluottamus	14
2.3 TULKINTAA OHJAAVAT PERIAATTEET	15
2.3.1 Laillisuusperiaatteellinen ennakoitavuus	16
2.3.2 Tulkinnan teleologisuus ja tavoiteorientaatio	18
2.3.3 EU-oikeudelliset erityisvaikutukset	19
2.4 TIETEENPARADIGMOJEN ERO – EMPIIRINEN JA NORMATIIVINEN TIEDE TIEDON TUOTTAJINA JA HYÖDYNTÄJINÄ	22
2.4.1 Taloustiede – todellisuuden empiirinen tutkimus	23
2.4.2 Taloustiede oikeudellisessa argumentaatiossa	25
3 TALOUSTIETEEN SJOITTAJAKÄSITYS JA VALINNAN TEORIA	31
3.1 RATIONAALINEN SJOITTAJA TEHOKKAILLA MARKKINOILLA – RATIONAALISUUDEN MARKKINANÄKÖKULMA.....	31
3.2 NEOKLASSISEN RATIONAALISUUDEN HAASTAMINEN – RATIONAALISUUDEN SJOITTAJANÄKÖKULMA	32
3.2.1 Ihmismielen rajallisuus	34
3.2.2 Riski ja preferenssit päätöksenteossa	35
3.3 NORMATIIVISEN TULKINTASTANDARDIN HAHMOTTAMINEN.....	39
4 JÄRKEVÄ SJOITTAJA – RATIONAALISUUDEN NORMATIIVINEN TULKINTASTANDARDI	42
4.1 SJOITTAJAN JÄRKEVYYS – NORMATIIVINEN RATIONAALISUUS	42
4.2 SJOITTAJAN PÄÄTÖKSENTEON PERUSTE.....	45
4.2.1 Sijoittajan kompetenssi	45
4.2.2 Sijoittajan motiivit.....	50

4.2.3	Sijoittajan huolellisuus.....	54
4.3	PÄÄTÖKSENTEON SUHDE HINTAVAIKUTUKSEEN	55
4.3.1	Todennäköisyysedellytys	55
4.3.2	Huomattava vaikutus.....	60
4.3.3	Vaikutuksen suunta	63
4.3.4	Vaikutuksen kohde: hinta vs. arvo	67
5	RATIONAALISUUS MODERNEILLA ARVOPAPERIMARKKINOILLA	71
5.1	JÄRKEVÄ SIOITTAJA 2.0.....	71
5.1.1	Algoritminen kaupankäynti.....	71
5.1.2	Rationaalisuuden renessanssi?	74
5.2	JÄRKEVYYDEN KONTEKSTUALISOINTI JA TULKINTASTANDARDIN VUOROVAIKUTTEISUUS.....	76
5.3	PÄÄTÖKSENTEON JA TODENNÄKÖISYYDEN DYNAAMINEN ARVIOINTI	80
6	LOPPUPÄÄTELMÄT	83

LÄHTEET

Kirjallisuus

- Aarnio, Aulis*: On legal reasoning. Turku. 1977.
- Aarnio, Aulis*: Mitä lainoppi on?. Helsinki. 1978.
- Aarnio, Aulis*: Oikeussäännösten tulkinnasta. Helsinki. 1982.
- Aarnio, Aulis*: The rational as reasonable. A treatise on legal justification. Dordrecht. 1987.
- Aarnio, Aulis*: Laintulkinnan teoria. Yleisen oikeustieteen oppikirja. Helsinki. 1989.
- Ahlman, Erik*: Oikeudenmukaisuus ja sen suhde moraaliin. Helsinki. 1943.
- Aldridge, Irene*: High-frequency trading: a practical guide to algorithmic strategies and trading systems. Toinen painos. Somerset. 2013. Saatavissa sähköisesti ProQuest ebrary -palvelussa: <http://www.proquest.com>. Viitattu 31.8.2016.
- Annola, Vesa*: Informaatio, sisäpiiri, markkinat. Arvopaperimarkkinaoikeudellinen tutkimus informaatioepätasapainosta arvopaperikaupasta. Turku. 2005.
- Anttila, Tapio*: Pankki, riskit ja sääntely. Oikeustieteellinen tutkimus mahdollisuuksista sääntelyllä hallita pankin riskejä. Helsinki. 1996.
- Astola, Tiina*: Arvopaperimarkkinoiden oikeussäännöt. Helsinki. 1990.
- Becker, Gary S.*: The Economic Approach to Human Behavior. Chicago. 1976.
- Coase, Ronald, H.*: The Firm, the Market, and the Law. Chicago. 1990.
- Cooter, Robert – Ulen, Thomas*: Law and economics. Kuudes painos. Harlow. 2014.
- Cox, James D. – Hillman, Robert W. – Langevoort, Donald C.*: Securities regulation: Cases and Material. Seitsemäs painos. New York. 2013
- Devlin, Patrick*: Judge. Oxford. 1979.
- Ekholm, Anders*: Essays on stock market reactions to new information. Helsinki. 2002.
- Friedman, Milton*: Essays in positive economics. Chicago. 1953.
- Frände, Dan*: Straffrättsliga legalitetsprincipen. Ekenäs. 1989.
- Frände, Dan*: Allmän straffrätt. Neljäs, uudistettu painos. Helsinki. 2012.
- Gilboa, Itzhak*: Rational choice. Cambridge. 2010.
- Haaparanta, Leila – Niiniluoto, Ilkka*: Johdatus tieteelliseen ajatteluun. Seitsemäs, korjattu painos. Helsinki. 1998.

- Habermas, Jürgen*: Knowledge and human interests. Käänt. Jeremy J. Shapiro. Cambridge. 1987.
- Hakamies, Kaarlo*: Maksukyvyttömyys ja taloudellinen hyöty rikosoikeudessa. Helsinki. 2012.
- Hirsch, Werner Z.*: Law and economics: an introductory analysis. New York. 1979.
- Hull, John C.*: Options, futures and derivatives. Kahdeksas painos. Boston. 2011.
- Huovinen, Sakari*: Pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuus, sijoittajan odotukset ja media. Tutkimus tiedonantovelvollisuuden oikeudellisista ulottuvuuksista. Helsinki. 2004.
- Häyrynen, Janne*: Arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttö. Helsinki. 2006.
- Häyrynen, Janne*: Pörssiväärinkäytökset. Helsinki. 2009.
- Häyrynen, Janne – Kajala, Ville*: Uusi arvopaperimarkkinalaki. Helsinki. 2013.
- Jareborg, Nils*: Allmän kriminalrätt. Uppsala. 2001.
- Jääskinen, Niilo*: Euroopan unioni. Oikeudelliset perusteet. Helsinki. 2007.
- Kahneman, Daniel*: Thinking, Fast and slow. New York. 2011.
- Kaisanlahti, Timo*: Sidosryhmät ja riski pörssiyhtiössä. Helsinki. 1999.
- Kaisto, Janne*: ”Tiesi tai olisi pitänyt tietää”. Varallisuusoikeudellinen tutkimus perustellun vilpittömän mielen vaatimuksesta KK 11:4 ja 12:4:n sekä VKL 14 §:n mukaan. Helsinki. 1997.
- Kaisto, Janne*: Lainoppi ja oikeusteoria. Oikeusteorian perusteista aineellisen varallisuus-oikeuden näkökulmasta. Helsinki. 2005.
- Kangas, Urpo*: Lesken oikeudellinen asema. Oikeusdogmaattinen tutkimus lesken sosiaaliturvan laajuudesta. Helsinki. 1982.
- Klami, Hannu, Tapani*: Johdatus oikeusteoriaan. Helsinki. 1986.
- Knuts, Mårten*: Kursmanipulation på värdepappersmarknaden. Helsinki. 2010.
(Knuts 2010a)
- Knuts, Mårten*: Sisäpiirisääntely arvopaperimarkkinoilla. Helsinki. 2011.
- Kotiranta, Kai*: Sisäpiiritiedon syntyminen. Kontekstuaalinen tulkinta. Helsinki. 2014.
- Koskinen, Hannu E.*: Tilinpäätöksen lainmukaisuus ja tilintarkastuskertomus. Oikeudellinen tutkimus osakeyhtiön tilinpäätöksen virheiden ja puutteiden olennaisuudesta sekä niiden vaikutuksesta tilintarkastuskertomuksen sisältöön. Tampere. 1999.

- Kukkonen, Reima*: Velallisen rikokset ja rikosoikeudellinen laillisuusperiaate. Helsinki. 2016.
- Kurenmaa, Tero*: Sisäpiiritiedon väärinkäyttö. Helsinki. 2003.
- Lappi-Seppälä, Tapio – Hakamies, Kaarlo – Koskinen, Pekka – Majanen, Martti – Melander, Sakari – Nuotio, Kimmo – Nuutila, Ari-Matti – Ojala, Timo – Rautio, Ilkka*: Rikosoikeus. Neljäs painos. Helsinki. 2013.
- Lau Hansen, Jesper*: Informationsmisbrug. En analyse af de centrale bestemmelser i børsrettens informationsregime. Kööpenhamina. 2001.
- Lautjärvi, Kari*: Välipääomarahoitusinstrumentit. Yhtiöoikeudellinen tutkimus vieraan pääoman ehtoisen välipääomarahoittajan asemasta osakeyhtiössä. Helsinki. 2015.
- Leppiniemi, Jarmo – Kykkänen, Tapani*: Kirjanpito, tilinpäätös ja tilinpäätöksen tulkinta. Yhdeksäs, uudistettu painos. Helsinki. 2015.
- Linna, Tuula*: Ulosottorealisoinnista de lege ferenda. Helsinki. 1987.
- Melander, Sakari*: Kriminalisointiteoria – rangaistavaksi säättämisen oikeudelliset rajoitukset. Helsinki. 2008.
- Mill, John S.*: Essays on some unsettled questions of political economy. Kitchener. 2000. (Alkuperäisjulkaisu 1844). Saatavissa sähköisesti ProQuest ebrary -palvelussa osoitteessa: <http://www.proquest.com>. Viitattu 31.8.2016.
- Mäenpää, Olli*: Eurooppalainen hallinto-oikeus. Kolmas, uudistettu painos. Helsinki. 2011.
- Niiniluoto, Ilkka*: Tieteellinen päättely ja selittäminen. Helsinki. 1983.
- Niiniluoto, Ilkka*: Johdatus tieteenfilosofiaan. Käsitteen- ja teorianmuodostus. Kolmas painos. Helsinki. 2002.
- Norros, Olli*: Vahingonkorvaus arvopaperimarkkinoilla. Helsinki. 2009.
- North, Douglass C.*: Institutions, institutional change and economic performance. Cambridge. 1993.
- Nuotio, Kimmo*: Teko, vaara, seuraus. Rikosvastuun filosofisista, kriminaalipoliittisista ja lainopillisista perusteista. Helsinki. 1998.
- Nuutila, Ari-Matti*: Syyllisyydestä vastuullisuuteen. Syyllisyysteoreettinen tutkimus. Turku. 1991.
- Nuutila, Ari-Matti*: Rikoslain yleinen osa. Helsinki. 1997.
- Ojanen, Tuomas*: EU-oikeuden perusteita. Helsinki. 2010.

- Parkkonen, Jarmo – Knuts, Mårten*: Arvopaperimarkkinalaki. Viides, uudistettu painos. Helsinki. 2014.
- Pellonpää, Matti – Gullans, Monica – Pölönen, Pasi – Tapanila, Antti*: Euroopan ihmisoi-
keussopimus. Helsinki. 2012.
- Pöyhönen, Juha*: Uusi varallisuus oikeus. Helsinki. 2000.
- Raitio, Juha*: Euroopan unionin oikeus. Helsinki. 2016.
- Robbins, Lionel C.*: An essay on the nature & significance of economic science. Toinen,
uudistettu ja laajennettu painos. Lontoo. 1952.
- Rekola-Nieminen, Leena*: Kirjanpitolaki käytännössä. Helsinki. 2016.
- Rudanko, Matti*: Arvopaperimarkkinat ja siviilioikeus. Helsinki. 1998.
- Ryssdal, A. C. Stray*: Legal realism and economics as behaviour. A Scandinavian look at
the economic analysis of law. Oslo. 1995.
- Samuelsson, Per*: Information och ansvar. Tukholma. 1991.
- Savage, Leonard J.*: The Foundations of Statistics. Toinen, uudistettu painos. New York.
1972.
- Siltala, Raimo*: Oikeustieteen tieteenteoria. Helsinki. 2003.
- Smith, Adam*: An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations. Petersfield.
2007. (Alkuperäisjulkaisu 1776). Saatavissa sähköisesti Ebsco Academic Col-
lection -palvelussa osoitteessa: <http://www.ebscohost.com>. Viitattu 31.8.2016.
- Tapani, Jussi – Tolvanen, Matti*: Rikosoikeuden yleinen osa – Vastuuoppi. Toinen, uudis-
tettu painos. Helsinki. 2013.
- Thaler, Richard H. – Sunstein, Cass R.*: Nudge. Improving decisions about health, wealth,
and happiness. London. 2009.
- Timonen, Pekka*: Määräysvalta, hinta ja markkinavoima. Jyväskylä. 1997.
- Toiviainen, Heikki*: Suomen yhteisöoikeuden arvoperusta. Ajatuksia oikeustaloustieteestä
yksityisoikeudellisia yhteisöjä ja säätiöitä koskevassa oikeudessa. Helsinki.
2002.
- Vahtera, Veikko*: Osakeomistuksen ja riskin sääntely. Hämeenlinna. 2011.
- Vedenkannas, Matti*: Tukikirje vakuutena. Helsinki. 2007.

von Neumann, John – Morgenstern, Oskar: Theory of games and economic behaviour. Princeton. 2007. (Alkuperäisjulkaisu 1947). Saatavissa sähköisesti ProQuest ebrary -palvelussa osoitteessa: <http://www.proquest.com>. Viitattu 31.8.2016.

Wilson, Timothy D.: Strangers to ourselves: discovering the adaptive unconscious. Cambridge. 2002. Saatavissa sähköisesti Ebsco Academic Collection -palvelussa osoitteessa: <http://www.ebscohost.com>. Viitattu 31.8.2016.

Zitting, Simo: Omistajanvaihdoksesta silmällä pitäen erityisesti lainhuudatuksen vaikutuksia. Helsinki. 1951.

Artikkelit

Admati, Anat R. – Pfleiderer, Paul: Selling and trading on information in financial markets. *The American Economic Review* 78.2 (1988): 96–103.

Allais, Maurice: Le Comportement de l'Homme Rationnel devant le Risque: Critique des Postulats et Axiomes de l'Ecole Americaine. *Econometrica* 21.4 (1953): 503–546

Amihud, Yakov – Mendelson, Haim: Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics* 17.2 (1986): 223–249.

Ang, Andrew – Geert Bekært: Stock return predictability: Is it there?. *Review of Financial Studies* 20.3 (2007): 651–707.

Angel, James J. – McCabe, Douglas: Fairness in financial markets: The case of high frequency trading. *Journal of Business Ethics* 112.4 (2013): 585–595.

Archibald, George C. – Simon, Herbert A. – Sameulson, Paul A.: Discussion. Problems of Methodology. *The American Economic Review* 53.2 (1963): 227–236.

Avellaneda, Marco – Stoikov, Sasha: High-frequency trading in a limit order book. *Quantitative Finance* 8.3 (2008): 217–224.

Avgouleas, Emilios: The global financial crisis, behavioural finance and financial regulation: in search of a new orthodoxy. *Journal of Corporate Law Studies* 9.1 (2009): 23–59.

Ayres, Ian: Back to Basics: Regulating How Corporations Speak to the Market. *Virginia Law Review* 77.5 (1991): 945–999.

Bainbridge, Stephen M. – Gulati, G. Mitu: How Do Judges Maximize? (The Same Way Everybody Else Does–Boundedly): Rules of Thumb in Securities Fraud Opinions. *Emory Law Journal* 51.1 (2002): 83–152.

Baker, Malcolm – Stein, Jeremy C.: Market liquidity as a sentiment indicator. *Journal of Financial Markets* 7.3 (2004): 271–299.

- Barber, Brad M. – Odean, Terrance*: The internet and the investor. *The Journal of Economic Perspectives* 15.1 (2001): 41–54.
- Baron, Matthew – Brogaard, Jonathan – Hagströmer, Björn – Kirilenko, Andrei*: Risk and return in high frequency trading. (2016). Saatavissa sähköisesti: <http://ssrn.com/abstract=2433118>. Viitattu 31.8.2016.
- Becker, Gary S.*: Irrational behavior and economic theory. *The Journal of Political Economy* 70.1 (1962): 1–13.
- Benartzi, Shlomo – Thaler, Richard H.*: Myopic loss aversion and the equity premium puzzle. *The Quarterly Journal of Economics* 110.1 (1995): 73–92.
- Biais, Bruno – Foucault, Thierry – Moinas, Sophie*: Equilibrium high frequency trading. International Conference of the French Finance Association (AFFI). 2011. Saatavissa sähköisesti: <http://ssrn.com/abstract=1834344>. Viitattu 31.8.2016.
- Black, Barbara*: Behavioral economics and investor protection: Reasonable investors, efficient markets. *Loyola University Chicago Law Journal* 44.5 (2013): 1493–1508.
- Bosch, Jean-Claude – Hirschey, Mark*: The valuation effects of corporate name changes. *Financial Management* 18.4 (1989): 64–73.
- Bowman, Edward H.*: A Risk/Return Paradox for Strategic Management. *Sloan Management Review* 21.3 (1980): 17–31.
- Brogaard, Jonathan – Hagströmer, Björn – Nordén, Lars – Riordan, Ryan*: Trading fast and slow: Colocation and liquidity. *Review of Financial Studies* 28.12 (2015): 3407–3443.
- Brogaard, Jonathan – Hendershott, Terrence – Riordan, Ryan*: High-frequency trading and price discovery. *Review of Financial Studies* 27.8 (2014): 2267–2306.
- Bruhin, Adrian – Fehr-Duda, Helga – Epper, Thomas*: Risk and rationality: Uncovering heterogeneity in probability distortion. *Econometrica* 78.4 (2010): 1375–1412.
- Busch, Danny*: MiFID II: regulating high frequency trading, other forms of algorithmic trading and direct electronic market access. *Law and Financial Markets Review* 10.2 (2016): 72–82.
- Choi, Stephen*: Regulating investors not issuers: A market-based proposal. *California Law Review* 88.2 (2000): 279–334.
- Choi, Stephen – Pritchard, Adam C.*: Behavioral Economics and the SEC. *Stanford Law Review* 56.1 (2003): 1–73.
- Cvitanic, Jaska – Kirilenko, Andrei A.*: High Frequency Traders and Asset Prices. (2010). Saatavissa sähköisesti: <http://ssrn.com/abstract=1569075>. Viitattu 31.8.2015.

- Cooper, Michael J. – Dimitrov, Orlin – Rau, P. Raghavendra: A rose. com by any other name. *The Journal of Finance* 56.6 (2001): 2371–2388.
- Cooper, Michael J. – Khorana, Ajay – Osobov, Igor – Patel, Ajay – Rau, P. Raghavendra: Managerial actions in response to a market downturn: Valuation effects of name changes in the dot. com decline. *Journal of Corporate Finance* 11.1 (2005): 319–335.
- Daniel, Kent – Hirshleifer, David – Subrahmanyam, Avanidhar: Investor psychology and security market under - and overreactions. *The Journal of Finance* 53.6 (1998): 1839–1885.
- De Bondt, Werner F. M. – Thaler, Richard H.: Does the stock market overreact?. *The Journal of Finance* 40.3 (1985): 793–805.
- De Bondt, Werner F. M. – Thaler, Richard H.: Financial decision-making in markets and firms: A behavioral perspective. *Handbooks in operations research and management science* 9 (1995): 385–410.
- Duffy, Michael J.: Testing good securities disclosure: Tales of the reasonable investor. *Monash University Law Review* 38.2 (2012): 25–54.
- Dunbar, Frederick C. – Heller, Dana: Fraud on the market meets behavioral finance. *Delaware Journal of Corporate Law* 31.2 (2006): 455–532.
- Easley, David – López de Prado, Marcos M. – O'Hara, Maureen: The microstructure of the "flash crash": Flow toxicity, liquidity crashes, and the probability of informed trading. *Journal of Portfolio Management* 37.2 (2011): 118–128.
- Easley, David – López de Prado, Marcos M. – O'Hara, Maureen: The Volume Clock: Insights into the High-Frequency Paradigm. *Journal of Portfolio Management* 39.1 (2012): 19–29.
- Ellsberg, Daniel: Risk, ambiguity, and the Savage axioms. *The Quarterly Journal of Economics* 75.4 (1961): 643–669.
- Enriques, Luca – Gatti, Matteo: Is there a uniform EU securities law after the Financial Services Action Plan?. *Stanford Journal of Law, Business & Finance* 14.1 (2008): 43–82.
- Epling, Richard L. – Thompson, Terence W.: Securities disclosure in bankruptcy. *The Business Lawyer* 39.3 (1984): 855–918.
- Erenburg, Grigori – Lasser Dennis: Electronic limit order book and order submission choice around macroeconomic news. *Review of Financial Economics* 18.4 (2009): 172–182.
- Ervasti, Kaijus – de Godzinsky, Virve-Maria: Koettu oikeudenmukaisuus tuomioistuimissa. *Lakimies* 2/2014: 175–195.

- Fama, Eugene F.*: Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance* 25.2 (1970): 383–417.
- Ferris, Stephen P. – Haugen Robert A. – Makhija, Anil K.*: Predicting contemporary volume with historic volume at differential price levels: Evidence supporting the disposition effect. *The Journal of Finance* 43.3 (1988): 677–697.
- Fischel, Daniel R.*: The Law and Economics of Dividend Policy. *Virginia law review* 67.4 (1981): 699–726.
- Fischel, Daniel R.*: Use of modern finance theory in securities fraud cases involving actively traded securities. *The Business Lawyer* 38.1 (1982): 1–20.
- Fletcher, C. Edward*: Sophisticated investors under the federal securities laws. *Duke Law Journal* 1988.6 (1988): 1081–1154.
- Froot, Kenneth A. – Scharfstein, David S. – Stein, Jeremy C.*: Herd on the street: Informational inefficiencies in a market with short-term speculation. *The Journal of Finance* 47.4 (1992): 1461–1484.
- Gilson, Ronald J. – Kraakman, Reinier H.*: The mechanisms of market efficiency. *Virginia Law Review* 70.4 (1984): 549–644.
- Gilson, Ronald J. – Kraakman, Reinier H.*: The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias. *The Journal of Corporation Law* 28.4 (2003): 715–742.
- Gomber, Peter – Arndt, Björn – Lutat, Marco – Uhle, Tim*: High-Frequency Trading. (2011). Saatavissa sähköisesti: <http://ssrn.com/abstract=1858626>. Viitattu 31.8.2016.
- Gordon, Jeffrey N. – Kornhauser, Lewis A.*: Efficient Markets, Costly Information, and Securities Research. *New York University Law Review* 60.5 (1985): 761–849.
- Goshen, Zohar – Parchomovsky, Gideon*: The essential role of securities regulation. *Duke Law Journal* 55.4 (2006): 711–782.
- Grinblatt, Mark – Keloharju, Matti*: What makes investors trade?. *The Journal of Finance* 56.2 (2001): 589–616.
- Grossman, Sanford J. – Stiglitz, Joseph E.*: On the impossibility of informationally efficient markets. *The American Economic Review* 70.3 (1980): 393–408.
- Hagströmer, Björn – Nordén, Lars*: The diversity of high-frequency traders. *Journal of Financial Markets* 16.4 (2013): 741–770.
- Hameed, Allaudeen – Terry, Eric*: The effect of tick size on price clustering and trading volume. *Journal of Business Finance & Accounting* 25.7–8 (1998): 849–867.

- Hanson, Jon D. – Kysar, Douglas A.:* Taking behavioralism seriously: The problem of market manipulation. *New York University Law Review* 74.3 (1999): 630–749.
- Hanson, Jon – Yosifon, David:* The situation: An introduction to the situational character, critical realism, power economics, and deep capture. *University of Pennsylvania Law Review* 152.1 (2003): 129–346.
- Hanson, Jon – Yosifon, David:* The Situational Character: A Critical Realist Perspective on the Human Animal. *Georgetown Law Journal* 93.1 (2004): 1–179.
- Harris, Lawrence:* Stock price clustering and discreteness. *Review of Financial Studies* 4.3 (1991): 389–415.
- Hasbrouck, Joel – Saar, Gideon:* Low-latency trading. *Journal of Financial Markets* 16.4 (2013): 646–679.
- Hendershott, Terrence, Jones, Charles M. – Menkveld, Albert J.:* Does algorithmic trading improve liquidity?. *The Journal of Finance* 66.1 (2011): 1–33.
- Hendershott, Terrence – Riordan, Ryan:* Algorithmic trading and the market for liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 48.04 (2013): 1001–1024.
- Hewitt, James O.:* Developing Concepts of Materiality and Disclosure. *The Business Lawyer* 32.4 (1977): 887–956.
- Hillman, Robert A.:* Limits of behavioral decision theory in legal analysis: The case of liquidated damages. *Cornell Law Review* 85.3 (1999): 717–738.
- Hoffman, David A.:* The Duty to be a Rational Shareholder. *Minnesota Law Review* 90.3 (2006): 537–611.
- Howe, John S.:* A rose by any other name? A note on corporate name changes. *Financial Review* 17.4 (1982): 271–278.
- Huang, Peter H.:* Moody investing and the Supreme Court: Rethinking the materiality of information and the reasonableness of investors. *Supreme Court Economic Review* 13 (2005): 99–131.
- Häyrynen, Janne:* Sisäpiirintiedon täsmällisyys ja KKO 2006:110. *Defensor Legis* 6/2007: 837–849.
- Jensen, Michael C.:* Some anomalous evidence regarding market efficiency. *Journal of Financial Economics* 6.2/3 (1978): 95–101.
- Jolls, Christine – Sunstein, Cass R. – Thaler, Richard H.:* A behavioral approach to law and economics. *Stanford Law Review* 50.5 (1998): 1471–1550.
- Juurikkala, Oskari:* The Behavioral Paradox: Why Investor Irrationality Calls for Lighter and Simpler Financial Regulation?. *Fordham Journal of Corporate & Financial Law* 18.1 (2012): 33–93.

- Laininen, Jenni*: Tulevaisuudennäkymien antaminen uuden arvopaperimarkkinalain mukaan. *Defensor Legis* 1/2013: 23–48
- Langevoort, Donald C.*: Theories, assumptions, and securities regulation: Market efficiency revisited. *University of Pennsylvania Law Review* 140.3 (1992): 851–920.
- Langevoort, Donald C.*: Behavioral theories of judgment and decision making in legal scholarship: A literature review. *Vanderbilt Law Review* 51.6 (1998): 1499–1540.
- Langevoort, Donald C.*: Taming the animal spirits of the stock markets: A behavioral approach to securities regulation. *Northwestern University Law Review* 97.1 (2002): 135–188.
- Lau Hansen, Jesper*: The trinity of market regulation: Disclosure, insider trading and market manipulation. *International Journal of Disclosure and Governance* 1.1 (2003): 82–96.
- Lee, Yvonne, Ching, Ling*. The Elusive Concept of Materiality under US Federal Securities Laws. *Willamette Law Review* 40.3 (2004): 661–706.
- Lin, Tom C.W.*: The New Investor. *UCLA Law Review* 60.3 (2013): 678–735.
- Lin, Tom C. W.*: Reasonable Investor(s). *Boston University Law Review* 95 (2015): 461–518.
- Lindenberg, Siegwart*: Social rationality as a unified model of man (including bounded rationality). *Journal of Management and Governance* 5.3 (2001): 239–251.
- Lo, Andrew W. – Repin, Dmitry V.*: The psychophysiology of real-time financial risk processing. *Journal of Cognitive Neuroscience* 14.3 (2002): 323–339.
- Kahneman, Daniel*: Maps of bounded rationality: Psychology for behavioral economics. *The American Economic Review* 93.5 (2003): 1449–1475.
- Kahneman, Daniel – Knetsch, Jack – Thaler, Richard H.*: Fairness and the assumptions of economics. *Journal of Business* 59.4 (1986): S285–S300.
- Kahneman, Daniel – Knetsch, Jack – Thaler, Richard H.*: Anomalies: The endowment effect, loss aversion, and status quo bias. *The Journal of Economic Perspectives* 5.1 (1991): 193–206.
- Kahneman, Daniel – Lovallo, Dan*: Timid choices and bold forecasts: A cognitive perspective on risk taking. *Management Science* 39.1 (1993): 17–31.
- Kahneman, Daniel – Tversky, Amos*: Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica* 47.2 (1979): 263–292.
- Karhu, Juha*: Perusoikeudet ja oikeuslähdeoppi. *Lakimies* 5/2003: 789–807.

- Kaufman, Michael J.*: Foreword: Behavioral Economics and Investor Protection. *Loyola University Chicago Law Journal* 44.5 (2013): 1323–1325.
- Kaustia, Markku*: Market-wide impact of the disposition effect: evidence from IPO trading volume. *Journal of Financial Markets* 7.2 (2004): 207–235.
- Kaustia, Markku – Alho, Eeva – Puttonen, Vesa*: How Much Does Expertise Reduce Behavioral Biases? The Case of Anchoring Effects in Stock Return Estimates. *Financial Management* 37.3 (2008): 391–412.
- Kaustia, Markku – Laukkanen, Heidi – Puttonen, Vesa*: Should good stocks have high prices or high returns?. *Financial Analysts Journal* 65.3 (2009): 55–62.
- Klein, William*: Criteria for Good Laws of Business Association. *Berkeley Business Law Journal* 2.1 (2005): 13–24.
- Knuts, Mårten*: Insiderrättens röjandeförbud. *Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland* 5/2009: 652–709.
- Knuts, Mårten*: Oikeustapauskommenttaari ratkaisusta Spector Photo Group NV ym. – EUT asia C-45/08 (Spector-tapaus). *Lakimies* 5/2010: 874–882. (Knuts 2010b).
- Kolehmainen, Esa*: Juha Pöyhösen ”toimintaympäristö” käsitteestä. Edilex-artikkeli 14/2010 (2010). Saatavissa sähköisesti: <http://www.edilex.fi/lakikirjasto/6996.pdf>. Viitattu 31.8.2016.
- Korsmo, Charles*: High-Frequency Trading: A Regulatory Strategy. *University of Richmond Law Review* 48.2 (2014): 523–609.
- Kotiranta, Kai*: Arvopaperimarkkinarikosoikeudellisen tulkintaopin systematisointia. *Defensor Legis* 4/2015: 708–725.
- Kumiega, Andrew – Van Vliet, Benjamin E.*: Automated finance: The assumptions and behavioral aspects of algorithmic trading. *Journal of Behavioral Finance* 13.1 (2012): 51–55.
- Machlup, Fritz*. Professor Samuelson on theory and realism. *The American Economic Review* 54.5 (1964): 733–735.
- Malkiel, Burton G.*: The efficient market hypothesis and its critics. *The Journal of Economic Perspectives* 17.1 (2003): 59–82.
- McCusker, Robin*: Codes of Ethics as Corporate Camouflage: An Expression of Desire, Intent or Deceit?. *Journal of Financial Crime* 7.2 (1999): 140–146.
- Melander, Sakari*: Rikosoikeudellinen laillisuusperiaate ja rikosoikeudellinen tulkinta. *Defensor Legis* 4/2015: 644–661.

- Menkveld, Albert J.*: High frequency trading and the new market makers. *Journal of Financial Markets* 16.4 (2013): 712–740.
- Moloney, Niamh*: Large-scale reform of investor protection regulation: the European Union experience. *Macquarie Journal of Business Law* 4 (2007): 147–178.
- Mähönen, Jukka*: Taloustiede lain tulkinnassa. *Lakimies* 1/2004: 49–64.
- Mäntysaari, Petri*: Kauppoikeuden teoriasta. *Lakimies* 3/2014: 347–367.
- O’Hara, Maureen*: High frequency market microstructure. *Journal of Financial Economics* 116.2 (2015): 257–270.
- Odean, Terrance*: Are investors reluctant to realize their losses?. *The Journal of Finance* 53.5 (1998): 1775–1798. (Odean 1998a).
- Odean, Terrance*: Volume, volatility, price, and profit when all traders are above average. *The Journal of Finance* 53.6 (1998): 1887–1934. (Odean 1998b).
- Oker-Blom, Max*: Rättsekonomi, rätt och rättstillämpning. *Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland* 4–5/2005: 603–621.
- Paunio, Elina – Lindroos-Hovinheimo, Susanna*: Kielellisen tulkinnan fiktio EU-oikeudessa. *Lakimies* 2/2008: 230–247.
- Perelman, Chaim*: The Rational and the Reasonable. *Philosophic Exchange* 10.1 (1979): 29–34.
- Persky, Joseph*: Retrospectives: The ethology of homo economicus. *The Journal of Economic Perspectives* 9.2 (1995): 221–231.
- Posner, Richard A.*: Rational choice, behavioral economics, and the law. *Stanford Law Review* 50.5 (1998): 1551–1575.
- Prentice, Robert*: Whither securities regulation? Some behavioral observations regarding proposals for its future. *Duke Law Journal* 51.5 (2002): 1397–1511.
- Pöyhönen, Juha*: Kohti uutta varallisuus-oikeutta. *Lakimies* 4–5/1997: 525–560.
- Raitio, Juha*: Teleologia eurooppaoikeudessa. *Oikeus* 3/2005: 276–297
- Raitio, Juha*: Oikeusvarmuus ja oikeusvoima eurooppaoikeudessa. *Defensor Legis* 4/2012: 403–418.
- Ristein, Larry E.*: Fraud on a noisy market. *Lewis & Clark Law Review* 10.1 (2006): 137–168.
- Rose, Chris*: Dark pools and flash orders: The secret world of automated high-frequency trading. *Journal of Business & Economics Research* 8.8 (2010): 11–16.

- Ross, Stephen A.: The interrelations of finance and economics: Theoretical perspectives. *The American Economic Review* 77.2 (1987): 29–34.
- Sachs, Margaret V.: Materiality and Social Change: The Case for Replacing the Reasonable Investor with the Least Sophisticated Investor in Inefficient Markets. *Tulane Law Review* 81.2 (2006): 473–508.
- Samuelson, Paul A.: Theory and realism: a reply. *The American Economic Review* 54.5 (1964): 736–739.
- Samuelson, William – Zeckhauser, Richard: Status quo bias in decision making. *Journal of Risk and Uncertainty* 1.1 (1988): 7–59.
- Shefrin, Hersh – Statman, Meir: The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence. *The Journal of Finance* 40.3 (1985): 777–790.
- Shleifer, Andrei – Summers, Lawrence H.: The noise trader approach to finance. *The Journal of Economic Perspectives* 4.2 (1990): 19–33.
- Siltala, Raimo: Empirismin haaste – ajatuksia yhteiskuntatieteellisen metodin soveltamisesta lainopissa. *Oikeustiede – Jurisprudentia* XXX (1997): 279–290.
- Simon, Herbert A.: A behavioral model of rational choice. *The Quarterly Journal of Economics* 69.1 (1955): 99–118.
- Simon, Herbert A.: Theories of decision-making in economics and behavioral science. *The American Economic Review* 49.3 (1959): 253–283.
- Simon, Herbert A.: Rationality as process and as product of thought. *The American Economic Review* 68.2 (1978): 1–16.
- Simon, Herbert A.: Rational decision making in business organizations. *The American Economic Review* 69.4 (1979): 493–513.
- Simon, Herbert A.: Rationality in psychology and economics. *Journal of Business* 59.4 (1986): S209–S224.
- Skjeltorp, Johannes A. – Sojli, Elvira – Tham, Wing, Wah: Flashes of Trading Intent at NASDAQ. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 51.01 (2016): 165–196.
- Stout, Lynn A.: Are stock markets costly casinos? Disagreement, market failure, and securities regulation. *Virginia Law Review* 81.3 (1995): 611–712.
- Stout, Lynn A.: The Investor Confidence Game. *Brooklyn Law Review* 68.2 (2002): 407–437.
- Stout, Lynn A.: Share price as a poor criterion for good corporate law. *Berkeley Business Law Journal* 3.1 (2005): 43–57.

- Tapani, Jussi*: Rikosoikeudellinen laillisuusperiaate taloudellisten vaihdantasuhteiden puristuksessa. *Defensor Legis* 6/2002: 939–965.
- Thaler, Richard H. – Johnson, Eric J.*: Gambling with the house money and trying to break even: The effects of prior outcomes on risky choice. *Management Science* 36.6 (1990): 643–660.
- Thomas, Manoj – Morwitz, Vicki*: Penny wise and pound foolish: the left-digit effect in price cognition. *Journal of Consumer Research* 32.1 (2005): 54–64.
- Tversky, Amos – Kahneman, Daniel*: Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science* 185.4157 (1974): 1124–1131.
- Tversky, Amos – Kahneman, Daniel*: Rational choice and the framing of decisions. *Journal of Business* 59.4 (1986): S251–S278.
- Tversky, Amos – Kahneman, Daniel*: Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty* 5.4 (1992): 297–323.
- Velk, Thomas J.*: The Central Characteristics of Professor Friedman's Analysis and the Issue of Normativism. *Eastern Economic Journal* 2.1 (1975): 34–51.
- Wang, William K. S.*: Some Arguments that the Stock Market Is Not Efficient. *University of California Davis Law Review* 19.2 (1986): 341–402.
- Weinstein, Neil D.*: Optimistic biases about personal risks. *Science* 246.4935 (1989): 1232–1233.
- Wilhelmsson, Thomas*: Vieteriukkoteoria EY-oikeudesta. *Oikeustiede – Jurisprudentia* XXX (1997): 357–374.
- Yadav, Yesha*: How Algorithmic Trading Undermines Efficiency in Capital Markets. *Vanderbilt Law Review* 68.6 (2015): 1607–1671.
- Ying, Yeo, Hwee*: Common Law Materiality – An Australian Alternative. *The Journal of Business Law* (1990): 97–109.
- Zhang, Frank*: High-Frequency Trading, Stock Volatility, and Price Discovery (2010). Saatavissa sähköisesti: <http://ssrn.com/abstract=1691679>. Viitattu 31.8.2016.

Toimitettu aineisto

- Kahneman, Daniel – Tversky, Amos*: On the study of statistical intuitions. Teoksessa Kahneman, Daniel – Slovic, Paul – Tversky, Amos (toim.): Judgment under uncertainty: heuristics and biases. Cambridge. 1984: 493–520. (Artikkeli ilmestynyt alunperin julkaisussa *Cognition* 11.2 (1982): 123–141.).
- Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle – Timonen, Pekka*: Oikeustaloustiede. Johdantoa lähestymistapoihin ja käsitteisiin. Teoksessa Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle (toim.): Näkökulmia oikeustaloustieteeseen. Tampere. 1996: 11–45.

Knuts, Märten: Information på värdepappersmarknader i USA – Vad kan den gamla världens lära sig av exkursioner i den nya världens historia?. Teoksessa *With wisdom*. Waselius & Wist. Helsinki. 2007.

Lahti, Raimo: Talousrikosoikeuden yleisistä opeista. Teoksessa Lahti, Raimo – Koponen, Pekka (toim.): *Talousrikokset*. Helsinki. 2007: 3–28.

Mähönen, Jukka: Law and economics: eriytyminen ja kehitys. Teoksessa Kanninen, Vesa – Määttä, Kalle (toim.): *Näkökulmia oikeustaloustieteeseen 2*. Helsinki. 1998: 3–21.

Oker-Blom, Max: Oikeustaloustieteen eli taloudellisten argumenttien merkityksestä Raimo Siltalan oikeuslähdeopissa. Teoksessa Kolehmainen, Esa (toim.): *Oikeus ja kritiikki 1*. Raimo Siltalan Oikeustieteen tieteenteoria. Helsinki. 2009: 179–195.

Timonen, Pekka: Taloustieteen ja sen tulosten käyttö oikeustutkimuksessa. Teoksessa Kanninen, Vesa – Määttä, Kalle (toim.): *Näkökulmia oikeustaloustieteeseen*. Tampere. 1996: 129–159.

Tolonen, Juha: Oikeustiede tieteenä. Teoksessa Häyhä, Juha (toim.): *Minun metodini*. Helsinki. 1997: 288–310.

Oikeuskäytäntö

KKO

KKO 2006:110

KKO 2013:53

Hovioikeus

Helsingin hovioikeus 11.6.2010, Dnro R08/2282.

Euroopan unionin tuomioistuim

C-283/81, Srl CILFIT v. Ministero della Sanità (6.10.1982) (CILFIT-ratkaisu)

C-45/08, Spector Photo Group NV ym. (23.12.2009) (Spector-ratkaisu)

C-19/11, Markus Gelzl v. Daimler AG (28.6.2012) (Gelzl-ratkaisu)

C-628/13, Jean-Bernard Lafonta v. Autorité des marchés financiers (11.3.2015) (Lafonta-ratkaisu)

Euroopan unionin tuomioistuimen julkisasiamies

Julkisasiamiehen ratkaisuehdotus asiassa C-628/13, Jean-Bernard Lafonta v. Autorité des marchés financiers (11.3.2015), annettu 18.12.2014

Muut ratkaisut

Englanti

David Massey v FSA [2011] UKUT 49 (TCC) (Massey-ratkaisu)

Ian Hannam v FCA [2014] UKUT 0233 (TCC) (Hannam-ratkaisu)

USA

SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401F.2d 833 (2d Cir. 1968)

SEC v. Shapiro, 494 F.2d 1301 (2d Cir. 1974)

TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., 426 U.S. 438 (1976) (TSC-ratkaisu)

Basic, Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988) (Basic-ratkaisu)

Lainvalmisteluaineisto

Hallituksen esitykset

HE 157/1988 vp

Hallituksen esitys eduskunnalle arvopaperimarkkinalaiksi sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi

HE 254/1998 vp

Hallituksen esitys eduskunnalle rikoslain täydentämiseksi arvopaperimarkkinarikoksia koskevilla säännöksillä

HE 137/2004 vp

Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamisesta

Ruotsi

Prop. 1984/85:157

Regeringens proposition 1984/85:157 med förslag till lag om värdepappersmarknaden

Prop. 2004/05:142

Regeringens proposition 2004/05:142 Marknadsmissbruk

Virallislähteet

Finanssivalvonta

Finanssivalvonnan Markkinat-tiedote 3/2007. (Markkinat 3/2007).

Finanssivalvonnan Markkinat-tiedote 1/2015. (Markkinat 1/2015).

Finanssivalvonnan määräykset ja ohjeet 6/2013. Arvopaperien tarjoaminen ja listalleotto. Dnro FIVA 7/01.00/2013. Voimaantulo 1.7.2013. (Määräykset ja ohjeet 6/2013).

ESMA (ent. CESR)

CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive. CESR/02-089d. (CESR 2002).

High-frequency trading activity in EU equity markets. ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities, 1 (2014). (ESMA 2014).

Market Abuse Directive. Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market. CESR/06-562b. (CESR 2007).

Muut EU-lähteet

Euroopan komissio: Markets in financial instruments: One-year delay enacted. Lehdistötiedote 331/16. 17.6.2016. http://www.consilium.europa.eu/press-releases-pdf/2016/6/47244642619_en.pdf. (Komission tiedote 331/16).

European Securities Markets Expert Group: ESME Report. Market abuse EU legal framework and its implementation by Member States: a first evaluation. Brysseli 6.6.2007. (ESME 2007).

Muut lähteet

Investors' Exchange LLC: IEX True Price™ Matching Engine. Internet-sivusto. <https://www.iextrading.com/trading/trueprice>. Viitattu 31.8.2016. (IEX 2016).

Sornette, Didier – Von der Becke, Susanne: Crashes and high frequency trading. Swiss Finance Institute Research Paper No. 11–63 (2011). Saatavissa sähköisesti: <http://ssrn.com/abstract=1976249> Viitattu 31.8.2016.

U.S. Commodity Futures Trading Commission – U.S. Securities and Exchange Commission: Findings regarding the market events of May 6. Report of the Staffs of the CFTC and SEC to the Joint Advisory Committee on Emerging Regulatory Issues. (2010). Saatavissa sähköisesti: <https://www.sec.gov/news/studies/2010/marketevents-report.pdf>. Viitattu 31.8.2016. (CFTC – SEC 2010).

U.S. Securities and Exchange Commission: Regulation NMS. Final Rule. 17 CFR Parts 200, 201, et al. Federal Register 70.124 (2005): 37496– 37644. (Regulation NMS).

U.S. Securities and Exchange Commission: Concept release on equity market structure. Federal Register 75.13 (2010): 3594–3614. (SEC 2010).

U.S. Securities and Exchange Commission: Equity Market Structure Literature Review. Part II: High Frequency Trading. (2014). Saatavissa sähköisesti: https://www.sec.gov/marketstructure/research/hft_lit_review_march_2014.pdf. Viitattu 31.8.2016. (SEC 2014).

U.S. Securities and Exchange Commission: SEC Approves IEX Proposal to Launch National Exchange, Issues Interpretation on Automated Securities Prices. Lehdistö-tiedote 2016–123. Julkaistu 17.6.2016.
<https://www.sec.gov/news/pressrelease/2016-123.html>. Viitattu 31.8.2016. (SEC 2016–123).

LYHENTEET

AML	Arvopaperimarkkinalaki (14.12.2012/746)
CESR	Committee of European Securities Regulators
ECMH	Efficient Capital Market Hypothesis
ESMA	European Securities and Markets Authority (ent. CESR)
ESME	European Securities Markets Expert Group
EU	Euroopan unioni
Euroopan ihmisoikeussopimus	Yleissopimus ihmisoikeuksien ja perusvapauksien suojaamiseksi (SopS 63/1999)
EUT	Euroopan unionin tuomioistuin
Fiva	Finanssivalvonta
HE	Hallituksen esitys
HFT	High-Frequency Trading
IEX	Investors' Exchange LLC
KKO	Korkein oikeus
MAD	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (markkinoiden väärinkäyttö), 2003/6/EY, 28.1.2003 (kumottu)
MAR	Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus 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, (EU) N:o 596/2014, 16.4.2014
MiFID II	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi rahoitusvälineiden markkinoista sekä direktiivin 2002/92/EY ja direktiivin 2011/61/EU muuttamisesta, 2014/65/EU, 15.5.2014

MiFIR	Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus rahoitusvälineiden markkinoista sekä asetuksen (EU) N:o 648/2012 muuttamisesta, (EU) N:o 600/2014, 15.5.2014
OHT	Odotetun hyödyn teoria
Prop.	Proposition (ruotsi)
SEC	United States Securities and Exchange Commission

1 JOHDANTO

1.1 Tutkielman tausta

Ihmisen käyttäytymisen ymmärtäminen, ennustaminen ja kontrollointi sen kaikessa monimuotoisuudessaan on haasteellinen tehtävä. Arvopaperimarkkinoilla ero ennakoitavan ja ennakoimattoman välillä realisoituu omaisuuksien arvoiksi sijoitustuotoiksi, jolloin etuoikeus tietoon markkinoiden muutoksesta tai muiden sijoittajien oletetusta reaktiosta on arvokas varallisuusarvoinen etuus ja huomattava kilpailuetu markkinoilla. Markkinaosapuolten välillä vallitsevan informaatioepätasapainon vuoksi markkinasääntelyn yhtenä keskeisenä tavoitteena on turvata markkinoiden tasapuolinen tiedonsaanti ja sijoittajien yhtäläiset mahdollisuudet tulkita markkinainformaatiota. Markkinoiden informaatiotasapainoa määrittävän sisäpiirisääntelyn tehtävänä on estää markkinoilla etuoikeutetussa asemassa toimivia tahoja hyödyntämästä kaupankäynnissään hintasensitiivisiä tietoja, joita muut markkinaosapuolet eivät omasta aktiivisuudestaan huolimatta olisi voineet saada haltuunsa. Jotta markkinasääntely pystyy toteuttamaan tämän perustavoitteensa, on välttämättöntä mallintaa sijoittajien käyttäytymistä ja informaation hyödyntämistä.

Rahoitusmarkkinoilla sijoittajat paitsi perustavat sijoituspäätöksensä saamiinsa tietoihin myös käyvät kauppaa hallussaan olevalla informaatiolla markkinoiden hinnoittelumekanismien kautta.¹ Markkinasääntelyn perustavana lähtökohtana ovat kysymykset siitä, millaista tietoa sijoituspäätöksen perustaksi tarvitaan ja miten sijoittajat saamaansa tietoa hyödyntävät. Sijoittajan päätöksenteon normatiivisessa arvioinnissa mittapuuksi on valittu hypoteettinen *järkevä sijoittaja*, jonka toimintaan ja motiiveihin markkinoilla havaittavaa käyttäytymistä verrataan.² Eurooppalaisessa arvopaperimarkkinasääntelyssä järkevän sijoittajan tulkintatesti sisältyy markkinoiden väärinkäyttöasetuksen ((EU) N:o 596/2014,

¹ Informaatiomarkkinoiden mekaniikasta ks. Admati – Pfleiderer 1988.

² Käsite on lähtöisin USA:n arvopaperimarkkinaoikeuden *materiality*-doktriinin tulkintakäsitteistöä, ja terminologian käyttöönotto liitetään yleisesti Yhdysvaltojen korkeimman oikeuden ratkaisuun tapauksessa TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc. (TSC-ratkaisu) vuodelta 1976. Kyseisessä tapauksessa tuomioistuimien katsoi, että arvioitaessa sitä, oliko yhtiökokousdokumentaatiosta (*proxy statement*) jätetty pois olennaista (*material*) informaatiota, on olennaisena pidettävä tietoa, jonka järkevä osakkeenomistaja todennäköisesti katsoisi tärkeäksi ja tarpeelliseksi äänestyspäätökselleen. Tällöin tiedon olennaisuutta on ratkaisun mukaan arvioitava sijoittajalle muodostuvan kokonaiskuvan perusteella: ”- - there must be a substantial likelihood that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the ‘total mix’ of information made available.” TSC-ratkaisu s. 499. Myöhemmässä vuonna 1988 antamassaan ratkaisussa Basic Inc. v. Levinson (Basic-ratkaisu) tuomioistuin sovelsi TSC-ratkaisussa muotoiltua järkevän sijoittajan käsitettä arvioidessaan arvopaperikaupan yhteydessä annettavien tietojen olennaisuutta. Basic-ratkaisu s. 323. Ks. *materiality*-doktriinista Lee 2004 erit. s. 661–677.

market abuse regulation, MAR) 7 artiklan sisäpiirintiedon määritelmään.^{3 4} Sisäpiirintieto ja tätä tulkitseva järkevä sijoittaja määrittävät markkinatoimijoiden tasapuolista kohtelua kahdessa suhteessa: sisäpiirintiedon hyödyntämisen rajoitteena ja riittävän tiedonsaannin takeena. Säännellyssä markkinatoiminnassa sijoittajat voivat hyödyntää etuoikeutetun erityisasemansa kautta saamaansa tietoa vain siinä laajuudessa, kuin järkevä markkinatoimija pitäisi informaatiota ainoastaan vähämerkityksellisenä.⁵ Toiseksi arvopaperimarkkinoilta rahoitusta hakevien liikkeeseenlaskijoiden tulee turvata markkinoiden tiedonsaanti ja julkistaa sijoittajille sijoituspäätösten tekemiseksi tarpeelliset tiedot.^{6 7}

Tiedon olennaisuus markkinasääntelyn kannalta haasteellinen kysymys, eikä sitä määrittävälle järkevän sijoittajan tulkintastandardille ole muodostunut yhtenäistä yksityiskohtaista sisältöä.⁸ Tulkinnallisena käsitteenä järkevyys arvopaperimarkkinoilla on yhdistelmä taloudellista päätöksenteon rationaalisuutta ja normatiivista huolellisuutta ja harkintaa.⁹ Keskeinen kysymys sijoittajien käyttäytymisen mallintamisessa on se, millaisiin oletuksiin markkinatoimijoiden päätöksenteosta mallinnuksessa sitoudutaan. Sijoittajakäyttäytymisen mallinnuksessa perinteisenä lähtökohtana ja sijoittajaideaalina on pidetty tietoa järjestelmällisesti arvioivaa rationaalista sijoittajaa.

Rationaalinen sijoittaja on taloustieteen teorioiden ristiriitainen hahmo, joka ilmentää loogista analyysia ja johdonmukaista päätöksentekoa epävarmoissa valintatilanteissa. Oletus sijoituspäätösten loogisuudesta ja sisäisestä johdonmukaisuudesta on teoreettisesti selkeä,

³ MAR 7(1)(a) artiklan mukaan sisäpiirintiedolla tarkoitetaan luonteeltaan täsmällistä ja julkistamatonta tietoa, joka liittyy suoraan tai välillisesti yhteen tai useampaan liikkeeseenlaskijaan taikka yhteen tai useampaan rahoitusvälineeseen ja jolla, jos se julkistettaisiin, todennäköisesti olisi huomattava vaikutus kyseisten rahoitusvälineiden hintoihin tai niihin liittyvien rahoitusjohdannaisten hintaan. Kyseisen 7 artiklan 4 kohdan mukaan edellä olevaa sisäpiirintiedon määritelmää sovellettaessa huomattavan potentiaalisen hintavaikutuksen omaavalla tiedolla tarkoitetaan tietoa, jota *järkevästi toimiva sijoittaja todennäköisesti käyttäisi yhtenä sijoituspäätöksensä perusteena*.

⁴ MAR korvasi aiemmin arvopaperimarkkinalakiin (14.12.2012/746, AML) sisältyneen sisäpiirintiedon määritelmän. Fivan tulkinnan mukaan asetuksen mukainen sisäpiirintiedon määritelmä vastaa käytännössä aiempaa AML:n alaista määritelmää. Markkinat 1/2015 s. 2.

⁵ MAR 7 artikla (*sisäpiirintieto*).

⁶ MAR 17 artikla (*sisäpiirintiedon julkistaminen*).

⁷ Sisäpiirintiedon ja jatkuvan tiedonantovelvollisuuden ohella sijoittajien (tilipäätöstietojen käyttäjinä) tarpeet ja tietojen muodostama kokonaiskuva ovat keskeisiä tekijöitä mm. määritettäessä tilinpäätös- ja kirjanpitolainsäädäntöön (Kirjanpitolaki (30.12.1997/1336) 3:2a) sisältyvää vaatimusta tiedon olennaisuudesta. Olennaisuuden käyttäjälähtöisyydestä Ks. Koskinen 1999 s. 76, Leppiniemi – Kykkänen 2015 s. 44 sekä Rekola-Nieminen 2016 s. 85–86, Vaikka kyse on tällöin tiedon olennaisuuden ja päätöksenteon erillisestä tulkintatilanteesta, on *sijoittajien* päätöksentekoa (tilinpäätösinformaation hyödyntäjinä) analysoidessa mahdollista hyödyntää arvopaperimarkkinaoikeudellisen olennaisuusarvioinnin yhteydessä esitettyä argumentaatiota.

⁸ Ks. Knuts 2010a s. 104 (olennaisuussääntelyn haasteellisuus) sekä Kotiranta 2014 s. 278 (käsitteen sisältö).

⁹ “The issue of materiality may be characterized as a mixed question of law and fact, involving as it does the application of a legal standard to a particular set of facts.” TSC-ratkaisu s. 450.

mutta idealistisen sijoittajakuvan kritiikki kohdistuu puhtaan taloudellisen rationaalisuuden epärealistisuuteen. Todellisuudessa ulkoisille vaikuttimille altis ihmismieli päätyy valinnoissa niin kauas optimaalisesta vaihtoehdosta, ettei oletusta sijoittajista ikään kuin omaa etuaan johdonmukaisesti optimoivina hyödyn maksimoijina ole pidetty mielekkäänä päätöksenteon mallinnuksessa. Vaikka tämä inhimillisen päätöksenteon rajallisuutta painottavan behavioristisen tutkimuksen muotoilema sijoittaja onnistuu toimintansa optimoinnissa huomattavasti uusklassista vastinpariaan heikommin, on tällaista päätöksentekoa mahdollista ennakoita ja mallintaa.

Inhimillisen päätöksenteon rationaalisuusproblematiikka on ollut arvopaperimarkkinasääntelyn ja sijoitustutkimuksen yksi keskeisimmistä kysymyksistä. Kaupankäyntijärjestelmien kehitys kuitenkin automatisoi arvopaperikauppaa, ja yksittäisistä sijoituspäätöksistä vastaa yhä useammin ihmisen sijasta sijoitusohjelmiston algoritmi. Automatisoitu algoritmikauppa muuttaa markkinoiden toimintalogiikkaa, ja sen nopeus ja tiedonprosessointikapasiteetti mahdollistavat uudet sijoitusstrategiat, jotka olivat ennen sijoittajien tavoittamattomissa. Vaikka inhimillinen päätöksenteko ei automaation uusimmankaan aallon myötä poistu markkinoilta, on arvopaperimarkkinoiden muutoksessa tarpeellista arvioida uudelleen inhimillisen päätöksenteon roolia sijoitustoiminnassa. Järkevä sijoittaja kattaa jatkuvasti kasvavan joukon erilaisia sijoittajia, jotka operoivat monipuolistuvilla ja monimutkaistuvilla markkinoilla. Sääntelyn on edelleen kyettävä määrittelemään rajat ja vaatimukset järkevälle sijoitustoiminnalle, mutta tavoittaakseen reaali maailman todellisuuden on normatiivisen tulkintastandardin kyettävä mukautumaan niihin elementteihin, joista järjestyksen elementit rakennetaan moderneilla arvopaperimarkkinoilla.

Yksi tavoitteellinen askel kohti uusien haasteiden kohtaamista on eurooppalaisen markkinasääntelyn yhdenmukaistaminen. Heinäkuussa 2016 jäsenvaltioissa pääosiltaan sovellettavaksi tullut MAR osa sitä sääntelykehikkoa, jolla muuttuviin markkinaolosuhteisiin pyritään vastaamaan. Asetustasoisen sääntelyn myötä markkinoiden väärinkäyttöä koskevat säännökset ovat EU:n jäsenvaltioissa yhtenäisesti ja suoraan sovellettavaa oikeutta.¹⁰ Normatiivisen sijoittajakuvan osalta MAR:n voimaantulo ei kuitenkaan tuonut tarkennusta järkevän sijoittajan henkilöön tai ominaisuuksiin. Keskeinen merkitys yhteiseurooppalaisen asetusperustaisen tulkintastandardin muotoutumisessa tulee aikanaan olemaan etenkin

¹⁰ EU:n normijärjestelmästä ja sekundaarinormeista ks. Raitio 2016 s. 203–206.

EUT:n ensimmäisellä MAR:n alaista olennaisuussäätelyä koskevalla ratkaisulla, jossa on ennakkoratkaisutasolla mahdollista ottaa kantaa järkevyyden yksittäisin osatekijöihin.

1.2 Tutkielman kysymyksenasettelu ja tavoitteet

Tämän tutkielman tavoitteena on analysoida ja eritellä järkevän sijoittajan käsitteen tulkintaa ja tulkintastandardin aineelliseen sisältöön vaikuttavia osatekijöitä.¹¹ Järkevä sijoittaja on tulkinnallisena apuvälineenä ja tiedon olennaisuuden määreenä monitahoinen ja moneneen suuntaan avoin lainopillinen käsite. Yhtäältä järkevän sijoittajan testin soveltaminen edellyttää sääntelyn tavoitteenasettelun ja monitahoisten intressikonfliktien hahmottamista sekä taloudellisen ja oikeudellisen tiedon yhteensovittamista. Toisaalta tulkintakäsitteen kiinteä liittyminen reaali maailmaan tarjoaa mahdollisuuden arvioida teoreettisen mallin suhdetta käytännön todellisuuteen ja on siten oikeudellisena yksittäiskysymyksenä moniulotteinen tutkimusteema.

Tutkielman tavoitteenasettelu on pääpiirteittäin kolmitahoinen. Markkinoiden järkevä sijoittaja rakentuu taloustieteen ja rahoitusteorian klassiselle problematiikalle markkinoiden tehokkuudesta ja inhimillisen käyttäytymisen mallintamisesta. Näin myös normatiivisen käsitteenmuodostuksen keskiössä on kysymys ulko-oikeudellisen tiedon asemasta sekä normatiivisen ja empiirisen tieteen yhteensovittamisesta juridisessa argumentaatiossa. Tutkielman tavoitteena on siten eritellä teoreettisia lähtökohtia ja reunaehtoja, joiden mukaisesti tulkintastandardi mukautetaan kulloiseenkin tulkintakontekstiin.

¹¹ Tutkielman tavoitteena on analysoida ja systematisoida sijoittajien päätöksentekoa ja normatiivista oletusta toiminnalta edellytettävistä kognitiivisista prosesseista. Tällöin on huomattava terminologinen ero rationaalisen ja järkevän päätöksenteon välillä. Tutkielmassa *rationaalisuudella* tarkoitetaan yleisesti tavoitteellista ja johdonmukaista päätöksentekoa, jossa sijoittaja toimii valitsemallaan tavalla saavuttaakseen tavoittelemansa lopputuloksen. Yleisellä tasolla toiminnan loogisuudelta edellytetään ainoastaan käsitystä toiminnan ja tuloksen kausaalisuhteesta, siitä että toimimalla tietyllä tavoin voidaan saavuttaa ennalta asetettu tavoite. Tässä merkityksessä rationaalisuustermi ei ota kantaa siihen, missä määrin tavoitteet optimoivat toimijalle aiheutuvan kokonaisuhyödyn tai kuinka soveltuvia tehdyt valinnat ovat asetettujen tavoitteiden saavuttamiseksi. Tutkielman kysymyksenasettelun kannalta keskeisessä taloustieteellisessä terminologiassa rationaalisuudella viitataan myös nimenomaisesti neoklassisen taloustieteen käsitykseen sijoittajien päätöksentekoa ohjaavasta logiikasta. Tällöin sijoittajat nähdään kokonaisuhyötyään optimoivina päätöksentekijöinä, ja toiminnan rationaalisuus samaistuu subjektiivisen hyötyfunktion maksimointiin. Sijoittajien *järkevyyttä* tai *järkevää* toimintaa arvopaperimarkkinoilla on rationaalisen päätöksenteon normatiivinen sovellus. Tällöin järkevää toimintaa ei suoraan samaistu taloustieteellisessä kontekstissa käytettyyn rationaalisuuteen, vaan päätöksentekoanalyysia täydennetään normatiivisella arviointikriteerillä. Järkevä toiminta on edelleen loogista, mutta tulkintakontekstista riippuen, sillä voi olla myös arvosidonnaisia tavoitemaksimeja tai järkevyydellä voidaan viitata päätöksenteossa ilmenevien inhimillisten puutteiden hyväksymiseen. Mikäli rationaalisen tai järkevän päätöksenteon käsitteellistä eroa halutaan korostaa, on tämä pyritty tuomaan tekstissä nimenomaisesti ilmi. Muutoin adjektiiveja järkevää ja rationaalinen käytetään synonyymeinä sen mukaisesti, kumpi niistä luontevammin sopii kulloiseenkin asiayhteyteen.

Toiseksi tutkielmassa tarkastellaan normatiivista sijoittajakäsitystä ja sen sisältöä sellaisena, kuin sitä on sovellettu osana voimassa olevaa sisäpiirinormistoa. Järkevän sijoittajan ilmentämä normatiivinen rationaalisuus ei kuitenkaan ole saanut yksiselitteistä sisältöä oikeuskirjallisuudessa tai -käytännössä. Siksi tutkielmassa vertaillaan normatiivisesta sijoittajakuvasta esitettyjä näkemyksiä ja eritellään oletuksia, joihin käsitteen tulkinnassa sitoudutaan. Tarkoituksena on muotoilla perusteltu suositus käsitteen sisällöstä etenkin yhtenäisen eurooppalaisen arvopaperimarkkinasääntelyn tulkintastandardina. Yhteiseurooppalaisen standardin sisällöllistäminen on tarpeen, jotta ylikansallinen sääntely säilyttää ennakoitavuutensa, eikä järkevä sijoittaja muodostu markkinasääntelyn arvaamattomaksi *vieteriukoksi*.¹² Kolmanneksi järkevän sijoittajan käsitteellä operoidaan muuttuvilla markkinoilla ja kontrolloidaan myös uusia ja kehittyviä markkinailmiöitä. Näistä yksi merkittävimmistä on kaupankäynnin automatisoituminen. Tutkielmassa analysoidaan uutta markkinaympäristöä, jossa sijoittajien järkevyyttä arvioidaan sekä haastetaan nykyisen tulkintastandardin soveltuvuus moderneilla arvopaperimarkkinoilla.

Lainsäädännössä omaksuttu käsitys sijoittajien päätöksenteosta on keskeinen sisäpiirisääntelyä ja jatkuvan tiedonantovelvollisuuden sisältöä määrittävä tekijä. Sisäpiirisääntösten tai tiedonantovelvollisuuden rikkomisen sanktioiden kautta järkevä sijoittaja ulottaa vaikutuksensa myös rikosoikeudelliseen ympäristöön. Tässä tutkielmassa painopiste on sijoittajan päätöksenteon kuvaamisessa sekä normatiivisen rationaalisuuskäsityksen muodostamisessa ja tulkinnassa. Sisäpiirisääntelyn ja jatkuvan tiedonantovelvollisuuden erityisvaatimuksia käsitellään suppeammin siinä laajuudessa, kuin ne ovat merkityksellisiä sijoittajan päätöksenteon ja markkinasääntelyn yleisten tavoitteiden saavuttamisen kannalta. Arvopaperimarkkinasääntelyn sanktio-oikeudelliset elementit tulevat käsiteltäviksi sääntelyn ja sen tulkinnan oikeudellisten reunaehtojen yhteydessä, mutta etenkin rikosoikeudelliseen rangaistavuuteen ja vastuuproblematiikkaan liittyvät erityiskysymykset jätetään yksityiskohtaisen tarkastelun ulkopuolelle.

1.3 Tutkielman metodi ja rakenne

Käsillä oleva työ on oikeusdogmaattinen tutkielma arvopaperimarkkinasääntelyn sijoittajakuvasta ja normatiivisesta rationaalisuuskäsitteestä. Oikeusdogmaattisen tutkimuksen yhtenä tavoitteena on vastata lainkäyttäjän tiedontarpeisiin tarjoamalla normatiiviseen on-

¹² *Wilhelmsson* on kuvannut eurooppaoikeuden arvaamatonta väliintuloa kansalliseen oikeuteen *vieteriukoefektinä*. Ks. *Wilhelmsson* 1997 s. 359.

gelmaan perusteltu ratkaisu.¹³ Lainsoveltajan tiedontarpeen kannalta lainopillisen tutkimuksen tulee perustellun ratkaisun ohella tarjota lainsoveltajalle myös välineitä oikeudellisen argumentaation rakentamiseen. Tässä työssä lainoppi palvelee tiedonkäyttäjää yhtäältä kuvailemalla perusteltua tulkintaratkaisua ja toisaalta jäsentämällä tulkinnan merkityksellisiä osatekijöitä.¹⁴

Järkevä sijoittaja on avoin käsite, jolla ei ole täsmällistä lainsäädännössä tai oikeuskäytännössä määriteltyä sisältöä.¹⁵ Tällöin tutkielman oikeusdogmaattinen tutkimusote edellyttää kannanottoa siihen, millainen käsitteelle tulkinnalla annettavan sisällön tulisi olla. Tulkintastandardin avoimuus luo tarpeen myös argumentaation kehittämiseksi. Voimassa oleva oikeus ei aseta laintulkitsijaa suoraan kahden vaihtoehdoisen tulkintaratkaisun valintatilanteeseen, vaan sovelluskontekstiin sopiva tulkinta itsessään pitää *rakentaa*.¹⁶ Tutkielman tavoitteena on siten koota argumentaation rakennusaineistoa lainsoveltajille *de sententia ferenda* -tyyppisesti.¹⁷ Järkevän sijoittajan tulkinnassa vallitsevilla olosuhteilla on keskeinen merkitys.¹⁸ Tällöin yleisten tulkintasuositusten antaminen on vaikeampaa, mikä puoltaa *de sententia ferenda* -näkökulman hyödyntämistä.¹⁹

Ensisijainen tavoite tutkielmassa voimassa olevan sääntelyn analyysi ja tulkinnan kehittäminen. Kuitenkin markkinoiden muutos ja nopea kehitys eri markkinasegmenteillä luo tarpeen eriyttää sijoittajien järkevyyden tulkintaa. Olennaisuuden kytkeminen arvopaperin pörssikurssiin on yksi voimassa olevan sääntelyn kompastuskivistä, mikäli markkinaympäristön muutosta ei kyetä sisäistämään sitä säänteleviin normeihin. Näiden markkinamuutoksen johdosta sijoittajakuvaa ja nykymuotoisen sääntelyn haasteita tarkastellaan myös *de lege ferenda*.²⁰

¹³ Aarnio 1982 s. 117. *Aarnion* mukaan tuomarin *tiedonintressiin* vastaaminen eli *normatiivisen aukon* täyttämisen on lainopin tehtävä sen ohella, että tyydyttäisiin vain perustellusti toteamaan, ettei voimassa oleva laki tarjoa vastausta tiettyyn kysymykseen. Aarnio 1982 s. 116.

¹⁴ Aarnio 1977 s. 286–287.

¹⁵ Kotiranta 2014 s. 84.

¹⁶ Norros 2009 s. 12 katsoo epäluontevaksi puhua ”lain tulkimisesta” silloin, kun oikeudenkäyttöratkaisussa on lähinnä kyse tulkintavaihtoehtojen asettamisesta paremmuusjärjestykseen. Tulkinta-argumentteja vertailevassa tutkimuksessa voidaan tällöin puhua *argumentaatiota kehittävästä tutkimusotteesta*. *Ibid.*

¹⁷ *De sententia ferenda* -tutkimuksen tavoitteista ks. Lautjärvi 2015 s. 28 sekä Vedenkannas 2007 s. 7 av. 15.

¹⁸ Markkinalähtöinen tulkintatapa edellyttää, että sisäpiirintiedon tulkintaa todellisten markkinaolosuhteiden valossa. Knuts 2011 s. 98.

¹⁹ Norros 2009 s. 12.

²⁰ *De lege ferenda* -tutkimuksesta ks. Linna 1987 s. 9–11.

Tutkielmassa on valittu vahva oikeustaloustieteellinen ote. Tutkimuskysymyksen kannalta empiirisen taloustieteen tuottamalla tiedolla ja teorioilla on keskeinen rooli sijoittajakäytännön ymmärtämisessä ja mallintamisessa. Asetelma ohjaa siten arvioimaan taloustieteen asemaa normatiivisessa argumentaatioissa. Perinteisesti taloustieteellisten ja muiden reaaliargumenttien hyödyntäminen on nähty mahdolliseksi oikeudellisessa argumentaatioissa ja laintulkinnassa vain rajoitetusti.²¹ Sijoittajien päätöksenteosta muodostettavan oletuksen osalta kyse on kuitenkin oikeuden sisäisen tulkintaongelman sijaan sovellustilanteesta, jossa normatiivisen käsitteen aineellinen sisältö muodostuu empiirisen tutkimuksen tuottamasta tiedosta. Tällöin tutkimuksessa molempien tieteenlajien on katsottava kulkevan rinnakkain ja tuottavan kummankin molemmille tarpeellista tietoa omalta erityisalaltaan.²² Tutkielmassa omaksuttu metodologinen näkemys lähestyy siten *Siltalan* esittämää tutkimuksen *vuorovaikutusmallia*, jossa eri tieteiden tuottamia tutkimustuloksia pyritään hyödyntämään tarkat tiederajat ylittäen.²³

Tutkielmassa pääpaino on kotimaisen oikeustilan tutkimuksella. Sisäpiirisäätelyn järkevä sijoittaja sisältyy yhteiseen eurooppalaiseen markkinanormistoon, joka pohjautuu vahvasti yhdysvaltalaiseen arvopaperimarkkinadoktriiniin. Kyse on siten hyvin kansainvälisestä oikeusproblematiikasta. Tutkielmassa kiinnitetään vertailevasti huomiota sijoittajien järkevyydestä esitettyihin näkemyksiin, mutta lähtökohdiltaan tutkielma ei ole oikeusvertaileva. Sijoittajien rationaalisuudesta säätelyyn omaksuttava näkemys nähdään lisäksi universaalina oikeuskysymyksenä, joka ei ole suoraan sidonnainen kansalliseen oikeuteen.²⁴

Tutkielma jakautuu johdanto-osan ja loppupäätelmien lisäksi neljään sisältöluokkaan, joissa sijoittajien rationaalisuuden ja järkevän sijoittajan käsitteen analyysi etenee yleistä tulkintateoreettisesta kysymyksenasettelusta tulkintastandardin erittelyyn ja sijoittajakuvan ajankohtaisiin haasteisiin. Luvussa 2 tarkastellaan arvopaperimarkkinoita tulkintaympäristönä

²¹ Timonen 1997 s. 119. *Timonen* korostaa, että taloustiede parantaa ymmärrystä säädeltävästä ilmiöstä ja säätelyn vaikutuksista. Konkreettisten ratkaisujen oikeuttaminen sitä vastoin jää oikeuden sisäiseksi tehtäväksi. Timonen 1997 s. 120. Ks. keskustelusta *law and economics* -argumenttien roolista oikeustieteessä ja -tutkimuksessa lisäksi Kaisto 1997 s. 49–52.

²² Timonen 1996 s. 131 toteaa, että *law and economics* -tutkimuksen vakavasti ottaminen keskittää huomion näiden kahden eri tieteenalan ja niiden tuottaman tiedon yhdistämiseen saman ongelman ratkaisemiseksi.

²³ Siltala 1997 s. 289. *Siltalan* mukaan esimerkiksi yhteiskuntatieteiden ja lainopin *tutkimusmenetelmät* tulee kuitenkin pitää tiukemmin erillisinä. *Ibid.*

²⁴ Kansallisen oikeuden erityispiirteet voivat aktualisoitua sijoittajakuvan osalta etenkin arvioitaessa sisäpiirisäätelyyn liittyvää rikosoikeudellista rangaistavuutta ja syyllisyyttä. Oikeusvertailevasti mielekäs tutkimusteema olisi tältä osin tutkia, miten sijoittajan päätöksenteosta ja henkilöstä tehtävät oletamat soveltuvat kansallisen rikoslainopin asettamiin erityisvaatimuksiin, kun sijoittajan järkevyyttä hyödynnetään rikosoikeudellisessa tulkinnassa.

ja eritellään tulkintaopin rakentamisen oikeudellisia reunaehdoja. Lisäksi luvussa käsitellään normatiivisen sijoittajakäsitteen taustalla vaikuttavaa empiirisen ja normatiivisen tieteen yhteensovittamisproblematiikkaa. Luku 3 käsittelee taloustieteen sijoittajakäsitystä ja markkinateorioita, jotka muodostavat pohjan sijoittajan päätöksenteon mallintamiselle. Luvussa 4 eritellään MAR:n järkevän sijoittajan testin sisältöä sekä alussa esiteltyä teoreettista taustaa, että oikeuskirjallisuuden ja -käytännön kannanottoja vasten. Luvussa 5 arvioidaan käsitteen asemaa uudistuvilla arvopaperimarkkinoilla ja konkretisoidaan haasteet, joita markkinaympäristön muutokset asettavat tulkintastandardin soveltamiselle.

2 LAIN TULKINTA ARVOPAPERIMARKKINAOIKEUDESSA – TULKINNAN TEOREETTISET LÄHTÖKOHDAT

2.1 Arvopaperimarkkinat oikeudellisena tulkintaympäristönä

Arvopaperimarkkinat ovat laintulkinnallisena kontekstina moniulotteinen toimintaympäristö, jossa globaalit markkinailmiöt ulottavat vaikutuksensa yli kansallisten rajojen markkinoiden ollessa tiiviissä vuorovaikutuksessa keskenään.²⁵ Kansallisella tasolla lakeihin ja alemman tasoisiin säännöksiin perustuvaa viranomaissääntelyä täydentää merkittävä toimijoiden itsensä ylläpitämä ja osin viranomaislähtöinen tai -vahvisteinen itsesääntelynormisto.²⁶ Vuoden 2008 finanssikriisin jälkimainingeissa etenkin markkinavakauden turvaaminen on nostanut rahoitusmarkkinoiden sääntelyn kansainvälisen poliittisen päätöksenteon keskiöön.²⁷

Arvopaperimarkkinasääntelyn moniportaisuus lisää tarvetta sen tulkintaperiaatteiden hienosäädölle. Markkinatoimijoiden institutionaalisista ammattisijoittajista yksityishenkilöihin ulottuvan sijoittajaskaalan sääntelylle asettamat tarpeet eroavat huomattavasti toisistaan. Tämän heterogeenisen sijoittajajoukon intressien ja moniportaisen sääntelyn ristipaineissa arvopaperimarkkinasääntelyn tulkinnan tehtävänä on sovittaa konkreettiset sääntelynormit niiden toimintaympäristön tavoitekehikkoon. Mikäli markkinoiden toimintaympäristön erityispiirteitä hahmotetaan puutteellisesti, normatiivinen sääntely irtautuu kontekstistaan ja sääntelyn kyky edistää ja ohjata yhteiskunnallista kehitystä heikkenee.²⁸

Arvopaperimarkkinoiden toiminta rakentuu informaation ja sen hyödyntämisen ympärille. Taloustieteen yksi keskeisimmistä ja tunnetuimmista markkinoiden toimintaa mallintavista teoreettisista konsepteista – *markkinoiden tehokkuus* – perustuu tiedon imeytymiseen arvo-

²⁵ Cox – Hillman – Langevoort 2013 s. 104–105.

²⁶ Häyrynen 2009 s. 20, Kotiranta 2014 s. 58. *Kotiranta* nostaa lisäksi esiin huomion itsesääntelyyn perustuvan markkinaohjauksen ongelmallisuudesta. *Kotirannan* mukaan itsesääntely voi tarjota mahdollisuuden markkinasääntelyn dynaamisuuden ja mukautuvuuden kehittämiseen, mutta vaarana on sääntelyn ennustettavuuden ja markkinoiden kokonaissääntelyn johdonmukaisuuden vaarantuminen mm. itsesääntelyn ja oikeuskirjallisuuden sekä -käytännön ristiriitaisuuden vuoksi. Kotiranta 2014 s. 267. Itsesääntelyn varjopuolena voidaan nähdä myös toimijoiden motiivit luoda suojakehikko varsinaista viranomaissääntelyä ja -kontrollia vastaan. Ks. McCusker 1999 s. 140.

²⁷ Finanssikriisin vaikutuksesta kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden sääntelyyn ks. Avgouleas 2009.

²⁸ Knuts 2011 s. 12–13. *Knutsin* mukaan puutteellinen kontekstualisointi ja markkinaympäristön ominaispiirteiden hahmottaminen voivat johtaa markkinoiden ali- tai ylisääntelyyn, jolloin sääntelyn ohjausvaikutus ei toteudu optimaalisesti.

paperien markkinahintaan.²⁹ Tieto arvopaperimarkkinoilla ei ole ainoastaan valtaa vaan konkreettisesti varallisuusarvoinen hyödyke.³⁰ Jotta varallisuus oikeuksien hyödyntäminen markkinakilpailussa toteutuu järjestäytyneen yhteiskunnan kokonaisuutta parhaiten palvelevalla tavalla, tulee markkinasääntelyn asettaa rajat markkinoilla hyväksyttävillä menettelytavoilla.³¹ Tiedon ympärillä operoivan sisäpiirisääntelyn keskeisimmäksi funktioksi voidaan siten mieltää erottelu *sallitun* ja *kielletyn informaatioedun* hyödyntämisen välillä.³² Informaation hyväksikäytön sääntelyllä tähdätään arvopaperimarkkinoiden puolueettomuuteen eli markkinatoimijoiden yhdenvertaisuuteen, jonka yhdeksi olennaisimmaksi elementiksi *Rautio* nostaa markkinatoimijoiden ”mahdollisimman yhtäläiset tiedot arvopaperien arvoon vaikuttavista seikoista”.³³ Informaatiomarkkinoilla sääntely kykenee turvaamaan oikeasuhtaisen tasapainon sijoittajien välillä vain, mikäli konkreettinen tulkintaratkaisu seuraa markkinoiden toimintalogiikka. Taloudellisen ja juridisen teorian soveltaminen rinnakkain on siten sijoittajakuvan tulkinnassa välttämätöntä.

Informaation ohella toinen fundamentaalinen arvopaperimarkkinoita määrittävä tekijä on markkinaosapuolten suhde sijoitustoimintaan liittyvään riskiin.³⁴ Markkinatoimintaa ohjaa riskin ja vaaditun tuoton relaatio: markkinatoiminnan ja rahoitusmarkkinoilla läsnäolon

²⁹ Tehokkaiden markkinoiden hypoteesista (*Efficient Capital Market Hypothesis*, ECM), ja markkinatehokkuuden asteista ks. Fama 1970, tehokkuuden ja informaation ja markkinasääntelyn osalta yleisesti mm. Gordon – Kornhauser 1985 ja markkinoiden ja tiedon suhteesta lisäksi mm. Ekholm 2002.

³⁰ Etenkin oikeustaloustieteessä tiedon varallisuusluonne hahmotetaan osin julkiseksi ja osin yksityiseksi omaisuudeksi. Valittu katsantokanta ja omaisuusluonteelle annettu painoarvo vaikuttaa markkinasääntelyn tavoitteiden ja päämäärien asettamiseen. Rudanko 1998 s. 338.

³¹ Näkemys markkinasääntelyn tarpeellisuudesta ja välttämättömyydestä muotoutuu sen mukaisesti, miten markkinat itsessään hahmotetaan. Markkinaliberalistisen neoklassisen näkemyksen painoutuessa sääntelyllinen väliintulo markkinahäiriöihin jää painoarvoltaan huomattavasti vähäisemmäksi kuin markkinatehokkuuteen kriittisemmin suhtautuvaa *neoinstitutionaalista* ideologiaa seurattaessa. Timonen 1997 s. 97–98.

³² Knuts 2011 s. 9. *Knutsin* määrittelemänä *sallittu informaatioetu* tarkoittaa sellaista markkinatoimijoiden välistä ”tiedollista etumatkaa”, jonka hyödyntäminen markkinoilla on hyväksyttävää. Knuts 2011 s. 9–10.

³³ Lappi-Seppälä ym. 2013 s. 1425. Yhdenvertaisen aseman korostamisen taustalla vaikuttaa Yhdysvaltain arvopaperimarkkinadoktriinin *equal access* -teoria, joka korostaa epäoikeutetun kaupankäyntiedun poistamista kattavalla tiedonantovelvollisuudella markkinoille. Ks. *equal access* -teoriasta yleisesti Kurenmaa 2003 s. 43–44 sekä tässä viitatuksi lähteet. Pyrkimys markkinatoimijoiden yhdenvertaiseen tiedolliseen asemaan ei kuitenkaan ole absoluuttisen ainoa tapa maksimoida arvopaperimarkkinasääntelyn tehokkuutta. Markkinoilla toimii laaja joukko ammattimaisia sijoittajia, jotka hyödyntävät tiedonhankinnassa moniin yksityissijoittajiin verrattuna ylivertaisia resursseja. Ammattimaisten sijoitusorganisaatioiden kaupankäyntivolyymit ovat lisäksi huomattavasti useimpien yksityissijoittajien kaupankäyntimäärien yläpuolella. Näin ammattimainen sijoitustoiminta pitkälti ajaa markkinoita ja markkinoiden hinnanmuodostusta. Tässä relaatiossa etenkin satunnaisten piensijoittajien kannalta on usein yhdentekevää, millaista yksittäisiä arvopapereita tai niiden liikkeeseenlaskijoita koskevaa sijoitusinformaatiota nämä saavat sijoituspäätöstensä tueksi, mikäli muut vahvemmin resurssein varustetut markkinaosapuolet ovat jo prosessoineet kyseisen informaation. Tällöin kustannustehokkain sijoitusstrategia on yksinkertaisesti luottaa markkinahinnan kykyyn heijastaa sijoituksen arvoa ja säästyä ylimääräisiltä informaatiokustannuksilta, joilla saavutettava rajahyöty olisi sijoittajalle olematon. Ks. Fischel 1982 s. 5, sekä Fischel 1981 s. 718–719. Ks. esitetystä problematiikasta tarkemmin jakso 4.2.1.

³⁴ Arvopaperimarkkinat kokonaisuudessaan toimivat kanavana riskin hajauttamiselle. Ks. Kaisanlahti 1999 s. 68–70.

perusedellytyksenä on riskin sietäminen tästä saatavaa korvausta vastaan.³⁵ Riskin ja tuoton odotusarvon suhde soveltuu konseptina luontevasti *taloudellisen* riskin käsittelyyn markkinoilla, mutta ongelmallisempi markkinasääntelyyn ja sen tulkintaan sisältyvän *oikeudellisen* riskin suhteen. Vaikka markkinatoimijat ovat valmiita hyväksymään toiminnassaan huomattavaakin taloudellista riskiä, ei sääntelyllisen riskin käsittely noudata samaa logiikkaa: markkinasääntelyn arvaamattomuudelle on vaikea hahmottaa riskin tuomaa lisäkompensaatiota, eikä itse sääntelyyn sisältyvä riski ole tehokkaasti toimijoiden hajauttavissa. Markkinasääntelyyn sisältyvä epävarmuus tulee siten pyrkiä minimoimaan.

2.2 Markkinasääntelyn tavoitteet

Oikeuden ja oikeusnormien yleisenä tehtävänä on luoda ja vahvistaa legitiimit rakenteet yhteiskunnan toiminnalle.³⁶ Markkinasääntelyn tavoitteena on siten turvata sääntelemänsä yhteiskunnan alan optimaalinen ja häiriötön toiminta. Rahoitusmarkkinoiden institutionaalinen perustehtävä ja markkinasääntelyn suojeluobjekti on pääomien kanavointi rahoitusylijäämäisiltä sijoittajilta sitä tarvitseville yhtiöille ja yhteisöille.³⁷ Tässä funktiossa sisäpiirintiedon ja tiedonantovelvollisuuden syntymiskynnystä määrittävä tiedon olennaisuuskriteeri on osa niitä puitteita, joissa markkinatoimijat saavat hyödyntää tietoa ja edistää markkinoiden tehokasta hinnanmuodostusta.³⁸ Tehokkuuden ohella markkinoiden toimivuuden toisena keskeisenä osatekijänä on markkinaosapuolten luottamus säänneltyjen arvopaperimarkkinoiden kykyyn toteuttaa pääoma-allokaatio paitsi tehokkaasti myös puolueettomasti.³⁹

³⁵ Perinteisen rahoitusteorian mukaan rahoitusmarkkinoiden toimintalogiikkaa ohjaa riskin ja tuoton *positiivinen korrelaatio*. Markkinoilla riski-tuotto-suhde ei kuitenkaan ilmene poikkeuksetta näiden *positiivisena* korrelaationa, vaan korkea riski voi yhdistyä myös systemaattisesti alhaisempiin tuottoihin. Bowman 1980 s. 25 esittää yhdeksi mahdolliseksi syyksi johdon kyvykkyyden kasvattaa sekä yhtiön tuottoja, että vähentää riskisyyttä. Yhtiöiden riskisyyttä lisäävät ominaisuudet, kuten korkea velka-aste tai osakkeen heikko likviditeetti, korottavat osakkeilta *vaadittavaa* tuottoa mutta ristiriitaisesti nämä ominaisuudet yhdistetään heikompiin tulevaisuuden *tuotto-odotuksiin*. Kaustia – Laukkanen – Puttonen 2008 s. 57–58. Riskin ja tuoton välistä suhdetta monimutkaistaa edelleen se, ettei arviointi ei perustu yksinomaan odotettuun lopputulokseen, vaan sijoittajien riskipreferenssit ovat muuttuvia ja voimakkaasti kontekstisidonnaisia. Yleisesti päätöksenteon prospektiteoriasta (*prospect theory*) ks. Kahneman – Tversky 1979.

³⁶ Klami 1986 s. 12.

³⁷ Fama 1970 s. 383, Astola 1990 s. 1, Anttila 1996 s. 19. Rahoitusmarkkinoiden tehtävä on muotoiltu myös tätä eritellymmin: mm. *Timonen* esittää rahoitusmarkkinoiden päätehtäviksi riskin jakamisen, pääomien keräämisen sekä yritysten tarkkailun ja valvonnan mahdollistamisen. Ks. *Timonen* 1997 s. 184.

³⁸ Knuts 2011 s. 16.

³⁹ Kotiranta 2014 s. 56.

2.2.1 Markkinatehokkuus

Faman muotoilun mukaan optimaalisesti toimivilla pääomamarkkinoilla arvopaperien hintojen tulee jatkuvasti heijastaa kaikkea niiden arvoon vaikuttavaa informaatiota. Tällöin markkinat tuottavat sijoittajien käyttöön täsmällistä tietoa resurssien allokoimiseksi ja toimivat *tehokkaasti*.⁴⁰ Tehokkuuden edistäminen tulee oikeudellisen sääntelyn kannalta arviotavaksi siinä, miten tietty säännös tai sen tulkinta toteuttaa tavoiteltua tehokkuusoptimia.⁴¹ Analysoitaessa markkinoiden tehokkuutta on keskeistä hahmottaa, mitä tehokkuuden määritelmää kulloinkin sovelletaan. Sääntelyn vaikutusta markkinoilla arvioidaan tyyppillisesti *allokatiivisen* tehokkuuden näkökulmasta, jolloin tehokkuuden määritelmänä käytetään resurssien jaon *pareto-optimalisuutta* tai *Kaldor–Hicks-tehokkuutta*.⁴²

Markkinaympäristössä *pareto*-optimalisuuden merkitys korostuu, sillä vapaa kaupankäynti markkinoilla toteutuu vain silloin, kun vaihdannan molemmat osapuolet kokevat hyötывänsä toiminnasta.⁴³ Allokatiivinen tehokkuus syntyy markkinoilla niiden *informaatiotehokkuuden* seurauksena. Edellä esitetysti informaatiotehokkuuden mittana on arvopapereita koskevan tiedon imeytyminen näiden markkinahintaan. Erillinen kysymyksensä on se, vastaako tiedon prosessoinnin jälkeen markkinoilla havaittava hinta sijoituskohteiden reaalista arvoa. Mikäli markkinoiden hinnanmuodostus noudattaa tehokkaiden markkinoiden hypoteesin olettaimia, informatiivisesti tehokkaiden markkinoiden *fundamentaalin tehokkuus* seuraisi sijoittajien rationaalisesta päätöksenteosta ja markkinoiden oikeasuhtaisesta reaktiosta uuteen tietoon.⁴⁴ ⁴⁵ Empiirisen tutkimuksen valossa markkinat reagoivat tietoon nopeasti, muuta reaktion tarkkuus ei ole läheskään yhtä yksiselitteinen: muun muassa osakemarkkinoiden korkea volatilitteetti ja useat markkina-anomaliat haastavat perin-

⁴⁰ Fama 1970 s. 383.

⁴¹ Timonen 1997 s. 80.

⁴² Timonen 1997 s. 80. *Pareto*-tehokkailla markkinoilla resurssit on jaettu niin, ettei yhdenkään osapuolen asemaa voi parantaa toisten markkinatoimijoiden asemaa heikentämättä. *Kaldor–Hicks*-kriteeri vastaavasti mittaa resurssien jaosta aiheutuvien kustannusten kompensatiota: kriteerin täytyessä alkuperäistä allokatiota voidaan muuttaa kaikkien osapuolten hyvinvointia lisäämällä, mikäli välittömästä allokatiomuutoksesta hyötывät osapuolet voivat kompensoida jaossa hävinneiden tahojen kärsimän hyvinvointitappion. Ks. Kannianen – Määttä – Timonen 1996 s. 13.

⁴³ Vahtera 2011 s. 44. *Vahtera* myös huomauttaa *pareto*-tehokkuuden olevan sääntelyn oikeudenmukaisuuden kannalta ongelmattomampi, sillä yhdenkään osapuolen asema ei tehokkuuden toteutuessa heikkene resurssien jaon seurauksena.

⁴⁴ Langevoort 2002 s. 140–141.

⁴⁵ Täsmällisemmin määriteltynä markkinoiden fundamentaalinen tehokkuus edellyttää, että arvopaperien hinnat vastaavat riskikorjatulla tuottovaatimuksella diskontattujen tulevien kassavirojen nykyarvoa. Ks. Ayres 1991 s. 969 av. 97.

teisemmän, ECMH:n mukaisen tehokkuusolettaman.⁴⁶ Markkinoiden informaatio sääntelyn näkökulmasta tehokkuuden edistäminen ja maksimointi kiinnittyy siihen, miten markkinoiden informatiivinen ja fundamentaalinen tehokkuus saadaan yhdistettyä sääntelyn kokonaiskustannukset minimoiden. Markkinoille saatettavan tietomassan tulee mahdollistaa sekä laatunsa että määränsä puolesta sijoittajien tehokas päätöksenteko ja luotettava arvoanalyysi.⁴⁷ Sijoittajien järkevyyden normatiivinen määrittäminen vastaavasti osoittaa sen, miten ja millaista tietoa sijoittajille tulee julkistaa.⁴⁸

Markkinatoimijoiden yhdenvertaisen aseman takaaminen edellyttää sisäpiirintietoa ja tiedonantovelvollisuutta koskevan markkinoiden informaatio sääntelyn kykyä varmistaa, ettei yhdellekään toimijalla ole puolellaan järjestelmän rakenteista tai niiden epäkohdista syntyvää yksinomaista ja suojattua etua, joka mahdollistaisi tiedon kielletyn hyväksikäytön.⁴⁹ Tällöin sijoittajat voivat toimia markkinoilla vapaasti omien kykyjensä ja resurssiensa puitteissa, ja anonyymien osallistumisasteen noustessa markkinoiden hinnanmuodostus tehostuu.⁵⁰ Sijoittajien tiedontarpeiden täyttämisen ja markkinoiden hintamekanismien tehostamisen ohella informaatio sääntely vaikuttaa myös konkreettisesti liikkeeseenlaskijoiden

⁴⁶ Stout 1995 s. 646–650. Mm. Langevoort 1992 s. 872 onkin verrattain kärkevästi kritisoinut markkinahokkuuden asemaa teoreettisessa keskustelussa: ”While some efficiency properties characterize the securities markets, we simply do not yet know for sure much more than that. This alone should give us pause, for if the sources noted earlier are to be believed, the efficient market theory has become something of *an article of doctrinal faith* in corporate and securities law.” (kursiivi tässä).

⁴⁷ Kuten Huovinen 2004 s. 138 osuvasti huomauttaa, informaation määrä ei korvaa sen laatua, eikä yksinomaan tietomassan kasvattaminen johda parempaan päätöksentekoon.

⁴⁸ Fundamentaalisesta tehokkuuden tavoitteesta huolimatta tämä tietomassa ei rajoitu ainoastaan arvopaperien hintafundamenteihin, sillä markkinahinta heijastaa myös näistä irrallista, toisten sijoittajien päätöksentekoa kuvaavaa informaatiota (esim. tarjouksia ja kaupankäyntivolyyymiä koskevaa tietoa). Tämä on keskeinen peruste markkinapaikkojen avoimuussääntelylle. Ks. Lau Hansen 2003 s. 89.

⁴⁹ Annola kutsuu sijoittajan ja tiedon erityiselle suhteelle rakentuvaa asetelmaa *rakenteelliseksi informaatio-educaksi*, joka muodostuu silloin, kun sijoittaja saa tiedon erityisen edun (esimerkiksi sisäpiiriaseman) perusteella. Ks. Annola 2005 s. 118–119.

⁵⁰ Huovinen 2004 s. 8. Markkinatoimijoiden tasavertaisesta tiedollisesta asemasta erillinen kysymyksensä on se, missä määrin eri sijoittajaryhmien *tosiasiallisia* toimintamahdollisuuksia olisi markkinoiden toiminnan optimoimiseksi aiheellista rajoittaa. Sijoituspalvelulainsäädäntö tuntee nykyiselläänkin jaottelun ammattimaisten ja ei-ammattimaisten asiakkaiden välillä, mutta myös pidemmälle menevää markkinasegmentaatiota on ehdotettu. Ks. mm. Choi 2000, jossa ehdotettavan neliportaisen sijoittajajaottelun perustana on yksityissijoittajien taloustuntemus ja sijoitusosaaminen: osaavimmat sijoittajat saavat pääsyn laajempaan osaan finanssimarkkinatuotteista ja markkinoita tuntemattomimpien sijoittajien sijoitusvaihtoehtoja rajataan kattamaan vain yksinkertaisimmat rahoitusinstrumentit. Choi perustelee malliaan sillä, että sijoittajat saavat parempaa suojaa markkinoilla silloin, kun sääntely itsessään on sijoittajalähtöistä. Choi 2000 s. 7. Choin mallia on kritisoitu mm. siitä, ettei sijoittajalähtöinen sääntely kykene turvaamaan pienten yksityissijoittajien asemaa markkinoiden institutionaalisiin osapuoliin vastaan, sillä etenkin piensijoittajilla ei ole riittävää neuvottelevoimaa oikeuksiensa suojaamiseksi sijoitussopimusten ehtojen määrittelyssä. Ks. esim. Prentice 2002 s. 1447.

toimintaan. Optimaalinen tiedon olennaisuuden määritelmä voi näin auttaa yhtiötä kehittämään ja tehostamaan omia toimintamallejaan.⁵¹

2.2.2 Markkinaluottamus

Markkinoiden tehokas toiminta edellyttää, että markkinatoimijat luottavat järjestelmää ylläpitäviin rakenteisiin.⁵² Synnyttääkseen luottamusta markkinasääntelyn tulee kyetä uskottavasti ja tosiasiallisesti suojaamaan sijoittajia. Sääntelyn tavoitteenasettelussa sijoittajansuoja ei ole olennainen tekijä ainoastaan sen vuoksi, että luottamus lisää halukkuutta osallistua markkinoille, vaan myös siksi, että yksityissijoittajien on enemmän tai vähemmän välttämätöntä sijoittaa varallisuuttaan markkinoille riippumatta siitä, millaiset kyvyt heillä on hoitaa sijoituksiaan.⁵³ Vaikka varsinainen sijoituspalvelulainsäädäntö tarjoaa omat erilliset suojaamekanismit erityisesti yksityissijoittajille, on silti tavoiteltavaa, että jo arvopaperimarkkinasääntely itsessään luo kannustavat puitteet aktiiviselle markkinaosallistumiselle.

Markkinaluottamuksen rakentamisessa tulkintaopin teoreettisen perustan keskeinen osatekijä on sääntelyn ja sen lopputulosten oikeudenmukaisuus.⁵⁴ Oikeudenkäytössä oikeudenmukaisuuden *objektiivinen* puoli edellyttää, että menettelyn lopputulema kestää kriittisen tarkastelun ennalta valitun kriteerin valossa; oikeudenmukaisuus osapuolten *subjektiivisena* kokemuksena sitä vastoin määräytyy pitkälti menettelynaikaisen kohtelun perusteella ja on siten prosessuaalisen sääntelyn ydinkysymyksiä.⁵⁵ Informaatio sääntelyn ja sen tulkinnan objektiivisen oikeudenmukaisuuden elementteinä ovat etenkin jäljempänä käsiteltävä tulkintaa ohjaava laillisuusperiaate sekä normatiivisen sääntelyn perustaa määrittävä oikeuslähdeoppi.

⁵¹ Huovinen 2004 s. 8.

⁵² Knuts 2011 s. 19. Ks. myös Stout 2002 s. 408, joka korostaa luottamuksen tarpeellisuutta arvopaperimarkkinainstituution ylläpitämisessä: ”Without investor trust, our market would be a thin shadow of its present self. Suspicious and distrustful investors would refuse to exchange their hard-earned cash for such abstract and intangible goods as corporate securities. Instead, they would put their savings into tangible assets like gold or real estate, or under their mattresses.”

⁵³ Black 2013 s. 1507. *Black* ei kuitenkaan kommentissaan ota kantaa siihen, missä määrin etenkin heikoimassa tiedollisessa asemassa olevat sijoittajat tosiasiallisesti joutuvat osallistumaan markkinatoimintaan. Välillisten sijoitusmuotojen kuten sijoitusrahastojen avulla ns. viimekätisen sijoittajan rooli ja vastuu jäävät hyvinkin vähäiseksi, puhtaasti pankkirahoituksessa pitäytymisestä puhumattakaan. Välillinen vaikutus markkinoiden informaatio sääntelyn ja kaikkein passiivisimpienkin sijoittajien välillä on kuitenkin olemassa.

⁵⁴ Ahlmanin 1943 s. 29–30 mukaan oikeudenmukaisuuden keskeiset elementit ovat yhdenmukaisuuden, perustellun odotuksen ja ansaitsemisen periaatteet. *Ahlmanin* jaottelua oikeudenmukaisuuskysymyksen taloudellisessa analyysissä on hyödyntänyt mm. Timonen 1997 s. 84–85.

⁵⁵ Ervasti – Godzinsky 2014 s. 178–179.

Klassisia, etenkin oikeustaloustieteellisiä, erityiskysymyksiä ovat tehokkuuden ja oikeudenmukaisuuden suhde sekä näiden tavoitemaksiimien keskinäinen painoarvo.⁵⁶ Tässä tutkielmassa on omaksuttu näkemys, jossa sijoittajan rationaalisuusolehtaman oikeudenmukaisuuden keskeisenä elementtinä on sääntelyn kyky reflektoida sen toimintaympäristöä. Oikeudenmukaisuus kulkee siten sääntelyn tehokkuuden rinnalla, ja näiden molempien elementit syntyvät sääntelyn kyvystä mukautua markkinoiden toimintaan ja vastata sitä todellisuutta, jossa markkinoilla operoidaan.⁵⁷ Markkinoiden informaatio sääntelyn käsitteellisistä apuvälineistä järkevän sijoittajan testi on kiinteimmin liitännäinen markkinoiden toimintaympäristöön ja siten kriittinen linkki sääntelyn tulkinnan kontekstualisoinnissa.⁵⁸ Tulkintaopin kehittäminen ja normatiivisen sijoittajakuvan syventäminen auttavat parhaimmillaan myös optimoimaan markkinaosapuolten välistä riskinjakoa, kun osapuolten väliset asetelmat pystytään jäsentämään yksityiskohtaisemmin.⁵⁹ Tällöin kuva markkina-toimijoiden todellisesta riskinkantokyvystä paranee, jolloin sääntelyn tehokkuuden ja oikeudenmukaisuuden välinen ristiriita tasoittuu.⁶⁰

2.3 Tulkintaa ohjaavat periaatteet

Keskeisiä markkinasääntelyn tulkintaa ohjaavia ja rajoittavia yleisiä periaatteita ovat sääntelyn ennakoitavuutta edellyttävä rikosoikeudellinen laillisuusperiaate sekä tavoiteorientaatiota korostava tulkinnallinen teleologia. EU:n yhteisen lainsäädännön erityistavoitteet ja unionin oikeuden tulkintatraditio painottavat etenkin sääntelyn tehokkuutta ja tavoitteiden

⁵⁶ Kotimaisessa kirjallisuudessa *Timonen* on katsonut, että sisäpiirisääntelyn kannalta oikeudenmukaisuusargumentit ovat korostuneet sääntelyä puolustavissa kannanotoissa ja sääntely kritiikki painottaa tehokkuusnäkökohtia. *Timonen* 1997 s.79. *Timosta* analysoinut *Vahtera* huomauttaa, ettei tästä ei kuitenkaan voida tehdä päätelmää, etteikö sisäpiirisääntely osaltaan myös edistäisi markkinoiden tehokkuutta ja pääomien siirtoa. Ks. *Vahtera* 2011 s. 63 av. 165. *Kurenmaa* on myöskin *Timosen* viitaten katsonut tehokkuuden alisteiseksi oikeudenmukaisuudelle moraalisten argumenttien painoarvon vuoksi. Ks. *Kurenmaa* 2003 s. 63 sekä *Timonen* 1997 s. 89.

⁵⁷ Samansuuntaisesti *Knuts* 2011 s. 20–21, joka on kytkenyt sisäpiirisääntelyn markkinalähtöisen tulkinnan *informaation prosessointiperiaatteeseen* (markkinoiden tehokkuusintressiä korostava suppea sääntely- ja tulkintamalli) sekä *markkinatoimijoiden yhdenvertaisuusperiaatteeseen* (sääntelyn tarve kieltää oikeudetottoman tiedollisen etumatkan hyväksikäyttö markkinoilla). Ks. lisäksi *Knuts* 2009 s. 705.

⁵⁸ Järkevän sijoittajan testin ydin on määrittää markkinatoimijoiden normatiivinen konstruktio, joka yhdistää reaali maailman todellisuuden ja säädännöllisen ideaalin tulkinnalliseksi ohjeeksi, jolla oikeusnormien vaikutus kanavoidaan niiden sääntelemään toimintaympäristöön.

⁵⁹ *Kotiranta* on omassa väitöstutkimuksessaan hyödyntänyt arvoperimarkkinoiden vuorovaikutussuhteiden hahmottamisessa *Juha Karhun* uutta varallisuus oikeudellista teoriaa, jonka peruslähtökohtana on markkinaympäristön analyttinen erottelu neljän erilliskäsitteen – *toimintaympäristö, kokonaisjärjestely, intressitaho* ja *riskipositio* – avulla. Ks. *Kotiranta* 2014 s. 15, 299–306. *Karhun* edellä esitettyyn nelikenttään pohjautuvan teorian lähtökohtana on ollut pyrkimys yhdistää ja yleistää varallisuus oikeuden oppeja. Ks. *Pöyhönen* 1997 s. 530. Yleisesti uudesta varallisuus oikeudellisesta teoriasta ks. lisäksi *Pöyhönen* 2000.

⁶⁰ Toimijoiden todellinen riskinkantokyky määrittää sääntelyn tehokkuuden ja oikeudenmukaisuuden välistä lopullista ristiriitaa. Ks. *Vahtera* 2011 s. 63.

saavuttamista, mikä entisestään kärjistää tulkintaperiaatteiden vastakkainasettelua MAR:n harmonisoiman markkinoiden väärinkäyttösäätelyn tulkinnassa.

2.3.1 Laillisuusperiaatteellinen ennakoitavuus

Arvopaperimarkkinasäätelyn järjevä sijoittaja on lainsäädännön sisältämä standardi, jota vasten yhteiskunnan lainkäyttäjät arvioi todellisuudessa tapahtuvaa markkinatoimintaa. Järkevän sijoittajan käsitteeseen kulminoituu siten yksilön vapauden ja julkisen vallankäytön konflikti, jossa standardi määrittää rajan sisäpiirisäätelylle, jonka vastaisesti toimivaan markkinaosapuoleen voidaan kohdistaa oikeudellinen sanktio.⁶¹ Rangaistusuhan sisältävän säätelyn keskeiseksi tulkintaa ohjaavaksi periaatteeksi nousee tällöin rikosoikeudellinen laillisuusperiaate, joka turvaa yksilön oikeuksia rajoittamalla rikosoikeudella toteutettavaa julkista vallankäyttöä.⁶² Laillisuusperiaatteesta ilmenevä kirjoitetun lain vaatimus (*praeter legem* -kielto) kieltää nimenomaisesti syyksi lukevan tuomion perustamisen laajentavaan tulkintaan, jolloin muun muassa teleologisen tulkinnan hyödyntäminen on vapaampaa rangaistusvastuusta vapauttavassa argumentaatiossa.⁶³ Sisäpiirisäätelyn rikkomisesta säädetyt hallinto-oikeudelliset sanktiot eivät ole rikosoikeuden laillisuusperiaatteen piirissä, mutta arvopaperimarkkinaoikeudellisissa kontekstissa näidenkin osalta säätelyä on tulkittava ”laillisuusperiaatteellisesti”.^{64 65}

Oikeusvarmuuden kasvattaminen on lisäksi nostettu eurooppalaisen tiiviimmän ja yhdenmukaisemman säätelykehikon yhdeksi keskeiseksi tavoitteeksi.⁶⁶ Laillisuusperiaatteen noudattaminen vahvistaa lainkäytön ennakoitavuutta, kun sekä vastuun perustavat seikat että sovellettavaksi tulevat rangaistussäännökset käyvät ilmi kirjoitetusta laista.⁶⁷ Järkevän sijoittajan osalta lakiteksti tarjoaa kuitenkin vain rajoitetusti tukea säätelyn ennakoitavuudelle. Tiedon olennaisuuden arvioinnissa säätelyn avoimuuden ohella lisähaasteen lailli-

⁶¹ Knuts 2011 s. 11. Rikosoikeudellisten rangaistusten ohella sovellettavaksi voivat tulla hallinto-oikeudelliset sanktiot. AML 15:2.3,1:n mukaisesti esimerkiksi sisäpiirintiedon ilmaisukiellon (MAR 14 artikla) rikkomisesta voidaan määrätä Finanssivalvonnasta annetun lain (19.12.2008/878) 40.1 §:ssä tarkoitettu seuraamusmaksu.

⁶² Frände 2012 s. 29.

⁶³ Frände 2012 s. 32, Tapani – Tolvanen 2013 s. 125.

⁶⁴ Knuts 2011 s. 11.

⁶⁵ Hallinto-oikeudellisten seuraamusten *laillisuusperiaatteellisuuden* osalta on arvioitava Euroopan ihmisoikeussopimuksen (SopS 63/1999) laillisuusperiaatteen soveltumista seuraamuksiin, jotka eivät kansallisen oikeuden mukaan rikosoikeudellisia sanktioita. Sopimuksen määritelmiä ”rikossyyte” (6 artikla) ja ”rangaistus” (7 artikla) on tulkittava autonomisina käsitteinä, jotka soveltuvat myös *rangaistusuonteisiin* seuraamuksiin. Ks. Pellonpää ym. 2012 s. 546–547, 643. Sopimuksen ilmentämän legaliteettiperiaatteen soveltamisesta markkinasäätelyssä ks. Häyrynen 2006 s. 372–382, sekä Knuts 2010a s. 107–124.

⁶⁶ MAR johdanto-osan 4 kohta.

⁶⁷ Frände 2012 s. 34.

suusperiaatteen mukaisuudelle tulkinnalle luo järkevän sijoittajan testin normatiivinen suppeus: tiedon olennaisuus on kytketty yhteen normatiiviseen käsitteeseen, jonka läpi olennaisuuden osatekijät tulee kanavoida.⁶⁸ Tulkinnan kulminoituminen avoimeen käsitteeseen johtaa lisäksi lainsoveltajan rooliin muuttumiseen: olennaisuuskriteerin rajanvedossa joudutaan ottamaan kantaa siihen, onko tietynlaisen tiedon kategorisoituminen olennaiseksi tarpeellista sääntelyn tavoitteenasettelun kannalta – tämä olisi kuitenkin lähtökohdaisesti lainsäätäjän tehtävä.⁶⁹

Laillisuusperiaatteen toinen osatekijä, epätasällisyyskielto, edellyttää, että rangaistus-säännös on riittävän selkeästi määritelty ja sanktioitu käyttäytyminen on tunnistettavissa.⁷⁰ Koska sisäpiirisääntelyn sanktionormit saavat aineellisen sisältönsä MAR:n sisäpiirintiedon määritelmästä, tulee myös asetuksen olla riittävän täsmällinen olennaisuuden määrittelyssä. Järkevän sijoittajan testin ja olennaisuuskriteerin ei kuitenkaan voida katsoa olevan laillisuusperiaatteen edellyttämällä tavalla täsmällisiä eikä tarkkarajaisia etenkin, kun järkevän sijoittajan päätöksentekoa arvioitaessa halutaan painottaa tulkinnan kontekstuaalisuutta.⁷¹ Laillisuusperiaatteen keskeinen vaatimus on, että toimijoilla on mahdollisuus arvioida ja ennakoida kielletyn menettelyn rajat, jolloin näiden rikkomiseen on mahdollista kohdistaa moitearvostelu ja rangaista tekijää, mikäli tämä on rikkonut velvoitettaan toimia niiden mukaisesti.⁷² Olennaisuuskriteerin asettamisessa laillisuusperiaate näyttäytyy siten ensisijaisesti vaatimuksena muotoilla järkevyyssattribuutti niin, että sijoittajilla on mahdollisuus tunnistaa päätöksenteolta edellytettävät elementit, jotka markkinasääntelyn ideaalimallissa on asetettu päätöksenteon järkevyyden kriteereiksi.⁷³

⁶⁸ Testin sisällöllistä suppeutta ja tarvetta lainopilliseen jalostukseen on korostanut mm. Knuts 2011 s. 105.

⁶⁹ Melander 2015 s. 650–651. *Melander* nostaa esille avoimen tunnusmerkistön tulkinnalliset haasteet silloin, kun tuomioistuin joutuu arvioimaan, rinnastuuko tietty tekotapa nimenomaisesti sanktioituihin tekotapoihin.

⁷⁰ Epätasällisyyskiellosta ks. Melander 2008 s. 246–249.

⁷¹ Ks. MAR johdanto-osan 14 kohta, jonka mukaan järkevän sijoittajan päätöksentekoa koskevassa analyysissä huomioon tulee ottaa kaikki tarkasteltavassa tilanteessa rahoitusvälineeseen vaikuttavat markkinatekijät. Asetus ei kuitenkaan tarkemmin määrittele, mitä markkinatekijällä tarkoitetaan. Argumentaation laaja pohja on edellytys tulkinnan tehokkaalle kontekstualisoinnille, mutta se jättää eri tekijöiden välisen painotuksen avoimeksi. Lisäksi määritelmä ei ota mitenkään kantaa siihen, millaisia syy-seurausketjuja ja vuorovaikutussuhteita markkinoilla voidaan normatiivisesti hahmottaa. Säännöksen avoimuus asettaa lainsoveltajalle velvollisuuden hyödyntää avoimen muotoilun mahdollistavaa tulkinta-aineistoa monipuolisesti. Ks. Kurenmaa 2003 s. 71, joka katsoo, että avointen säännösten osalta laillisuusperiaatteellinen arvio tulisi kohdentaa siihen, *miten* laaja-alaista tulkinta-aineistoa hyödynnetään laillisuusperiaatteen sisältämän oikeuslähdekontrollin painottamisen sijaan.

⁷² Kukkonen 2016 s. 45. Ks. myös syyllisyyttä käsittelevä Nuutila 1991 s. 58, jonka mukaan *Aristoteleen* esittämiä rationaalisuusteorioita seuraten ihmisen rationaalinen kyky ilmenee juuri harkintaa seuraavassa valinnassa.

⁷³ Markkinasääntelyn ja sen tulkinnan on oltava ennakoitavaa. Knuts 2011 s. 12.

2.3.2 Tulkinnan teleologisuus ja tavoiteorientaatio

Oikeudellinen sääntely on konstruktio tietyn yhteiskunnallisen intressikonfliktin ratkaisemiseksi ja sääntely siten itsessään aina päämäärähakuista.⁷⁴ Markkinoiden väärinkäyttö-sääntelyssä, kuten talousrikosten kriminalisoinneissa yleensäkin, sääntelyn tavoitteiden toteutuminen edellyttää tulkinnan mukautuvuutta toimintaympäristön muutoksiin tiiviimmin kuin monien muiden omaisuusrikosten osalta.⁷⁵ Mukautuminen ja tilannekohtainen joustavuus voidaan sääntelyn tulkinnassa toteuttaa painottamalla sääntelyn tavoitteenasettelua tulkintaa ohjaavana periaatteena. Teleologinen tulkinta on siten sääntelyn avoimuuden ohella keino säilyttää sääntelyn joustavuus ja edistää tavoitteiden tehokasta saavuttamista.^{76 77}

Järkevän sijoittajan avoin määritelmä edellyttää, että olennaisuustesti saa varsinaisen sisältönsä oikeuskäytännössä. Sijoittajien markkinoita kohtaan tuntemaan luottamuksen ja markkinoiden tehokkaan toiminnan varmistamiseksi oikeudellisen ratkaisutoiminnan tulee muotoilla normatiivinen sijoittajakuva siten, että sääntely kykenee turvaamaan näiden tavoitteiden saavuttamisen.^{78 79} Teleologialla voidaan kuitenkin ohjata tulkintaa vain laillisuusperiaatteen rajoissa; rangaistusvastuun laajentaminen ei ole hyväksyttävää, vaikka markkinatehokkuuden edistämiseksi laajentavalle tulkinnalle olisi löydettävissä etenkin taloustieteellisiä perusteita.⁸⁰ Laillisuusperiaatteen asettamaksi tulkinnan ulkorajaksi on

⁷⁴ Aarnio 1989 s. 239, Nuotio 1998 s. 34.

⁷⁵ Lahti 2007 s. 8. *Lahti* korostaa tämän ominaispiirteen lisäävän laillisuusperiaatteen ja tavoitteellisen tulkinnan välistä jännitettä talousrikosoikeudessa ja sääntelyn valmistelussa.

⁷⁶ Joustavuuden säilyttäminen voidaan hahmottaa myös laillisuusperiaatteen vaatimusten keventämiseen. Ks. Hakamies 2012 s. 30, jonka mukaan sanamuodon ylittävä tulkinta voidaan perustella mukautumisella sellaiseen yhteiskunnan kehitykseen, johon lainsäätäjä ei osannut ennakolta varautua.

⁷⁷ Normiston avoimuus ja tulkinnan tavoitteellisuus ovat muutoinkin kiinteässä vuorovaikutuksessa, sillä etenkin sisällöllisesti avoimien normien osalta tulkintaratkaisun perusteltavuuden arviointi teleologisesti on välttämätöntä. Ks. Kotiranta 2014 s. 136.

⁷⁸ Kotiranta 2015 s. 725 korostaa teleologista tulkintaa etenkin silloin, kun suojeltava oikeushyvä, kuten markkinaluottamus, ei suoraan perustus nimenomaiseen perusoikeuteen, eikä sille ole identifioitavissa välitöntä omistajaa.

⁷⁹ Mm. *Frände* suhtautuu nähtävästi kriittisemmin teleologisen tulkinnan hyödyntämiseen, kun se perustellaan sääntelyn suojeluobjektin turvaamiseksi yksittäistapauksessa. Kun oikeushyvä on jo loukattu, ei rangaistuksella voida palauttaa loukkausta edeltänyttä asiointilaa. Laajentava teleologinen on kuitenkin mahdollinen, mikäli rangaistavuudella voidaan yleispreventiivisesti ehkäistä oikeushyvän tulevia loukkauksia. Ks. *Frände* 2012 s. 53 erit. av. 82. Myös *Knuts* korostaa rikosoikeudellisen sääntelyn teleologisen tulkinnan kriittistä arviointia. Valittu tulkintamalli ei voi olla peruste, jolla muutoin kestävä sääntelyratkaisu oikeutetaan, eikä rikosoikeuden perustavanlaatuisia preventiivisiä tavoitteita tule ylikorostaa, sillä tämän seurauksena syntyisi tarpeettoman laajoja ja ylimalkaisia kieltonormeja. Ks. *Knuts* 2010a s. 84–85 sekä tässä viitattu *Jareborg* 2001 s. 111.

⁸⁰ Kotiranta 2015 s. 724

yleisesti katsottu säännöksen sanamuoto.⁸¹ Tavoiteorientoitunutkin tulkintaratkaisu tulee siten sovittaa säännöksen normaalikieliseen tai sääntelykontekstiin liittyvään juridistekniseen sanamuotoon.⁸²

Tiedon olennaisuuden osalta keskeisin tulkintakysymys on, mikä merkityssisältö annetaan sijoittajien *järkevyydelle* toimintaa ohjaavana määreenä. Tehokkuutta korostava teleologinen tulkintatavoite puoltaa kantaa, jolla sääntelyn ohjauskyky maksimoidaan. Tällöin järkevän sijoittajan vaatimustaso tulee asettaa lähtökohtaisesti korkealle ja sijoittajilta on vaadittava harkittua ja monipuolista päätöksentekoa. Muutoin sääntely menettää positiivisen ohjausvaikutuksensa ja päätyy ainoastaan karsimaan räikeimmät epäkohdat markkina-toiminnasta. Markkinaluottamusta painottava teleologia puoltaa sitä vastoin tulkintasuositusta, joka on markkinatoimijoiden kohtuudella ennakoitavissa. Mikäli tiedon olennaisuuskynnys ja vaatimus järkevän sijoittajan arviointikapasiteettista asetetaan liian tiukoiksi, ei sääntely kykene lisäämään toimijoiden luottamusta markkinoiden ja siitä sääntelevän normiston toimintaan.⁸³ Kun laillisuusperiaatteen ydinsisällöksi hahmotetaan tiedon olennaisuussääntelyn osalta sääntelyn ennakoitavuuden turvaaminen, laillisuusperiaate ja tulkinnallinen teleologia johtavat yhdessä tulkintaoptimiin, jossa järkevän sijoittajan standardin tavoitteeksi nousee markkinatoimijoiden käyttäytymistä ohjaava, päätöksenteon laatua ja huolellisuutta korostava tulkintamalli, jonka sisältämät päätöksentekokriteerit ovat toimijoiden ennakolta tunnistettavissa.

2.3.3 EU-oikeudelliset erityisvaikutukset

Tulkintaa ohjaavien yleisten periaatteiden soveltaminen olennaisuussääntelyn tulkintakäytännössä toteutuu myös kansallisella tasolla eurooppalaisessa viitekehyksessä. Eurooppaoikeus muodostaa omanlaisen ja itsenäisen (*sui generis*) oikeusjärjestelmänsä, jonka sisältämä käsitteistö on jäsenvaltioiden kansallisesta lainsäädännöstä ja oikeustraditiosta erillistä ja riippumatonta.⁸⁴ Tämän viitekehyksen merkitys markkinoiden väärinkäyttösääntelyn

⁸¹ Tapani 2002 s. 942.

⁸² Frände 1989 s. 2, Nuutila 1997 s. 57.

⁸³ Vaikka toisten toimijoiden huolellisuudelle asetettu korkea vaatimustaso voi lisätä yksittäisen sijoittajan markkinoita kohtaan tuntemaa luottamusta ja siten lisätä halukkuutta osallistua markkinoille, ei luottamustavoite kokonaisuudessaan toteudu, jos markkinatoimija ei koe kykenevänsä noudattamaan sääntelyn asettamia vaikutuksia. Tästä tulokulmasta markkinasääntelyn kriittinen tarkastelu johtaa edelleen sen kyseenalaistamiseen, kykenevätkö muutkaan toimijat käytännössä noudattamaan sääntelyn vaatimuksia, vai johtaako normatiivinen sijoittajaideaali sääntelyyn, jossa sinänsä perusteltu standardi ainoastaan rankaisee kriteerien rikkomisesta kykenemättä varsinaisesti ohjaamaan markkinoiden toimintaa. Tällaista järjestelmää ei voida pitää sen paremmin tehokkaana kuin luottamusta herättävänäkään.

⁸⁴ Mäenpää 2011 s. 128.

osalta korostui, kun MAR:n voimaantulo siirsi muun muassa sisäpiirisääntelyn unionin oikeuden välittömään ja yksinomaiseen alaisuuteen.

MAR:n myötä aiemmin direktiivipohjainen sääntely muuttui jäsenvaltioissa suoraan sovellettavaksi oikeudeksi. Tämä yhtäältä poistaa tarpeen arvioida markkinasääntelyn kansallisen implementoinnin eroja suhteessa niiden perustana olevaan EU-säännökseen mutta toisaalta kasvattaa unionin lainsoveltajan paineita muodostaa avoimelle käsitteelle sisältö, joka on ensisijaisesti unionin oikeusperiaatteiden mukainen mutta samalla yhdenmukainen kansallisten oikeustraditioiden kanssa. Asetuksen tulkinnan määrittäminen on unionin viranomaisten toimivallassa, mutta EU-lainsäädännön itsenäisyys ei kuitenkaan poissulje sitä mahdollisuutta, että unionin lainsäädännön käsitteistö saisi aineellisen sisältönsä kansallisesta oikeuskäytännöstä.⁸⁵

Normiston itsenäisyyden lisäksi myös unionin oikeuden tulkintaa ohjaa sille ominainen tulkintatraditio.⁸⁶ Näin ollen MAR:n mukaista tiedon olennaisuutta tulee ensisijaisesti tulkita EU-oikeuden tulkintaperiaatteiden mukaisesti. *Jääskisen* mukaan unionin oikeuden tulkintaperiaatteet eivät periaatteellisesti eroa kansallisen tason juridiikasta, mutta EU-oikeudessa tulkinta on vapaampaa ja vahvemmin tulevaisuuteen suuntautuvaa.⁸⁷ Unionin tulkintatraditiossa varsinkin teleologisella tulkinnalla ja sääntelyn tavoitteiden tehokkaan toteutumisen varmistamisella on ollut korostunut merkitys.⁸⁸

Tavoitteellisen tulkinnan tarvetta korostaa lisäksi unioninoikeuden monikielisyys, minkä vuoksi sanamuotoon tiukasti sidottu tulkintamalli olisi unioninoikeudessa lähtökohtaisesti toimimaton.⁸⁹ CILFIT-ratkaisun yhteydessä EY-tuomioistuin totesi unionin lainsäädännön kaikkien kieliversioiden olevan todistusvoimaisia ja säännösten tulkinnan edellyttävän kieliversioiden vertailua.⁹⁰ Kielen asemaa EU-oikeudessa analysoineet *Paunio ja Lindroos-Hovinheimo* korostavat, että kielellisille argumenteille ei monikielisessä unionissa voi

⁸⁵ Mäenpää 2011 s. 132. *Mäenpään* mukaan tällöin tulevat yleensä kyseeseen käsitteet, joiden määrittely on nimenomaisesti osoitettu kansallisella tasolla päätettäväksi.

⁸⁶ EU-oikeudellinen tulkinta on asetettu unionin oikeuden tulkintaperiaatteeksi CILFIT-ratkaisussa, jonka 20 kohdan mukaan kaikkia yhteisön oikeuden normeja tulee tulkita niiden omassa kontekstissa, muun yhteisö-oikeuden ja sen tavoitteenasettelujen mukaisesti. Ks. EU-oikeuden tulkinnasta ja CILFIT-ratkaisun oikeusohjeesta Raitio 2016 s. 186, 225.

⁸⁷ Jääskinen 2007 s. 384.

⁸⁸ Ojanen 2010 s. 49.

⁸⁹ Ojanen 2010 s. 50. Samoin myös Raitio 2005 s. 276.

⁹⁰ CILFIT-ratkaisu 18-kohta.

antaa vastaavaa merkitystä kuin kansallisen tason oikeudenkäytössä.⁹¹ He kuitenkin korostavat semanttisen argumentaation kumpuavan oikeuden ja säännösten normatiivisen pysyvyyden käsityksestä.⁹² Kielellisen argumentaation hyödyntämisen *Paunio* ja *Lindroos-Hovinheimo* katsovat hyödyllisimmäksi silloin, kun hahmotetaan tietyn käsitteen ydinmerkitystä ja merkityssisällön ääri rajoja.⁹³ Tiedon olennaisuus on MAR:n mukaisessa sääntelyssä kytketty järkevän sijoittajan käsitteeseen, jolloin yhden käsitteen sisällön hahmottamisessa myös kielellinen analyysi on huomioitava. Järkevää sijoittajaa on mahdotonta määrittellä tyhjentävästi lakitekstiin, eikä tulkinnassa määräävää painoarvoa voida antaa sille, miten avoin yltäsoinen käsite on muotoiltu. Ollakseen ennakoitavissa käsitteelle annettavan sisällön tulee kuitenkin luontevasti istua sen myös sen sanalliseen muotoiluun.⁹⁴

Tulkinnan tavoiteorientaation voimakkaalla painottamisella on kuitenkin varjopuolensa. Sääntelyn tavoitteiden korostaminen yksittäisissä ratkaisuisissa johtaa helposti kasuistiseen ja epäyhdenmukaiseen oikeuskäytäntöön. Siksi teleologisen tulkinnan merkitystä ei tule ylikorostaa myöskään EU-oikeudessa.⁹⁵ MAR:n harmonisoiman tulkintastandardin tulee myös eurooppalaisessa kontekstissa pohjautua teleologian ja laillisuusperiaatteen leikkauspisteessä syntyvään sääntelyn ennakoitavuuteen. Optimaalista arvopaperioikeudellista tulkintaoppia kurssimanipulaation näkökulmasta tarkastellut *Knuts* korostaa, että ennakoitavuuden ja arvopaperimarkkinaoikeuden *defensiivis-legalistisen* tulkinnan nostaminen johtavaksi tulkintaperiaatteeksi edistää myös markkinoiden toiminnallista tehokkuutta: sääntelyn ennakoitavuuden korostaminen seuraa markkinoiden normaalia toimintalogiikkaa, jolloin riskin ja epävarmuuden vähentyessä markkinatoimijoiden osallistumishalukkuus kasvaa.⁹⁶ Ennakoitavuuden korostaminen myös edistää parhaiten jäsenvaltioiden oikeuden

⁹¹ Paunio – Lindroos-Hovinheimo 2008 s. 234.

⁹² Paunio – Lindroos-Hovinheimo 2008 s. 241

⁹³ Paunio – Lindroos-Hovinheimo 2008 s. 242. Etenkin käsitteen ulkorajalla kielelliset argumentit korostuvat.

⁹⁴ Järkevän sijoittajan tulkintakonsepti on muotoiltu eri yhteyksissä ja eri aikoina useilla tavoin, ja käsitteen lopullista sisältöä on pyritty tarkentamaan erilaisilla lisämääreillä. Esimerkiksi Yhdysvaltain varhaisemmassa arvopaperimarkkinadoktriinissa sääntelyn sijoittajaideaaliin on viitattu mm. lisämäärein *average, lay, typical, prudent, intelligent, rational* sekä *reasonably cautious*. Ks. Epling – Thompson 1984 s. 892–893.

⁹⁵ Raitio 2012 s. 409. Toisaalta *Raitio* on aikaisemmin nostanut esimerkkejä EY-tuomioistuimen oikeuskäytännöstä, joissa teleologinen metodi ei *Raition* näkemyksen mukaan ole johtanut ennakoimattomuuteen. Ks. Raitio 2005 s. 281–285.

⁹⁶ Knuts 2010a s. 183.

yhtenäistämistä, kun kansallinen lainsoveltaja joutuu huomioimaan ja hahmottamaan tarkemmin unionin oikeuden yhteisiä elementtejä.^{97 98}

2.4 Tieteenparadigmojen ero – empiirinen ja normatiivinen tiede tiedon tuottajina ja hyödyntäjinä

Edellä on esitelty niitä lähtökohtia, jotka ohjaavat sääntelyn tulkintaa arvopaperimarkkina-oikeudessa. Tulkintaperiaatteet ja sääntelylle asetetut tavoitteet ohjaavat tulkintasuosituksen muotoilua, mutta määriteltäessä markkinasääntelyn järkevää sijoittajaa tulee lisäksi tarkastella tulkintastandardille asetettavia sisällöllisiä kriteerejä. Arvio keskittyy tällöin siihen, mistä premisseistä rakentuvat se tieto ja ne oletukset, joille normatiivinen tulkintaratkaisu perustetaan. Oletus sijoittajien rationaalisuudesta inhimillistä päätöksentekoa ohjaavana logiikkana on keskeinen muuttuja niin oikeudellisessa kuin taloustieteellisessä teorianmuodostuksessa. Eri tieteenaloilla tiedon hyödyntämistä ohjaavat kuitenkin erilaiset intressit ja tavoitteet. Tämän näkökulmaeron vaikutukset täytyy tunnistaa muotoiltaessa sijoittajien päätöksentekoa kuvaavia oletuksia empiirisen ja normatiivisen tieteen leikkauspisteessä.⁹⁹ Tieteenintressien ero määrittää myös sen, mikä merkitys on annettava valittujen oletusten todenmukaisuudelle.

Inhimillisen toiminnan rationaalisuus on oletama ja abstraktio todellisuuden päätöksentekologiikasta ja riippuvainen siitä, miten tarkasti ja kustannustehokkaasti todellisuutta pyritään mallintamaan. Yksityiskohtaisen kuvaamisen ja kasuistisen rationaalisuusoletuksen varjopuolena on yleistettävyyden ja ennakoitavuuden vaikeutuminen, mikä ei etenään oikeudellisessa kontekstissa ole perusteltua ilman tästä saatavaa heikentyneen ennakoitavuuden kompensoivaa lisähyötyä.

⁹⁷ Selvittäessään MAD:n (2003/6/EY) markkinasääntelyn implementointia jäsenvaltioissa ESME raportoi vuonna 2007, ettei sääntelyn harmonisointi ole onnistunut sisäpiirintiedon määritelmän osalta. Direktiivin mukaisen yhteisen määritelmän omaksuminen on raportin mukaan epäonnistunut sisäpiirintiedon suppean määrittelyn (*use of single definition*) ja kansallisten viranomaisten erilaisten tiedonantovelvollisuutta koskevien lähestymistapojen vuoksi. Erityisen ongelmalliseksi koettiin sääntelyn tavoitteiden yhteiskunnallisen laajuuden määrittely ja hahmottaminen. Ks. ESME 2007 s. 5.

⁹⁸ Aiempaa direktiivimuotoista, liikaa kansallista liikkumavaraa jättävää sääntelyä kritisoitiin sen kyvyttömyydestä yhdenmukaistaa jäsenvaltioiden oikeustilaa siten kuin arvopaperimarkkinoiden toimivuuden kannalta olisi optimaalista. Ks. Enriques – Gatti 2008 s. 80–81.

⁹⁹ Knuts tiivistää talous- ja oikeustieteen välisen intressieron kysymykseen tieteenintressin yleisyydestä. Taloustiede perusmuodossaan pyrkii hahmottamaan ja mallintamaan reaali maailman yleisiä ja yksinkertaisia syy-seuraussuhteita; oikeustiede sitä vastoin on kiinnostunut kunkin yksittäistapauksen kuvaamisesta ja yksilöllisen käyttäytymisen ennustamisesta. Ks. Knuts 2010a s. 56.

2.4.1 Taloustiede – todellisuuden empiirinen tutkimus

Empiirinen taloustiede tutkii ihmisen käyttäytymistä ja pyrkii ennustamaan rajallisten resurssien puitteissa tehtäviä valintoja.¹⁰⁰ Monimutkaisen todellisuuden kuvaaminen ilman sen yksinkertaistamista ei ole mielekäästä, jolloin taloustiede nojautuu todellisuuden pelkistämiseen taloudellisiksi malleiksi.¹⁰¹ Yksinkertaistavan mallinnuksen tavoitteena on pilkkoa todellisuus niin pieniin osiin, että niiden käyttäytymisen voidaan tyydyttävällä tavalla olettaa noudattavan yksinkertaisia säännönmukaisuuksia ja yksittäisen muuttujan vaikutusta, *ceteris paribus*, on mahdollista analysoida vertailutilojen välillä.¹⁰²

Klassisen, usein ensisijaisesti *Milton Friedmaniin* liitetyn, positivistisen näkemyksen mukaan teoreettisten oletusten realistisuudella ei ole merkitystä, mikäli niiden perusteella pystytään luomaan tarkkoja kuvauksia mallinnettavasta ilmiöstä.¹⁰³ Teorian yksinkertaisuus on tällöin hyve, sillä se tehostaa ennusteiden laatimista ja vähentää tiedontarvetta arvioinnin lähtötilanteessa.¹⁰⁴ *Friedmanin* mukaan oletusten arvioinnissa realistisuuden sijaan on keskeytettävä siihen, ovatko ne *riittävän* tarkkoja ja mielekkäitä kuvauksia reaali maailman ilmiöistä.¹⁰⁵

Friedmanilaisen positivismin haaste piilee kuitenkin sen yksipuolisessa instrumentaalisuudessa.¹⁰⁶ Teorian ja sen olettamien testaaminen edellyttää teorian tarkastelua tietyssä historiallisessa kontekstissa.¹⁰⁷ Mikäli teorian pätevyyden mittarina käytetään ainoastaan sen tuottamien ennusteiden paikkansapitävyyttä, avoimeksi jää, missä kontekstissa yleistä ja

¹⁰⁰ Robbins 1952 s. 16: “Economics is science which studies human behavior as the relationship between ends and scarce means which have alternative uses.” Ks. vastaavasti myös Coase 1990 s. 1–2. *Robbinsin* määritelmän kritiikistä ks. Kaisanlahti 1999 s. 12 av. 2. Ks. myös Simon 1959 s. 542, jonka mukaan taloustiede voidaan määritellä tieteeksi, joka “describes and predicts the behavior of several kinds of economic man”. *Simon* kuitenkin korostaa, että kyseinen määritelmä ei tavoita taloustieteellisen tutkimuksen *tavoitteenasettelua*, jossa voidaan erottaa kaksi pääjaottelua: jako *mikro-* ja *makrotaloustieteeseen*, sekä *normatiiviseen* ja *deskriptiiviseen* taloustieteeseen.

¹⁰¹ Kannianen – Määttä – Timonen 1996 s. 15. Mallien laatimisen lisäksi niiden toimintalogiikka täytyy myös avata ulkopuolisille, mikä kirjoittajien mukaan edellyttää popularisointia – sitä enemmän, mitä monimutkaisemmasta mallista on kysymys. *Ibid.*

¹⁰² Kaisanlahti 1999 s. 15.

¹⁰³ Friedman 1953 s. 8.

¹⁰⁴ Friedman 1953 s. 10.

¹⁰⁵ Friedman 1953 s. 15–16. *Friedman* korostaa, että epärealististen(kin) oletusten hyödyntäminen on hyväksyttävää, mikäli todellisuus vastaa riittävästi teorian oletusta. Pyrkimys todellisuuden tarkkaan kuvaamiseen myös hävittää teorian yleisen sovellettavuuden. Friedman 1953 s. 32.

¹⁰⁶ Instrumentaalinen näkemys keskittää huomion teoreettisten oletusten tai terminologian funktioon ja samalla ”absolutisoi” mallinnuksen epärealistisuuden koskemaan tieteellistä teorianmuodostusta yleisesti. Ks. Niiniluoto 2002 s. 228.

¹⁰⁷ Archibald – Simon – Samuelson 1963 s. 228.

todellisuudesta irtautuvaa teoriaa tulisi kriittisesti arvioida.¹⁰⁸ Taloustieteellisen metodologian klassisessa vuoropuhelussa *Samuelson* kritisoi *Friedmania* juuri liiallisesta todellisuuden yleistämisen ihannoinnista. *Samuelsonin* mukaan yksinkertaistavat ja epärealistiset oletukset ovat toivottavia vain, mikäli niiden avulla kyetään *selittämään* paremmin todellisuutta.¹⁰⁹ Jotta teorian ennustamat seuraukset ovat todellisessa kausaalissa vuorovaikutussuhteessa sen hyödyntämien taustaoletusten kanssa, myös teorian todellisuusolettamien on oltava *tosia*. Oletusten, teorian, ja johtopäätösten täytyy välttämättä olla realistisuudeltaan ja totuudeltaan yhtäpitäviä.¹¹⁰ Muussa tapauksessa teoria ei kuvaa, eikä todellisuudessa ymmärrä, tarkkailemaansa ilmiötä.¹¹¹

Ilmiön ymmärtäminen on edellytys sen kuvaamiselle ja edelleen tarkasteltavan ilmiön kontrolloinnille.¹¹² Edellä käsiteltyä *Samuelsonin* logiikkaa noudattaen mitä tarkemmin ja todenmukaisemmin ilmiötä pystytään kuvaamaan, sitä paremmin sen toimintalogiikkaa ymmärretään ja sitä tehokkaammin siihen voidaan vaikuttaa. Ilmiöön vaikuttaminen edellyttää kuitenkin kannanottoa siihen, miten asian pitäisi olla ja mihin lopputilaan todellisuutta tulisi ohjata. *Normatiivisen aspektin* lisääminen tiedon soveltamiseen on siten tiiviimmin kytköksissä tiedon ja sen oletusten taustalla vaikuttaviin arvoihin.¹¹³ Ajatusketjussa selittäminen–ymmärtäminen–kontrollointi ilmiön kuvaaminen alistetaan sen hallitsemiselle ja ohjaamiselle. Tällöin mallinnus ja sen abstraktiotaso palvelevat ilmiön ohjaustavoii-

¹⁰⁸ Knuts 2010a s. 55 huomauttaa, että myös teoriasta tehtävät päätelmät ovat mahdollisia vain siinä kontekstissa, jossa johon teoria itsessään on asemoitu. Olettamien ja teorian soveltamiseen liittyvän riskin tiedostaa myös *Friedman*, joka korostaa, että teoreettisten *ideaalimallien* virheellinen tulkinta todellisuuden *kuvauksiksi* johtaa taloustieteellisen teoriaan kohdistetun kritiikin harhaan, eivätkä tähän kritiikkiin pohjautuvat *korjaustoimet* kykene parantamaan näitä teorian ”epäkohtia”. Ks. *Friedman* 1953 s. 32.

¹⁰⁹ Archibald – Simon – Samuelson 1963 s. 233.

¹¹⁰ Archibald – Simon – Samuelson 1963 s. 233–235.

¹¹¹ *Samuelsonin* vaatimusta teorian, oletusten ja seurausten identtisestä yhdenpitävyydestä on kritisoinut mm. *Machlup* joka huomauttaa, että teorian on lähtökohtaisesti oltava ilmiön seurauksia laajempi, jotta se kykenee selittämään kuvaamaansa ilmiötä: ”A theory, by definition, is much wider than any of the consequences deduced. If the consequences were to imply the ”theory” just as the theory implies the consequences, that theory would be nothing than but another form of the empirical evidence (named ‘consequence’) and could never ‘explain’ the observed, empirical facts.” *Machlup* 1964 s. 733. *Samuelson* itse vastaa tähän kritiikkiin irrottautumalla teorian kyvystä *selittää* käyttäytymistä. Teoria on *Samuelsonin* mukaan ainoastaan kuvaus ilmiöstä, jonka taustalla vaikuttaa aina uusi laajempi *selitys*. *Samuelson* 1964 s. 737. Tällöin teorian ansiot eivät muodostu sen puutteista ja epärealistisuuksista, vaan sen *empiirisestä totuudenmukaisuudesta*. *Samuelson* 1964 s. 736.

¹¹² *Velk* 1975 s. 38.

¹¹³ *Friedmanin* mukaan positiivinen taloustiede ei *periaatteessa* ole sidottu mihinkään arvonäkemykseen tai normatiiviseen arviointiin, mutta ihmisten välistä kanssakäymistä tutkivassa tieteessä tutkijan on vaikeampi tavoittaa luonnontieteidenomaista objektisuutta. *Friedman* 1953 s. 4. Vaikka neoklassinen taloustiede pyrkiikin tutkimuksessa arvojen *peittämiseen*, sen peruslähtökohdat edellyttävät *arvovalintojen* tekemistä. Ks. *Timonen* 1997 s. 46. *Timonen* mainitsee esimerkkeinä mm. individualismin, utilitarismin, tehokkuuden maksimoimisen sekä markkinoiden vapauden puolustamisen.

tetta. Optimaalisen mallin yksinkertaisuus määräytyy sen mukaisesti, millaisia kontrollitavoitteita mallinnettavalle ilmiölle asetetaan.¹¹⁴

2.4.2 Taloustiede oikeudellisessa argumentaatiossa

Järkevän sijoittajan markkinalähtöisessä määrittelyssä välttämättömän ulkojuridisen tiedon normatiivinen hyödyntäminen edellyttää sekä tämän tiedon, että sitä tuottavien tieteellisten prosessien kriittistä arviointia.¹¹⁵ Erot tieteenideologiassa ja lähtökohdissa, joista tietoa tuotetaan, nostavat esille kysymyksen siitä, millainen asema normatiivisen tieteen ulkopuoliselle aineistolle voidaan antaa oikeudellisessa päätöksenteossa ja tutkimuksessa.

Aarnion lainopin matriisiin avulla hahmotettuna oikeusdogmatiikka muodostuu neljän elementin ympärille. Oikeustieteellisen tutkimuksen kohteena ovat oikeussäännöt, niiden alkuperä ja sitovuus. Toiseksi oikeudellinen tutkimus jakaa (tietyissä määrin) samanlaisen käsityksen siitä, mihin juridinen argumentaatio voidaan perustaa. Kolmanneksi oikeudellisen tutkimuksen omat menetelmät ohjaavat näiden argumentaation lähteiden (*oikeuslähteiden*) käyttöä. Lisäksi lainoppi tunnistaa sen, että oikeudellinen argumentaatio voidaan perustaa myös arvoihin ja arvostuksiin.^{116 117}

Arvosidonnainen todellisuuden normatiivinen analyysi edellyttää irtautumista (positiivisen) empiirisen tieteen tutkimasta reaali maailmasta sellaisena kuin se on ja todellisuuden käsittelyä arvopohjaisesti siltä näkökannalta, miten asioiden kuuluisi olla – siten kuin normatiivinen oikeusjärjestys niitä pyrkii asettamaan.¹¹⁸ Oikeuden ja oikeustieteen *irtautumisen* reaali maailmasta ei tarkoita oikeustieteen eriytymistä muusta maailmasta, vaan sen problematisointia: jotta oikeudellinen ohjausvaikutus toteutuisi, oikeus ei voi vain toisintaa vallitsevia käsityksiä todellisuudesta.¹¹⁹ Tässä tiivistyy tieteen taustaolettamien perustava ero. Normatiivisen tieteen hyödyntämät oletukset ovat lähtökohtaisesti laajempia kuin pel-

¹¹⁴ Velk 1975 s. 50–51.

¹¹⁵ Knuts 2010a s. 52–53.

¹¹⁶ Aarnio 1982 s. 28–30.

¹¹⁷ Etenkin arvojen ja arvostusten osalta *Aarnion* matriisi ei edellytä tiettyihin arvoihin sitoutumista tai esimerkiksi lainsäätäjän arvojen kritiikitöntä hyväksymistä, mikä mahdollistaa myös lainsäädännön tavoitteiden kriittisen arvioinnin ja haastamisen. Ks. Timonen 1996 s. 134. Ks. oikeustutkimuksen arviointitehtävästä lisäksi Aarnio 1978 s. 55. Järkevän sijoittajan käsitteen osalta lainsäädännön tavoitteiden arviointi ja haastaminen tarkoittavat ensisijaisesti niiden periaatteellisten lähtökohtien kriittistä analysointia, joille arvopaperimarkkinoiden sääntelyä rakennetaan.

¹¹⁸ Oikeudesta ja normatiivisuudesta ks. mm. Klami 1986 s. 16–17 sekä Aarnio 1989 s. 62–69. Olemisen ja pitämisen dualismista ks. Siltala 2003 s. 448–450.

¹¹⁹ Tolonen 1997 s. 301 kritisoi oikeustiedettä sen tavasta hyväksyä todellisuus ja sen kuvaaminen liian kriittittävästi. Myös Kaisto 2005 s. 161 korostaa kriittisen tutkimusotteen merkitystä oikeustieteessä.

kistetyt kuvaukset reaali maailmasta ja siellä havaittavista seurauksista ja siten vastoin *Samuelsonin* edellyttämää oletusten ja lopputulosten loogista identtisyyttä.¹²⁰ Oikeustieteen olettamia ei myöskään voi taloustieteiden tavoin muokata kulloiseenkin tilanteeseen parhaiten sopiviksi. Oikeus on yleisesti velvoittavaa, eikä sen sisältö voi ennakoimattomasti vaihdella eri yhteyksissä.¹²¹

Oikeusdogmaattisen tarkastelun edellytyksenä on, että kysymys on *oikeudellinen*. *Kangas* erittelee erillisiksi oikeudellisiksi ongelmiksi oikeusnormeihin, yhteiskunnan normatiiviseen ohjaukseen sekä yhteiskunnallisten ongelmien ratkaisuvaihtoehtoihin liittyvät kysymykset.¹²² Kategorioiden yhteisenä nimittäjänä oikeusdogmaattinen ajattelu edellyttää käsitystä oikeuslähteiden asemasta ja keskinäisestä suhteesta. Perinteisessä *aarniolaisessa* oikeuslähdejaottelussa seurausargumentit jäsennetään vahvasti ja heikosti velvoittaviin sekä sallittuihin oikeuslähteisiin, joista jälkimmäisten asema on velvoittaviin oikeuslähteisiin nähden alisteinen, joskin näiden keskinäinen painoarvo vaihtelee tilannekohtaisesti.¹²³ Perinteiseen näkemykseen oikeuslähdeopista sekä etenkin velvoittavien oikeuslähteiden ja reaalisten, tässä yhteydessä taloudellisten, argumenttien välisestä painoarvosta on suhtauduttu monin paikoin kriittisesti.¹²⁴ Jotta oikeudellinen päätöksenteko säilyy oikeudellisena,

¹²⁰ *Toiviainen* erottaa taloustieteen ilmiöitä selittämään pyrkivät oletukset jyrkästi oikeudellisista yhteiskunnan ja yksilön vapauden suojaamista tavoittelevista oletamista. *Toivaiasen* mukaan oikeudellisessa tarkastelussa oikeusnormeja ei voida *selittää* sillä, että ne perustuvat oletukselle niiden vastaisesta käytöksestä (*Toivaiasen* ”*taloudellinen näkökulma*”), vaan lähtökohtana on pidettävä normien olemassaoloa niitä tilanteita varten, kun yksilöt toimivat moitittavalla tavalla yhteiskunnan käyttäytymisnormien vastaisesti (*Toivaiasen* ”*oikeudellinen näkökulma*”). *Toiviainen* 2002 s. 74. Nähtävästi *Toivaiasen* esittämä näkemys on jäsennettävissä siten, että oikeudellisten normien ”perusolettamien” tulee olla ensisijaisia taloustieteen käyttäytymistä selittäviin oletuksiin nähden. Tällöin oikeusnormin olemassaoloa ei voida *oikeuttaa* muilla kuin *normatiivisilla* argumenteilla. Oikeusnormin oikeuttamisen perustuminen premissiin sen rikkomisesta vaikuttaisikin yksittäistapauksen osalta loogisesti haasteelliselta samalla tavoin kuin normin teleologisen tulkinnan perusteleminen sääntelyn suojatarkoituksella. Ks. edellä av. 79. Kyse näyttäisi siten olevan kannanotosta sääntelyn tavoitteiden perustelemiseen: oletukset oikeusnormien taustalla heijastavat tiettyä tavoitteenasettelua, ja tämä tavoite voidaan perustella vain oikeudellisilla argumenteilla. Taloustieteen ja oikeuden taustaolettamien välillä ei siten olisi *Toivaiaisenkaan* argumentaatiota seuraten ylitsepääsemätöntä ristiriitaa silloin, kun muotoiltaan normatiivista olettaa, jolla valitun tavoitteen saavuttamista halutaan edistää. Ks. myös Kaisanlahti 1999 s. 19, jonka mukaan normiston tavoitteenasettelu ja sen perustelu ovat toisistaan erilliset kysymykset.

¹²¹ Timonen 1997 s. 40.

¹²² *Kangas* 1982 s. 384–385. Näistä *Kangas* katsoo mielekkäimmäksi yhteiskunnallisen ongelmakeskeisen kysymyksenasettelun. Ongelmakeskeisestä laintulkinnasta ks. lisäksi *Aarnio* 1982 s. 62–63.

¹²³ *Aarnio* 1989 s. 221. *Timosen* mukaan reaaliset argumentit voivat painottua etenkin tulkintakannanottojen yhteydessä. *Timonen* 1996 s. 149.

¹²⁴ Mm. *Oker-Blom* katsoo oikeuden ”pelikentän” muutoksen ja ”pirstoutumisen” johtavan oikeudellisen argumentaation painotuksen muutokseen eurooppalaistuvassa suomalaisessa oikeuskäytännössä. Eri oikeusperinteiden, etenkin eurooppalaisten ja amerikkalaisten, vaikutteiden myötä tuomioistuinten rooli korostuu. Oikeuden pelikentän pirstoutumisen – yhteiskunnan eri osa-alueiden ja järjestelmien välisen kilpailun lisääntymisen – seurauksena *Oker-Blom* näkee taloudellisen argumentaation painoarvon kasvun oikeudellisessa päätöksenteossa. Ks. *Oker-Blom* 2009 s. 192–193, sekä *Oker-Blom* 2005 s. 620. Vastaavasta oikeuslähdeopin kriitistä eurooppaoikeuden ja perusoikeuksien osalta ks. *Karhu* 2003 s. 793–795. *Karhu* on myös aiemmin korostanut oikeudellisen argumentaatorakenteen muuttamista siten, että perustelun tilanneherk-

oikeuslähteiden institutionaalisesta hierarkiasta ei voida kokonaan luopua. Mikäli reaaliset argumentit kuitenkin kykenevät tuottamaan tehokkaan ratkaisutuloksen, ei niitä tulisi automaattisesti kategorisoida *hierarkkisesti alisteiseen* asemaan oikeudellisessa argumentaatioissa.¹²⁵

Miellettäessä *oikeus* yksittäisten oikeuksien ja velvollisuuksien kokonaisuudeksi, myös normatiivinen oletus toimijoiden päätöksentekoprosesseista voidaan hahmottaa näiden kahden elementin avulla. Markkinasääntelyn kyky edistää tehokkaasti markkinoiden toiminta edellyttää, että oikeusnormein markkinatoimijoille asetetaan *velvollisuus* tietynlaiseen toimintaan. Tällöin oletus sijoittajien järkevistä tai rationaalisista päätöksenteosta on myös normatiivinen toimintaohje, jota markkinatoimijan tulee noudattaa. Kun sääntely on rakennettu tietyn käyttäytymisoletuksen varaan, se myös ohjaa tämän mukaiseen toimintaan. Jotta oikeus voi tällöin osoittaa, *millainen todellisuuden tulisi olla*, tulee sen kyetä problematisoimaan ja haastamaan vallitsevaa todellisuutta. Tässä tehtävässä oikeustieteen hyödyntämät taloustieteen tuottamat reaaliset argumentit voivat tuottaa sisällön normatiiviselle standardille, joka ei vastaa reaali maailman todellisuutta, mutta ohjaa tehokkaasti toimijoita kohti lainsäätäjän tavoittelemaa ideaalia.¹²⁶ Arvopaperimarkkinaoikeudellisessa kontekstissa normatiivinen sijoittajaideaali korostaa toiminnan motiivien ennakoitavuutta, päätöksentekoprosessien systemaattisuutta sekä toiminnallisen kokonaisuuden loogisuutta.¹²⁷

Velvollisuuksien ohella *oikeuden* tulee luoda toimijoille *oikeuksia*.¹²⁸ Järkevän sijoittajan määritelmän osalta tämä tarkoittaa markkinatoimijoille turvattua *oikeutta* luottaa siihen, että ohjausvaikutusta tavoittelevat normit ja oikeudelliset konstruktiot eivät aseta näille ylitsepääsemättömiä toimintavelvoitteita. Jotta velvoitteet voidaan asettaa oikeasuhtaisiksi, on lainopilla oikeudellisen standardin tuottamisessa kaksoistehtävä: sen on sekä kuvattava

kyyttä painotetaan tulkinnallisen kokonaiskuvan hahmottamisella. Ks. Pöyhönen 2000 s. 189–191. Oikeuslähteopin kritiikistä kokoavasti ks. Mähönen 2004 erit. s. 50–53.

¹²⁵ Mähönen 1998 s. 21.

¹²⁶ Kaisanlahden 1999 s. 20 mukaan edellytyksenä on tällöin, että taloustieteen mallit tuottavat riittävän tarkan ennusteen toimijoiden käyttäytymisestä ja reagoinnista käyttäytymistä ohjaavaan normiin. Lisäksi on selvää, että minkä tahansa tavoitellun ideaalin tulee vähintään pääpiirteittäin vastata todellisuudessa tapahtuvaa toimintaa ja sen peruslogiikkaa. Täysin absurdi normatiivinen standardi ei kykene ohjaamaan toimintaa missään toimintaympäristössä, eikä tällaista normia voida pitää ideaalisena tai optimaalisena.

¹²⁷ Tässä roolissa markkinoiden taloudellisen toimijan (*economic man*) mallina toimii hyvin neoklassisen taloustieteen pelkistetty tyypiesimerkki rationaalisesta hyödyntävoittelijasta.

¹²⁸ Ks. oikeuden käsitteen osalta Kaisto 2005 s. 216, joka katsoo teoreettiseksi lähtökohdaksi sen, että oikeussubjektien oikeudet ja velvollisuudet ilmenevät pareittain.

reaalimaailmaa että perusteltava, millainen sen kuuluisi olla.¹²⁹ Näin etenkin kuvaamisen osalta oikeustieteen *erityisestä tiedonintressistä* seuraa, että kukin yksittäistapaus on jälkikäteen tarkasteltuna kyettävä hahmottamaan erillisenä ja ominaispiirteidensä mukaisesti.¹³⁰ Vaikka oikeudellisen päätöksenteon lähtökohtana on todellisuudessa toteutuneen tapahtumaketjun tarkastelu, on järkevän sijoittajan päätöksenteosta tehtävä arvio jälkikäteen normatiivinen ennuste hypoteettisesta tapahtumankulusta.¹³¹ Siten oikeudellisen harkinnan tulee pelkän tulevaisuuden ennustamisen tai objektiivisen kuvaamisen sijaan kyetä konstruimaan reaalinen todellisuus.¹³² Tässäkään normatiivisen päätöksenteon relaatioissa teoreettiset oletukset eivät ole sidottuja reaali maailman todellisuuteen, mutta todellisuutta ohjaava optimaalinen toimintaohje voidaan muodostaa vain hahmottamalla maailma mahdollisimman *totuudenmukaisesti*.¹³³

Oikeustaloustieteen tehtävänajaossa empiirinen taloustiede tuottaa tulkintastandardin aineellisen sisällön, ja normatiivisen oikeustieteen tehtävänä on kriittisesti tarkastella niitä taustaoletuksia, joille sääntely on rakennettu sekä arvioida, pystyykö taloustiede perustelemaan oman teorianmuodostuksensa siten, että myös siihen pohjautuva yhteiskunnallinen ohjausfunktio voidaan kestävästi oikeuttaa.¹³⁴ *Knutsin* mukaan liian kontekstuaalisessa normatiivisessa tulkinnassa oikeusdogmatiikka ei ota itsenäistä kantaa tulkitsemansa käsitteen sisältöön.¹³⁵ Oikeusdogmatiikan tulee siten muodostaa yleisiä päätelmiä tavoitellessaan yksittäistapauksen hahmottamista – mitä monimutkaisemman mallin pohjalta yleinen pää-

¹²⁹ Lainopin kaksoisroolista ks. Timonen 1996 s. 147.

¹³⁰ Erityisestä tiedonintressistä ks. Knuts 2010a s. 56.

¹³¹ Todellisuudessa sijoittajat eivät ole voineet käyttää sisäpiirintietoa hyväkseen, jolloin olennaisuusarvio on tehtävä ”*kontrafaktisesti*”. Knuts 2011 s. 90. Lisäksi MAR:n johdanto-osan 15 kohdan mukaan päätöksenteon jälkeisillä, *ex post* -tiedoilla voidaan testata oletusta tiedon hintavaikutuksesta, mutta tällä argumentaatiolla ei voida perustaa vastuuta harkitusti toimineita henkilöitä vastaan.

¹³² *Habermas* nimittää kulttuuristen tieteiden tiedonintressiä *käytännölliseksi*, sillä pelkän teknisen kuvaamisen ja ohjaamisen sijaan *praktisen ymmärtämisen* tavoitteena on sosio-kulttuuristen rakenteiden ylläpito. Habermas 1987 s. 176.

¹³³ Ks. Hanson – Yosifon 2003 s. 149: ”In our view, legal theory and the law ought to be informed by as realistic a vision of humanity as our learning can muster.” Kirjoittajat itse haastavat artikkelissaan talous- ja oikeustaloustieteen rationaalisuuskäsityksen dispositionalistisen perusolettaman inhimillisestä päätöksenteosta.

¹³⁴ *Aarnion* mukaan empiirisen tieteen operoidessa totuudella oikeusdogmatiikka tavoittelee *rationaalisen hyväksyttävyyden* maksimoimista. Aarnio 1987 s. 227. Rationaalinen hyväksyttävyyys rakentuu loogisen (deduktiivisen) päättelyn yhdistämisestä sen oikeuttavaan kontekstuaaliseen diskurssiin siten, että lopputulos on yhdenmukainen yhteisön arvomaailman kanssa. Aarnio 1987 s. 225–226. Normatiivinen ohjaus voi siten perustua myöhemmin virheelliseksi osoittautuviin olettamuksiin, mutta ei puutteelliseen argumentaatioketjuun.

¹³⁵ Knuts 2010a s. 330.

telmä pitäisi tehdä, sitä vaikeampaa se on.¹³⁶ Oikeustiede muodostaa oman itsenäisen kantansa empiirisen tieteen sijoittajakuvaan silloin, kun se operoi omalla erityisalueellaan ja arvioi normatiivisten oletusten kykyä täyttää niille asetetut ohjaus- ja ennakoitavuustavoitteet. Tällöin *Tolosen* peräänkuuluttama oikeustieteen kriittinen kanta todellisuuteen ja sen taustalla vaikuttaviin näkemyksiin konkretisoituu sijoittajakuvan taustaoletusten argumentaation arvioinnissa. Teorian taustaoletusten *totuudella* on erilainen asema empiirisessä ja normatiivisessa tarkastelussa. Empirian yksittäisestä havaintojoukosta yleiseen teoriaan etenevä tieteellinen induktiivinen *päätely* kykenee tuottamaan premisseistään uutta tietoa, mutta samalla joudutaan hyväksymään lopputuloksen ja taustaoletusten kausaalisuhteen pohjautuminen ainoastaan tiettyyn todennäköisyyteen.¹³⁷ Puhtaaseen logiikkaan rakentuvan päättelyn sijaan normatiivisessa *argumentaatiossa* irrottaudutaan totuuden käsitteestä, ja ratkaisun pätevyys perustuu perustelujen ja taustaoletusten relevanssille ja kokonaisuuden hyväksyttävyydelle.¹³⁸

Tulkintaa ohjaavien perustavien lähtökohtien mukaisesti oikeusdogmatiikan täytyy tuottaa sekä tehokas että oikeudenmukainen sisältö voimassa olevalle oikeudelle. Oikeudenmukaisuuden ennakoitavuus edellyttää normatiivisilta oletuksilta lähtökohtaista konservatiivisuutta.¹³⁹ Oikeudellisten oletusten todenmukaisuutta on kuitenkin tarvittaessa voitava kalibroida niiden muuttuvaan taustaympäristöön sopivaksi, sillä jäykkä ja fiktiivinen sijoittajastandardi ei lisää luottamusta markkinasääntelyyn ja sen kykyyn edistää markkinoiden toimintaa. Empiirisen taloustieteen ja normatiivisen oikeustieteen välinen suhde järkevän sijoittajan *järkevyyden* aineellisen sisällön määrittämisessä ja voimassa olevan oikeuden sekä sen tulkinnan kontekstuaalisessa muotoilussa voidaan tiivistää seuraavasti:

(I) Järkevä sijoittaja on taloudellis-oikeudellinen käsite. Tulkintastandardi arvioi käyttäytymistä taloudellisissa kontekstissa, jolloin päätöksenteon rationaalisuudessa on kyse taloudellisesta rationaalisuudesta. Tällöin käsitteen kontekstualisointi edellyttää, että käsitteelle annettava normatiivinen merkityssisältö saa aineellisen sisältönsä sen soveltamisym-

¹³⁶ Kahneman – Knetsch – Thaler 1986 s. 299. Kirjoittajat huomauttavat lisäksi, että käyttäytymisen mallintamisessa kompleksisuuden lisääminen voi helposti johtaa kierteeseen, jossa mallin monimutkaisuus kasvaa tarkoituksettoman paljon käyttäytymiseen vaikuttavia muuttujia lisäämällä.

¹³⁷ Haaparanta–Niiniluoto 1998 s. 56. Olettamien totuusarvo ajankohtaistuu, mikäli yleistä teoriaa hyödyntäen tehdään yksittäistapausta koskeva johtopäätös. Tällöin johtopäätös on välttämättä tosi vain, mikäli myös sen olettamat ovat tosia. *Ibid.*

¹³⁸ Argumentaatio voi kokonaisuudessaan olla pätevää, vaikka sen yksittäiset osatekijät (oletukset) olisivatkin epätosia. Haaparanta–Niiniluoto 1998 s. 46. Oikeudellisen argumentin pätevyys perustuu siten *Aarnion* rationaalisen hyväksyttävyyden muodostamaan koherenssiin.

¹³⁹ Lakisidonnaisuus pakottaa myös oikeustieteen lähtökohtaiseen staattisuuteen. Ks. Timonen 1997 s. 39.

päristöstä johdetusta tiedosta. Muussa tapauksessa juridinen käsite irtaantuu sen sääntelemästä todellisuudesta ja menettää ohjausvaikutuksensa.¹⁴⁰

(II) Taloustieteen teorioiden hyödyntäminen ei edellytä epärealistisen ideaalimaailman hyväksymistä. Mallinnettaessa monimutkaista maailmaa tulee välttämättä yksinkertaistaa todellisuutta, jotta mallinnettu todellisuus on käsiteltävissä – näin oikeustiedekin tekee. Oletus tai sen realismisuus taloustieteen teoriassa ei ole itseisarvo, vaan väline määritellyn tavoitteen saavuttamiseksi. Tavoitteenasettelua ohjaa teorian taustalla vaikuttava ideologia, joka tulee tiedostaa, kun käsitys ja sen taustalla vaikuttavat oletukset instrumentalisoidaan normatiivisessa päätöksenteossa. Käsitteestä ei juridisessakaan käyttöyhteydessä saa tulla itseisarvoa, vaan käsitteen avulla mallinnetaan ja hallitaan todellisuutta.¹⁴¹ Tällöin sijoittajan *järkevyy*s normatiivisena oletuksena ei ole kuvaus ympäröivästä reaali maailmasta vaan väline juridisen tulkinnan kontekstualisointiin. Tällöin järkevyydelle annettava merkityssäältä ohjaa tulkintaa, jolla saavutetaan sääntelyn oikeuttava yhteiskunnallinen hyväksyttävyyys.

(III) Sijoittajan päätöksenteko tiedon olennaisuutta määrittelevänä tekijänä edellyttää tavoitehakuista ja teleologista tulkintaa. Järkevyyden käsite on lähtökohtaisesti laaja: sijoittajan katsotaan hyödyntävän päätöksenteossaan kaikkea käytettävissään olevaa tietoa. Tällöin päätöksentekokriteeriä *rajaavalla* tulkinnalla voidaan sulkea vaikutuksiltaan liian epämääräisiä tekijöitä olennaisuuden ulkopuolelle.¹⁴² Tulkinnan tavoitteelliset ja reaaliset argumentit ovat tällöin mahdollisia ja perusteltuja, vaikka seurattaisiin perinteisen oikeuslähdeopin rajoittavampaa näkemystä seurausargumenttien hyväksyttävyydestä.

¹⁴⁰ Knuts 2007 s. 54.

¹⁴¹ Kotirannan 2014 s. 324 mukaan toimintaympäristön kattavalla hahmottamisella voidaan *vähentää* sääntelyn määritelmäkeskeisyyttä.

¹⁴² Knutsin 2011 s. 111 mukaan olennaisuuden sääntelyn lähtökohtana on pidettävä, ettei kaikkea tietoa voida katsoa olennaiseksi.

3 TALOUSTIETEEN SIOITTAJAKÄSITYS JA VALINNAN TEORIA

Arvopaperimarkkinoilla toimivia sijoittajia tarkasteltaessa toiminnan rationaalisuus saa aineellisen sisältönsä taloustieteen sijoittajakuvasta, joka muodostaa pohjan myös rationaalisuuden normatiivisen sovelluksen, *järkevyyden*, tulkinnalle. Edellä on eritelty niitä teki- jöitä, jotka tulee huomioida sovellettaessa taloustieteellisen tieteen tuottamaa tietoa oikeu- den sisällön muotoilemisessa sekä tarkasteltu näiden tieteenalojen lähtökohtaisia eroja to- dellisuuden hahmottamisessa ja mallintamisessa. Seuraavassa eritellään taloustieteen sioit- tajakäsitystä ja behavioristisen tutkimuksen neoklassisen taloustieteen rationaalisuusolet- tamiin kohdistamaa kritiikkiä.¹⁴³ Jakson lopuksi muotoillaan taloustieteen sijoittajanäke- mysten synteesiä, jonka pohjalta oikeudellisen tulkintastandardin rakentaminen on mahdol- lista.

3.1 Rationaalinen sijoittaja tehokkailla markkinoilla – rationaalisuuden *markki- nanäkökulma*

Neoklassisen taloustieteen markkinateorian pohjana on käsitys rationaalisesta toimijasta, jolla on käytössään kaikki tai vähintäänkin tarpeellinen tieto, jonka pohjalta toimija tavoit- telee oman hyötynsä (*utility*) maksimoimista.¹⁴⁴ Markkinoilla näiden rationaalisten toimi- joiden väliset transaktiot johtavat markkinoilla tasapainotilaan ilman toimijoiden eksplisiit- tistä pyrkimystä tai tietoisuutta tämän logiikan toimintaa ohjaavasta vaikutuksesta.¹⁴⁵ ”Tie- toinen” tasapainoon pyrkiminen markkinoiden toimintamekanismissa näyttäytyy markki- noiden palautuessa tähän tasapainotilaan mahdollisen hintahäiriön jälkeen: hyödykkeen hinta voi poiketa rationaalisesta tasapainotilasta vain hetkellisesti, sillä rationaaliset pää-

¹⁴³ Järkevän sijoittajan normatiivisen käsitteen muodostamiseksi on tarkasteltava sijoittajan päätöksenteon mallinnuksen keskeisiä lähtökohtia, mutta rahoitusteorian sijoittajakuvan yksityiskohtainen erittely ei ole tässä yhteydessä mahdollista. Ks. etenkin behavioristisesta tutkimuksesta kokoavasti esim. Hanson – Kysar 1999, Prentice 2002 sekä Juurikkala 2012.

¹⁴⁴ Simon 1955 s. 99, Becker 1976 s. 14. Edellä esitetyn *Robinsin* taloustieteen määritelmän mukaisesti ratio- naalinen hyödyn maksimoiminen linkittyy taloustieteen keskeisiin perusoletuksiin resurssien rajallisuudesta ja markkinoiden kilpailullisuudesta. Resurssien rajallisuus pakottaa hyvinvointiaan maksivoivat toimijat optimoimaan resurssien käytön: toiminnan on johdettava suurimpaan mahdolliseen rajahyötyyn eli resurssien hyödyntämisen on oltava rationaalista. Simonin 1978 s. 2 mukaan taloustiede onkin ollut kiinnostunut juuri rajallisten resurssien rationaalisesta allokoinnista.

¹⁴⁵ Cooter – Ulen 2014 s. 13. Rationaalisia markkinoita ohjaa näin *Adam Smithin* markkinoiden *näkymätön käsi*, jolloin *Smithin* mukaan subjektiivista etuaan tavoittelevat yksilöt edistävät myös yhteiskunnan koko- naishyvinvointia. Smith 2007 s. 293.

töksentekijät pystyvät havaitsemaan hintapoikkeamat ja pyrkivät hyödyntämään niiden tarjoaman arbitraasimahdollisuuden.¹⁴⁶

Tälle toimintalogiikalle ja rationaalisen sijoittajan olettamalle rakentuu myös edellä käsitelty tehokkaiden markkinoiden hypoteesi, jossa markkinoiden tasapainotila, arvopaperien markkinahinta, muodostuu rationaalisen informaation prosessoinnin seurauksena.¹⁴⁷ ECMH:n näkökulma sijoittajien päätöksentekoon on siten markkinalähtöinen. Markkinoilla tietoa hyödyntävien sijoittajien toiminta summautuu markkinoiden informaation käsitteeksi ja hinnanmuodostukseksi.¹⁴⁸ Markkinoiden tehokkuuden tai rationaalisuuden mittari ei näin ole yksittäisten sijoittajien toiminta vaan toiminnan muodostama kokonaisuus.

3.2 Neoklassisen rationaalisuuden haastaminen – rationaalisuuden *sijoittajanäkökulma*

John Stewart Millin liitetty taloustieteen klassinen *homo economicus* on tieteen riisuma kuva ihmisestä, joka noudattaa niitä piirteitä, joiden tarkasteleminen tieteen kannalta mielekäästä.¹⁴⁹ Yksinkertaistetun kuvan tarkasteleminen reaali maailman päätöksenteosta on mielekäästä kuvattaessa *Millin* tavoin institutionaalisen tason rakenteiden toimintaa.¹⁵⁰ Kun tarkastelu halutaan kohdistaa yksilötason päätöksentekoon, tulee tieteen vaatia tutkimuskohteensa uudelleen. Taloustieteessä klassisten mallien rationaalisuuteen puettua sijoittajakuvaa ravistellut behavioristinen suuntaus haastaa teorian tehokkaista markkinoista rationaalisen päätöksenteon ilmentäjänä.

ECMH ei ole kuvaus todellisuudesta vaan siitä ideaalista, jota todellisuus vastaa siinä määrin, kuin se täyttää teoreettisen tehokkuuden vaatimukset.^{151 152} Tehokkaiden markkinoiden

¹⁴⁶ *Ross* on korostanut arbitraasi-instituution merkitystä rahoitustieteen elimellisenä peruskäsitteenä jopa humoristisesti: ”To make the parrot into a learned financial economist, he only needs to learn the single word ‘arbitrage’.” *Ross* 1987 s. 30.

¹⁴⁷ Ks. ECM-hypoteesista jakso 2.2.1.

¹⁴⁸ Markkinatehokkuuden testit arvioivat markkinoiden tehokkuutta tiettyä hinnoittelumallia vasten. Ks. *Jensen* 1978 s. 78. Tehokkuuden empiirisistä testeistä ks. *Fama* 1970 s. 388–413, sekä *Gordon – Kornhauser* 1985 sekä teoriaa puolustaen s. 834–841, että vastaan s. 841–846.

¹⁴⁹ *Millin* mukaan: ”It (political economy, lisäys tässä) does not treat the whole of man’s nature as modified by the social state, nor of the whole conduct of man in society. It is concerned with him solely as a being who desires to possess wealth, and who is capable of judging the comparative efficacy of means for obtaining that end.” *Mill* 2000 s. 97.

¹⁵⁰ *Persky* 1995 s. 224.

¹⁵¹ *Fama* 1970 s. 387.

¹⁵² *Kanniainen – Määttä – Timonen* 1996 s. 17 nimittävät rationaalisuusolettamaa taloustieteen ”työhypoteesiksi”, jonka tarkoituksena on ainoastaan poissulkea teorianmuodostuksen kannalta kestävä *tietoinen* irrationalinen päätöksenteko.

kritiikki tiivistyykin siihen, että oletus rationaalisesta päätöksenteosta on itsessään niin riittämätön kuvaus todellisuudesta, että markkinoiden hinnoittelu systemaattisesti poikkeaa siitä, mitä teoria ennustaa.¹⁵³ Markkinoiden hinnoittelupoikkeamia ilmentävät markkina-anomaliat ovat kuitenkin taloustieteelliseltä kannalta hahmotettavissa pitkälti näkökulmakyksymykseksi. Markkinoiden tehokkuuden mittaaminen hinnoittelumekanismien kautta jättää avoimeksi sen, onko havaittu poikkeama puute tehokkuudessa vai hinnoittelumekanismien mallintamisessa.¹⁵⁴

Syy-seuraussuhteiden pitäminen selkeänä on oleellista myös oikeudellisessa mallinnuksessa. Kun taloustieteen rationaalisuusolettamaa sovelletaan markkinasääntelyn tulkintastandardin perustana, edellyttää sääntelyn ennakoitavuus tarkkaa rajanvetoa oletusta hyödyntävän mallin sisäisten ja ulkoisten tekijöiden välillä. Lisäksi normatiivisessa argumentaatiossa valittavaa mallia ei voida vapaasti kalibroida uusilla innovaatioilla.¹⁵⁵ Behavioristisen tutkimuksen perustavia havaintoja ei voine enää nimittää uusiksi mutta rahoitusteoriaa lähihistorian aikana ravistelleiksi ja edelleen keskustelua herättäviksi innovaatioiksi kylläkin. Rationaalisuuden inhimillinen rajallisuus on hyväksytty teoreettiseksi lähtökohdaksi päätöksentekoaanlyysissa sekä talous- että oikeustieteessä.¹⁵⁶ Behavioristisen tutkimuksen yksittäisten havaintojen hyödyntäminen tarjoaa kuitenkin mahdollisuuden edelleen kehittää oikeudellista argumentaatiota ja monipuolistaa teoreettista tutkimusta.¹⁵⁷

Oikeustieteen tai sääntelyn katsantokannalta pelkkä rationaalisuuden rajoittuneisuus ja markkinoiden häly (*noise*) eivät muodosta riittävän konkreettista teoreettista kokonaisuut-

¹⁵³ Tällöin hinnoitteluhäiriöt eivät poistu markkinoilta, sillä muun muassa transaktiokustannukset mitätöivät arbitraasistrategiasta saatavan hyödyn. Grossman – Stiglitz 1980 s. 405. Arbitraasia tavoittelevat ”rationaaliset” sijoittajat voivat myös itse arvioida oikeana pitämänsä markkinahinnan virheellisesti ja joutuvat lisäksi sietämään markkinoiden ennakoimattomuudesta kumpuavaa jälleenmyyntiriskiä ja pidättäytyä transaktiosta. Shleifer – Summers 1990 s. 20.

¹⁵⁴ Hintapoikkeaman selittäväenä tekijänä voi olla markkinoiden hinnoittelema riski, jota teoreettinen malli ei huomioi. Ks. Malkiel 2003 s. 69–70. *Malkiel* tarkastelee artikkelissaan laajasti markkinoiden hinnoitteluhäiriöiden suhdetta ECMH:n kritiikkiin.

¹⁵⁵ Knutsin 2010a s. 85, mukaan oikeusdogmaattinen innovatiivisuus johtaa usein ainoastaan vanhan ongelman uudelleenmuotoiluun.

¹⁵⁶ Mm. Ryssdal 1995 s. 71 av. 144, Kotiranta 2014 s. 44. Neoinstitutionaalisen taloustieteen keskushahmon *Douglas C. Northin* teoriassa inhimillinen käyttäytyminen ja informaation kustannukset selittävät yhteiskunnan instituutioiden olemassaoloa ja toimintaa. North 1993 s. 27. Päätöksenteon subjektiivisuus ilmenee tällöin rajoittuneena tiedon prosessointina, inhimillisenä *menettelytaparationaalisuutena*. Ks. North 1993 s. 23, jossa *North* viittaa *Simonin* rationaalisuusteoriaan. Kotimaisessa oikeuskirjallisuudessa neoinstitutionaalista ajattelua ja teoriaa on käsitelty laajasti mm. Timonen 1997 s. 48–74.

¹⁵⁷ Ks. Langevoort 1998, joka esittää verrattain varhaisen katsauksen behavioristisen tutkimuksen hyödyntämisestä oikeustieteessä.

ta.¹⁵⁸ Rationaalisuusolettaman sisäisiksi muuttujiksi hyväksyttävien tekijöiden on noudatettava logiikkaa, joka on sovellettavissa yhtäläisesti kaikkiin sääntelyn velvoittamiin toimijoihin. Alla behavioristisen taloustieteen keskeisiä havaintoja on jäsennelty tämän tutkielman tutkimuskysymyksen näkökulmasta, jotta voidaan arvioida, mille tekijöille on mahdollista tai tarpeellista antaa tulkinnallista painoarvoa hahmotettaessa sellaista rationaalisuuden sisältöä, johon arvopaperimarkkinaoikeuden järkevä sijoittaja tulisi pukea.

3.2.1 Ihmismielen rajallisuus

Puhuttaessa rajoitetusta rationaalisuudesta behavioristisessa kontekstissa, ihmisen kognitiivisen päätöksenteolle hahmotetaan yleisesti kolme rajoittunutta ominaisuutta, joiden ympärille rakentuvat havainnot ihmisen ennustettavasta, usklassisesta päätöksenteosta poikkeavasta käyttäytymisestä: rationaalisuus, itsekontrolli ja itsekkyyttä.¹⁵⁹ Simonin rationaalisuuskäsityksen keskeinen lähtökohta on rajata niitä tekijöitä, joiden vaikutuksen päätöksentekijä voi aktiivisesti optimoida rationaalisella harkinnalla.¹⁶⁰ Inhimillinen toimija ei pysty rajallisen ymmärrys- ja hahmotuskykynsä puitteissa muodostamaan todellisuudesta objektiivisen aitoa kuvaa, joka johtaisi virheettömään valintaan.¹⁶¹ Rajoittunut rationaalisuus on siten päätöksentekoprosessin *residuaali*, jonka ulkopuolelle jäävät ne tekijät, joita päätöksentekijä ei kykene ottamaan mukaan arvioonsa ja ne vaikutukset, joita tämä ei pysty arvioimaan.¹⁶² Inhimillisen päätöksentekokapasiteetin rajallisuuden lisäksi valintojen optimaalisuutta heikentää päätöksenteon subjektiivisuus.¹⁶³

Behavioristisen sijoittajakuvan mukaisesti myös markkinoilla havaittava hintaliike sisältää epäolennaiseksi katsottavia elementtejä. Osakemarkkinat vaikuttavat systemaattisesti yliarvioivan uuden tiedon merkityksen, ja markkinareaktion myöhempi korjausliike paljastaa

¹⁵⁸ Langevoort 1992 s. 872.

¹⁵⁹ Jolls – Sunstein – Thaler 1998 s. 1476.

¹⁶⁰ Simon 1955 s. 101.

¹⁶¹ Simon 1986 s. 210–211.

¹⁶² Simon 1979 s. 502.

¹⁶³ Yleisiä lähtökohtia todellisuutta koskevan tiedon (subjektiivisen puutteelliseen) hahmottamiseen, hyödyntämiseen ja tulkintaan ovat tiedon painottuminen ilmiön tiedostetulla tai koetulla esiintymistodennäköisyydellä, joka muotoutuu sen mukaisesti, kuinka paljon ja kuinka eläviä muistikuvia päätöksentekijällä entuudestaan on (*availability*), havainnon ja tiedon arviointi aikaisempien vastaaviksi koettujen tapausten (*representativeness*), sekä arvioinnin tiedostamaton sitoutuminen ilmaistuihin kiinnepisteisiin (*anchoring*). Ks. päätöksenteon heuristiikasta Tversky – Kahneman 1974. Päätöksenteossa ja riskiarvioinneissa ihmisten liiallinen itseluottamus (*overconfidence*) on ongelmallinen markkinaympäristössä sen johtaessa sijoituskohteen riskin systemaattiseen aliarviointiin. Optimismista yleisenä ilmiönä inhimillisessä päätöksenteossa ks. Weinstein 1989.

impulsiivisuudesta kumpuavan hinnoittelupoikkeaman.¹⁶⁴ Sijoittajat luottavat kykyynsä arvioida ja tehdä markkinoita parempia johtopäätöksiä etenkin tiedosta, joka ei ole markkinoilla yleisesti saatavilla; vapaasti saatavilla olevan tiedon informaatiohyötyyn sijoittajat sitä vastoin suhtautuvat skeptisemmin, ja markkinat alireagoivat julkisista lähteistä peräisin oleviin hintasignaaleihin.¹⁶⁵ Näin sijoittajien erilaiset hintareaktiot hämärtävät olennaisuuden markkinalähtöistä arviointia.

Empiirisen tutkimuksen havainto systemaattisestakaan poikkeamasta ei yksin riitä normatiivisen tiedonintressin tyydyttämiseen. Hintaliikkeen systemaattinen vääristymä heijastaa ensisijaisesti yksityisten informaatio-signaalien subjektiivista tulkintaa ja osoittaa, etteivät rajoitetusti rationaaliset sijoittajat onnistu tavoittamaan välittömästi uuden hintainformaation fundamentteja. Poikkeama pidemmän ajan hintakehityksestä ei kuitenkaan kerro sitä, aiheutuiko virheellinen reaktio irrationaalisesta reaktiosta itse tietoon vai jälkikäteen arviotuna väärinmitoitetusta varautumisesta siihen epävarmuuteen, jonka uusi informaatio synnytti.¹⁶⁶ Empiirisessä analyysissä molemmat vaihtoehdot ilmentävät päätöksenteon rationaalisuuden rajallisuutta, mutta vain yli- tai alireagointia uuden informaation tiedolliseen elementtiin voidaan pitää määritelmällisesti irrationaalisena. Varautuminen muutoksen ilmentämään epävarmuuteen sitä vastoin indikoi rationaalista epäilyä uuden tiedon relevanssista. Näin uuden tiedon aiheuttama epävarmuus aktivoituu ensisijaisesti sijoittajan subjektiivisen tietämyksen ja riskipreferenssien kautta: sijoittajan sietämä epävarmuuden määrä ei ole kytköksissä päätöksenteon rationaalisuuteen tai sen vinoumaan.

3.2.2 Riski ja preferenssit päätöksenteossa

Behavioristista koulukuntaa ja tutkimussuuntausta on kritisoitu etenkin sen kyvyttömyydestä tarjota ECMH:lle ja rationaaliselle valinnalle vaihtoehtoista teoriaa.¹⁶⁷ Behavioristinen sijoittajakäsitys muodostuu useista eri konteksteissa vaihtelevin metodein paikannetuista inhimillisen päätöksenteon vinoumista. Kuitenkin behavioristinen teoria kykenee

¹⁶⁴ Ks. De Bondt – Thaler 1985 s. 804.

¹⁶⁵ Daniel – Hirshleifer – Subrahmanyam 1998 s. 1841. Kirjoittajat eivät erikseen erottele yksityistä tietoa nimenomaisesta sisäpiirintiedosta, vaan sijoittajat yleisesti reagoivat vahvemmin oman tiedonkeruunsa tuottamaan informaatioon riippumatta sen lähteestä, sillä ihmiset yleensä luottavat aikaisemman käsityksensä kanssa yhdenmukaiseen uuteen tietoon enemmän kuin tämän kanssa ristiriitaiseen informaatioon. Tällöin yksityistä hintareaktiota seuraava, ja tämän kanssa yhdensuuntainen, markkinareaktio vahvistaa sijoittajien itseluottamusta lyhyellä aikavälillä. Vastakkaisen reaktion merkitystä sitä vastoin väheksytään, ja hinnankorjauksia realisoituu vasta pidemmän ajan kuluessa. Daniel – Hirshleifer – Subrahmanyam 1998 s. 1842.

¹⁶⁶ Posner 1998 s. 1573.

¹⁶⁷ Posner 1998 s. 1559–1560. Ks. kokoavasti behavioristisen tutkimuksen kritiikistä oikeudellisen soveltamisen osalta esim. Hillman 1999.

tarjoamaan mallin, jolla päätöksenteon yleistä logiikkaa voidaan kuvata klassista rationaalisuusolettamaa tarkemmin. Klassisen päätöksentekoa mallintavan *von Neumannin* ja *Morgensternin* odotetun hyödyn teorian (*expected utility theory*, OHT) mukaisesti ihmiset operoivat päätöksenteossa ennalta määriteltyjen preferenssien avulla, ja kilpailevat vaihtoehdot ovat asetettavissa keskenään loogisen valinnan mahdollistavaan järjestelykseen, joka ei ole riippuvainen kontekstista, jossa valinta suoritetaan. Kahden alun perin paremmuusjärjestykseen asetetun vaihtoehdon keskinäisen suhde pysyy muuttumattomana valintatilanteesta riippumatta, ja uuden vaihtoehdon lisääminen paljastaa ainoastaan aiempien suosion suhteessa lisättyyn vaihtoehtoon.¹⁶⁸ *Savagen* muotoilun mukaisesti epävarma valinta määräytyy koetun todennäköisyyden ja subjektiivisen hyötyfunktion summana.¹⁶⁹

OHT ei kuitenkaan kykene riittävästi ennustamaan ihmisten riskipreferenssiensä suhteen ristiriitaiseksi havaittua päätöksentekoa.¹⁷⁰ *Kahnemanin* ja *Tverskyn* vuonna 1979 esittelemä prospektiteoria kuvaa rajoitetusti rationaalisten toimijoiden päätöksentekoa mallintamalla rationaalisuuden rajoitteiden vaikutusta epävarmassa valintatilanteessa.¹⁷¹ Prospektiteorian mukaisesti päätöksentekotilanteissa varmoja lopputuloksia painotetaan epävarmoiksi koettuja enemmän, mikä rikkoo OHT:n olettamia.¹⁷² Lisäksi rationaalisuuden rajoittuneisuuden vuoksi päätöksentekijöiden kuva todellisuudesta ei ole objektiivinen, vaan muodostuu kontekstisidonnaisia heuristisia prosesseja seuraten. Tällöin myös tätä todellisuuskuvaa vasten suoritettava arviointi lopputulemiltaan epävarmoista ja toisensa poissulkevista vaihtoehdoista on riippuvainen vertailukohtana toimivasta päätöstilanteesta.¹⁷³

Kontekstisidonnaisuus johtaa päätöksenteon peruslogiikan muuttuvaan dynaamisuuteen: epävarmuuden vallitessa varma tai todennäköinen referenssitason nousu (voitto) halutaan

¹⁶⁸ Preferenssien aksiomaattisesta muotoilusta ks. von Neumann – Morgenstern 2007 s. 26–27. Ks. myös Tversky – Kahneman 1986 s. S252–S254.

¹⁶⁹ Savage 1972 s. 73–76.

¹⁷⁰ Teorian klassinen kritiikki kohdistuu ihmisten epäjohdonmukaiseen suhtautumiseen riskiin sekä epävarmuuden lähteeseen. *Allais* osoitti, että ihmisten riskipreferenssit eivät ole lineaarisia. Ks. Allais 1953 s. 527. *Ellsberg* vastaavasti esitti, että ihmiset hyväksyvät mieluummin riskin tilanteessa, jossa valinnan todennäköisyys on tunnettu, riippumatta siitä, onko valinta yhdenmukainen muiden implisiittisesti hyväksyttävien oletusten kanssa. Ks. Ellsberg 1961 s. 653–655.

¹⁷¹ Kirjoittajat täydensivät alkuperäistä teoriaansa vuonna 1992. Täydennytyssä mallissa valintatilanteessa eri vaihtoehdoille annettava painoarvo määräytyy kumulatiivisesti valinnasta aiheutuvien seurausten (*prospects*) perusteella itsenäisten ja erillisten painotusten sijaan. Ks. Tversky – Kahneman 1992.

¹⁷² Kahneman – Tversky 1979 s. 265.

¹⁷³ Kahneman 2003 s. 1454–1455. Arviointi ja päätöksenteko ovat sidoksissa vertailutasoon (*reference-dependent*), ja päätöstilanteen muotoilu voiton tai tappion mahdollisuudeksi johtaa erilaisiin preferensseihin. Tversky – Kahneman 1986 s. S257–S258. Inhimillisen päätöksenteon motiiviksi voidaan katoa yleinen tarve parantaa vallitsevaa (varalisuus)asemaa, jolloin muutoksen suhteellinen arviointi korostuu absoluuttisen vertailun sijaan. Ks. Lindenberg 2001 s. 248.

varmistaa riskiä kaihtaen ja lasku (tappio) välttää riskihakuisesti valintatilanteen rationaalisesta odotusarvosta riippumatta tai jopa tämän vastaisesti.¹⁷⁴ ¹⁷⁵ Prospektiteorian olettamien pohjalta muotoutuva yksilön päätöksentekoa ohjaava *arvofunktio* noudattaa laskevan rajahyödyn periaatetta, ja koetun hyödyn muutokset ovat jyrkimpiä poikettaessa välittömästi vallitsevasta vertailutasosta. Yleinen tappioiden kaihtaminen (*loss aversion*) jyrkentää arvofunktiota tappioalueella: valitsija ei ole halukas hyväksymään tappion mahdollisuutta vastaavan suuruista ja yhtä todennäköistä voittoa vastaan.¹⁷⁶

Mallinnettaessa päätöksentekoa ja yksittäisen hintasignaalin (*tiedon*) hyödyntämistä keskeinen merkitys on sillä, millaisen päätöstilanteeseen sijoittaja itsensä asemoi. Sijoittajat haluavat välttää yleisesti välttää tappioita.¹⁷⁷ Yleisen taipumuksen vaikutus kärjistyy etenkin lyhytaikaisessa tulosseurannassa, sillä sijoittajat arvioivat sijoitustensa tuottokehitystä tiiviimmällä frekvenssillä kuin heidän kokonaishyvinvointinsa kannalta olisi optimaalista.¹⁷⁸ Arvioinnissa kukin yksittäinen päätös erotetaan usein liian itsenäiseksi tapahtumakseen, ja kokonaiskuvan muodostamisessa aikaisemmalle pidemmän ajan kehitykselle tai tulevaisuuden tapahtumille annetaan liian vähän painoarvoa.¹⁷⁹

¹⁷⁴ Kahneman – Tversky 1979 s. 267–268. Se, miten todennäköisyydet allokoidaan päätöksenteossa, ei kuitenkaan ole tasaisesti jakautunut. Valtaosa populaatiosta seuraa todennäköisyysarvioinnissaan prospektiteorian mallia vaihtelevin astein, mutta pieni osa myös noudattaa riskikäyttäytymisessään OHT:n mukaisia oletuksia. Ks. Bruhin – Fehr-Duda – Epper 2010 s. 1408.

¹⁷⁵ *Kahnemanin* ja *Tverskyn* mukaan päätöksenteossa näennäisesti epäjohton mukaisiin preferensseihin johtaa ihmisten taipumus erottaa vaihtoehtojen yhteiset piirteet ja keskittyä niiden erottaviin piirteisiin. Epäjohton mukaisuus seuraa vaihtoehtoista tavoista jakaa vaihtoehdot eri komponentteihinsa. Kahneman – Tversky 1979 s. 271.

¹⁷⁶ Arvofunktiosta Kahneman – Tversky 1979 s. 277–280. Mukautuminen uuteen tilanteeseen sisältää niin ikään kustannuksia, jolloin ihminen lähtökohtaisesti suosii vallitsevan tilan säilyttämistä. *Status quo* -harhasta ks. Samuelson – Zeckhauser 1988. Referenssipisteiden muodostumisessa myös aikaisempi kehitys muokkaa preferenssejä: referenssitason noustessa voittojen seurauksena halukkuus riskinottoon kasvaa, mikäli potentiaalisen tappio ei kokonaan vie saatuja voittoja mukanaan. Ns. *house money* -efektistä ks. Thaler – Johnson 1990. Ihminen kuitenkin mukautuu uuteen varallisuusasemaan nopeasti, ja vastikkeettakin saatuun omaisuuteen kiinnyytään eikä tästä uudesta varallisuusasemasta haluta luopua ilman ylimääristä korvausta. Ns. *endowment* -ilmiöstä kokoavasti ks. Kahneman – Knetsch – Thaler 1991.

¹⁷⁷ Tappion kaihtaminen ilmennä ainoastaan lähtötasoon muutoksen vastustamista, vaan sijoitustappion realisoituminen ilmentää myös alkuperäisen päätöksen virheellisyttä, mikä yleisesti koetaan epämiellyttäväksi. Daniel – Hirshleifer – Subrahmanyam 1998 s. 1842.

¹⁷⁸ Benartzi – Thaler 1995 s. 76. Sijoittajien lyhytnäköinen tappioiden karttaminen (*myopic loss aversion*) ei kuitenkaan tarkoita, että sijoituksia *suunniteltaisiin* ainoastaan lyhyellä aikahorisontilla, vaan viittaa taipumukseen *arvioida* pidempiaikaisiakin sijoituksia niiden lyhyen aikavälin tuottokehityksen perusteella. Benartzi – Thaler 1995 s. 80. *Benartzi* ja *Thaler* argumentoivat osakemarkkinoiden klassista teoriaa huomattavasti suuremman tuottovaatimuksen perustuvan juuri osakemarkkinoiden volatiliteettiin ja sijoittajien lyhytnäköisyyteen.

¹⁷⁹ Kahneman – Lovallo 1993 s. 17–18. Vrt. Huovinen 2004 s. 75, jonka mukaan arvopaperin liikkeeseenlaskijan toiminnan seuraamista korostava ja yksittäisiä katkelmallisia tietoja painottava ”pistemäinen tiedotuskäsitys” on omiaan heikentämään yleiskuvaa liikkeeseenlaskijan kokonaistilanteesta.

Korostamalla sijoittajien taipumusta *raamittaa* arviointinsa lyhytnäköisesti sekä huomioimalla päätöksenteon kontekstisidonnainen motivoituneisuus sijoituspäätöstä ympäröivän *kokonaisjärjestelyn* ja tässä tunnistettavien *riskipositioiden* vaikutus monipuolistuu. Etenkin riskipositioiden osalta on keskeistä hahmottaa, millaisiksi ne järjestelyn eri vaiheissa muodostuvat ja millaisin perustein sijoittajat niihin asettuvat.¹⁸⁰ Lisäksi tulee tunnistaa positioiden päätöksentekoa ohjaava dynaaminen vaikutus silloin, kun toimijan oletetaan poikkeavan päätöksenteossaan klassisen taloustieteen rationaalisuudesta. Tällöin yhtäältä itse epävarmuuden läsnäolo (*riski*) muodostaa omalaatuisen valintatilanteensa, jossa eri vaihtoehtojen subjektiivisesti arvioitujen toteutumistodennäköisyyksien ohella valinta perustuu eri lopputulosten mielekkyyteen.¹⁸¹ Toisaalta se, millaiselle muutokselle sijoittaja sijoituspäätöksellään altistuu (*positio*), määrittää päätöksenteon motiivit. Riskiposition vaikutuksen puutteellinen tulkinta voi näin aiheutua insentiivien virheellisestä tai vajaasta hahmottamisesta (riskiposition *kuvaaminen*) tai position toimintaa ohjaavan vaikutuksen puutteellisesta huomioinnista (riskiposition *kontekstualisointi*).

Prospektiteoria tarjoaa inhimillistä päätöksentekoa mallintavan teorian, jolla taloudellista rationaalisuusolettamaa voidaan kalibroida ja lähentää reaalisen todellisuuden kanssa. Malli ei ole yksiselitteinen päätöksenteon kuvaaja, mutta se kykenee merkittävästi täydentämään rationaalisen valinnan teorian ja OHT:n mukaista päätöksentekoa. Teorian soveltamista järkevän sijoittajan rationaalisuusarviointiin rajoittaa se, että oikeudellinen tulkintastandardi voi tavoitella todellisuuden kuvaamista vain siinä määrin, kuin standardin yleisen soveltuvuuden ja lopputuloksen ennakoitavuuden rajoittaminen hyväksytään.¹⁸² Behavioristinen teoreettinen kehikko ei ole yhtenäinen, mutta sen pyrkiessä mallintamaan käyttäytymistä yksitapaistapauksissa ei sen selittämä ilmiökään ole säännönmukainen.¹⁸³

Taloustiede pyrkii ennustamaan tulevaa todellisuutta. Oikeustieteen normatiivisessa analyysissä tapauksen yksityiskohdat ovat selvillä, ja tuomioistuimen tehtävänä on kirjaimellisesti kaikkea saatavilla olevaa tietoa soveltaen kuvata käsillä oleva oikeustapaus ja antaa tapauksen ominaispiirteille yhteisön oikeustajuun sopiva merkityssisältö. Normatiivisen

¹⁸⁰ Kotiranta 2014 s. 319. Riskiposition muodostamisessa päätöksenteon rationaalisten (taloustieteen klassisessa merkityksessä) motiivien ohella myös muut päätöksentekoon vaikuttavat perusteet tulee huomioida. Kotiranta 2014 s. 318.

¹⁸¹ Kahneman – Tversky 1979 s. 280.

¹⁸² Teorian samanaikainen yksinkertaisuus ja yleinen sovellettavuus on ideaalitila, jota inhimillisen käyttäytymisen osalta lähes mahdotonta saavuttaa. Ks. Jolls – Sunstein – Thaler 1998 s. 1487–1488.

¹⁸³ Ihmisten sosiaalinen käyttäytyminen ei seuraa yleisesti asetettavia säännönmukaisuuksia. Kumiega – Van Vliet 2012 s. 52.

arvion ydin on tällöin kyky hahmottaa tapauksen erityispiirteille normatiivisesti hyväksyttävä peruste, eikä tuomioratkaisussa ole tarve sitoutua normalisoituun oletettavaan teoriaa seuraavasta käyttäytymisestä. Behavioristinen teoria, teoreettisesta epäkoherenssistaan huolimatta, tarjoaa välineet juuri näiden poikkeamien selittämiseen ja sijoittajien käyttäytymisen ymmärtämiseen.

Tulkinnan kontekstuaalisuuden lisääminen kaventaa yleistettävyyttä mutta ei asetu automaattiseen ristiriitaan sääntelyn ja oikeudenkäytön ennakoitavuuden kanssa. Ennakoitavuutta on arvioitava siinä tulkinnallisessa tilassa, jossa normatiivisella harkintavallalla voidaan hyväksyttävästi operoida. Tämä tila määrittyy ennen kaikkea sen mukaisesti, miten sääntelyn kohteena olevaa sosioekonomista ilmiötä ymmärretään ja kyetään mallintamaan. Sijoittajien päätöksentekoa mallintava behavioristinen teoria monipuolistaa käsitystä päätöksenteosta. Operoitaessa normatiivisen argumentaation äärirajalla, kuten määriteltäessä tiedon hyväksikäyttökynnyksen ylittymistodennäköisyyttä, on lähtökohtaisesti epätydyttävää perustaa ratkaisu yksinkertaistavaan malliin päätöksenteosta. Mitä monipuolisempaan argumentaatioon päätöksenteko voidaan perustaa, sitä lähemmäs sääntelyn hyväksyttävyyden ja ennakoitavuuden maksiimeja päästään.

3.3 Normatiivisen tulkintastandardin hahmottaminen

Edellä rahoitusteorian näkemys markkinoista, sijoittajien päätöksenteosta ja sijoittajakäyttäytymisestä eriteltiin markkinoita kokonaisuudessaan koskevaan ja yksittäisten markkinoitoimijoiden käyttäytymistä painottavaan. Myös oikeusdogmatiikan tarkastelema kuva markkinoista ja sijoittajista voidaan jaotella rationaalisuuden ylä- ja alakäsitteiksi.¹⁸⁴ Normatiivisen sijoittajakuvan *systemiulottuvuus* – markkinat ja niiden hinnanmuodostusprosessit – kuvaa sitä toiminnallista *kokonaisuutta*, jota normatiivisesti mallinnetaan käsitteellä *järkevä sijoittaja*. Käsitteen *sijoittajaulottuvuus* taas tarkastelee päätöksenteon erityispiirteitä markkinoiden yksilötasolla.

Markkinoiden toiminta, järkevän sijoittajan rationaalisuus laajassa merkityksessä, on mielekästä hahmottaa rationaalisesti (uusklassisen taloustieteen merkityksessä) toimivaksi, johdonmukaiseksi ja ennakoitavaksi kokonaisuudeksi, jota voidaan normatiivisesti ohjailla. Markkinat ovat approksimaatio niiden yksittäisten toimijoiden motiiveista ja valinnoista.

¹⁸⁴ Oletus rationaalisuudesta voi esiintyä ja väistämättä esiintyykin taloudellisissa malleissa eri muodoissaan. Kahneman – Knetsch – Thaler 1986 s. 286.

Tässä mallissa keskenään ristiriitaiset ääripäät kumoavat toisensa, jolloin tuloksena on li-
kipitään yhtenäinen kokonaisuus.¹⁸⁵ Kun rationaalisuuden *laajalle* merkitykselle muotoil-
laan normatiivista sisältöä, on markkinasääntelyn systemisen luotettavuuden ja ennakoit-
tavuuden vuoksi tavoiteltava käytettävän mallin koherenssia ja selkeyttä. Myös tavoitelta-
van ohjausvaikutuksen kannalta on tarpeetonta analysoida sääntelyn vaikutusta yksittäisten
toimijoiden ratkaisuihin, ja malleissa voidaan siksi hyödyntää oletettavia, jotka keskimäärin
pitävät paikkansa.¹⁸⁶

Yksinkertaisen mallin monimutkaistaminen on kuitenkin keino päästä parempiin ja tar-
kempiin lopputuloksiin. Koska juridisen päätöksenteon kohteena ovat reaali maailman in-
tressikonfliktit, jotka syntyvät todellisten henkilöiden välillä, ei oikeudelliseksi standardi-
sikaan voida ottaa täysin fiktiivistä toimijaa.¹⁸⁷ Kokonaisuutta kuvaavan mallin monimut-
kaistamisen sijaan tarkennus voidaan toteuttaa lisäämällä monimutkaisuutta sen yksittäis-
ten osatekijöiden, sijoittajien, toiminnassa.¹⁸⁸ Järkevän sijoittajan rationaalisuus *suppeassa*
merkityksessään kuvaa niiden reaali maailman toimijoiden päätöksentekoa, joita tulkinta-
ratkaisu tulee konkreettisesti koskemaan. Näiden sijoittajien toiminta on yksittäistapauksis-
sa huomattavasti vähemmän tai rajoitetummin rationaalista: päätöksenteko ei ole neutraa-
lia, eikä rationaalisuudelle asetettava vaatimus ole yhdenmukainen markkinatason ratio-
naalisuusolettaman kanssa. Tämä oletusten ero hahmottuu käyttäytymisen mallintamisessa:
operoitaessa yleisellä rationaalisuudella päätöksenteon inhimilliset rajoitteet voidaan huo-
mioida malliin vaikuttavina ulkopuolisina tekijöinä, mutta mallinnettaessa erityisen tason
rationaalisuutta päätöksenteon systemaattiset vinoumat hyväksytään mallin sisäisiksi muut-
tujiksi, jotka nekin määräytyvät *ulkopuolisen ympäristön* mukaisesti.¹⁸⁹

Tällä rationaalisuusolettaman suppeammalla tasolla syntyy olennaisuuden kontekstuali-
sointi. Sijoittajalta edellyttävä rationaalisuus ei ole enää *systemirationaalisuutta* vaan yk-
silöllistä ja tilannesidonnaista rationaalisuutta, joka ei noudata yhtä koherenttia teoriaa.

¹⁸⁵ Becker 1962 s. 2.

¹⁸⁶ Jos yksittäisten toimijoiden epärationaalinen käyttäytyminen oletetaan täysin sattumanvaraiseksi, vastaa irrationaalisten sijoittajien reaktio kokonaisuudessaan täysin rationaalisen sijoittajakollektiivin käyttäytymistä, mikäli rationaaliseksi luokiteltavan käyttäytymisen keskiarvo on molemmissa ryhmissä sama. Ks. argumentaatiosta Posner 1998 s. 1556. Ongelmalliseksi tämä *Posnerin* esittämä vaikutusneutraaliusargumentti muuttuu kuitenkin silloin, kun irrationaaliseksi katsottava käyttäytyminen poikkeaa systemaattisesti ns. normaali rationaalisuudesta. Tällöin tarvitaan jo systeemitasolla valittavan mallin uudelleenkalibrointia.

¹⁸⁷ Mäntysaari 2014 s. 365–366.

¹⁸⁸ Kahneman – Knetsch – Thaler 1986 s. 299.

¹⁸⁹ Samansuuntaisesti Hanson – Kysar 1999 s. 635–636.

Kokonaisuuden tarkastelussa normatiivisen päätöksenteon kohteena on se, millaista toiminnan lopputuloksena syntyvää asiointilaa pidetään toivottavana ja tavoiteltavana. Päätöksenteon rationaalisuuden yksilötason tarkastelussa taas määritetään ne elementit, joita käyttäytymiseltä edellytetään, jotta sitä voidaan pitää hyväksyttävänä. Rationaalisuuden standardoidussa muodossa hyväksyttävyyssarvioinnin piiriin tulevat ne rationaalisuuden rajoitteet, joita on edellä yleisesti tarkasteltu behavioristisen taloustieteen rationaalisuus-kriittikkinä. Mikäli nämä rajoitteet halutaan hyväksyä osaksi sitä normatiivista kehikkoa, johon markkinatoimijoiden tulee sopia, täytyy niille antaa juridista merkitystä. Päätöksenteon normatiivisessa kontekstualisoinnissa yksilöllinen normatiivinen rationaalisuus yleistetään järkevän sijoittajan tulkintastandardin avulla.¹⁹⁰

Taloustieteellisen analyysin ja empiirisen tiedonintressin tarpeisin on riittävää, että esitetty hypoteesi pysyy tilastollisessa luottamusvälissä, joka ilmentää sitä varmuuden astetta, jonka puitteissa oletuksen virheellisyys ollaan valmiita hyväksymään. Oikeustieteessä tavoitteena on sen sijaan legitimoida juuri yksittäistapauksessa valittu ratkaisu, eikä pelkkä kvantitatiivinen tuki ole riittävä. Käyttäytymistieteiden ja rahoitusteorian leikkauspisteessä syntyneillä havainnoilla inhimillisen päätöksenteon säännönmukaisista yhteispiirteistä voidaan tuottaa sisältöä oikeudelliselle argumentaatiolle ja tilannekohtaisesti kalibroida merkitysisältöjä, joita juridisessa arvioissa annetaan vaikutuksen tai päätöksenteon todennäköisyydelle ja tiedon tapauskohtaiselle olennaisuudelle.¹⁹¹

¹⁹⁰ Tässä tarkoitetulla yksilöllisen tason rationaalisuuden arvioinnilla ei tarkoiteta olennaisuusarvioinnin subjektiivisuutta: tavoitteena on edelleen hahmottaa, miten järkävä sijoittaja objektiivisesti arvioiden tapauksessa toimisi, mutta tässä tilannesidonnoisessa arvioinnissa toimijoiden rationaalisuus sidotaan päätöksenteon kontekstiin ja niihin lähtökohtiin, joista käsin tapauksessa relevantit valinnat on tehty. Sisäpiirintiedon määritelmän osalta erillinen kysymyksensä on se, mikä merkitys on annettava sijoittajan subjektiiviselle käsitykselle tiedon sisäpiiriluonteesta sisäpiirintiedon aineellisena osatekijänä. Sijoittajan subjektiivista näkemystä tiedon olennaisuudesta on olennaisuuden erilliseksi osatekijäksi esittänyt Lau Hansen 2001 s. 277. *Lau Hansenin* mukaan kyseistä subjektiivista vaatimusta tulee kuitenkin arvioida objektiivisesti. *Ibid. Lau Hansenia* kommentoineen Knutsin 2011 s. 27 av. 63 mukaan valittu hahmotustapa on ”yllätyksellinen” verrattuna rikosoikeudellisesti tavanomaisempaan objektiiviseen arviointiin. *Lau Hansenin* kanssa samalla kannalla on kuitenkin *Kotiranta*, joka katsoo, että subjektiivinen ja objektiivinen hahmottaminen toimivat rinnakkain sisäpiirintiedon määritelmän täyttymistä arvioitaessa, ja näiden keskinäinen painoarvo määräytyy kulloistenkin olosuhteiden ja kokonaisarvioinnin perusteella. Ks. *Kotiranta* 2014 s. 278, erit. av. 17.

¹⁹¹ Sääntelyn aineellisen tulkinnan ohella taloustieteellisiä argumentteja voidaan hyödyntää myös arvioitaessa sisäpiirisääntelyn rikosoikeudellisen rangaistavuuden edellytyksiä. Mm. *Kotiranta* katsoo taloustieteen argumenttien tulkinnallisen painotuksen osalta, että painoarvo olisi aineellisten tulkintakysymysten osalta suurempi kuin arvopaperirikosten rikosoikeudellisessa tulkinnassa. Yleisesti sisäpiirintiedon syntymisen osalta *Kotiranta* painottaa, että oikeustaloustieteelliset argumentit eivät voi perusoikeusnäkökulman puitteissa johtaa syntymisedellytysten laajentavaan tulkintaan. Ks. *Kotiranta* 2014 s. 95. Näkemys näyttäisi olevan rinnastettavissa myös rationaalisuusolettaman tulkintaan. Tällöin rationaalisuuden rajoitteiden yksilöity huomiointi voi tukea etenkin olennaisuutta supistavaa argumentaatiota. Olennaisuuskriteeriä laajentava tulkinta vastavasti perustuisi todellisten olosuhteiden huomiointille, mikä tukisi tulkinnan hyväksyttävyyttä.

4 JÄRKEVÄ SJOITTAJA – RATIONAALISUUDEN NORMATIIVINEN TULKINTASTANDARDI

4.1 *Sijoittajan järkevyyys* – normatiivinen rationaalisuus

Uusklassisen taloustieteen sijoittaja nähdään rationaalisena, omaa hyötyään maksimoivana toimijana. Rationaalisuus näyttäytyy tällöin päätöksenteon loogisena koherenssina.¹⁹² Behavioristinen taloustiede pilkkoo tämän koherenssin pienempiin osiin ja pyrkii yksilöimään, miten *valinnan arkkitehtuuri* vinouttaa päätöksenteon koherenssia reaali maailmassa.¹⁹³ Taloustieteen käsittelemää rationaalisuutta voidaan tarkastella päätöksenteon logiikan kautta myös *Posnerin* muotoilun avulla: rationaalisuus on yksilön päämääriä parhaiten palvelevia valintoja.¹⁹⁴ Normatiivinen tiede operoi kuitenkin rationaalisuudella, jossa toimijaa analysoidaan suhteessa muihin yhteisön tai yhteiskunnan jäseniin. Puhtaasti subjektiivista etua maksimoivasta rationaalisuudesta tulee muiden toimijoiden intressit huomioiva järkevää (*reasonable*) käyttäytymistä.¹⁹⁵ Järkevyyys voidaan siten normatiivisesti hahmottaa taloudellisen rationaalisuuden yhteisöllisenä rajoitteena, jossa toimija on ilman suoraa vastiketta valmis kaventamaan omaa subjektiivista etuaan ulkopuolisten intressien edistämiseksi.¹⁹⁶

Normatiivisessa tarkastelussa toiminnan tietynasteinen rationaalisuus on käyttäytymisen välttämätön edellytys: täysin irrationaalista ja epäjohdonmukaista käyttäytymistä ei voida säädellä normatiivisilla toimintaohjeilla.¹⁹⁷ Oikeudellisessa kontekstissa rationaalisuus linkittyy toiminnan normatiiviseen arviointiin ja ohjaukseen. Tällöin loogisen (rationaalisen) toiminnan täytyy olla yleisesti hyväksyttävää (järkevää).¹⁹⁸ Kuten taloustieteellisessä terminologiassa, myös normatiivisessa käsitteistössä rationaalisuus on teoreettinen päätök-

¹⁹² Kahneman 2011 s. 411.

¹⁹³ Thaler – Sunstein 2009 s. 89–109 käyttävät termiä *choice architecture* kuvaamaan valinnan kontekstisidonnaisuutta.

¹⁹⁴ “ - - choosing the best means to the chooser's ends.” Posner 1998 s. 1551. Vielä subjektiivisempaa rationaalisuusnäkemystä ehdottaa Gilboa 2010 s. 5, jonka mukaan käyttäytymisen rationaalisuus on luontevaa määritellä toimijan subjektiivisen kokemuksen perusteella. Rationaalisuus on toimintaa, jonka toimija itse kokee luonnolliseksi ja hyväksyttäväksi myös silloin, kun käyttäytyminen perustuu ulkopuolisiin havaintoihin. Rationaalisuus on siten käyttämistä, josta toimija ei luovu, vaikka hänet tehdään siitä tietoiseksi. *Ibid.*

¹⁹⁵ Hirsch 1979 s. 7. ”A reasonable man, before taking any action, weighs the costs and benefits of that action not only from his own personal perspective but also from the broader perspective of all the individuals within the possible scope of any resulting harm.” Hirsch 1979 s. 132.

¹⁹⁶ Jolls – Sunstein – Thaler 1998 s. 1479. Reiluudesta (*fairness*) taloustieteellisessä päätöksenteon mallintamisessa yleisesti ks. Kahneman – Knetsch – Thaler 1986.

¹⁹⁷ Aarnio 1987 s. 4. Toiminnan rationaalisuus on myös kantava periaatteellinen lähtökohta yhteiskunnan varallisuus oikeusinstituution rakentumisessa. Ks. Zitting 1951 s. 120–121.

¹⁹⁸ Aarnio 1987 s. 77.

senteon logiikkaa idealisoiva käsite, jonka vastinpari on todellisuudessa realisoituva normatiivisesti hyväksyttävä (”järkevä”) toiminta.¹⁹⁹ Normatiivinen lisämääre *järkevä* ei itsessään rajaa käyttäytymisattribuutin määritelmää, sillä järkevyys yhtäältä kuvaa hyväksyttävää harkintaprosessia, mutta voi toisaalta ilmentää ainoastaan käyttäytymisestä tehtävää ulkopuolista arviota.²⁰⁰

Arvopaperimarkkinoilla järkevä sijoittaja nähdään lähtökohtaisesti ajatusprosessiltaan analyttisen rationaalisen toimijana, jonka käyttäytymisen muut piirteet sisältyvät sijoittajalle annettaviin lisämääreisiin kuten huolellinen tai harkitseva.²⁰¹ Tämän on katsottu heijastuvan etenkin eurooppalaisesta tiedonantovelvollisuutta painottavasta sääntelyrakenteesta.²⁰² Oikeudellisessa kontekstissa sijoittajien rationaalisuus on siten hahmotettu nimenomaisesti uusklassisen taloustieteen kuvaamana rationaalisuutena.²⁰³ Sitä vastoin taloudellisen rationaalisuuden rajoitteita kuvaavan behavioristisen teorian hyödyntäminen oikeudellisessa argumentaatioissa on vähäisempää.²⁰⁴

Järkevyyden peitetyllä samaistamisella taloudelliseen rationaalisuuteen on riski johtaa siihen, että harkitun päätöksenteon rooli olennaisuusarvioinnissa ylikorostuu. Behavioristisen näkemyksen mukaan ihmiset kokevat arvioivansa tietoa analyttisesti, mutta todellinen päätöksenteko vinoutuu tiedostamattomien vaikutusten vuoksi. Vastoin käsitystä laskelmoivan rationaalisen sijoitustoiminnasta tunteiden on havaittu vaikuttavan etenkin sijoitusten riskiarviointiin.²⁰⁵ Tunneperusteisen päätöksenteon on edelleen havaittu korreloivan rationaalisen analyysin ulkopuolelle jäävien ja vaikeasti ennustettavien muuttujien kuten sääolojen kanssa.²⁰⁶ Tunteiden vaikutusta rationaaliseen päätöksentekoon sekoittaa lisäksi ihmisten tiedostamaton taipumus tulkita tunteitaan tapahtumakontekstin ja tietoisesti ha-

¹⁹⁹ Perelman 1979 s. 30, 32.

²⁰⁰ Devlin 1979 s. 134. Järkevyys yhtäältä hyväksyy päätöksenteon inhimillisen rajoittuneisuuden, mutta toisaalta korostaa toimijan velvollisuutta arvioida toimintaansa huolellisesti ja harkiten.

²⁰¹ CESR 2002 kohdan 27 mukaan järkevä sijoittaja ajattelee ja käyttäytyy rationaalisesti.

²⁰² Moloney 2007 s. 156, 160.

²⁰³ Kaufman 2013 s. 1325. Vastaavasti Hoffman 2006 s. 542 on katsonut, että tuomioistuimissa sijoittajan rationaalisuus hahmotetaan *taloudelliseksi* rationaalisuudeksi. Taloudellisella rationaalisuudella näyttää tarkoitetun juuri uusklassista taloudellista rationaalisuutta.

²⁰⁴ Ryssdal 1995 s. 101 näkee tämän johtuvan siitä, että tietyn toiminnan katsominen *järkeväksi* tai vaihtoehtoja vertailtaessa *järkevämmäksi* auttaa kätkemään tuomarin näkemyksen taustalla vaikuttavan argumentaation: kritiikin kohdentaminen järkevyysargumenttiin on vaikeampaa kuin behavioristiseen teoriaan pohjautuvan perustelun kritisoiminen.

²⁰⁵ Lo – Repin 2002 s. 332 esittävät etenkin intuitiiviseksi koettujen sijoituspäätösten pohjautuvan kognitiivisten prosessien ohella tunneperäisiin mekanismeihin.

²⁰⁶ Ks. empiirisestä tutkimuksesta Huang 2005 s. 104–105.

vaitsemansa käytöksen suhteen.²⁰⁷ Tällöin kuva kulloisestakin tunnetilasta ei vastaa todellisuutta, sillä myös käsitys tuntemuksista on subjektiivisesti väritynyt ja rajoittunut.²⁰⁸ Puutteellisen kontrollin vuoksi rajoittuneen rationaalisuuden vaikutusta ei voida kokonaan poissulkea päätöksentekoprosessista.²⁰⁹ Määritelmälle *järkevä* tulisi sijoittajan päätöksentekoa analysoidessa antaa sisältö, joka huomioi olennaisuuden arvioinnissa tunnepohjaisen *reagoinnin* rationaalisen tiedon *prosessoinnin* ohella.²¹⁰ Oikeasuhtaisen konseptuaalisuuden tavoittaminen mahdollistuu *Duffyn* mukaan juuri järkevän sijoittajan joustavalla tulkinnalla, jossa korostuu tuomioistuimen liikkumatila järkevän sijoittajan kontekstuaalisessa määrittämisessä.²¹¹

Järkevää ja rationaalista ei kuitenkaan tule pitää liian kärkevästi vastakkaisina käsitteinä, sillä heuristisia prosesseja hyödyntävä argumentaatio voi molempien näkemysten kautta päätyä ratkaisun yksipuoleiseen oikeuttamiseen.²¹² Etenkin tiedostamattomaan päätöksentekoon liittyvien käyttäytymiselementtien nostaminen osaksi normatiivista argumentaatiota pelkän järkevyydelle alla jättää tulkintastandardin hyvin yleistäväksi ja pinnalliseksi. Siten järkevyyden tulkinnassa tulisi valita molempia näkemyksiä hyödyntävä argumentaatiomalli, jossa rationaalisuutta painottavaa yleistä lähtökohtaa arvioidaan kriittisesti tilanne- ja toimijakohtaisessa kontekstissa. Mikäli rajoittunutta rationaalisuutta kuitenkin käsitellään ainoastaan normatiivisella järkevyydellä, oikeudellinen argumentaatio sitoutuu tosiasiallisesti vain rationaalisuusolettamaan, jossa sijoittajat nähdään sisäisten preferenssien ohjaamina analyttisinä tiedon prosessoijina.²¹³ Rationaalisuus-aksioman vastaista järkevyydellä ei voida yksityiskohtaisesti haastaa, mikäli järkevyyden sisäl-

²⁰⁷ Wilson 2002 s. 130.

²⁰⁸ *Wilsonin* mukaan epävarmat tuntemukset tulkintaan sen mukaisesti, miten introspektiivisesti havaittu käyttäytyminen tulkitaan tapahtumakontekstissaan. Tällöin etenkin tilanteissa, joissa ihminen altistuu erilaisille ärsykkeille, rajallinen analyysi johtaa helposti havaitun tuntemuksen yhdistämisen vain yhteen määrävään ärsykeeseen. Ks. Wilson 2002 s. 132.

²⁰⁹ Empiirisissä tutkimuksissa sijoituskokemuksen ja ammattitaidon kasvun on havaittu vähentävän päätöksenteon vinoumien vaikutusta, mutta vain tiettyyn rajaan asti. Ks. Kaustia – Alho – Puttonen 2008 s. 406.

²¹⁰ Huang 2005 s. 111–112. *Huang* näkee tunnepohjaisen sijoittamisen (*moody investing*) huomioinnin keskeiseksi tekijäksi, kun tiedon olennaisuutta arvioidaan sijoittajien päätöksenteossa.

²¹¹ Duffy 2012 s. 54.

²¹² Bainbridge – Gulati 2002 s. 93 mainitsevat esimerkkinä liioitellun optimististen lausuntojen tulkinnan: sijoittajien rationaalisuutta painottava näkemys puoltaisi tulkintaa, jossa sijoittajat harkiten tietoa analysoimalla pystyvät tunnistamaan yritysten johdon liiallisen optimismin ja ottamaan tämän huomioon päätöksenteossaan. Vastaavasti behavioristiseen näkemykseen suppeasti nojautuva perustelu oikeuttaisi vastakkaisen päätelmän, jossa sijoittajien taipumus ylireagoida tietoon nostaisi ylioptimistisenkin tiedon markkinoiden kannalta merkitykselliseksi.

²¹³ *Hanson* ja *Yosifon* kritisoiivat näkemystä, jossa käyttäytymisen ja päätöksenteon oletetaan seuraavan sisäisten, tietojen preferenssien ohjaamaa valintaa. Kirjoittajat katsovat, että rationaalisen päätöksentekomallin sijaan tilannesidonnainen käsitys päätöksenteosta tulisi nostaa oikeudellisen teorian keskiöön. Ks. Hanson – Yosifon 2004 s. 178

töä ei yksilöidä ja tuoda avoimeksi kritiikille. Näin pelkkään järkevyyteen perustuva argumentaatiomalli ei tarjoa *Wilhelmssonin* vieteriukkoa parempaa pohjaa juridiselle päätöksenteolle.

Tavoiteltaessa oikeudellisen tulkinnan realismia on lisättävä myös juridisen standardin tapauskohtaista mukautuvuutta.²¹⁴ Ennakoitavan mukautumisen tulee perustua yksilöityihin poikkeamiin oletetusta mallirationaalisuudesta. Taloustieteen yleistä teoriaa markkinoiden tehokkuudesta tarkentaa behavioristisen, käyttäytymispsykologiaa hyödyntävän, taloustieteen tuottama erityinen ja tapauskohtainen teoria inhimillisestä päätöksenteosta, joka tarjoaa skaalan niistä muuttujista, joita voidaan nostaa osaksi oikeudellista argumentaatiota ja alistaa siten juridiikan tarpeista lähtevälle kriittisyydelle.

4.2 Sijoittajan päätöksenteon peruste

Järkevän sijoittajan testissä *sijoittaja* on määre, joka kontekstualisoi markkinatoimijoilta edellytetyn rationaalisuuden. Normatiivisen sijoittajastandardin tulkinnassa päätöksentekokriteeri täytyy suhteuttaa eri sijoittajaryhmien kompetenssiin sekä hahmottaa, miten sijoittajien päätöksenteko on motivoitunut. Lisäksi on arvioitava, mitä laadullisia kriteerejä päätösharkinnalle on asetettava, jotta toimintaa voitaisiin pitää sääntelyintressin kannalta hyväksyttävänä ja ohjausnäkökulmasta toivottavana.²¹⁵

4.2.1 Sijoittajan kompetenssi

Järkevän sijoittajan kontekstualisointi alkaa tulkintastandardin subjektin asemoimisesta toimintaympäristönsä. Järkevyyden tulee ilmetä markkinatoimijoiden päätöksenteossa ja

²¹⁴ *Lin* ehdottaa sijoittajakäsitystä järkevän sijoittajan standardi mukautuu tilannekohtaisesti ennalta määrättyjen parametrien puitteissa sen sijaan, että markkinoiden kirjava sijoittajajoukko pyrittäisiin pakottamaan yhteen monoliittisen järkevän sijoittajan muottiin. Ks. *Lin* 2015 s. 499.

²¹⁵ Markkinahinnat heijastavat tehokkuuden asteen mukaista määrää arvopaperiin kohdistusvasta relevantista tiedosta sijoittajien päätöksenteon mukaisesti. Mikäli sijoittajat toimivat rationaalisesti, myös hinnat heijastavat rationaalista kuvaa arvopaperin arvosta; irrationaalisten sijoittajien tapauksessa rationaalisuuden viinomat siirtyvät myös markkinoiden heijastamaan informaatioon. Ks. Wang 1986 s. 345. Rationaalisillakin markkinoilla tulevaisuuden kassavirtoihin liittyvä spekulatiivisuus erottaa sijoitustuotot sijoituskohteen odotettavista reaalista tuotoista. Gordon – Kornhauser 1985 s. 769. Fundamentaalisen resurssiallokaation sijaan markkinat voivat olla spekulatiivisesti tehokkaat. *Ibid.* Järkevänkin sijoittajan päätöksenteko on spekulatiivista, ja siten järkevyyselementti tulee kytkeä osaltaan sijoituspäätöksen spekulatioon. Jäljempänä päätöksenteon *spekulaatio* määritellään tiedon ja hintavaikutuksen kausaalisuhdetta koskevaksi arvioksi. Sisäpiirintiedoksi katsottavan tiedon osalta on arvioitava, millaista yhteyttä kurssimuutokseen edellytetään ja millainen spekulatioaste voidaan hyväksyä osaksi järkevän sijoittajan päätöksentekoa. Vastaavasti sijoittajan *riskintotohalukkuus* rinnastuu tiedon kohteena olevan tapahtuman tai olosuhteen toteutumistodennäköisyyttä koskevaan arvioon. Sijoittajan riskipreferenssit määräävät, millaista todennäköisyyttä tämä vaatii ollakseen valmis hyväksymään vaihtoehtoisen mahdollisuuden toteutumisen (ts. *mahdollisuuden sijoitusriskin realisoitumiseen*).

noudattaa toimintaympäristön erityispiirteitä. Kyse ei tällöin ole markkinoilla sattumanvaraisesti toimivasta henkilöstä, vaan tällöinkin toimintaa arvioidaan arkielämään nähden korotettua standardia vasten.²¹⁶ Markkinatoiminta edellyttää vastuuta, joka ilmenee vähimmäistietotason ja -rationaalisuuden vaatimuksina.²¹⁷ Sääntely lähtee järkevän *sijoittajan* päätöksenteosta. Kyse ei siten ole markkinakollektiivin tai useiden vastaavassa asemassa olevien subjektien päätöksenteosta, vaikka markkinoilla kokonaisuutena havaittavasta hintareaktiosta voidaan hakea johtoa järkevän sijoittajan päätöksenteolle.²¹⁸ Standardi vertaa todellisuuden tapahtumia yksittäisen, järkevän päätöksentekijän toimintaan. Tällöin on hyväksyttävä, ettei yksittäisellä päätöksentekijällä ole käytössään kaikkia markkinoilla saatavilla olevia tietoa, ja yksittäinen sijoituspäätös voi poiketa markkinoiden hypoteettisesta hintaliikkeestä.²¹⁹ Markkinoiden hintamekanismit pyrkivät myös tasaamaan informaatioasymmetrioita. Tämän konsensuksen tulkitseminen järkevän sijoittajan näkemykseksi yleistäisi tulkintaa, eikä tulkintastandardi kykenisi tavoittamaan markkinahinnan taustalle jääviä sijoituspäätöksiä ja kaupankäyntihalukkuutta.

Oman erityistilanteensa järkevän sijoittajan henkilössä muodostavat markkinoilla toimivat kollektiiviset oikeushenkilöt, jotka kiistatta ovat markkinoilla toimivia sijoittajia, mutta epävarmempaa on, miten tulisi arvioida näiden organisaatioiden järkevyyttä.²²⁰ Näidenkin sijoittajien päätöksenteko konkretisoituu yksittäisiksi sijoituspäätöksiksi, joiden taustalla vaikuttaa inhimillinen valinta. Vaikka organisatorisilla sijoittajilla onkin käytössään yksityissijoittajiin nähden laajemmat resurssit, myös organisaatioiden päätöksenteko poikkeaa

²¹⁶ Yhdysvaltalaisen doktriinin osalta Sachs 2006 s. 475–476. Fivan tulkinnan mukaan huolelliselta tietoa arvioivalta sijoittajalta edellytetään kohtuullista ymmärrystä liiketoiminnasta ja yleisestä taloudellisesta toiminnasta. Määräykset ja ohjeet 6/2013 kohta 50. Ohjeissa puhutaan *huolellisesta sijoittajasta*, mutta sijoittajan kompetenssivaatimuksen osalta jopa ns. arvopaperitarjouksen *yleisöltä* vaaditaan kohtuullista erityisosaamista juuri sijoitustoiminnasta. Vaatimustaso nousee kokemuksen kasvaessa. *Ibid.*

²¹⁷ Yhden tason mallin vaihtoehtona on sijoittajaryhmien kategorisointi eri taitotasojen perusteella, jolloin epäkohtiin voitaisiin puuttua tehokkaimmin ja kevyimminkin mahdollisin keinoin. Ks. Choi – Pritchard 2003 s. 17, 56. Sisäpiirintiedon jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta ohjaava funktio kuitenkin edellyttäisi sääntelyn kokonaisvaltaista muutosta, jotta liikkeeseenlaskijat tietäisivät, minkä sijoittajaryhmän kannalta julkaisuvaatimusta tulee kulloinkin arvioida.

²¹⁸ MAR johdanto-osan 15 kohta, jonka mukaan jälkikäteistä kurssireaktiota voidaan käyttää testattaessa olisiko järkevä sijoittaja hyödyntänyt tietoa omassa toiminnassaan. Tällöin järkevän sijoittajan toiminta samaistuu markkinoihin kokonaisuudessaan. Ks. lisäksi Huovinen 2004 s. 143, joka katsoo järkevän sijoittajan viittaavan markkinoihin kokonaisuudessaan siksi, ettei yksittäistä järkevää sijoittajaa voida identifioida.

²¹⁹ Ks. Fischel 1982 s. 6. Ks. myös Häyrynen – Kajala 2013 s. 414 av. 591, jotka katsovat, että järkevä sijoittaja on tulkittava juuri *epäsymmetrisen informaation perusteella toimivaksi* (huolelliseksi ja asiantuntevaksi) sijoittajaksi.

²²⁰ Hewitt 1977 s. 895 huomauttaa, että järkevän sijoittajan standardin jäsentämisessä voi olla eroja arvioitaessa luonnollisten henkilöiden ja yritysten *järkevyyttä*.

teoreettisesta optimista.²²¹ Institutionaalisten sijoittajien läsnäolo ei muuta olennaisuuden tulkinnan peruspremissenä, vaan näidenkin sijoittajien päätöksentekoa voidaan mallintaa järkevän sijoittajan käsitteellä.

Sijoittajan päätöksentekokompetenssin asettaminen tietylle tasolle heijastaa vaikutuksensa myös sääntelyn ohjausvaikutuksen ja oikeudenmukaisuuden tasapainoon. Arvopaperimarkkinoilla järkevä sijoittaja on usein tulkittu luonnolliseksi henkilöksi, jolla olisi vähintään keskimääräinen ymmärrysmarkkinoiden toiminnasta. *Knutsin* mukaan järkevän sijoittajan standardi ei saisi asettaa markkinatoimijoille *keskivertosijoittajan* taitotasoa tai muita ominaisuuksia *korkeampia* vaatimuksia.²²² Mitä alhaisemmaksi järkevän sijoittajan standardia lasketaan, sitä kattavampi on se sijoittajakunta, jota sääntelyllä lähtökohtaisesti pyritään suojelemaan.²²³ Mitä parempaa suojaa sääntely pystyy tarjoamaan sijoittajille, sitä enemmän se lisää markkinaluottamusta ja tunnetta sääntelyn oikeudenmukaisuudesta.²²⁴

Markkinoiden tehokkaan toiminnan edistämisen osalta keskeiseksi tekijäksi muodostuu se, millaiseksi mielletään markkinoita ohjaava sijoittajatyyppejä.²²⁵ Arvopaperimarkkinoilla toimivilla ammattimaisilla sijoittajilla on useimpiin yksityissijoittajiin nähden ylivoimaiset resurssit tiedonkäsittelyyn ja siten määräävä asema markkinoiden hinnanmuodostuksessa.²²⁶ Tällöin ammattisijoittajien tiedontarpeen tulisi ohjata myös markkinoiden informaatiosääntelyä.²²⁷ *Kotiranta* katsookin, että järkevän sijoittajan tulkintastandardin tulisi nimienomaisesti viitata keskivertosijoittajaa kyvykkäämmiin tietoa hyödyntävään ja proses-

²²¹ Organisaation väljyys (*slack*) on yksi päätöksenteon suboptimalisuutta selittävä tekijä. Simon 1979 s. 509.

²²² Knuts 2011 s. 106. Vastaavasti myös Kurenmaa 2003 s. 126, joka katsoo, että ammattimaisuutta lähestyvä tulkintastandardi nostaisi objektiivisuuden kynnystä liian korkeaksi. Kokeneempien sijoittajien reaktiota ja tiedon hyödyntämistä voidaan joka tapauksessa käyttää lisäperusteluna sille, että kyseessä on todella relevantista ja olennaisesta tiedosta. Ks. Fletcher 1988 s. 1098 sekä viitattu oikeustapaus SEC v. Shapiro 494 F.2d 1301 (2d Cir. 1974).

²²³ *Sachs* hahmottaa kokemattomien (*unsophisticated*) sijoittajien ryhmässä kaksi erottelua sen mukaisesti, onko i) sijoittajilla apunaan luotettavan sijoitusneuvoja ja ii) käydäänkö arvopaperikauppaa tehokkailla vai tehottomilla markkinoilla. Turvattomimmassa asemassa ovat ilman avustajaa tehottomilla markkinoilla kauppaa käyvät sijoittajat. Ks. Sachs 2006 s. 476. *Sachs* ehdottaakin järkevän sijoittajan korvaamista taitoltaan heikoimmalla sijoittajalla (*least sophisticated investor*), jotta sääntelyn suojafunktion kattavuus maksimoituisi. Sachs 2006 s. 481.

²²⁴ Kisanlahden 1999 s. 29 mukaan heikoimmassa asemassa olevien suojaamisen on katsottu olevan keskeinen pyrkimys etenkin pohjoismaisessa oikeusdoktriinissa.

²²⁵ Huovinen 2004 s. 137.

²²⁶ Fischel 1982 s. 4. Mitä alhaisemmaksi aktiivisten ammattisijoittajien tiedonhankintakustannukset muodostuvat, sitä tarkempaan ja hienovaraisempaan analyysiin ollaan valmiita investoimaan ja sitä tarkemmaksi ja tehokkaammaksi markkinoiden hinnanmuodostus kehittyy. Ks. Goshen – Parchomovsky 2006 s. 715.

²²⁷ Samuelsson 1991 s. 94.

soivaan markkinatoimijaan.²²⁸ *Kotirannan* mukaan korotettu kompetenssivaatimus on juuri se erityinen merkityssisältö, joka normatiivisella standardilla tulee olla, jottei se jää määritelmällisesti tyhjäksi.²²⁹ Tämä sijoittajan ammattitaitoa korostava näkemys painottaa sääntelyn ohjausvaikutusta. Mikäli vaatimustaso asetetaan keskivertosijoittajaan tai tätä alhaisemmaksi, jää ohjausvaikutus vajaaksi, ja sääntely ainoastaan vahvistaa olemassa olevia markkinarakenteita.²³⁰

Esitetyt kannanotot näyttäisivät kuitenkin olevan verrattain ristiriitaisia sen suhteen, miten sijoittajan lisääntyneen asiantuntijuuden katsotaan vaikuttavan tiedon käsittelyyn ja hyödyntämiseen. *Kotirannan* mukaan kokematon sijoittaja voisi pitää samaansa tietoa huomattavasti olennaisempaa kuin vastaavan tiedon saanut järkevä ja huolellinen (kokenut) sijoittaja.²³¹ Keskivertosijoittajan puolesta argumentoinut *Knuts* katsoo kuitenkin nähtävästi päinvastaisesti, että sijoittajan ammattitaidon noustessa tämän kyky tehdä vähämerkityksellisemmästä tiedosta olennaisia tulkintoja paranee.²³² Jälkimmäinen näkemys vaikuttaisi sijoittajan kompetenssivaatimuksen osalta yleisesti perustellummalta, sillä ammattitaidon ja perehtyneisyyden kasvaessa kyky hahmottaa hintavaikutukseltaan merkityksellisiä kausalisuhteita kasvaa. Kokemattomuudesta kumpuava liiallinen olennaisuusarvio on kuitenkin mahdollinen silloin, kun sijoittaja virheellisesti arvioi tiedon vielä markkinahintaan imeytymättömäksi eli erehtyy tiedon sisäpiiriluoonteesta tai yliarvioi tietoonsa tulleen seikan potentiaalisen hintavaikutuksen.²³³

²²⁸ Kotiranta 2014 s. 85. Vaatimusta sijoittajan asiantuntemusta tulkintastandardissa korostavat myös Annola 2005 s. 305, sekä Häyrynen – Kajala 2013 s. 414 av. 591.

²²⁹ Kotiranta 2014 s. 87.

²³⁰ Korotetun sijoittajastandardin ohjausvaikutukseen on suhtautunut kriittisesti mm. *Black*, joka huomauttaa, että sijoittajiin kohdistettavan vaatimustason nostaminen ei välttämättä toteudu tehokkaampana markkinoiden ohjauksena, mutta sitä vastoin lisää riskiä tuomioistuinten jälkiviisaasta päätöksenteosta, jolloin korotettu standardi muuttuu oikeuskäytännössä epärealistiseksi. Ks. *Black* 2013 s. 1505–1506.

²³¹ Kotiranta 2014 s. 86.

²³² Ks. *Knuts* 2011 s. 108. Vastaavalla kannalla ovat myös Huovinen 2004 s. 76 ja 138 sekä Duffy 2012 s. 40.

²³³ Kokemattomuus näyttäytyisi siten ajankohtaistuvan myös sinänsä kokeneen sijoittajan kohdalla tämän toimiessa vähemmän tuntemallaan *arvopaperimarkkinasegmentillä*. Arvopaperisegmenteistä osana olennaisuuden markkinaulottuvuutta ks. *Knuts* 2011 s. 109. Mm. Hannam-ratkaisussa vaatimukseen alakohtaisesta kokemuksesta suhtauduttiin kuitenkin pidättyväisesti: järkevän sijoittajan edellytyksiin ei katsottu kuuluvan juuri tietyn markkinan tuntemus. Ks. Hannam-ratkaisu kohta 101. Tapauksessa oli kyse kahdesta investointipankki J.P. Morganin johtohenkilön *Ian Hannamin* lähettämästä sähköpostiviestistä, joihin sisältyi tämän asiakkaan Heritage Oil plc:n öljynporausliiketoimintaan ja yhtiön Ugandan liiketoiminnasta valmisteltavaa ostotarjoukseen liittyvää julkistamatonta informaatiota. *Hannam* toimi Heritage Oil plc:n neuvonantajana transaktioprosessissa, ja viestit lähetettiin Kurdistanin aluehallinnon öljyasioista vastaavalle ministerille. Heritage Oililla oli vahva liiketoimintaintressi Kurdistanissa, mihin liittyvissä järjestelyissä paikallinen hallinto tulisi sijoittajaksi yhtiöön. Oikeus katsoi, että viestit sisälsivät sisäpiirintiedoksi luokiteltavaa informaatiota, jota *Hannam* ilmaisukiellon vastaisesti oli luovuttanut kolmansille osapuolille.

Markkinoiden tehokkuuden kannalta kriittinen edellytys on lisäksi se, että rationaalisuusolettamaa mukailevat ja tiedon prosessoinnin motivoimat sijoittajat todella ohjaavat markkinoita. Sijoittajien rajoittunut rationaalisuus kykenee kuitenkin vinouttamaan myös markkinamekanismeja kokonaisuudessaan.²³⁴ Tällöin järkevän sijoittajan tulee määritellä standardi, jolla markkinoita kyetään ohjaamaan myös kokonaisuudessaan. Järkevä sijoittaja ei siten laajassa merkityksessään voi samaistua ainoastaan markkinoihin kokonaisuutena. Tiedolla on erilainen merkitys erilaisille sijoittajille.²³⁵ Kun sijoittajien järkevyyttä hahmotetaan sijoituskompetenssia vasten, on standardilla määräävä vaikutus siihen informaatioon, jota sisäpiirintiedon määritelmä edellyttää jatkuvan tiedonantovelvollisuuden puitteissa markkinoille tuotettavan. Markkinoiden systeemitasolla tiedonantovelvollisuuden sääntelyssä tiedon olennaisuuden ohjausvaikutus on voimakkaimmillaan. Tällöin vaatimus sijoittajien rationaalisuudesta on perusteltua asettaa korkeaksi, jotta varmistetaan, että markkinoiden hinnanmuodostukselle keskeiset tietoa aktiivisesti prosessoivat ammattimaiset sijoittajat saavat tarvitsemansa laatuista tietoa. Samalla ohjausvaikutus kannustaa sijoittajia aktiivisesti tutkimaan ja arvioimaan tuotettua tietoa.

Markkinasääntelyn suoja-funktio ei kuitenkaan riittävästi toteudu ainoastaan rationaalisuuden markkinatasolla. Mahdollisimman laajan luottamuksen saavuttamiseksi sääntelyn tulee herättää luottamusta etenkin niissä sijoittajaryhmissä, jotka ovat epävarmoja markkinaosallistumisestaan. Mitä kokemattomampi sijoittaja on kyseessä, sitä helpommin hän osallistuu markkinoille, jos kokee sääntelyn tarjoavan suojaa väärinkäytöksiltä. Sijoittajien rationaalisuuden suppeassa, tilannesidonmaisessa merkityksessä, toimijoilta ei voida edellyttää keskimääräistä kyvykkäämpää toimintaa sääntelyn suojan saamiseksi. Kokemattomuus myös lisää säännönmukaisten sijoitusvirheiden vaikutusta.²³⁶ Tällöin etenkin järkevyyden tilannekohtaisessa ja suojelufunktiota korostavassa tulkinnassa voidaan huomioida behavioristiset puutteet sijoittajansuojan parantamiseksi.²³⁷

²³⁴ Baker – Stein 2004 argumentoivat markkinoiden korkean likviditeetin ja tätä seuraavan yliarvostuksen seuraavan epärationaalisten sijoittajien optimismista, jota rationaaliset sijoittajat eivät lyhyeksimyynnin rajoitusten vuoksi voi hyödyntää ja poistaa markkinoilta.

²³⁵ Huovinen 2004 s. 138.

²³⁶ Grinblatt – Keloharju 2001 s. 614.

²³⁷ Markkinoiden hintamekaniikkaa monimutkaistava behavioristinen näkemys kuitenkin monimutkaistaa myös sijoittajien kärsimien vahinkojen määrittämistä. Ks. analyysistä yhdysvaltalaisen *fraud on the market* -doktriinin osalta Ristein 2006 s. 156–165.

4.2.2 Sijoittajan motiivit

Ollakseen olennaista sisäpiirintiedon on oltava merkityksellistä sijoittajan päätöksentekoprosessille.²³⁸ Päätöksentekoprosessi itsessään koostuu asetettujen päämäärien tavoittelusta osaamisen ja preferenssien määrittämisen keinovalikoiman avulla. Rationaalisten sijoittajien intressissä on hyödyntää markkinoiden hinnanmuodostuksen virheitä ja palauttaa markkinat tasapainotilaan. Markkinoiden järkevälle toimijalle jää tällöin kaksi mahdollisuutta reagoida saamaansa uuteen tietoon. Joko tämä pyrkii nopeasti hyödyntämään saamansa informaatioedun ja käymään kauppa tietonsa perusteella (*aktiivinen* järkevä sijoittaja) tai ottaa annettuna markkinoiden tehokkaan hinnanmuodostuksen ja perustaa sijoituspäätöksensä erityisen tiedon sijaan arvopaperin yleisiin fundamentteihin olettaen, että ”uusi” erityinen tieto on jo imeytynyt markkinahintaan (*passiivinen* järkevä sijoittaja). Jälkimmäisen vaihtoehdon hyväksyminen sisäpiirintiedon osalta johtaisi tehokkuuden paradoksiin, jolloin markkinoiden (informatiivisen) tehokkuuden varmistaminen ei olisi yhdenkään sijoittajan intressissä.²³⁹ Markkinoiden järkevän sijoittajan tulee siten olla motivoitunut tiedontulkitsija, joka (i) suhtautuu sijoituspäätöstä tehdessään kriittisesti markkinoiden kykyyn heijastaa kaikkea informaatiota ja sijoituskohteiden todellista arvoa; (ii) olettaa, ettei uusi tieto ole vielä laajasti markkinoiden saatavilla eikä imeytynyt markkinahintaan; sekä (iii) kykenee arvioimaan, miten markkinoiden muut sijoittajat (”markkinat”) reagoisivat tietoon tämän tultua julkiseksi.

Sijoittajan motivoituneisuus tiedon hyödyntämiseen linkittyy rationaalisuusolettamaan ja kompetenssiedellytykseen siinä, millaista tietoa sijoittajan katsotaan hyödyntävän päätöksenteossaan. Informaation prosessointikustannusten vuoksi täysin rationaalinenkaan järkevä sijoittaja ei hyödyntäisi harkinnassaan kaikkea saatavilla olevaa informaatiota, vaan perustaisi päätöksensä riittävään tietoon ja hyväksyisi sijoituspäätöksen tietoepäsymmetriasta aiheutuva epävarmuuden. Oikeuskäytännössä kynnyksen tiedon jättämisestä arvion ulkopuolelle on kuitenkin asetettu korkeaksi, ja on katsottu, että sijoituspäätöstä tehtäessä huomioon tulisi ottaa *vähäisetkin* arvopaperin arvoon vaikuttavat *seikat*.²⁴⁰ Jottei tiedon aktii-

²³⁸ Huovinen 2004 s. 198.

²³⁹ Tietoa aktiivisesti hyödyntävien sijoittajien tulee voida saavuttaa tiedon analyysillä passiivisia sijoittajia parempi markkina-asema, mikä ei täysin tehokkailla markkinoilla olisi mahdollista. Ks. Grossman – Stiglitz 1980 s. 404.

²⁴⁰ Kyseistä Helsingin hovioikeuden 11.6.2010 antamaa ratkaisua Dnro R08/2282 kommentoinut Kotiranta katsoo, että hovioikeuden tulkinta on liian kategorisoiva eikä huomio riittävästi tapauskohtaisia olosuhteita. Ks. Kotiranta 2014 s. 84 av. 114. Kyseisessä tapauksessa antamassaan ratkaisussa KKO vahvisti sen, ettei

visen hyödyntämisen, ja samalla rationaalisuusolettaman, kynnyistä kuitenkin aseteta liian alas, tulisi järkevän sijoittajan päätöksenteko hahmottaa siten, ettei tämä *kategorisesti* jätä mitään yksittäistä tietoa tai informaatiotyyppejä arvionsa ulkopuolella.²⁴¹ Tapauskohtaiset markkinaolosuhteet määräävät sen, mikä osa tästä informaatiosta tosiasiaassa tulee osaksi aktiivista päätöksentekoprosessia.²⁴²

Mikäli päätöksentekokynnys ylittyy, ja sijoittajan katsotaan saaneen haltuunsa olennaista sisäpiirintietoa, oletetaan tämän myös hyödyntävän sitä päätöksenteossaan.²⁴³ Sijoittaja voi hyvinkin saada haltuunsa sisäpiirintietoa, jolla tämä katsoo perustellusti olevan potentiaalia huomattavaan hintavaikutukseen. Silti sijoittaja voi esimerkiksi arvioida tietoon ja sen kohteena olevaan tapahtumaan liittyvät epävarmuuden liian suureksi, jotta hyödyntäisi tätä tietoa päätöksenteossaan. Kuitenkaan tiedon aktiivista *käyttämistä* ei voida objektiivisesti näyttää toteen, jolloin on oikeudenkäytöllisesti välttämätöntä, että sisäpiirintiedon käyttökiellon tunnusmerkistön keskeisin edellytys voidaan perustaa olettamaan.²⁴⁴ Lisäksi painotettaessa behavioristista sijoittajakuvaa, tuomioistuimen tulee tiedon olennaisuutta koskevassa harkinnassa kiinnittää huomiota aktiivisen päätöksenteon ohella siihen, miten tieto on *vaikuttanut* sijoittajaan. Tällöin käyttöolettaman puolesta puhuu myös se seikka, että päätöksenteko tiedostamatta ankkuroidaan saatuun informaatioon. Siten negatiivista tietoa saanut sijoittaja mukautuu negatiiviseen odotukseen ja tulee oletettavasti myös mukauttamaan oman sijoituspäätöksensä tähän heikompaan tulevaisuuden odotukseen.²⁴⁵ Tiedostamaton tiedon hyödyntäminen voi kuitenkin vain poikkeuksellisesti soveltua määrääväksi perusteeksi sijoittajaan kohdistuvaan moitearvioon. Sääntelyn tavoitteiden ja markkinoiden suojelun kannalta on kuitenkin perusteltua, että oikeudettoman informaatioedun syntymisen pyritään ehkäisemään pitämällä päätöksentekokynnys alhaisena.

vaikutukseltaan ainoastaan vähäinen tieto kuitenkin perusta liikkeeseenlaskijalle tiedonantovelvollisuutta. KKO 2013:53 kohta 23.

²⁴¹ MAR johdanto-osan 14 kohdan mukaan järkevästi toimivat sijoittajat tekevät sijoituspäätöksensä *käytettävissään olevien tietojen* eli ennen päätöksentekoa *saatavilla olevien tietojen* perusteella. Säännöksessä ei kuitenkaan nimenomaisesti edellytetä, että sijoittajat käyttäisivät *kaikkea* kulloinkin saatavilla olevaa informaatiota.

²⁴² Vastaavasti Knuts 2011 s. 113 av. 249, jonka mukaan yhtenä päätöksentekokriteerinä voidaan pitää tiedon prosessointiin liittyviä kustannuksia: jotta tieto ylipäättään vaikuttaa päätöksentekoon, tulee sen hyödyntämisestä saatavan hyödyn ylittää sen prosessointiin ja transaktioon liittyvät kustannukset.

²⁴³ Sisäpiirintiedon käyttöolettama on vahvistettu EUT:n Spector Photo -tapauksessa, jossa tuomioistuin totesi, ettei sisäpiirintiedon käyttö edellytä tietoista tiedon hyödyntämistä. Spector-ratkaisu kohta 62. Sisäpiirintietoa hallussaan pitävän sijoittajan katsotaan täten *tahallisesti* hyödyntävän tietoa sijoitustoiminnassaan. Ks. Knuts 2010b s. 878 av. 29.

²⁴⁴ Ks. Knuts 2010b s. 879 av. 26, joka korostaa sisäpiirintiedon käyttökiellon teoreettista ongelmaa siinä, ettei tiedon hallussapitoa ja hyödyntämistä voida objektiivisesti havaittavalla tavalla erottaa toisistaan.

²⁴⁵ Mm. Huovinen 2004 s. 76 yhdistää tiedonantovelvollisuuden prospektiteorian mukaisiin referenssipisteisiin ja mentaaliseen ankkurointiin.

Kirjallisuudessa on katsottu, että päätöksentekoa on arvioitava ennemmin pitkäaikaisen sijoittajan näkökulmasta sen sijaan, että järkevä sijoittaja mielletäisiin spekulatiiviseksi päiväkaupankävijäksi.²⁴⁶ Tätä näkemystä on kuitenkin kritisoitu sillä, ettei sijoittajan järkevyyttä voida arvioida tämän *sijoitushorisontin* perusteella.²⁴⁷ Selvää on, ettei sijoitusperiodin pituus *itsessään* ole perusteltu mitta sijoitustoiminnan järkevyydelle. Kun järkeväksi sijoittajaksi mielletään *pidempiaikainen arvosijoittaja*, on huomio sijoitushorisontin pituuden sijaan kiinnitettävä sijoittajan päätöksentekoprosessiin ja tiedon hyödyntämistä ohjauviin motiiveihin. Tällöin pitkäaikainen sijoittaja ilmentää markkinoilla sellaista päätöksenteon logiikkaa, jota on sääntelyssä tarkoitettulla tavalla pidettävä *järkevänä*.

Spekulatiivisilla markkinoilla hyväksytään hintojen lähtökohtainen poikkeama arvopapereiden fundamentaalisesta arvosta.²⁴⁸ Tämän poikkeaman sisällä sijoittajat voivat tehdä markkinoita tasapainoon ajavaa arbitraasivoittoa, mutta tämä hintapoikkeama itsessään muodostuu markkinoiden tietoisesta spekulatiosta tai tiedostamattomasta, rajallisen rationaalisuuden vinouttamasta väärinreagoinnista. Jotta sijoittaja voi hyödyntää markkinoiden erärationaalisuutta, tulee tämän spekuloida markkinoiden hintaspekulaatiolla, jolloin sijoituspäätös perustuu usein kapeaan ja heikkolaatuiseen informaatioon, jolla ei välttämättä ole minkäänlaista yhteyttä arvopaperin arvofundamenteihin.²⁴⁹ Nopeatempoisessa päiväkaupassa sijoittajan täytyy tavoittaa markkinoiden nopeasti muuttuvat ja arvaamattomatkin liikahdukset, jolloin liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuden puitteissa tuottama primääri-informaatio on monesti toissijaista suhteessa sijoittajan näkemyksen markkinoiden kulloisestakin ilmapiiristä.²⁵⁰ Mitä lyhemmäksi sijoitushorisontti kapenee, sitä suurempi

²⁴⁶ Knuts 2011 s. 108, Lin 2015 s. 467. Ks. lisäksi SEC:n Regulation NMS s. 37500, jossa pitkäaikaisten sijoittajien etu nostetaan koko markkinasääntelyn tavoitteeksi: “ - - it makes little sense to refer to someone as ‘investing’ in a company for a few seconds, minutes, or hours. - - But when the interests of long-term investors and short-term traders conflict in this context, the Commission believes that its *clear responsibility is to uphold the interests of long-term investors.*” (kursiivi tässä).

²⁴⁷ Kotiranta 2014 s. 85–86, sekä Laininen 2013 s. 25–26.

²⁴⁸ Grossman – Stiglitz 1980 s. 393 puhuvat markkinoiden säännönmukaisesta hintapoikkeamasta tasapainotilassa (“*equilibrium degree of disequilibrium*”).

²⁴⁹ Froot – Scharfstein – Stein 1992 s. 1463.

²⁵⁰ Tapauskohtaisesti voi olla tarpeellista katsoa spekulatiivinenkin tieto käyttökiellon piiriin kuuluvaksi olennaiseksi sisäpiirintiedoksi, mutta järkevän sijoittajan lähtökohdaksi on perusteltua ottaa sijoittaja, joka pyrkii markkinaheilahtelujen sijasta ensisijaisesti arvioimaan tiedon olennaisuutta suhteessa arvopaperiin itseensä sen arvofundamenttien kautta. Markkinoihin yleisesti kohdistuvan tiedon on yleisesti katsottu sisältyneen jo aiempaan sisäpiirintiedon määritelmään, jossa tiedolla tarkoitettiin arvopaperiin tai rahoitusvälineeseen *liittyvää* tietoa. HE 254/1998 s. 34. Välillisesti arvopaperiin tai liikkeeseenlaskijaan vaikuttavaa *markkinatietoa* tulee myöskin pitää olennaisena järkevän sijoittajan päätöksenteon kannalta. Knuts 2011 s. 38–39. Näissäkin tapauksissa tietoa tarkastellaan kyseessä olevan rahoitusvälineen arvon kannalta. MAR:n muotoilu, suoraan tai välillisesti rahoitusvälineeseen tai liikkeeseenlaskijaan vaikuttava tieto, ei tee poikkeusta vallitse-

kannustin markkinoita tuntevalla sijoittajalla on suunnata huomio tähän osakemarkkinoiden lyhyen aikavälin ennustettavuuteen.²⁵¹

Laininen toteaa, että rationaalisen sijoitustoiminnan tavoitteena on sijoituksen tuoton maksimoiminen ”taloudellisesti mahdollisimman tehokkaalla tavalla” sijoitushorisontista riippumatta.²⁵² Tämä tuoton optimointi on *Lainisen* mukaan myös järkeväksi katsottavan sijoitustoiminnan sisältö.²⁵³ Taloudellisen toimintalogiikan ohella normatiivisessa arvioissa on kuitenkin otettava kantaa myös siihen keinovalikoimaan, jolla asetetut tavoitteet saavutetaan, sekä arvioitava menettelytapojen hyväksyttävyyttä. Markkinoiden fundamentaalinen tehokkuus ja resurssiallokaatio toteutuvat silloin, kun sijoittajat käyvät kauppaa arvopapereiden fundamenttien perusteella pidemmällä sijoitushorisontilla.²⁵⁴ Markkinoiden vakauden kannalta hyvin lyhyessä ajassa muuttuvia hintatekijöitä lienee lisäksi vain poikkeuksellisesti voitavan katsoa ”fundamentaaliseksi”, jolloin nopeatahtinen sijoitustoiminta väistämättä lisää markkinoiden fundamenttimuutoksista riippumatonta volatiliteettia.

Tällainen spekulatiosijoittaminen voi olla kannattavaa sijoitustoimintaa, mutta markkinoiden epärationalisuutta kärjistävää käyttäytymistä ei ole perusteltua katsoa markkinoiden toiminnallista tehokkuutta lisääväksi ja markkinaluottamusta kehittäväksi *järkeväksi* toiminnaksi.²⁵⁵ Mikäli arvopaperin fundamenttiarvoon perustellusti vaikuttava tieto rajoittuu ajalliselta vaikutukselta ainoastaan lyhyelle ajanjaksolle, ei *sijoitushorisonttiin* vedoten sitä voida automaattisesti rajata olennaisen tiedon ulkopuolelle. Olennaiseksi tieto on kuitenkin katsottava silloin, kun sijoittaja analysoi sitä *arvopaperin arvoon* sitoutuvasta näkökulmasta, joka tyypillisesti ilmenee markkinoilla pidempiaikaisena sijoitusstrategiana. Järkevän sijoittajan yleisen sovellettavuuden ja käsitteen mukautumisen osalta sijoitushorisontti on ongelmallinen etenkin, kun lähestytään automatisoidun arvopaperikaupan äärimmäisen lyhyitä aikaikkunoita.²⁵⁶

vaan oikeustilaan, mutta on sekin luontevimmin tulkittavissa sanamuotonsa mukaisesti niin, että harkinta tulee kohdistaa arvopaperin fundamenttiarvoon ja sen muutoksiin markkinaheilahtelujen sijaan.

²⁵¹ Osaketuottojen lyhyen aikavälin ennustettavuudesta ks. esim. Ang – Bekært 2007.

²⁵² *Laininen* 2013 s. 26 av. 16.

²⁵³ *Laininen* 2013 s. 26 av. 16.

²⁵⁴ Froot – Scharfstein – Stein 1992 s. 1476–1477. Tällöin sijoittajien on taloudellisesti *järkevää* keskittää analyysinsä sijoituskohteen arvoon markkinahälyn sijaan.

²⁵⁵ Allokatiivisen tehokkuusproblematiikan lisäksi yli-itsevarmat sijoittajat myös käyvät kauppaa liian usein ja käyttävät liikaa resursseja tiedonhankintaan. Ks. Odean 1998b s. 1916. Ongelma ei lisäksi liity vain ammattimaiseen spekulatioon, sillä etenkin internetsijoittamisen myötä myös yksityissijoittajien lyhytnäköinen spekulatiivinen kaupankäynti lisääntyy. Ks. Barber – Odean 2001 s. 48.

²⁵⁶ Ks. tarkemmin jäljempänä jakso 5.1.1.

4.2.3 Sijoittajan huolellisuus

Kompetenssin ja motiivien lisäksi sijoittajan päätöksentekoa koskeva normatiivinen arvioarvio kohdistuu myös päätöksentekoprosessiin sisältyvään harkintaan. Järkevän sijoittajan on toimittava huolellisesti ja rationaalisuuden rajoitteista huolimatta pyrittävä analyttiseen ja harkitsevaan päätöksentekoon.²⁵⁷ Järkevän sijoittajan tulee osoittaa vastuullisuutensa ja harkintansa oman taitotasoa puitteissa. Huolellisuusvaatimus ei siten erottele taitotasoltaan erilaisia sijoittajia, ja on osin epäselvää, missä määrin kriteeriä tulisi tulkinta yhteydessä sijoittajan muihin ominaisuuksiin.²⁵⁸

Sekä asiantunteviin että keskinkertaisiin järkeviin sijoittajiin on liitetty tarve saada sijoituspäätöksensä perustaksi keskimääräistä olennaisempaa informaatiota, ja sijoittajien on edellytetty alistavan saamansa informaatio syvällisemmälle ja harkitsevammalle analyysille.²⁵⁹ Tämä huolellisuusvaatimus ilmentää korotettua kynnystä sille, milloin tiedon katsotaan riittävästi vaikuttaneen sijoittajan päätöksentekoon.²⁶⁰ Mikäli sijoituspäätös on *määrävästi* tehty tietyn tiedon perusteella, ei ole ongelmallista katsoa kyseistä tietoa olennaiseksi sijoittajan päätöksenteon kannalta.²⁶¹ Haastavammaksi huolellisuusarvio muodostuu silloin, kun sijoittaja tunnistaa yksittäisen potentiaalista hintavaikutusta omaavan tiedon, mutta tietoisesti katsoo ohittavansa tämän seikan omassa arviossaan tai jopa toimivansa saadun tiedon vastaisesti. Markkinoiden informaatiokontrollin turvaamiseksi huolellisuusarvio tulee ulottaa myös sijoittajien introspektiiviseen oman toiminnan ja sen vaikuttimien analyysiin.²⁶²

Sijoittajan huolellisuuskriteeri edellyttää kokonaisvaltaista ja kriittistä tiedon analysointia, jolloin huolellisuus kytkee päätöksentekoprosessiin myös muuten kuin siihen määrävästi

²⁵⁷ Sijoituspäätöstä tehdessään sijoittajan tulee olla perehtynyt *asianmukaisella huolellisuudella* tälle annettuun informaatioon. Määräyksen ja ohjeet 6/2013 kohta 51.

²⁵⁸ Huovinen 2004 s. 143.

²⁵⁹ Knuts 2011 s. 108, Kotiranta 2014 s. 86.

²⁶⁰ Vaadittavaa vaikutusastetta ei tarkemmin lainsäädännössä määritellä ja markkinaympäristössä yksittäisen tiedon vaikuttavuuden arviointi on usein haastavaa. Huovinen 2004 s. 207. MAR:n muotoilu näyttäisi puoltavan pikemminkin alhaista vaikutuskynnystä, sillä riittävää on, että sijoittaja todennäköisesti hyödyntäisi tietoa *yhtenä päätöksentekonsa perusteena*. Myös varhaisessa TSC-ratkaisussa mainittu ”*total mix of information*” korostaa yksittäisen seikan määrävyyden sijaan kokonaisarviota.

²⁶¹ Sijoittaja on voinut myydä osakkeensa saatuaan tiedon edessä olevasta tulosvaroituksesta. Myyntipäätökselle on voinut olla myös muita yksilöitäviä taustasyitä, mutta tiedon on vähintäänkin katsottava vahvistaneen sijoittajan myyntipäätöstä pienentämällä transaktioon liittyvää hintariskiä.

²⁶² Kun huolelliselta sijoittajalta edellytetään *kohtuullista ymmärrystä yleisestä taloudellisesta toiminnasta* sekä *yleistietämystä* (Määräykset ja ohjeet 6/2013 kohta 51), on perusteltua katsoa, että huolellisesti toimiva sijoittaja on tietoinen päätöksentekoon yleisesti vaikuttavista tekijöistä ja kykeneväinen tunnistamaan mahdollisten tiedostamattomienkin vaikuttimien läsnäolon omassa sijoitustoiminnassaan.

vaikuttavat tekijät. Analysoidessaan saamaansa tietoa kokonaisuudessaan huolellinen sijoittaja tulee arvioineeksi myös niitä seikkoja, joiden vaikutus muutoin jäisi ainoastaan intuitiiviselle tasolle joko tämän omassa tai muiden, vähemmän huolellisten, sijoittajien arviossa.²⁶³ Tiedon olennaisuuden arvioinnissa järkevänkin sijoittajan voidaan katsoa *altistuvan* tiedolle ja sen kontekstualisoivalle vaikutukselle, mutta arvioinnin huolellisuus- ja järkevyysskriteerit edellyttävät sijoittajalta kykyä informaation objektiiviseen analyysiin. Sijoittajan kompetenssi määrää sen, millaisiin yksittäisiin tekijöihin tämän voidaan edellyttää kiinnittävän erityistä huomiota ja harkintaa.

4.3 Päätöksenteon suhde hintavaikutukseen

4.3.1 Todennäköisyседелlytys

Sisäpiirintiedon olennaisuuden edellytyksenä on, että tiedolla todennäköisesti olisi huomattava vaikutus arvopaperien hintoihin.²⁶⁴ Näin olennaisuuden todennäköisysskriteeri rakentuu sekä päätöksenteon että hintavaikutuksen todennäköisyydelle.²⁶⁵ Olennaisuuskriteerin *kokonaistodennäköisyys* voidaan hahmottaa siten, että sijoittaja arvioi mahdolliseksi hyötyä tiedosta sitä käyttämällä.²⁶⁶ Hintavaikutuksen todennäköisyysvaatimus ankkuroi tiedon olennaisuuden todelliseen markkinaympäristöön, mutta vain sillä tarkkuudella kuin normatiivisessa arviossa hyväksytään todellisten olosuhteiden huomioon ottaminen. Hintavaikutuksen todennäköisyys sulkee siten tiedon olennaisuusarvioinnin abstraktiokehän, jossa markkinatoimijoiden normatiiviseen malliin syötetään ne ulkopuoliset muuttujat, joille sisäpiirintiedon olennaisuuden arvioinnissa halutaan antaa painoarvoa. Valitun todellisuusasteen perusteella määräytyy se, onko tiedolla oltava todennäköinen vaikutus arvopaperien hintoihin yleisesti vai edellytetäänkö todennäköisyyttä juuri kyseissä yksittäistapauksessa kaikkine erityispiirteineen.

²⁶³ Näin ollen tiedon olennaisuuden objektiivisessa arvioinnissa voidaan huomioida sijoittajan päätöksentekoon vaikuttavia tekijöitä myös ilman välitöntä vaatimusta tiedon aktiivisesta hyväksikäytöstä. Tällöin voidaan puhua päätöksentekokriteerin *laajasta* tulkinnasta. "The broad view suggests that the mind is affected whenever a piece of information has been taken into account in the definition of the issue." Ks. Ying 1990. Kuten Huovinen 2004 s. 205 huomauttaa, tällainen tulkinta olisi ongelmallinen arvopaperimarkkinoilla tiedonantovelvollisuuden osalta, sillä se johtaisi vähämerkityksellisen tiedon *vyörymiseen* markkinoille irrallisena siitä arviossa, *tarvitaanko* tällaista informaatiota päätöksentekoon vai ei.

²⁶⁴ MAR 7(1)(a) artikla.

²⁶⁵ Sisäpiirintiedon määritelmässä *kolmas* erillinen todennäköisysskriteeri sisältyy tiedon täsmällisyседелlytykseen: MAR 7(2) artiklan mukaan tiedon katsotaan olevan luonteeltaan täsmällistä, jos se viittaa ilmenneisiin olosuhteisiin tai sellaisiin olosuhteisiin, joiden voidaan kohtuudella olettaa ilmenevän, tai toteutuneeseen tapahtumaan tai tapahtumaan, jonka voidaan kohtuudella olettaa toteutuvan. Lisäksi täsmällisen tiedon tulee olla riittävän tarkkaa, jotta sen potentiaalista hintavaikutusta voidaan tehdä päätelmiä.

²⁶⁶ Ks. Kotiranta 2014 s. 295, jonka mukaan sisäpiirintiedon osalta edellytetään "kohtuullista varmuutta" tiedolla hyötymisestä.

Aiemman, AML:iin sisältyneen, sisäpiirintiedon määritelmän todennäköisyyden astetta kuvannut *on omiaan* -muotoilu loi jännitettä kotimaisen ja eurooppalaisen markkinasääntelyn tulkinnan välille. Rikosoikeudellisessa terminologiassa abstrakteihin vaarantamisrikoksiin liitetty *on omiaan* -määritelmä ilmentää tietyn seurauksen mahdollisuutta irrallisena todellisesta, konkreettisesta tapahtumakontekstista.²⁶⁷ Arvopaperimarkkinoiden sääntelyssä todellisten olosuhteiden huomiointi on kuitenkin välttämätöntä, jotta sääntely säilyy oikeasuhtaisena ja tehokkaana markkinoiden dynaamisessa toimintaympäristössä.²⁶⁸ AML:n sanamuodon korvautuminen suoraan MAR:n muotoilulla, jossa hintavaikutukselta edellytetään todennäköisyyttä, poisti tarpeen arvioida todellisten olosuhteiden soveltamisen mahdollisuutta nimenomaisesti rikosoikeudellisessa traditiossa *on omiaan* -määritelmään liitetyn erityisen merkityssisällön vuoksi.

Myös MAR:n edellyttämä hintavaikutuksen *todennäköisyys* on tulkinnallisesti avoin määritelmä siltä osin, millaista todennäköisyyden asetta sisäpiirintiedon hintavaikutukselta edellytetään. Yleisesti on katsottu, että hintavaikutuksen todennäköisyyskynnys on tulkittava alhaiseksi.²⁶⁹ Hannam-ratkaisun perusteluissa todennäköinen (*likely*) hintavaikutus kytketään vahvasti järkevän sijoittajan päätöksentekokriteeriin.²⁷⁰ Näin jäsennettynä korostuu ratkaisun mukaan se, ettei hintavaikutuksen toteutumistodennäköisyyttä voida asettaa korkeammaksi kuin sen toteutumatta jäämistä: järkävä sijoittaja tarvitsee sijoitustoiminnassaan myös vaikutuksiltaan epävarmaa tietoa, eikä tällaisen tiedon sulkeminen sisäpiirintiedon määritelmän ulkopuolelle ole sääntelyn tavoitteiden kannalta hyväksyttävää.²⁷¹

Olenmaiselta hintavaikutukselta edellytettävä todennäköisyys vaikuttaa yhdenmukaiselta tiedon täsmällisyyden osana arvioitavan tapahtuman toteutumistodennäköisyyden kanssa.

²⁶⁷ Rikosoikeudellisen vaarantamisopin arvopaperimarkkinaoikeudellisen soveltamisen osalta kattavasti ks. Knuts 2010a s. 228–245.

²⁶⁸ Häyrynen 2009 s. 74, sekä Knuts 2011 s. 96–98, joka korostaa eron tekemistä rikosoikeudellisen ja arvopaperimarkkinaoikeudellisen *on omiaan* -määritelmän tulkintatavan välillä. Myös ratkaisussa KKO 2013:53 oikeus nimenomaisesti totesi *on omiaan*-muotoilun ilmentävän sitä, että kyse on abstraktista vaarantamisrikoksesta. (Kyseissä tapauksessa arvioitavana oli arvopaperimarkkinoita koskeva tiedottamisrikos.) Tästä huolimatta oikeus katsoi, että *kulloinkin vallitsevat tosiasialliset olosuhteet* voidaan huomioida oikeusharkinnassa huomioida siltä osin, kuin ne voivat olla merkityksellisiä järkevän sijoittajan päätöksenteolle. KKO 2013:53 kohta 24. Ratkaisu ilmentää juuri järkevän sijoittajan päätöksenteon kautta välttämätöntä tulkinnan realismia.

²⁶⁹ HE 137/2004 s. 60, jonka mukaan riittäväksi on katsottava *hintavaikutuksen tosiasiallinen mahdollisuus*. CESR 2007 kohdan 1.12 mukaan todennäköisen mahdollisuuden tulee olla *vähäistä suurempi*, mutta tällä ei tarkoiteta edellytettävän *lähellä varmaa* olevaa todennäköisyyttä.

²⁷⁰ Hannam-ratkaisu kohta 106.

²⁷¹ Hannam-ratkaisu kohdat 113 ja 114.

Jälkimmäisen osalta EUT on katsonut aiemmassa Geltl-ratkaisussaan, että ilmaisun *voidaan kohtuudella olettaa tapahtuvan tai ilmenevän* tarkoittavan sitä, että kokonaisarvioinnin perusteella tarkasteltavien olosuhteiden tai tapahtuminen osalta on olemassa ”todellinen mahdollisuus” niiden ilmenemisestä tai toteutumisesta.²⁷² Aikaisemman kotimaisen lainvalmistelun mukaan riittävää on niin ikään, että ilmenemiseen tai toteutumiseen on ollut *tosiasiallinen mahdollisuus*.²⁷³ Kotimaisessa oikeuskirjallisuudessa *Kotiranta* on kuitenkin *Annolaan* viitaten katsonut, että toteuttamattomien valmisteluasteella olevien hankkeiden osalta riittäväksi todennäköisyydeksi olisi katsottava yli 50 prosentin todennäköisyys.²⁷⁴ Täsmällisyyskriteerin alla ei kuitenkaan käytetä nimenomaista termiä *todennäköinen*, joten on syytä tarkastella todennäköisyysasteiden eroja ja niiden yhteyttä järkevään sijoittajaan.

Todennäköisyysedellytysten välinen ero on paikannettavissa sijoittajan päätöksentekoon. Täsmällisyyskriteerin osalta objektiivinen arvio tietyn tapahtuman ilmenemisen mahdollisuudesta ei pidä sisällään subjektiivisen päätöksenteon spekulatiivista elementtiä. Täsmällisyysedellytyksen todennäköisyys on ulkopuolisen arvioijan kokemusperäiseen tietoon perustuva näkemys tarkasteltavasta kausaalisuhteesta ja sen seurauksen ilmenemisestä. Täsmällisyyskriteerin todennäköisyys ei toisin sanoen ole riippuvainen siitä, uskooko mikään subjektiivinen taho toteutumisen mahdollisuuteen.²⁷⁵ Tässä tulkinta-asetelmassa määritelmä *voidaan kohtuudella olettaa* (synonyyminä ”todennäköiselle”) olisi *Kotirannan* ja *Annolan* esittämällä tavalla luontevaa tulkinta vastinpariksi *epätodennäköiselle*, jolloin teoreettinen raja määritelmien välillä asettuisi 50 prosentin todennäköisyyteen. Koska tähän arviointiin ei teoreettisella tasolla sisälly subjektiivisuuden aiheuttamaa epävarmuutta, ei edellytystä tapahtuman toteutumisen *todennäköisyydestä* ole mielekäästä tulkita sitoutumiseksi tiettyyn luottamusväliin 50 prosentin rajapyykin ympärillä, joka pitäisi sisällään

²⁷² Geltl-ratkaisu 49 kohta. (ranskankielinen tuomio: *une réelle perspective*, englanninkielinen käännös: *realistic prospects*).

²⁷³ HE 137/2004 s. 60.

²⁷⁴ *Kotiranta* 2014 s. 275, *Annola* 2005 s. 294. *Kotirannan* mukaan tämä vastaa todennäköisyyskriteerin *normaalikielen* mukaista merkitystä.

²⁷⁵ Näin myös *Kotiranta* 2014 s. 276. Koska myös täsmällisyyskriteerin todennäköisyyden arviointi on inhimillisen harkinnan tulosta, lopullinen oikeudellinen ratkaisu on aina subjektiivisesti virittynyt. Tälle subjektiivisen vaikutuksen väistämättömälle läsnäololle ei kuitenkaan tule antaa tässä yhteydessä teoreettista merkitystä, sillä tulkintaa ohjaa pyrkimys objektiivisuuden tavoittamisesta.

myös ainoastaan *mahdollisia* tai *melko todennäköisiä* tapahtumia (ts. alle 50 prosentin todennäköisyys).²⁷⁶

Asetelma kuitenkin muuttuu arvioitaessa sijoittajien päätöksenteon kautta syntyvän hintavaikutuksen todennäköisyyttä. Kun spekulatiivisuus hyväksytään sekä rationaalisten sijoittajien että markkinoiden hinnanmuodostuksen ominaispiirteeksi, muodostuu sääntelyn mallisijoittajan päätöksentekoprosessi, ja *spekulatiivinen järkevyy*s, sisäpiirintiedon olennaisuusarvion endogeeniseksi muuttujaksi.²⁷⁷ Hintavaikutuksen todennäköisyyden objektiivisessakin arvioinnissa sitoudutaan siten järkevän sijoittajan näkemykseen tiedon merkityksellisyydestä arvopaperin arvolle ja markkinoiden hinnanmuodostukselle. Tällöin todennäköisyyden sisäänrakennettuna osatekijänä on spekulatiivinen ja inhimillisen epätarkka subjektiivinen käsitys tiedosta ja sen olennaisuudesta: subjektiivisen elementin sisällyttäminen osaksi todennäköisyysarviota sisältää jo lähtökohtaisesti hyväksynnän siitä, että todellinen todennäköisyys on *likipitäen* mielletyn piste-estimaatin (tässä 50 prosenttia) suuruinen, ellei arviota nimenomaisesti haluta rajata yksisuuntaiseksi.²⁷⁸ Näin ollen todennäköisyydeltä edellytettävä aste on täsmällisyys- ja olennaisuuskriteerien osalta jo lähtökohtaisesti eritasoinen: hintavaikutukselta edellytettävä todennäköisyyden aste on asettava täsmällisyyskriteerin toteutumistodennäköisyyttä *alhaisemmaksi*.

Täsmällisyyden ja olennaisuuden todennäköisyyskriteerien yhdistäminen muodostuu kuitenkin ongelmalliseksi, jos todennäköisyyden aste-ero osatekijöiden välillä jää liian suureksi. Mikäli tieto voidaan katsoa päätöksenteon kannalta olennaiseksi huomattavasti alhaisemmalla kriteerillä, kuin mitä edellytetään tiedon täsmällisyydeltä, jäisi sisäpiirintiedon määritelmä aukolliseksi. Tätä ei voida pitää sääntelyn tarkoituksen tai johdonmukaisuuden kannalta toivottavana. Todennäköisyyskriteerien yhdenmukaisuutta on siksi pyritty lisäämään edellyttämällä molemmilta tekijöiltä todennäköisyyttä *todennäköistä* alhaisemman *mahdollisuuden* muodossa. Täsmällisyyskriteerin osalta tämä on todettu MAR 7(2)

²⁷⁶ Tällöin käsiteltävä todennäköisyys ei ole numeerisesti mitattava suure, vaan termi ilmentää pikemminkin suhtautumista, ”propositionaalista asennetta”, tapahtuman toteutumiseen. Ks. Niiniluoto 1983 s. 52. Todennäköinen–epätodennäköinen-jaottelua yksityiskohtaisempi asteikko ei tässä yhteydessä olisi siten mielekäs.

²⁷⁷ Vastaavaan haasteeseen törmätään, kun arvioidaan hintavaikutuksen ja sijoittajan päätöksenteon keskinäistä kausaalista suhdetta. Vaikka molempiin kiinteästi linkittyneisiin olennaisuustekijöihin sisältyy sijoittajien spekulatiivisuus, ei niitä ole tarkoituksenmukaista tulkita tautologisesti. Ks. tarkemmin jakso 4.3.4.

²⁷⁸ Ks. Kahneman – Tversky 1984 s. 514–515. Ilmaisu voidaan lisämäärein rajata yksisuuntaiseksi edellyttämällä esimerkiksi *vähintään* tietyn suuruista todennäköisyyttä.

artiklassa nimenomaisesti.²⁷⁹ Olennaisuusarvion hintavaikutuksen ja päätöksenteon osalta todennäköisyyttä lieventää edellä kuvattu todennäköisyyteen sisältyvä sijoittajan subjektiivinen spekulatiivisuus.

Toiseksi täsmällisyyden olennaisuusarvion objektiivisuus on välttämätöntä, jotta sääntely säilyttää kykynsä erottaa sijoittajan mieltymykset tämän rationaalisesta päätöksenteosta. Sijoittajan päätöksentekoprosessiin kuuluu jakamattomasti sekä arvio tiedon ja vaikutuksen kausaalisuudesta (spekulaatio) että odotetun vaikutuksen todennäköisyydestä (riskiarvio). Näistä jälkimmäinen määräytyy sijoittajan preferenssien mukaisesti, ja sijoittaja voi kohdentaa riskiä haluamallaan tavalla erilaisin johdannaisjärjestelyin.²⁸⁰ Tällöin riskinottohalukkuus viime kädessä määrittää sen, miten ja millä todennäköisyydellä sijoittaja hyödyntäisi tietoa tehdessään sijoituspäätöksiään. Tiedon täsmällisyyskriteerin objektiivisella arvioinnilla määritetään ne normatiivisesti hyväksyttävät ja riittävät kausaalisuhteet, jotka ylipäätään voidaan alistaa hypoteettisen järkevän sijoittajan subjektiiviselle harkinnalle.

Todennäköisyysarvion sisällyttäminen täsmällisyyskriteerin alle on kuitenkin omiaan luomaan ristiriitaisuutta kokonaisuutena arvosteltavaan sisäpiirintiedon määritelmään.²⁸¹ Ongelman keskeinen ydin on siinä, että täsmällisyyden määrittely tapahtuman toteutumistodennäköisyyden avulla ei tavoita sitä merkityssisältöä, joka pystyisi täydentämään järkevän sijoittajan päätöksentekokriteeriä ja luomaan lisäarvoa sisäpiirintiedon määritelmälle. Mikäli tarkasteltavan tulevaisuuden tapahtuman voidaan objektiivisesti arvioituna olettaa toteutuvan, on tiedon analysoinnissa siirrytty jo alueelle, joka kuuluu järkevän sijoittajan päätösharkintaan. Koska riskinotokriteeri (sijoittajan suhtautuminen tiedon kohdetta koskevaan todennäköisyysjakaumaan) tulee erikseen arvioitavaksi hintavaikutuksen ja päätöksentekokriteerin yhteydessä, valittu ratkaisu ainoastaan kahdentaa tietyn tapahtuman todennäköisyysarvioinnin sisäpiirintiedon määritelmän sisällä.²⁸²

²⁷⁹ Voidaan kohtuudella olettaa -muotoilu kuvastaa 50–50-asetelmaa alhaisempaa todennäköisyysastetta. Lisäksi muotoilu on katsottu ilmentävän objektiivista arviointia. Ks. mm. Häyrynen 2007 s. 841.

²⁸⁰ Ks. jakso 4.3.3.

²⁸¹ Ongelmallisuus on paikannettavissa *Knutsin* huomion mukaisesti siihen, että täsmällisyyskriteerin alle sijoitettu todennäköisyysarviointi ei varsinaisesti liity tiedon *täsmällisyyteen*. Ks. Knuts 2011 s. 51 av. 116. *Knutsin* mukaan analyysia tulisikin kutsua sen todellista luonnetta vastaavasti tiedon ”todennäköisyysarvioinniksi”.

²⁸² Ks. Knuts 2011 s. 32 av. 73, joka katsoo, ettei täsmällisyyskriteerillä ole olennaisuuskriteeriä täydentävää vaikutusta, ja siitä voitaisiin siksi luopua.

Täsmällisyysvaatimuksen sisäpiirintiedon määritelmää ja järkevän sijoittajan testiä täydentävä ja jäsentävä vaikutus saavutettaisiin kuitenkin pelkästään täsmällisyyden jälkimmäisellä kriteerillä siitä, että tiedon on oltava riittävän tarkkaa, jotta sen perusteella voidaan tehdä johtopäätös edellä mainittujen olosuhteiden tai edellä mainitun tapahtuman mahdollisesta vaikutuksesta rahoitusvälineiden tai kyseisiin rahoitusvälineisiin liittyvien johdannaisopimusten hintaan.²⁸³ Tällöin täsmällisyys ilmentäisi sitä yksilöitävissä olevaa seikkaa, jonka hintavaikutukselle voidaan antaa painoarvoa järkevän sijoittajan päätöksenteossa.²⁸⁴ Todennäköisyyden arviointia kokonaisuudessaan tiedon olennaisuuden yhteydessä puoltaa lisäksi olennaisuus- ja todennäköisyysarvion yhdistyminen järkevän sijoittajan päätöksenteossa: käyttääkseen tietoa osana sijoituspäätöstään sijoittaja ei edellytä hintavaikutuksen tai tapahtuman toteutumisen osalta kiinteän todennäköisyyskynnyksen ylittymistä, vaan rationaalinen sijoituspäätös syntyy hintavaikutuksen todennäköisyyden ja tiedon olennaisuuden yhteisvaikutuksena.²⁸⁵ Tällöin kaikki kolme sisäpiirintiedon todennäköisyselementtiä tulisivat arvioiduksi markkinalähtöisesti järkevän sijoittajan päätöksenteon kautta.

4.3.2 Huomattava vaikutus

Pelkän olemassaolon lisäksi potentiaaliselta hintamuutokselta edellytetään korotettua voimakkuutta, jotta sen aikaansaava tieto kategorisoituisi sisäpiirisääntelyn ja jatkuvan tiedonantovelvollisuuden piiriin kuuluvaksi informaatioksi. Järkevän sijoittajan päätöksentekokriteerin ylittävistä tiedoista vain ne informaatio-signaalit, joiden vaikutuksesta rahoitusvälineen kurssi muuttuisi julkistamisen myötä *huomattavasti*, valikoituvat informaation hyödyntämisen rajoitusten piiriin. Vaikutuksen huomattavuus kaventaa olennaisuuskynnyksen ylittävää tietoinesta ja sitoo olennaisuuskriteerin tulkinnan ympäröiviin markkinaolosuhteisiin ja -kontekstiin.

Markkinakonteksti määräytyy päätöksentekoanalyysin kannalta etenkin sen markkinasegmentin mukaisesti, jossa sijoituspäätös tehdään.²⁸⁶ Mitä pidemmälle markkinalähtöisyys tulkinnassa viedään, sitä hienovaraisempia arvopaperikohtaisia ominaispiirteitä vaikutuk-

²⁸³ MAR 7(2) artikla. Annola 2005 s. 295 nimittää tätä täsmällisyyden *tarkkuuskriteeriksi*.

²⁸⁴ KKO 2006:110 18-kohdan mukaan tiedon tulee koskea *joitakin yksilöitävissä olevia tosiasioita tai olosuhteita, joiden ilmenemiseen tai toteutumiseen on objektiivisesti arvioituna tosiasiallinen mahdollisuus*.

²⁸⁵ Knuts 2011 s. 50 av. 115.

²⁸⁶ Knuts 2011 s. 109.

sen arvioinnissa voidaan huomioida.²⁸⁷ Lähtökohtana on pidettävä, että vaikutusarvioinnissa vaikutuksen suuruus suhteutetaan nimenomaisesti kyseessä olevaan liikkeeseenlaskijaan ja tämän arvopaperien tyypilliseen kurssivaihteluun.²⁸⁸ Mikäli liikkeeseenlaskijalla on useita erilaisia arvopapereita, huomattavuuskynnyksen ylittävät kurssivaihtelut määräytyvät kyseisen juuri kyseessä olevan arvopaperityypin mukaisesti.²⁸⁹ Arvioitaessa tiedon aiheuttamaa hintavaikutusta sen liitännäisyyttä juuri kyseiseen arvopaperiin ei ole kuitenkaan syytä ylikorostaa. Sijoittajan näkökulmasta tietty osake voi olla valikoitunut osaksi portfolioa sen yleisten ominaisuuksien vuoksi (esimerkiksi salkun maantieteellisen hajautuksen tarpeisiin), ja vaikutusanalyysin liiallinen kaventaminen voi tarpeettomasti lisätä tulkinnan kasuistisuutta.

Hintavaikutuksen suuruuden toinen kontekstuaalinen elementti syntyy tiedon käyttöhetkellä ennen tiedon julkistamista vallitsevista markkinaolosuhteista ja hintakehityksestä.²⁹⁰ Tilannesidonnaisuudesta johtuen sen määrittelemisen, millainen muutos on katsottava huomattavaksi, ei ole yksiselitteistä.²⁹¹ Kotimainen lainvalmistelu lähti siitä, että muutos on suhteutettava markkinoiden tyypillisiin muutoksiin.²⁹² Kurssimuutoksen suuruuden absoluuttista määrittämistä ei kuitenkaan ole katsottu mahdolliseksi eikä tarkoituksenmukaiseksi.²⁹³ Tarkan numeerisen olennaisuuskynnyksen puuttuminen on johtanut siihen, että

²⁸⁷ Knuts 2011 s. 110. Tällöin yhtenä huomattavuuden erottelukriteerinä voi toimia esimerkiksi arvopaperikohtainen volatilititeetti. Aikaisemmissa esitöissä päiväkohtaisten normaalien kurssivaihteluiden tyypilliseksi ylärajaksi on katsottu 3 prosenttiyksikköä. Ks. HE 254/1998 s. 35. Ruotsissa käytössä on ollut tätäkin korkeampi olennaisuuskynnys: paikallisen arvopaperimarkkinalainsäädännön varhaisemmissa esitöissä olennaisuuden rajana on käytetty 10 %:n muutosta kurssissa. Ks. Prop. 1984/85:157 s. 40, 89. Myöhemmin olennaisuusrajan määrittelyn ongelmallisuuteen on kiinnitetty huomiota etenkin prosenttimääräiseen raja-arvoon oikeuskäytännössä liitetyn vahvan ohjausvaikutuksen vuoksi: ”I den praktiska rättstillämpningen har det ovan nämnda uttalandet om en gräns på 10 procent, trots detta getts en allt för stor betydelse. Utredningen övervägde därför att föreslå någon närmast kosmetisk ändring för att i detta avseende markera avstånd till de gamla uttalandena – närmast att byta ”väsentlig” mot ”icke oväsentlig” – men fann en sådan åtgärd onödig. Regeringen delar utredningens slutsats men vill poängtera att bedömningen av om väsentlighetsrekvisitet är uppfyllt inte skall utgå från någon fast procentsats. Vad som är väsentlig påverkan varierar mellan olika marknader.” Prop. 2004/05:142 s. 56. Argumentaatio vastaa kotimaisessa lainvalmistelussa esitettyä. Vastavasti viiden prosentin ohjeellinen olennaisuusraja on ollut aiemmin käytössä saksalaisessa oikeudessa, jossa sittemmin on siirrytty painoittamaan järkevän sijoittajan subjektiivista olennaisuusarviota. Ks. Knuts 2011 s. 105 av. 232 ja tässä mainitut lähteet.

²⁸⁸ Kotiranta 2014 s. 286.

²⁸⁹ HE 254/1998 s. 35. Edellytys seuraa myös suoraan MAR 7 artiklan sanamuodosta, jonka mukaisesti hintavaikutuksen on kohdistuttava juuri *kyseisten* rahoitusvälineiden niihin liittyvien rahoitusjohdannaisten hintoihin.

²⁹⁰ Häyrynen – Kajala 2013 s. 413, Knuts 2011 s. 100–101.

²⁹¹ CESR:n tulkintaohjeistuksen mukaisesti arvioinnissa huomioitavia seikkoja ovat oletettu laajuus relevanttiin markkinakontekstiin suhteutettuna, tiedon relevanssi arvopaperin hinnalle, tietolähteen luotettavuus sekä kyseessä olevaan rahoitusvälineeseen vaikuttavat markkinatekijät. CESR 2007 kohta 1.13.

²⁹² HE 254/1998 s. 35.

²⁹³ CESR 2007 kohta 1.13. Ks. myös Knuts 2011 s. 105–106, joka perustelee tämän etenkin sillä, ettei hinnanmuutokselle ennen tiedon julkituloa ole määritettävissä yksiselitteistä viitearvoa, ja prosenttimääräinen

muutoksen suuruudelle on haettu suuntaa antavaa määritelmää semanttisin muotoiluun tulkintaratkaisun sanamuodon kautta.²⁹⁴ Myös uudemmassa Hannam-ratkaisussa tuomioistuimien operoi vaikutuksen huomattavuuden käsitteellä. Ratkaisussa päädyttiin muotoilemaan huomattava (*significant*) hintavaikutus käänteisesti rajaamalla *huomattavan* ulkopuolelle vähäpätöiset (*insignificant*) tai triviaalit (*trivial*) vaikutukset.²⁹⁵

Hintavaikutuksen todennäköisyys ja sen efektiivinen laajuus ovat molemmat olennaisuuskriteerin kontekstualisoivia elementtejä, joita on tulkittava yhteisesti, jolloin olennaisuus muodostuu molempien tekijöiden yhteisvaikutuksesta.²⁹⁶ Yhdistettäessä todennäköisyys- ja huomattavuuskriteerit järkevän sijoittajan päätöksentekoon sijoittajien rationaalisuuskäsitys tarjoaa olennaisuusarvioinnille kaksi vaihtoehtoista uraa. Perinteinen uusklassinen rationaalisuuskäsitys painottaa huomattavuuselementin absoluuttista suuruutta. Sijoittajien suhtautuessa kontekstineutraalisti kurssimuutoksiin olennaisuuskriteeri määräytyy nimenomaisesti kurssin *muutoksen* suuruuden perusteella.²⁹⁷ Mallinnettaessa rajoittunutta rationaalisuutta behavioristisen taloustieteen prospektiteorian avulla muutoksen olennaisuuden kontekstualisointi kiinnittyy muutoksen alku- ja lopputiloihin, niihin *referenssipisteisiin*, joihin päätöksenteko suhteutetaan.

Edellä käsitellyn prospektiteorian mallintama päätöksenteko rakentuu päätöksentekohetken varallisuusaseman ympärille. Poikkeama tästä referenssitasosta (ts. *muutos*) on siten itses-

raja-arvo olisi omiaan luomaan *harhaanjohtavaa* kuvaa kurssimuutosten mallintamisen varmuudesta. Myös MAR:n muotoilun mukaisesti päätöksenteon jälkeisen markkinakehityksen avulla voidaan testata oletusta siitä, vaikuttiko tarkasteltava tieto markkinahintaan, mutta säännöksen sanamuoto ei yksilöi, missä laajuudessa laadullinen arviointi olisi mahdollista. Ks. MAR johdanto-osan 15 kohta. Myös ratkaisussa KKO 2013:53 katsottiin, ettei olennaisuusarvioita voida kytkeä ainoastaan prosenttimuutoksen suuruuteen. Oikeus totesi lisäksi, että arvioinnissa tulee huomioida kokemukseräiset vaikutukset osakemarkkinoilla suhteessa yhtiön aiempaan tiedottamiskäytäntöön.

²⁹⁴ MAR:n voimaantulon myötä aiemmin AML:n mukainen *olennainen* vaikutus vaihtui jo direktiivitasoisen sääntelyn sanamuodon mukaiseksi *huomattavaksi* hintavaikutukseksi. Kuten edellä on todettu, sanamuotoerolle ei ole katsottu syytä antaa tulkinnallista painoarvoa. HE:ssä 157/1988 s. 35 olennaisuuden kriteeriksi katsottiin *vähäistä* suuremmat muutokset.

²⁹⁵ Hannam-ratkaisu kohta 102. Esitetty argumentaatio korostaa huomattavuuskriteerin muotoilun vaikeutta.

²⁹⁶ Ks. esim. Häyrynen 2009 s. 133. Häyrynen viittaa tässä yhdysvaltalaisen *materiality*-doktriinin keskeiseen Basic-ratkaisuun jossa tuomioistuimien yhteenvedossaan korosti, että tiedon olennaisuutta (*materiality*) tulee arvioida tapahtuman toteutumistodennäköisyyden sekä vaikutusten laajuuden perusteella. Basic-ratkaisussa korkein oikeus viittasi aiempaan TSC-ratkaisuun sekä ratkaisuun asiassa SEC v. Texas Gulf Sulphur Co. vuodelta 1968, jossa yhteisarviointikriteeri perustettiin.

²⁹⁷ Sijoittajien kontekstineutraalius ei tässä tarkoita sitä, ettei muutoksen poikkeavalla laajuudella voisi olla painoarvoa rationaalisen sijoittajan päätöksenteossa. Uusklassisen rationaalisuuden neutraalius on siten *valintatilanneutraaliutta*, jossa kurssimuutoksella ei itsessään ole vaikutusta päätöksentekoon tai sen kriteereihin.

sään aina relevantti ja sitä olennaisempi, mitä suuremmasta poikkeamasta on kyse.²⁹⁸ Kurssimuutoksen olennaisuuden kontekstuaalisessa arvioinnissa absoluuttisen muutoksen olennaisuus voidaan kuitenkin lisäksi suhteuttaa sitä ympäröiviin yksittäisiin referenssipisteisiin. Tappiota karttavan sijoittajan päätöksenteossa tappion realisoiva hintakynnys on keskeinen päätöksentekoa ohjaava referenssipiste.²⁹⁹ Yleisessä olennaisuusarvioinnissa osakkeen listautumishinta muodostaa yhden yleisen referenssipisteen, jota vasten olennaisuusarvio voidaan kontekstualisoida.³⁰⁰ Tällöin hintarajan rikkova kurssimuutos on sijoittajien päätöksenteon kannalta olennainen – tietoa käytetään, jolloin se myös *todennäköisesti* vaikuttaa hintoihin.³⁰¹ Hannam-ratkaisun muotoilua hyödyntäen myyntipiikin aikaansaavaa pientäkään kurssimuutosta ei voida katsoa päätöksentekokriteerin kannalta *triviaaliksi*, ja muutosta voidaan siten pitää kokonaisuutena arvioiden *huomattavana*. Käsillä olevan hintaympäristön huomioiminen ei myöskään vie arviolta objektiivisuutta: hintakehityksen vaihtelut johtavat *yleisesti* tietynlaiseen kaupankäyntiin, joten toimintaympäristön huomiointi ei heikennä tulkinnan objektiivisuutta mutta monipuolistaa vaikutuksen kvalitatiivisten kriteerien analyysia.

4.3.3 Vaikutuksen suunta

Vaikutuksen olennaisuusarvioon nähden rinnakkainen kysymys on arvio potentiaalisen hintamuutoksen suunnasta. Muutoksen suunnan arviointi liittyy ensisijaisesti sisäpiirintiedon täsmällisyyden määrittämiseen: tieto, jonka perusteella hintavaikutuksen suuntaa ei voida lainkaan arvioida, on monesti myös muilta osin niin epätasällinen, ettei se kategorisoidu sisäpiirintiedoksi.³⁰² Täsmällisyyskriteerin täytyminen edellyttää, että tiedon perusteella voidaan tehdä johtopäätös informaation vaikutuksesta arvopaperien hintaan.³⁰³ MAR:n sanamuodon mukaisesti pelkkä arvio itse hintamuutoksesta riittää, eikä säännös

²⁹⁸ Hyväksyttäessä tappioiden karttaminen (*loss aversion*) ja riskin (negatiivinen) yksipuoleisuus sijoitustoiminnan peruslähtökohdiksi hinnan lasku olisi katsottava sijoittajan päätöksenteon kannalta lähtökohtaisesti *olennaisemmaksi* kuin kurssin vahvistuminen.

²⁹⁹ Odean 1998a s. 1765. Ks. myös Shefrin – Statman 1985 s. 785, joiden mukaan voiton realisoiva sijoituspäätös tehdään aikaisemmin kuin olisi optimaalista. Vastaavasti tappiollisten sijoitusten realisointia viivytetään liian pitkään. Kaupankäyntivolyyymi tietyllä hintatasolla vastaavasti ennustaa tulevaa volyyymiä hintason vaihtuessa. Ks. Ferris – Haugen – Makhija 1988 s. 677–678.

³⁰⁰ Listautumishinnan alapuolella käydyin kaupankäynnin jälkeen markkinahinnan kohotessa sijoittajat voivat myydä annissa ostamansa osakkeen ilman sijoitustappiota, mikä aikaansaa myyntipiikin välittömästi listautumishinnan ylittyessä. Ks. Kaustia 2004 s. 207.

³⁰¹ Ks. vastaavasti Häyrynen 2009 s. 73, jonka mukaan ”[m]yös psykologiset ja laadulliset tiedot saattavat tehdä muutoin määrältään epäolennaisesta tiedosta olennaisen.”

³⁰² Ks. Kurenmaa 2003 s. 92. CESR:n ohjeistuksen mukaan informaatio on täsmällistä silloin, kun sen perusteella sijoituspäätös voidaan ilman hyvin alhaisella riskillä tai kokonaan riskittömänä. Lisäksi tieto olisi katsottava täsmälliseksi, mikäli markkinatoimijat oletettavasti käyttäisivät sitä hyväkseen. CESR 2007 kohta 1.8.

³⁰³ MAR 7(2) artikla.

edellyttä erillistä arvioita muutoksen suunnasta.³⁰⁴ Arvopaperimarkkinain esitöissä suunta-arvion tarpeettomuutta perusteltiin sillä, että markkinoiden muutoksia koskeviin arvioihin sisältyy aina lähtökohtaisesti epävarmuutta ja ennakoimattomuutta.³⁰⁵ Epävarmuudesta huolimatta tieto potentiaalisesta kurssimuutoksesta muodostaa jo itsessään informaatioedun niihin markkinatoimijoihin nähden, jotka eivät ole saaneet kyseistä tietoa.³⁰⁶ Järkevän sijoittajan päätöksenteossa suunnan ennustamiselle ei ole tarvettakaan, sillä sijoittaja voi perustaa voitollisen sijoitusstrategian pelkkään tietoon kurssin muuttumisesta.³⁰⁷

Sisäpiirintiedon täsmällisyyden osalta EUT otti kantaa hintavaikutuksen suunta-arvioon Ranskan korkeimman valitustuomioistuimen ennakkoratkaisupyyntöön antamassaan ratkaisussa C-628/13 (Lafonta-tapaus), jossa tuomioistuin vahvisti MAD:n (ja nykyisen MAR:n) sanamuotoa seuraavan tulkinnan.³⁰⁸ EUT:n mukaan MAD 1 artiklaa ja määritelmädirektiivin (2003/124/EY) 1 artiklan sisäpiirintiedon määritelmää on tulkittava siten, ettei sisäpiirintiedoksi katsottavan tiedon täsmällisyydeltä edellytetä, että tiedosta olisi pääteltävissä, minkä suuntainen siitä mahdollisesti aiheutuva hintavaikutus tulee olemaan, kun tiedot on julkistettu.³⁰⁹ EUT perustelee ratkaisua ensisijaisesti sovelletun säännöksen sanamuodolla, joka ei edellytä vaikutuksen suunta-arviota täsmällisyysvaatimuksen täyttymiseksi.³¹⁰ Tuomioistuimen mukaan mahdollisuus vedota siihen, ettei tietyn tiedon perusteella voida tehdä varmaa arvioita hintavaikutuksen suunnasta, loisi liian helposti verukkeen pidättäytyä tiedon julkistamisesta tämän epävarmuuden aiheuttaman epätäsmällisyyden perusteella.³¹¹ Julkisasiamiehen ratkaisuehdotuksessa todettiin lisäksi, että asiassa kirjallisia huomautuksia esittäneet jäsenvaltiot ja komissio olivat *yleisesti ottaen yksimielisiä*

³⁰⁴ CESR ohjeistaa lisäksi, että myös tieto keskenään vaihtoehtoisista tapahtumista olisi katsottava täsmälliseksi säännöksessä tarkoitettussa merkityksessä. CESR 2007 kohta 1.7.

³⁰⁵ HE 137/2004 s. 60.

³⁰⁶ Häyrynen 2006 s. 120, sekä Häyrynen 2009 s. 124. Epävarman tiedon osalta sisäpiiriluonteen analyysia täydentää markkinasidonnainen olennaisuusarviointi. Tiedon täsmällisyys ja olennaisuus ovatkin keskenään kiinteässä mutta paradoksaalisessa suhteessa. Ks. Knuts 2011 s. 47–48.

³⁰⁷ Muutoksesta hyötyvä sijoituspositio voidaan muodostaa johdannaisjärjestelyin. HE 137/2004 s. 60. Esitöissä kuvattu johdannaispositio, joka hyötyy kurssin muutoksesta ottamatta kantaa muutoksen suuntaan, voidaan muodostaa yksinkertaisesti samalla eräpäivällä ja toteutushinnalla samaan kohde-etuuteen perustetuilla osto- ja myyntioptioilla. Kyseessä on ns. *straddle*-positio. Kurssimuutosta hyödyntävistä optiostrategioista eritellysti ks. Hull 2011 s. 238–250.

³⁰⁸ Kyseisessä Lafonta-tapauksessa Cour de cassation päätyi pyytämään EUT:lta ennakkoratkaisua siitä, onko MAD 1 artiklaa ja direktiivin 2003/124/EY 1 artiklan sisäpiirintiedon määritelmää tulkittava siten, että *näissä tarkoitettuja täsmällisiä tietoja voivat olla vain tiedot, joista voidaan päätellä riittävällä todennäköisyydellä, että niistä asianomaisten rahoitusvälineiden hintaan mahdollisesti aiheutuva vaikutus tulee olemaan tietyn suuntainen sen jälkeen, kun tiedot on julkistettu.*

³⁰⁹ Lafonta-ratkaisu kohta 39. Ratkaisu oli asiaa koskevan julkisasiamiehen ratkaisuehdotuksen mukainen.

³¹⁰ Lafonta-ratkaisu kohta 30.

³¹¹ Lafonta-ratkaisu kohta 36.

siitä, ettei suunta-arvion mahdollistamista ole katsottava sisäpiirintiedon välttämättömäksi osatekijäksi.³¹²

Edellä esitettyä EUT:n ratkaisua on pidettävä perusteltuna. Arvopaperimarkkinoilla on erilaisin järjestelyin mahdollista hyötyä pelkästä kurssimuutoksesta sen suunnasta riippumatta. Tällöin ei ole tarkoituksenmukaista mahdollistaa sisäpiirintiedon julkistamisesta pidättäytymistä pelkästään suuntavaikutuksen epävarmuuteen vedoten.³¹³ Tiedon täsmällisyys, mukaan lukien vaikutuksen suunta, ja tiedon olennaisuus ovat kuitenkin symbioottisessa suhteessa toisiinsa nähden, ja olennaisuuden kokonaisarvioinnin merkitys korostuu.³¹⁴ Järkevän sijoittajan päätöksenteon kannalta on vaikutuksen suuntaa arvioitava myös erillisenä tekijänä, jolloin suunnan ennakoitavuudelle voidaan antaa täsmällisyysarviointia enemmän painoarvoa.³¹⁵

Järkevän sijoittajan rationaalisuusolettaman osalta vaikutuksen suunnan itsenäistä merkitystä päätöksenteossa voidaan arvioida olettamalla hypoteettisesti, ettei pelkän muutoksen hyödyntäminen ole mahdollista, vaan sijoittajan täytyy ottaa kantaa myös hintavaikutuksen suuntaan. Mikäli tiedon perusteella ei voida lainkaan päätellä siitä aiheutuvan kurssimuutoksen suuntaa, ei tieto muutoksesta saata sijoittajaa tiedollisesti muita markkinatoimijoita parempaan asemaan. Sijoittajan etumatkaksi jää tällöin ainoastaan muita parempi tieto muutoksen ajankohdasta, mutta taloudellisen hyödyn saavuttamiseksi on sijoittajan muodostettava sijoituspositio joko kurssin laskun tai nousun puolesta.³¹⁶ Vaikka sijoittajan on

³¹² Julkisasiamiehen ratkaisuehdotus asiassa C-628/13 kohta 32. Ratkaisuehdotuksessa julkisasiamies kiinnitti huomiota lisäksi siihen, että direktiivin (2003/124/EY) sanamuoto on jo lähtökohtaisesti *hyvin yleinen ja kattava*. Ks. ratkaisuehdotuksen kohta 36.

³¹³ Huomattavaa kuitenkin on, että EUT:n ratkaisua edeltäneessä Hannam-ratkaisussa päädyttiin päinvastaisen lopputulokseen. Tässä tuomioistuimien totesi, että täsmälliseksi katsottavan informaation tulee ilmaista suunta, johon kurssin oletetaan tiedon julkaisun seurauksena muuttuvan: ”As to the requirements for information to be specific enough to enable a conclusion to be drawn as to possible effect on price, and in particular what the word “possible” means: the information must indicate the direction of movement in the price which would or might occur if the information were made public. The information does not need to indicate the extent to which the price would or might be affected. The information does not need to be such as to enable an investor to know with confidence that the price will move if the information were made public but only that it might move and, if it does, the movement will be in a known direction.” Hannam-ratkaisu 121-kohdan b-alkohta.

³¹⁴ Ks. Knuts 2011 s. 50, jossa korostetaan tapahtuman toteutumistodennäköisyyden ja olennaisuuden yhteisvaikutusta kielletyn informaatioedun rakentumisessa. Ks. vastaavasti myös CESR 2007 kohta 1.3, jossa korostetaan, että tiedon täsmällisyys ja huomattava hintavaikutus liittyvät kiinteästi toisiinsa, mutta molempia kriteerejä on mahdollista arvioida myös yksittäin.

³¹⁵ Ks. HE 137/2004 s. 60.

³¹⁶ Erillinen kysymyksensä on, se milloin tietty tieto yhdessä sijoittajan haltuunsa saaman muun informaation kanssa ylittää sisäpiirintiedolta vaadittavan olennaisuuskynnyksen. *Astolan* mukaan olennaisuusarvioinnissa

näin mahdollista ajoittaa sijoituspäätöksensä tietonsa perusteella, joutuu hän tällöin myös hyväksymään vastakkaiseen kurssimuutokseen liittyvän tappion riskin ja on oletusarvallisesti yhdenvertaisessa asemassa passiivisen, muutoksesta tietämättömän sijoittajan kanssa. Mikäli sijoittajan rationaalisuusolettaman osalta painotetaan behavioristista näkemystä ja yleistä taipumusta karttaa tappioita, olisi epäoikeutetuksi eduksi katsottavissa mahdollisuus välttää epämieluisaksi koettu tappion riski, jolle tasavahvassa valintatilanteessa vaadittaisiin ylimääräistä riskipreemiota.³¹⁷

Reaalimaailmassa sijoittajalla on kuitenkin moninaisten sijoitustuotteiden sekä johdannaisjärjestelyjen kautta pitkälti mahdollisuus valita, millaisella riskin ja tuoton suhteella hän haluaa tavoitella hyötyä saamallaan tiedolla. Näin lähestytään rationaalisuuden tai järkevyyden sijaan kysymystä sijoittajien preferensseistä, jolloin oikeudellisen väliintulon tarpeellisuutta on arvioitava kriittisesti.³¹⁸ Päätöksen rationaalisuuden alueelle jää sijoittajan kyky hahmottaa sijoituspäätökselle relevantti kausaalisuhde tiedon ja sijoituksen arvon välillä; riskipreferenssi ratkaisee, kuinka paljon sijoituksen tuottoa halutaan epävarmuuden avulla vivuttaa. Sijoittajan järkevyydelle on taasen annettava erityistä painoarvoa silloin, kun arvioidaan, onko toiminta ollut normatiivisesti hyväksyttävää tai olisiko sijoittajan toiminnalle annettava suojaa oikeudellisessa kollisiotilanteessa. Sijoittajan suojatarve ajankohtaistuu arvioitaessa, tavoitteliko sijoittaja hyötyä (sisäpiirin-)tietoon perustuvalla kaupankäynnillä.³¹⁹ Kaupankäynnin hyötymistarkoituksen peruspremissiä vastaan puhuu muun muassa transaktion toteuttaminen tiedon oletetun vaikutuksen vastaisesti.³²⁰ Alunperin tiedon indikoimaa muutosta vastaan (tai siitä huolimatta) tehdyt transaktiot ovat kuitenkin ongelmallisia, sillä lopullinen markkinareaktio voi muodostua odotetusta poikkeavaksi monesta eri syystä, joita kaikkia vastaan sijoittajat voivat spekuloida.³²¹

on huomioitava tietojen ”kerrannaisvaikutus”. Astola 1990 s. 186. Tiedon kumuloitumista täsmällisyys- ja olennaisuusedellytysten osalta on analysoinut myös Kotiranta 2014 s. 293–294, 295–296.

³¹⁷ Tällöin kuitenkin riskisestä sijoituksesta pidättäytymisellä tai tehtyjen sijoitusten aikaisemmalla realisoinnilla olisi ainoastaan mahdollista välttää riskinoton epäonnistumisesta aiheutuva (epärationaalinen) katumus ilman mahdollisuutta parantaa sijoittajan oletusarvoista varallisuusasemaa. Sijoituksen hintaheilahtelujen minimoiminen voi lisäksi luonnollisesti olla sijoittajan intressissä tämän muiden (sijoitus-) sopimusjärjestelyiden vuoksi.

³¹⁸ Rationaalisuuden behavioristiset rajoitteetkaan huomioiva sääntely ei onnistu ohjauksessa silloin, kun sijoitustoimintaa ohjaavat sijoittajien preferenssit ja tietoinen riskihakuisuus. Ks. Choi – Pritchard 2003 s. 15.

³¹⁹ Hyötymistarkoituksesta tarkemmin ks. esim. Häyrynen 2006 s. 145–171 ja Parkkonen – Knuts 2014 s. 374–376, sekä suhteesta käyttökieltoon etenkin tämän s. 357–359.

³²⁰ Knuts 2011 s. 182.

³²¹ Knuts 2011 s. 183–184. Knuts korostaakin, että ”vääränsuuntaisten” transaktioiden tapauksessa olisi perusteltua epäillä sijoittajalla olevan myös muuta asiassa relevanttia tietoa tarkasteltavan sisäpiirintiedon lisäksi. *Ibid.* av. 423. Ks. myös Markkinat 3/2007 kohta 9, jossa todetaan kaupankäynnin olevan mahdollista, mikäli on objektiivisesti perusteltua olettaa tiedon olevan arvopaperin arvon kannalta selkeästi kaupankäyn-

4.3.4 Vaikutuksen kohde: hinta vs. arvo

Sen lisäksi, että sisäpiirintiedon hyödyntämisen arviointi tulee perustaa tiedon *oletettuun* vaikutukseen, on arvioitava erillisenä vaikutuksen kohdetta. MAR:n sisäpiirintiedon määritelmän mukaisesti tiedon sisäpiirilunne edellyttää (mahdollista) huomattavaa rahoitusvälineiden tai rahoitusjohdannaisten *hintaan* kohdistuvaa vaikutusta. Tiedon vaikutuskriteerin kohteeksi on asetettu nimenomaisesti arvopaperin markkinahinta, mikä korostaa tiedon merkityksen allokoitua tietoa sijoitustoiminnassa hyödyntäville sijoittajille.³²² Ennen MAR:n voimaantuloa AML:n sisäpiirintiedon määritelmä oli vaikutuskriteerin osalta ristiriitainen MAD:iin sisältyvän määritelmän kanssa. AML 12:2:n mukaan tiedon tuli olla omiaan olennaisesti vaikuttamaan rahoitusvälineen tai siihen liittyvien muiden rahoitusvälineiden *arvoon*. Alun perin aikaisemman arvopaperimarkkinalain esitöissä arvo-termin käyttöä perusteltiin sillä, että se kattaisi myös sellaisen lyhytaikaisen muutoksen, joka ei välittömästi vaikuttaisi arvopaperin markkinahintaan, mutta voisi pidemmällä aikavälillä nostaa arvopaperin arvoa.³²³ Sanamuodon valinta oli siten tarkoituksellinen pyrkimys erot-

ti-intressin vastaista. Markkinoiden arvaamattomuuden vuoksi mahdollisuutta tulisi kuitenkin käyttää vain *poikkeuksellisesti*. *Ibid.*

³²² Olennaisuusarvion kohdistamisesta tiedonantovelvollisuuden näkökulmasta näin Huovinen 2004 s. 211.

³²³ HE 157/1988 s. 46. (Ks. myös arvopaperimarkkinarikoksia koskenut HE 254/1998 s. 35, jossa aikaisemman rikossäännöksen on muotoilua ”arvoon tai hintaan” on erikseen perusteltu vuoden 1988 esityksen kanssa yhtenevin sanamuodoin.) Mahdolliseksi poikkeaman syyksi esitettiin niin korkea yleistä hintatasoa, ettei tiedon vaikutus riittäisi muuttamaan osakkeen kurssia, mutta voisi myöhemmin hintatasoon laskiessa kannatella osakkeen arvoa muihin osakkeisiin nähden. Viittauksella yleiseen hintatasoon näyttäisi kuitenkin tarkoitettua sitä, että markkinahinnan oletetaan kuvaavan arvopaperin *arvoa* kyseisellä ajanhetkellä. Hintaan heijastumaton arvovaikutus olisi vallitsevissa (optimistisissa) markkinaolosuhteissa ainoastaan liian vähäinen ulottakseen vaikutuksensa arvopaperin (korkeaan) hintaan. Vastaavasti laskusuhdanteessa positiivinen uutinen ei välttämättä riitä kääntämään yleistä markkinapessimismää. Ks. Häyrynen – Kajala 2013 s. 413. Sen sijaan esityksessä ei näyttäisi otettua kantaa siihen, onko mainittu korkea yleinen hintataso järkevä suhteessa arvopaperin arvoon vaikuttaviin fundamentteihin. Mikäli lähtökohdaksi otetaan mahdollisuus markkinoiden systemaattiseen yli- tai alihinnoitteluun, esityksessä kuvattu ”puhdas” arvovaikutus olisi ensinnäkin mahdollinen silloin, kun markkinoiden epärationaalinen hinnoittelu ei reagoisi arvonmuutokseen. Ks. esim. Dunbar – Heller 2006 s. 513. Toiseksi tieto voi muuttaa arvopaperin arvoa ilman pidemmälläkään aikavälillä realisoituvaa kurssivaikutusta, mikäli arvo hahmotetaan osakekurssin ilmentämää markkinahintaa laajemmin. Osakekurssin ilmentämisen vaihdannallisen arvon lisäksi hyödykkeellä voi olla erityistä käyttöarvoa omistajalleen. Arvopaperin osalta markkinahintaan heijastumaton käyttöarvo voi sisältyä esimerkiksi osakkeen sijoittajan sijoitusportfolion epäsystemaattista riskiä vähentävään hajautusarvoon. Tällöin osakkeen tuottamien kassavirtojen erilainen käyttäytyminen ei välttämättä vaikuta niiden kokonaisarvoon, jolloin markkinahinta säilyy muuttumattomana. Vastaavasti muutoksesta aiheutuva hajautusarvo voi kohdistua vain niin pienen sijoittajaryhmän hyödyksi, ettei tällä ole markkinahintaa muuttavaa vaikutusta ainakaan pidemmällä aikavälillä. Vaikutuksen kohderyhmän pienuudesta huolimatta itse muutos ja sitä koskeva tieto voivat olla niin fundamentaalisia, että yksittäisen tiedon ja osakkeen arvon (vaikkakin rajatulle sijoittajaryhmälle kohdistuvan) välinen yhteys olisi liikkeeseenlaskijan hahmotettavissa. Tällaista tietoa olisi pidettävä sijoittajien päätöksenteon kannalta olennaisena hättäväikutuksen puuttumisesta huolimatta. Selvää on, ettei liikkeeseenlaskijan voida edellyttää hahmottavan kaikkia mahdollisia kausaalisuhteita yksittäisten informaatio-signaalien ja rajoittamattoman sekä moninaisen sijoittajajoukon arvokäsitysten välillä, eikä tällaista tiedonantokriteeriä voida pitää markkinoiden toimintaa optimaalisesti ohjaavana. Osakkeen tuotto-ominaisuuksiin ilman (pysyvää) kurssi-muutosta vaikuttava tieto on kuitenkin katsottava sijoittajien päätöksenteon kannalta *olennaiseksi*.

tautua pelkän *hinta*-määritelmän suppeudesta, ja säännös erosi aineellisesti direktiivin ja sitä edeltäneen säädöksen muotoilusta.

MAR:n sisäpiirintiedon määritelmän muotoilun mukaisesti vaikutuksen tulee kuitenkin kohdistua arvopaperin hintaan. Hintaliitännäisyyden vuoksi arvioitavaksi tulee lisäksi, onko tiedon huomattavaa hintavaikutusta ja järkevän sijoittajan päätöksentekokriteeriä arvioida yhteisesti vai erillisinä tai hierakkisina olennaisuuden kriteereinä. MAR 7(4) artiklan mukaan tiedolla, jolla todennäköisesti olisi huomattava vaikutus rahoitusvälineiden hintoihin, tarkoitetaan tietoa, jota järkevästi toimiva sijoittaja todennäköisesti käyttäisi yhtenä sijoituspäätöksensä perusteena. Tällöin järkevän sijoittajan päätöksentekokriteeri on se hintavaikutuksen aikaansaava tekijä, joka määrittää sitä, millaisiin tekijöihin ylipäätään voidaan normatiivisesti hyväksyttävällä tavalla liittää potentiaalinen hintavaikutus. Hannam-ratkaisussa hintavaikutuksen suhde järkevän sijoittajan todennäköisyydestiin hahmotettiin kuitenkin toisin:

Ratkaisussa tuomioistuin totesi, että järkevän sijoittajan testi tarjoaa määritelmän sille, millä seikoilla ylipäätään voidaan katsoa olevan todennäköinen ja huomattava hintavaikutus (Hannam-ratkaisu kohta 100). Kuitenkin tuomioistuin katsoi, että: “- - the reasonable investor is an investor who would take into account information which would be likely to have a significant effect on price. Conversely, he is an investor who *would not take into account* information which would have *no effect on price at all* or, - -, information which would have no prospect of significantly affecting the price of the investment.” (Kohta 102, kurssiivi tässä).³²⁴

On ratkaisussa esitetyn argumentaation mukaisesti perusteltua katsoa, että tiedolta edellytetty huomattava ja todennäköinen hintavaikutus usein rinnastuu järkevän sijoittajan päätöksentekokriteeriin.³²⁵ Valitussa lähestymistavassa on kuitenkin se haasteellisuus, ettei

³²⁴ Tuomioistuin erittelee sisäpiirintiedon määritelmää koskevan (kansallisen lain mukaisen mutta direktiiviin perustuvan ja tämän kanssa saman sisältöisen) testin seuraavasti: (i) Määritelmän ensimmäinen osa ja analyysin lähtökohta on vaatimus tiedon todennäköisestä ja huomattavasta hintavaikutuksesta. (ii) Tätä todennäköisen ja huomattavan hintavaikutuksen omaavaa tietoa määrittää järkevän sijoittajan todennäköisyydesti. (iii) Järkevä sijoittaja puolestaan hyödyntää päätöksenteossaan tietoa, jolla todennäköisesti on edellytetty hintavaikutus. Tästä on mahdollista johtaa vastakohtaispäätelmä, jonka mukaisesti vain *de minimis* -kynnykseen yltävää tietoa ei hyödynnetä päätöksenteossa. (iv) Näin voidaan muodostaa kuva järkevästä sijoittajasta sijoittajana, joka “- - will use information in making his investment decisions if but only if it is likely to have a significant effect on price; and information is likely to have a significant effect on price *if and only if* an investor is likely to use it.” (Kohta 119, kurssiivi tässä).

³²⁵ Tieto, joka ei kykene vaikuttamaan markkinahintaan, on harvoin niin olennaista, että se ainakaan määräävästi ohjaisi sijoituspäätöksiä. Kuten edellä on todettu, päinvastainen tilanne on kuitenkin mahdollinen.

hintavaikutuksen ja järkevän sijoittajan päätöksentekokriteerin yhdistäminen kykene tuotamaan tarkentavaa sisältöä järkevän sijoittajan tulkintastandardille. Yrittäessään välttää kehäpäätelmän hintavaikutuksen ja sijoittajan päätöksenteon välillä tuomioistuimien itse asiassa sulkee olennaisuustestin täydellisesti: mikäli vain arvopaperin markkinahintaa muuttava tieto hyväksytään järkevän sijoittajan päätöksenteon perustaksi, joka aikaansaa markkinahinnan muutoksen, on määritelmää mahdotonta täydentää hintavaikutuksen ja sijoittajan päätöksenteon *keskinäistä suhdetta tarkentavasti*.³²⁶

Hintavaikutus-sijoituspäätöksenteon välttämätön yhdistäminen ei vaikuta tarpeelliselta ensinnäkään siitä jo varhaisemmissa kotimaisissa esitöissä viitatussa syystä, että sijoittajan päätöksenteolle voi olla merkityksellistä myös tieto, jolla ei ole välitöntä tai edes pidemmällä aikavälillä realisoituvaa hintavaikutusta. Toiseksi käsiteparin yhdistäminen *de facto* yhdeksi olennaisuuskriteeriksi tarpeettomasti kaventaa järkevän sijoittajan käsitteen normatiivista tarttumapintaa. Järkevän sijoittajan päätöksentekokriteeriä arvioitaessa sijoittajan normatiivisen rationaalisuuden määrittäminen edellyttää näkemystä siihen, mihin seikkaan sijoittaja perustaa arvionsa potentiaalisesta hintamuutoksesta. Koska hinnanmuutos voi olla seurausta arvopaperin fundamenttiarvoon vaikuttavasta tekijästä tai markkinoiden toimintalogiikkaa koskevasta tiedosta, päätöksenteon markkinasääntelyn tavoitteiden kanssa yhdenmukaisen rationaalisuuden arviointi muodostuu näissä tilanteissa erilaiseksi.³²⁷

Mikäli hintamuutoksen taustalla on suoraan esimerkiksi yhtiön tulokseen vaikuttava tekijä, määrää järkevälle sijoittajalle asetettu sijoituskompetenssi sen, missä määrin sijoittajan katsotaan kykenevän hahmottamaan tiedon ja hintamuutoksen välisen suhteen. Vastaavasti ns. epäsuoran hintavaikutuksen, kuten edellä mainitun nimenmuutoksen, osalta sijoittajan osaaminen ja ammattitaito ratkaisevat sen, miten hän kykenee tulkitsemaan ja arvioimaan raakatiedon heijastamaa informaatiota yhtiön toimintaan *konkreettisesti* vaikuttavista teki-

³²⁶ Ratkaisussa valittu katsantokanta eroaa aiemman Massey-ratkaisun perusteluista, joissa oikeus katsoi mahdolliseksi tiedon olennaisuuden päätöksenteossa riippumatta sen hintavaikutuksen todennäköisyydestä: “Whether or not the information was (in the ordinary sense) likely to have a significant effect on the price, we consider it is clear that it was information ‘of a kind which a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his investment decisions.’” Massey-ratkaisu kohta 41.

³²⁷ Esimerkkinä tiedosta, joka ei itsessään muuta arvopaperin fundamentaalista arvoa tai ominaisuuksia mutta vähintäänkin huomattavasti vaikuttaa arvopaperin markkinahintaan, voidaan mainita osakeyhtiön kasvojenkohotus yhtiön nimeä vaihtamalla. Sijoittajien on yleisesti huomattu arvostavan yhtiöitä, joilla on osuva nimi. Ks. Howe 1982 s. 271. *Dotcom*-efekti (yhtiön nimen muuttaminen ajan hengessä .com-loppuiseksi) internet-yhtiöiden nousukaudella 1998–1999 aikaansai 53 %:n nousun yhtiön osakekurssissa viiden päivän aikaikkunassa. Cooper – Dimitrov – Rau 2001 s. 2386. Vastaavasti .com-nimestä *luopuminen* nosti kurssia markkinatrendin kääntyessä vuosina 2000–2001. Ks. Cooper ym. 2005.

jöistä.³²⁸ Vaikka rationaalisen objektiivisesti arvioituna tieto ei kykenisi lainkaan vaikuttamaan *järkevän* sijoittajan päätöksentekoon, osakemarkkinoita tunteva, järkevästi toimiva sijoittaja voisi kuitenkin käyttää tietoa hyväkseen pyrkiessään hyödyntämään markkinoiden väärinhinnoittelua.³²⁹

Epärationalisen hinnanmuodostuksen normatiivinen arviointi ei kuitenkaan ole yksiselitteistä.³³⁰ Koska järkevän sijoittajan oikeudellisen tulkintastandardin tavoitteena on edistää markkinoiden tehokasta toimintaa, on kulloisestakin tulkintatilanteesta riippuen arvioitava, missä määrin epärationaliseksi katsottavan *markkinamomentumin* hyödyntämistä pidetään hyväksyttävänä motiivina järkevän sijoittajan päätöksenteossa saati markkinatoimijoilta yleisesti edellytettävänä menettelynä.³³¹ Mitä vahvemmin järkevyyden sisällössä korostuu vaatimus muiden sijoittajien yksilöllisten oikeuksien ja etujen turvaamisesta, sitä kriittisemmin on suhtauduttava tiedon olennaisuuden tulkintaan, jossa sijoittajat lähtökohtaisesti asetetaan keskenään eriarvoiseen asemaan.³³² Sijoittajien intressien ristiriita voisi aktualisoitua arvioitaessa velvollisuutta julkistaa tietoa, johon sijoittajien kokemukseräisesti tiedettäisiin reagoivan eri tavoin. Tapauskohtaiset erityispiirteet määräisivät sen, millaiseen periaatteiden tasapainoon ratkaisussa päädyttäisiin, mutta arvio edellyttäisi joka tapauksessa hintavaikutuksen ja päätöksenteon erottelua toisistaan. Hintavaikutuksen ja päätöksentekokriteerin kategorinen ja systemaattinen samaistaminen tarpeettomasti monimutkaistaisi tätä argumentaatiota.

³²⁸ *Bosch* ja *Hirschey* havaitsivat aiemmin nimenmuutoksen positiivisen hintavaikutuksen tilastollisesti vahvaksi sen yhdistyessä laajempaan yritystoiminnan uudelleenjärjestelyyn. Ks. *Bosch – Hirschey* 1989 s. 72.

³²⁹ Rationaalinen sijoittaja olisi valmis sijoittamaan ylihinnoiteltuun arvopaperiin, mikäli tämä uskoisi muiden sijoittajien olevan tätäkin optimistisempia arvostuksen suhteen. *Dunbar – Heller* 2006 s. 506.

³³⁰ *Annola* 2005 s. 305. Markkinapsykologian tunteminen ja sen hyödyntäminen sijoitustoiminnassa voidaan *Annolan* mukaan jäsentää kahdella tavalla. Yhtäältä sijoitusinformaation relevanssia tulee arvioida järkevän sijoittajan näkökulmasta, jolloin epärationalisille hintaliikkeille ei olisi *välttämättä* annettava normatiivista merkitystä sijoittajan päätöksenteossa. Toisaalta muiden sijoittajan toiminnan huomiointi voidaan laskea rationaalisen päätöksenteon piiriin kuuluvaksi, jolloin se voidaan huomioida tiedon olennaisuuden arvioinnissa. (*Annola* viittaa tässä yhteydessä *huolelliseen* tai *asiantuntevaan* sijoittajaan.).

³³¹ Yleisesti toisistaan riippumattomilla sijoittajilla ei ole erityisvelvollisuutta huomioida muiden markkinatoimijoiden intressejä omassa toiminnassaan. *Langevoort* 2002 s. 159.

³³² Sijoittajien yksilölliset oikeudet ja yhdenvertaisuus korostuvat etenkin perusoikeuslähtöisessä ajattelussa, jossa perusoikeuksien horisontaalista vaikutusta painotetaan markkinajärjestelmässä yhteisöllisen suojeleobjektin vastinparina. *Kotiranta* 2014 s. 217. *Kotiranta* puoltaa perusoikeuslähtöistä markkinasääntelyn tulkintaa mutta korostaa, ettei arvopaperikaupan peruslogiikkaan, kuten kasvottomaan kaupankäyntiin, voida ”kajota”. Ks. *Kotiranta* 2014 s. 324–325.

5 RATIONAALISUUS MODERNEILLA ARVOPAPERIMARKKINOILLA

5.1 Järkevä sijoittaja 2.0

Järkevän sijoittajan standardin määrittämisessä korostuu vallitsevan markkinaympäristön hahmottaminen. Yhdysvaltalainen lähes puoli vuosisataa sitten alkunsa saanut doktriini operoi moderneilla arvopaperimarkkinoilla täysin erilaisessa ympäristössä, kuin missä sijoittajan järkevyyttä arvioitiin käsitteen alkuaikoina. Arvopaperimarkkinoiden viimeaikaisesta kehityksestä ja markkinaympäristöä merkittävästi muovanneista kehitystrendeistä esille on nostettu etenkin informaation käsittelyn muutos: modernit arvopaperimarkkinat ovat automatisoituneen ja koneellisen tiedonkäsittelyn myötä huomattavasti aiempaa nopeampi ympäristö, jossa suurten volyymien sijoituspäätökset tehdään paitsi nopeasti myös hyvin lyhyillä sijoitushorisonteilla.³³³ Teknologian kehityksen myötä markkinoilla operoidaan lisäksi aiempaan verrattuna huomattavasti suuremmalla informaatiomäärällä.³³⁴ Arvopaperimarkkinoiden muutoksessa myös markkinoilla toimivan sijoittajan henkilöä ja päätöksentekoa on arvioitava tulkintastandardin uuden toimintaympäristön erityispiirteiden valossa.³³⁵

5.1.1 Algoritminen kaupankäynti

Automaattisoidusta, algoritmisesta kaupankäynnistä on tullut merkittävä toimintamuoto moderneilla arvopaperimarkkinoilla.³³⁶ Automaattisessa arvopaperikaupassa ihmissijoittajan sijaan yksittäisistä sijoituspäätöksistä ja niiden ajoittamisesta vastaa automatisoitu ohjelmistoalgoritmi.³³⁷ Algoritmisen kaupankäynnin sovellusalueet ovat laajat, ja sijoittajan

³³³ Lin 2015 s. 488–489.

³³⁴ Lin 2015 s. 490–491. Lisäksi *Linin* mukaan kiristyvässä informaatiokilpailussa tarve etumatkan säilyttämiseen lisää yksityisten markkinapaikkojen houkuttelevuutta, jolloin markkinat kokonaisuudessaan muuttuvat vähemmän läpinäkyviksi. Valtavan tietomassan käsittely siirtää kaupankäynnin volyymia tietokonealgoritmien ohjaukseen, jolloin pienempi osa merkityksellisestä ja olennaisesta informaatiosta tulee todellisuudessa luonnollisten sijoittajien tietoisuuteen. Teknistyvä kaupankäynti, innovatiiviset sijoitustuotteet ja globaalien markkinoiden verkottuneisuus yhdessä kasvattavat markkinaympäristön kompleksisuutta. Ks. Lin 2015 s. 491–495.

³³⁵ Arvopaperimarkkinoiden muutoksiin ja etenkin finanssikriisin paljastamiin haasteisiin eurooppalaisessa sääntelyssä vastaavat MAR:n lisäksi MiFID II -direktiivi (2014/65/EU) sekä MiFIR-asetus ((EU) N:o 600/2014), jotka tulevat sovellettaviksi jäsenvaltioissa 3. tammikuuta 2018. Komission tiedote 331/16.

³³⁶ Algoritmisen ja huippunopean sähköisen kaupankäynnin (*high-frequency trading, HFT*) markkinaosuuden tarkkaa arvioimista vaikeuttaa etenkin kaupankäynnin määritelmän monimuotoisuus. Tutkimuksissa esitetty arvio algoritmikaupan osuudesta kaupankäynnin kokonaisvolyyymista on vaihdellut keskimäärin 40 ja 80 prosentin välillä tutkimuskohteisesti valituista parametreista riippuen. Kokoavasti tutkimuksesta ks. SEC 2014 s. 12–22. ESMA:n raportissa hyödynnetyssä aineistossa HFT-kaupankäynnin osuus kaupan kokonaisarvosta oli 43 prosenttia tarjousten voimassaoloajalla luokiteltuna. Ks. ESMA 2014 s. 11.

³³⁷ MiFID II 4(1)(39) artiklan mukaan *algoritmisella kaupankäynnillä* tarkoitetaan rahoitusvälineillä tapahtuvaa kaupankäyntiä, jossa tietokonealgoritmi määrittää automaattisesti toimeksiantojen yksittäiset parametrit,

intressistä riippuen algoritmilla voidaan etsiä otollinen aika toteutettavalle transaktiolle tai aktiivisesti hakea markkinoilta uusia kaupankäyntimahdollisuuksia.³³⁸ Suurta huomiota algoritmisen kaupankäynnin osalta on saanut markkinoiden lyhytaikaisia hintamuutoksia hyödyntävä huippunopea sähköinen kaupankäynti (*high-frequency trading*), jossa kauppaa käydään hyvin lyhyissä, jopa sekunnin murto-osien aikaikkunoissa.³³⁹ Markkinoiden kiihtyvä kilpajuoksu tuo mukanaan myös sääntelyllisiä haasteita. Sijoitushorisontin kaventuessa HFT-kaupankäynnin keskeinen kilpailutekijä on aikaviive sijoittajan ja kaupankäyntialustan tietojärjestelmien välillä. Kiristytvä taistelu aikaedusta arvopaperikaupan tarjouskilpailussa luo sijoittajille tarpeen päästä sijoittamaan laitteistonsa mahdollisimman lähelle pörssien tietojärjestelmiä.³⁴⁰ Etumatka muihin sijoittajiin voidaan saavuttaa myös etuoikeutetulla kommunikaatiolla markkinapaikan järjestelmien kanssa.³⁴¹

Markkinatoimijoiden yhdenvertaisuuden osalta algoritmisen arvopaperikaupan, etenkin HFT-kaupankäynnin haasteet ovat ilmeiset. HFT-kaupankäynti tarjoaa perinteiseen sijoitustoimintaan nähden huomattavan edun informaatioetumatkan hyödyntämisessä.³⁴² Kaupankäynnin nopeuden ansiosta markkinoita seuraava HFT-järjestelmä kykenee paitsi reagoimaan ”tavallisia” (muuta kuin HFT-kaupankäyntiä harjoittavia) sijoittajia nopeammin uuteen fundamentti-informaatioon myös ajoittamaan kaupankäynnin tehokkaammin markkinoiden aktiivisuuden ja hintamuutosten mukaan.³⁴³ Teknologiseen kaupankäyntietumat-

kuten toimeksiannon käynnistämisen, ajoituksen, hinnan ja määrän sekä toimeksiantojen hoidon niiden jättämisen jälkeen siten, että ihmisen työpanosta tarvitaan vain vähän tai ei lainkaan.

³³⁸ Hasbrouck – Saar 2013 s. 653–654. Mm. institutionaaliset sijoittajat hyödyntävät sijoitusautomaatiikkaa suurten kauppojen osittaisessa toteuttamisessa. Ks. Hendershott – Riordan 2013 s. 1002.

³³⁹ HFT:n piiriin voidaan lukea suuri määrä itsenäisiä kaupankäyntistrategioita, eikä määritelmä ole tarkkarajainen. Ks. tarkemmin HFT:n määritelmästä Aldridge 2013 s. 13–15. Kaupankäynnin aikaikkunan supistuksessa mitättömän pieneksi, on lisäksi kyseenlaista, toimiiko perinteinen aikakäsitys HFT-kauppaa määrittävänä tekijänä. Easley – López de Prado – O’Hara 2012 s. 20–24 esittävät, että tietokonepohjaisen HFT-kaupan määrittelemisessä olisikin tarkoituksenmukaista huomioida ohjelmistojen prosessointia mukaileva tapahtumaperusteinen (*event based*) aikakäsitys, jossa päätöksentekoa edeltävien transaktioiden ja markkinainformaation volyyymi määrittää ohjelmistojen jaksoperustaista tiedonkäsittelyä.

³⁴⁰ Ks. Brogaard ym. 2015 s. 3407–3408 sekä Gomber ym. 2011 s. 10. Oikeudenmukaisuusnäkökulmasta ks. lisäksi Angel – McCabe 2013 s. 590–591.

³⁴¹ MiFID II 4(1)(41):n mukainen *suora sähköinen markkinoillepääsy* (*Direct Electronic Access*) tarkoittaa järjestelyä, jossa kauppapaikan jäsenet voivat tehdä osto- ja myyntitarjouksia suoraan sähköiseen kaupankäyntijärjestelmään. Erityisen ongelmallista sijoittajien tasapuolisen kohtelun osalta on kuitenkin ns. *flash trading*, jossa kaupankäyntialusta paljastaa (*flash*) jäsenilleen järjestelmäänsä saapuneet osto- tai myyntitarjoukset, joille ei välittömästi löydy toimeenpantavaa vastatarjousta kaupankäyntialustan omasta tarjouskirjasta. Tällöin sijoittajilla on mahdollisuus vastata tarjoukseen ennen sen ohjaamista markkinoille. Ks. Rose 2010 s. 12 sekä Skjeltorp – Sojli – Tham 2016 s. 170–171. Vuonna 2009 SEC ehdotti ko. menettelyn USA:n julkisessa kaupankäynnissä mahdollistavan poikkeussäännöksen muuttamista, mutta *order flashing* on kuitenkin käytössä yksityisillä markkinapaikoilla. *Ibid.*

³⁴² Mm. Baron ym. 2016 s. 16 raportoivat Ruotsin osakemarkkinoilla 2010–2014 HFT-strategialla saavutetuksi keskimääräiseksi riskikorjatuksi ylituotoksi 16 %:a (*annualized four-factor alpha*).

³⁴³ Brogaard – Hendershott – Riordan 2014 s. 2270.

kaan perustuva markkina-asetelma eri sijoittajien välillä on omiaan heikentämään etenkin vähäisempiä resursseja hyödyntävien yksityissijoittajien markkinoita kohtaan tuntemaa luottamusta.³⁴⁴ Perinteisen sijoitustoiminnan ja algoritmisen kaupankäynnin välinen ero kulminoituu markkinainformaation käsittelyyn, joka heijastuu markkinoiden kokonaistaloudella kahteen keskeiseen vaikutuskanavaan – markkinoiden likviditeettiin ja volatilitettiin – jotka yhdessä vaikuttavat markkinoiden hinnanmuodostuksen tehokkuuteen.

Algoritmisen kaupankäynnin on havaittu lisäävän markkinoiden likviditeettiä etenkin markkina-arvoltaan suurten yritysten osakkeiden osalta.^{345 346} Likviditeetin lisäys perustuu algoritmisten sijoitusohjelmistojen kykyyn monitoroida markkinoiden kaupankäyntipainetta ja asettaa markkinalikviditeettiä lisäävät rajahintatoimeksiannot (*limit orders*) hintamuutosten suhteen optimaalisesti.³⁴⁷ Automatisoitu markkinamonitorointi hyödyttää siten pitkäaikaisiakin sijoittajia laskemalla kaupankäynnin kustannuksia.³⁴⁸ Kuitenkin automatisoidun kaupan tarjoama likviditeetin lisäys voi jäädä nimelliseksi, sillä algoritmisijoittajat myös vetävät tarjouksensa nopeasti pois markkinoilta kurssin liikkua vastakkaiseen suuntaan.³⁴⁹ Lisäksi algoritmikaupankäynnin intressissä voi olla likviditeettiä lisäävien ostotarjousten tekeminen, jotta sijoittaja pääsisi hyödyntämään pörssien tarjoamia transaktiokustannuksista annettavia hyvityksiä.³⁵⁰ Tällainen strategia kuormittaa kaupankäyntijärjestelmää suurella osto- ja myyntitarjousten määrällä lisäämättä todellisuudessa markkinoiden likvidiyyttä.³⁵¹

³⁴⁴ Ks. Korsmo 2014 s. 560.

³⁴⁵ Hendershott – Jones – Menkveld 2011 s. 3, Menkveld 2013 s. 715. Tosin aikaisemmassa tutkimuksessa likviditeetin lisääminen yhdistyi sen tarjoajien (*market makers*) saamiin lisätuottoihin, joka tulkittiin varhaisen algoritmisijoittajien kilpailueduksi. Ks. Hendershott – Jones – Menkveld 2011 s. 23.

³⁴⁶ Osakemarkkinan likviditeettiä mitataan osakkeiden osto- myyntitarjousten välisellä erotuksella (*bid-ask spread*), joka ilmentää kaupankäynnin välitöntä kustannusta. Mitä suurempi näkemys ero oikeasta hinnasta markkinoilla vallitse ostaja- ja myyjäosapuolten välillä, sitä suuremman transaktiokustannuksen kaupankäynnin välittömästi toteuttamaan pyrkivä sijoittaja joutuu maksamaan. Vastaavasti eron ollessa pieni, kaupankäymiskustannus on alhainen, jolloin osake on *likvidi*. Ks. Amihud – Mendelson 1986 s. 223.

³⁴⁷ Hendershott – Riordan 2013 s. 1003. Algoritmisijoittajien likviditeettikaupankäynti myös vähensi likviditeetin volatilitteettia. Hendershott – Riordan 2013 s. 1020.

³⁴⁸ Korsmo 2014 s. 550.

³⁴⁹ Hendershott – Riordan 2013 s. 1003. Vaikka markkinat ulkoisesti vaikuttavat likvideiltä, algoritmisijoittajien aikaansaama kysyntä ja tarjonta voi todellisuudessa jäädä kapeaksi. Ks. Busch 2016 s. 73.

³⁵⁰ Aldridge 2013 s. 198. *Rebate capture*- tai *rebate arbitrage* -strategiassa HFT-algoritmeilla voidaan hyödyntää eroja eri kaupankäyntialustojen hyvityskäytäntöjen välillä, mutta monimutkaisen strategian voitollisuus edellyttää myös laajempaa markkina-analyysia. *Ibid.*

³⁵¹ SEC 2010 s. 3607.

Markkinoiden hintamuutosten osalta etenkin huippunopean algoritmisen kaupankäynnin riskiksi on nostettu markkinoiden volatiliteetin kasvaminen.³⁵² Zhang raportoi HFT-kaupan vahvistaneen markkinoiden reaktiota uuteen informaatioon.³⁵³ Vahvistunut alkuperäinen hintaliike kääntyi kuitenkin päinvastaiseksi myöhemmillä aikaperiodeilla.³⁵⁴ Tällöin lyhytaikainen, markkinoiden hintaliikettä seuraava kaupankäynti siirtää arvopaperikurssiin informaatiota markkinoiden spekulatiosta ja kaupankäyntihalukkuudesta varsinaisten hintafundamenttien sijaan.³⁵⁵ Algoritmikaupankäynnin ja markkinavolatiliteetin suhde ei kuitenkaan ole yksiselitteinen.³⁵⁶ Algoritmikaupan markkinavaikutukset näyttävätkin olevan vahvasti sidoksissa kaupankäynnin strategiaan intresseihin.³⁵⁷ Alustava empiirinen tutkimus algoritmikaupan markkinavaikutuksista vaatii täydentymistä, jotta kokonaiskuva hintamekanismista markkinoiden normatiivisen ohjauksen perustaksi selkenee.

5.1.2 Rationaalisuuden renessanssi?

Tietokoneperustainen automatisoitu kaupankäynti luo tarpeen arvioida uudelleen markkinoiden ja sijoittajien rationaalisuutta. Markkinoiden ja yksittäisten sijoittajien rajoittamattomuutta rationaalisuutta kritisoineen behavioristisen tieteen havainnot pätevät vain osittain uuteen, inhimillisestä rajoittuneisuudesta irrottautuvaan sijoitustoimintaan.³⁵⁸ Arvioituna uusklassisen taloustieteen rationaalisuusaksioomia vasten, automatisoitu sijoitustoiminta täyttää rationaalisen hyödynmaksimoijan vaatimukset: päätöksenteko on vapaata subjektiivisesta epätehokkuudesta, kyky hallita informaatiota lähestyy inhimilliseen vastinpariin verrattuna ”rajatonta”, ja lopullinen valinta perustuu ennalta asetettuihin päätöskriteereihin, jotka muuttuvat ympäristön vaikutuksesta vain määriteltyjen ehtojen puitteissa. Sijoitus- ja päätökset eivät siten ole riippuvaisia subjektiivisesta ja tunneilmaisesta todellisuusarvi-

³⁵² Markkinoiden kokonaisvolatiliteetin rinnalla HFT-kaupankäyntiin on yhdistetty riski äkillisten ja suurten kurssiheilahdusten jyrkkemisestä. Ks. Sornette – Von der Becke 2011 s. 6.

³⁵³ Zhang 2010 s. 24.

³⁵⁴ Zhang 2010 s. 26.

³⁵⁵ Froot – Scharfstein – Stein 1992 s.1479.

³⁵⁶ Ks. esim. Hendershott – Riordan 2011 s. 23, jossa markkinavolatiliteetti kasvoi vain hinnoittelun tarkentumisen puitteissa. Hintamekanismin osalta Cvitanic ja Kirilenkon tutkimuksessa havaittiin algoritmikaupan kykenevän hyödyntämään ihmissijoittajien päätöksentekoa ja koneellisen kaupankäynnin mukaantulon muuttavan markkinahintaa ilman uutta hintainformaatiota. Ks. Cvitanic – Kirilenko 2010 s. 14. Automaattisen kaupankäynnin myötä markkinatransaktioiden hintajakauma tiivistyi. Cvitanic – Kirilenko 2010 s. 21.

³⁵⁷ Hagströmer – Nordén 2013 s. 768–769 raportoivat likviditeettiä lisäävien tarjousten ja *market making* -strategioiden muodostavan enemmistön HFT-kaupasta, jolloin automatisoidun kaupan kokonaisvaikutus vähentäisi markkinoiden lyhytaikaista volatiliteettiä.

³⁵⁸ Kumiega – Van Vliet 2012 s. 54 huomauttavat, että automatisoidun kaupankäynnin behavioristiset piirteet voivat ilmetä sijoitusreaktioiden sijaan järjestelmien ja niitä kehittävien ja ylläpitävien ihmisten kanssakäymisen yhteydessä esimerkiksi ohjelmiston kehitysprosessin aikana.

osta.³⁵⁹ Algoritminen päätöksenteko tuo markkinoiden järkevän sijoittajan lähemmäs tehokkailla markkinoilla operoivaa rationaalista sijoittajaa.

Automatisoidun päätöksenteon myötä tiedon olennaisuuskynnys markkinoilla laskee.³⁶⁰ Edellä hintaliikkeen suuruuden ja olennaisuuskynnyksen normatiivisen analyysin yhteydessä todettiin, että olennaisuuden numeerisen alarajan asettaminen on pitkälti mahdotonta, ja tapauskohtainen olennaisuus päätöksenteon perusteena on suhteutettava kulloiseenkin kontekstiinsa. Sijoitusalgoritmin päätöksenteko on kuitenkin tilannesidonaisuudesta vapaata silloin, kuin sijoituspäätös on sidottu sijoituksia ohjaavaan parametriin.³⁶¹ Tällöin algoritminen sijoittaja ei varsinaisesti arvioi tiedon olennaisuutta sijoituspäätöstä tehdessään, vaan olennaisuuden raja on sitä sitovasti ennalta asetettu. Mitä tehokkaampi ja nopeampi algoritmi sijoituksia hallinnoi, sitä marginaalisempiin hintamuutoksiin voittoa tuottava sijoituspäätös voidaan perustaa.

Automatisoidussa kaupankäynnissä markkinatransaktion realisoituminen ei ilmennä harkintaan perustuvaa päätöksentekoa vaan ainoastaan reagointia hintasignaaliin markkinoiden tarjousjakauman mukaisesti. Äärimmilleen vietyä tiedon olennaisuutta ilmentää tällöin jo sen olemassaolo ja tuleminen markkinatoimijoiden tietoisuuteen, jolloin rationaalinen sijoittaja ei erikseen harkiten punnitse tiedon olennaisuutta vaan suoraan reagoi saamaansa uuteen informaatioon. Normatiivisen olennaisuusarvion kannalta on lisäksi huomattava, että tämä reaktioon perustuva, välitön ja rationaalinen mutta ”harkitsematon” reaktio ei välttämättä realisoidu *kurssimuutoksena* vaan spekulatiivisena markkinalikviditeetin ja tarjousjakauman muutoksena. Tällöin algoritmikaupan *sijoituspäätös*, jonka perusteena informaatiota hyödynnetään, on merkittäväällä tavalla erilainen kuin se perinteisen

³⁵⁹ Lin 2013 s. 701.

³⁶⁰ Markkinahinnan yhtenä olennaisuuden alarajana voidaan pitää pienintä mahdollista kaupankäyntimäärää ilmentävää pörssinoteerauksen viimeistä desimaaliyksikköä (*tick size*), joka konkreettisesti ilmentää sitä kynnystä, jonka ylittävä informaatio voi ylipäättään ulottaa vaikutuksensa arvopaperin kurssiin. Inhimillisen päätöksenteon heuristiset menetelmät kuitenkin yksinkertaistavat käsiteltävää informaatiota. Numeerisen datan analysointi ensimmäisen kokonaisluvun perusteella on yksi rationaalisen rajallisuuden ilmentymä. (Esimerkiksi hintoja vertailtaessa 2,00 voidaan kokea olennaisesti suuremmaksi kuin 1,99. Thomas – Morwitz 2005 s. 55 viittaavat ilmiöön termillä *Left Digit Effect*.) Hintapyöristyksistä ja diskreetistä hinnoittelusta aiheutuvaa hintojen kasautumista (*price clustering*) ilmenee myös arvopaperimarkkinoilla. Ks. esim. Harris 1991 s. 389–390. Hameed – Terry 1998 s. 865 havaitsivat hinnan kasautumisen lisääntyvän kaupankäyntikoon pienentyessä. Kaupankäynnin automatisoituessa marginaalisten hinnanerojen käsittely kuitenkin tarkentuu, sillä ohjelmistojen kehittyessä ja yleistyessä prosessointikapasiteetti rajoittaa marginaalitiedon hyödyntämistä yhä vähemmän. Empiirisen lisätutkimuksen myötä selvinnee, muuttaako algoritmikauppa myös markkinoiden hinnoittelua diskreetistä jatkuvaan.

³⁶¹ Yadav 2015 s. 1626 Tällöin on kuitenkin kyse algoritmikaupasta yksinkertaisimmillaan, ja sovellettavat kaupankäyntistrategiat voivat olla huomattavasti monimutkaisempia. *Ibid.*

sijoitustoiminnan päätös ostaa tai myydä arvopapereita, johon olennaisuusarvio on aiemmin kytkeyty.

Harkinnattomalla ja reaktiivisella rationaalisuudella on kuitenkin kääntöpuolensa. Usein viitattu esimerkki algoritmisen kaupankäynnin arvaamattomuudesta on vuoden 2010 *Flash Crash* -kurssiromahdus New Yorkin pörssin johdannaismarkkinoilla, jossa suurivolyyminen myyntitarjous laukaisi E-mini S&P 500 -futuuriin myyntipiikin johtaen yhteen historian suurimmista yksittäisistä kurssiheilahduksista.³⁶² Algoritmisijoittajien ja yleisen HFT-kaupankäynnin lopullisesta osuudesta romahdukseen ei ole lopullista selvyyttä, mutta tapaus nosti epäilyksen automatisoidun kaupankäynnin ennakoimattomista markkinavaikutuksista.³⁶³ Rationaalisuudestaan huolimatta automatisoitu markkina ei välttämättä ole *järkevä* sääntelyn edellyttämässä merkityksessä. Vaikka kaupankäynnin nopeutuminen, informaation kasvanut määrä ja lisääntyvä sijoitusautomaatio ovat osa uutta markkinaympäristöä, jossa ei näyttäisi olevan sijaa inhimilliselle ja auttamatta rajalliselle päätöksenteolle, vaatii algoritminenkin rationaalisuus valvontaa ja ulkoista harkintaa – inhimillisen päätöksenteon tarve ei poistu markkinoilta.³⁶⁴ Tämä päätöksenteko on kuitenkin altis inhimillisyyden mukanaan tuomille rajoitteille, jolloin automatisoituvilla arvopaperimarkkinoilla *Aarnion* otsikkoasetelma *rational as reasonable* saisi osuvan sisällön mukautetussa muodossa *reasonable as rational but humanly behavioral*.

5.2 Järkevyyden kontekstualisointi ja tulkintastandardin vuorovaikutteisuus

De Bondt ja *Thaler* määrittelevät rahoitustaloustieteen kaksoistehtäväksi ja haasteeksi yhtäältä optimaalisen toiminnan mallintamisen sekä toisaalta todellisen toiminnan kuvaamisen.³⁶⁵ Ratkaisuna tähän sijoittajan valintaa kuvaavan teorian tulee säilyttää normatiivinen oletus sijoittajien optimoinnista mutta samalla (behavioristisen tutkimuksen avulla) kehittää todellisuudessa havaittavaa käytöstä kuvaavia malleja.³⁶⁶ Vastaava tavoiteasetelma

³⁶² 6. maaliskuuta 2010 automaattinen kaupankäyntiohjelmisto toteutti sille ohjelmoidun E-mini -futuuriopimusten tarjoustoimeksiannon, joka oli sidottu 9 %:iin edeltäneen minuutin kaupankäyntivolyymista ilman hinta- tai aikarajoitteita. Markkinan epävakaudesta johtuen ohjelmoitu toimeksianto johti 75.000 johdannaisopimuksen myyntiin 20 minuutin aikana vastaten suurinta E-mini-futuuriin nettoposition muutosta kyseisen vuoden aikana. Ks. CFTC – SEC 2010 s. 2–3. Markkinoiden äkillinen myyntipaine johti osakeindeksien 5–6 %:n romahdukseen vain muutamissa minuuteissa ennen paluuta tavanomaiseen kaupankäyntiin ja heilahdusta edeltäneelle tasolle. CFTC – SEC 2010 s. 9.

³⁶³ Busch 2016 s. 72. Romahduksen epäilyistä aiheuttajista ks. Easley – López de Prado – O’Hara 2011 s. 118.

³⁶⁴ Lin 2013 s. 731–732.

³⁶⁵ De Bondt – Thaler 1995 s. 387.

³⁶⁶ De Bondt – Thaler 1995 s. 387.

toistuu sijoittajien toiminnan normatiivisessa analyysissä määriteltäessä edellytykset järkevälle sijoitustoiminnalle. Järkevän sijoittajan normatiivisen tulkintastandardin täytyy kyetä sekä vastaamaan modernin arvopaperimarkkinaympäristön vaatimuksia, että heijastamaan uusien markkinailmiöiden ymmärrystä. Systeemitason rationaalisuus edellyttää markkinoiden ohjautuvuutta ja sisäistä loogisuutta; erityinen yksittäistason rationaalisuus taas määräytyy tilannekohtaisesti, ja päätöksenteko mukautuu kulloisiinkin olosuhteisiin. Yksistään tämä jaottelu ei kuitenkaan riitä, sillä yksilöllinenkin rationaalisuus operoi samoilla markkinoilla, joita sääntelyn ohjausvaikutuksella kontrolloidaan.

Yksi vaihtoehto täyttää edellä asetettu kaksoistavoite sijoittajan päätöksenteon normatiivisessa mallintamisessa on *Linin* esittämä modulaarinen lähestymistapa järkevän sijoittajan määrittelyyn. *Lin* ehdottaa normatiivista standardia, joka tunnistaisi aiemman sijoittajatyypin ohella myös uuden *algoritmisen* järkevän sijoittajan.³⁶⁷ *Linin* mukaan modulaarisessa lähestymistavassa etenkin algoritmisen sijoittajakäsityksen tulisi teknisten yksityiskohtien sijaan nojautua yleisiin periaatteisiin ja sijoitustoimintaa kuvaaviin parametreihin.³⁶⁸ Järkevän sijoittajan ja tämän päätöksenteon pilkkominen erillisiksi osatekijöiksi vaatii oikeudellisessa ratkaisutoiminnassa yksilöityä kannanottoa järkevyyden elementteihin. Tällöin korostuu normatiivisen käsitteen vuorovaikutteisuus. Yksilöity sisältö heijastaa ymmärrystä markkinatoiminnasta ja pakottaa lainsoveltajan ja -laatijan kasvattamaan tätä ymmärrystä markkinaympäristöstä sekä haastamaan vallitsevia todellisuuskäsityksiä ja muiden tieteiden tutkimustuloksia. Toisaalta yksilöidyt parametrit lisäävät sääntelyn ennakoitavuutta, kun lopputuloksen muodostava kokonaisuus eritellään pienempiin osiin. Eurooppalaisen järkevän sijoittajan standardin muodostumisessa merkittävä rooli tulee olemaan EUT:n ensimmäisellä yhteiseurooppalaisen MAR:n alaisen käsitteen tulkintaratkaisulla, jossa tuomioistuin toivottavasti ottaa yksilöidysti kantaa niihin järkevyyden elementteihin, joille se harkinnassaan antaa painoarvoa.

Lin ei kuitenkaan tarkenna, mitä ovat ne edellä mainitut sijoitustoimintaa kuvaavat yleiset parametrit, joille järkevän tai algoritmisen sijoittajan käsite tulisi rakentaa. Yksi vaihtoehto on tarkastella markkinaympäristöä itsessään. *Kotiranta* korostaa omassa väitöstutkimuksessaan laajan kontekstin ja kokonaisjärjestelyjen hahmottamista sisäpiirintiedon arvioin-

³⁶⁷ Lin 2015 s. 499.

³⁶⁸ Lin 2015 s. 499.

nissa.³⁶⁹ Moderni markkinaympäristö on yhä vahvemmin polarisoitunut etenkin automatoituvan kaupankäynnin myötä. Voimassa oleva käsite järkevistä sijoittajista on tullut luontevan soveltuvuutensa ääri rajoille, mutta peruslähtökohdiltaan sijoittajan päätöksenteon ja tiedon olennaisuuden tulkintatilanne ei kuitenkaan ole muuttunut. On siten arvioitava kriittisesti, onko tarpeellista puhua käsitteen uusista parametreista, vai kiinnittää huomio ensisijaisesti järkevän sijoittajan toimintaympäristössä tapahtuneisiin muutoksiin, joissa käsitteellä operoidaan, kun monimutkaista markkinaa pyritään tarkoituksenmukaisesti sääntelemään.³⁷⁰

Moderneilla markkinoilla olennaisuusarviossa on mahdollista hahmottaa kaksi erillistä toimintaympäristöä ja tulkintakontekstia, joissa sijoittajan järkevällä päätöksenteolla operoidaan.³⁷¹ Nämä kaksi toimintaympäristöä, erillistä markkinaa, erottavat osakkeen tai muun arvopaperin fundamentaalisen arvon sen kaupankäyntiarvosta. Arvopaperikaupan *lyhyellä* markkinalla kauppaa käydään automatisoidusti *markkinajärjestelmällä itsellään*, sen teknisten ominaisuuksien ääri rajoilla ja niitä vastaan. Kaupankäynnin automatisoituessa lisääntyy tarve käsitellä markkinoita ja niillä toimivaa järkevää sijoittajaa erillisinä entiteetteinä. Inhimillinen harkinta nousee järkevyyden keskeiseksi erottajaksi markkinoiden aggressiivisesta rationaalisuudesta. Tällä markkinalla sijoittajan sijoituspäätökset on kuitenkin erotettu sijoittajan itsensä päätöksenteosta, ja sijoittajan huolellisuus kohdistuu sijoitustoimintaa edeltävään aikaan ja sen valmisteluihin.³⁷² Marginaalisten kaupankäyntietumatkojen tavoittelussa informaatioedun turvaava tieto ei ole fundamenttimarkkinaa vastaavalla tavalla sidottu liikkeeseenlaskijaan, vaan ratkaiseva kaupankäynti-informaatio saadaan merkittävässä määrin kaupankäyntialustan järjestelmistä kaupankäynnistä itsestään. Lyhyellä markkinalla päätöksenteon kriteerit ovat kiinteämmin sidottuja tekniseen toimin-

³⁶⁹ Kotiranta 2014 s. 324.

³⁷⁰ Automatisoitu ohjelmistosijoittaminen on merkittävä ja omapiirteinen sijoitusmuotonsa, jonka erityispiirteet on hahmotettava yhdeksi järkevän sijoittajan sovelluskontekstiksi. Perusasetelma olennaisuuden tulkinnassa on kuitenkin edelleen kielletyn informaatioedun poistaminen markkinoilta. Normatiivisen käsitteen uudelleenmuotoilulla voidaan siten asemoida normatiivinen standardi paremmin muuttuneeseen toimintaympäristöönsä, mutta standardin virittäminen ei saa johtaa sääntelyn intressikonfliktiasetelman kiertämiseen. Ks. Knuts 2010a s. 86.

³⁷¹ *Karhun* toimintaympäristökäsitteen sisältöä analysoinut *Kolehmainen* on kritisoinut etenkin toimintaympäristötermin käyttöä tuomioratkaisuissa sen täsmällistä merkityssisältöä määrittelemättä. Ks. Kolehmainen 2010 s. 18 av. 54. Toimintaympäristökäsitteestä uuden varallisuus oikeudellisen teorian yhteydessä ks. Pöyhönen 2000 s. 162–169. Jotta toimintaympäristö liittyy *Kolehmaisena* edellyttämällä tavalla käsillä olevaan *oikeussuhdeanalyysiin*, käsitteellä tarkoitetaan tässä yhteydessä ensisijaisesti kaupankäynnin strategista toimintaympäristöä eli modernia arvopaperikauppaa ohjaavaa logiikkaa, joka määrittää sen, millä perusteella osapuolet ryhtyvät markkinatransaktioihin.

³⁷² Yadav 2015 s. 1620–1621. Sijoitusalgoritmin tehdessä konkreettiset sijoituspäätökset sijoittajan vastuu ja velvollisuus painottuvat ohjelmiston suunnittelussa ja automatisoitavan sijoitusstrategian määrittelyssä.

taympäristöön ja sen rajoitteisiin. Käytässä kauppaa markkinamekanismilla ja -järjestelmällä itsellään päätöksenteon kannalta olennaisen tiedon ja toiminnan rationaalisuuden arvioinnissa teknisten määritelmien merkitys väistämättä korostuu.

Markkinoiden fundamentaalisessa kaupankäyntikontekstissa, *pidemmän sijoitushorisontin* markkinalla, päätöksenteon logiikka ja rationaalisuus kytkeytyvät tiiviimmin inhimilliseen käyttäytymiseen. Myös tällä markkinalla kaupankäynnin automatisointi ja sijoitusohjelmistot hyödyttävät sijoittajia, mutta sijoitushorisontin pidentyessä subjektiivisen arvion rooli päätöksenteossa korostuu.³⁷³ Tässä kontekstissa lisäsisältö rationaaliselle tai järkevälle päätöksenteolle löytyy rationaalisen valinnan teorian ja behavioristisen tutkimuksen välisestä dialogista. Kannanotto sijoittajan järkevyyden sisältöön on kannanotto siihen, minne teoreettisen rajoittamattoman rationaalisuuden ja tässä havaittujen rajoitteiden välinen raja asetetaan. Oikeudellisen tulkintaratkaisun tulee siten määritellä ne tekijät, jotka toimintaympäristön kokonaisuudesta on nostettu osaksi normatiivista olennaisuusarviota. Pidempiaikainen järkevä sijoittaja pitää tulkintakäsitteenä sisällään myös ne sijoittajat, joilla ei ole resursseja tai halua osallistua automatisoituun HFT-kaupankäyntiin. Siten fundamentaalisella markkinalla sijoittaja voi nojautua, mutta monesti myös joutuu turvautumaan, omaan subjektiiviseen arvioonsa sijoituksiensa arvonkehityksestä. Tällöin markkinaluottamus edellyttää, että markkinasääntely kykenee tunnistamaan ne puutteellisuudet, joille subjektiivinen arvio on kulloisessakin kontekstissaan altis.

Behavioristisen rahoitustutkimuksen tulosten hyödyntäminen ei automaattisesti vie oikeudellista standardia lähemmäs yksittäistapauksen todellisuutta, mutta niiden huomioiminen mahdollistaa havaittua todellisuutta legitimoivan argumentaation. Argumentaation yksityiskohtaistaminen altistaa sen väistämättä laajemmalle kritiikille, mutta normatiivisen standardin muotoilu ei voi perustua pelkästään teoreettisesti kauniiseen ideaaliin, vaikka se olisikin yksinkertaisuudessaan houkutteleva.³⁷⁴ Kritiikin mahdollistaminen on välttämätön-

³⁷³ Vaikka markkinakontekstien erottelu hahmotetaan tässä ensisijaisesti normatiivisen käsitteenmuodostuksen apuvälineeksi, voi tarve myös konkreettiseen markkinaerotteluun ajankohtaistua lähitulevaisuudessa. 17. kesäkuuta 2016 USA:n SEC hyväksyi Investors' Exchange LLC:n (IEX) hakemuksen kansalliseksi markkinapaikaksi. Ks. SEC 2016-123. IEX hyödyntää kaupankäynnissä 350 mikrosekunnin viivettä, jonka tavoitteena on lisätä sijoittajien tasa-arvoisuutta poistamalla sijoitusohjelmistojen nopeuteen perustuva kaupankäyntietu. IEX 2016.

³⁷⁴ Ks. Langevoort 1992 s. 912.

tä silloin, kun oikeus yhteiskunnan instituutiona haluaa vaikuttaa valitsevaan todellisuuskäsitykseen.³⁷⁵

5.3 Päätöksenteon ja todennäköisyyden dynaaminen arviointi

Sijoittajien päätöksentekoa mallintavan standardin vuorovaikutteisuus ilmentää tavoitetta ymmärtää ilmiötä ja konkreettisesti suhteuttaa oikeudellinen arvio sen sovellusympäristön muutoksiin. Tässä merkityksessä käsitteen vuorovaikutteisuus ja sijoittajan päätöksentekokriteerien sisällön tarkentaminen edellyttävät yksityiskohtaisempaa argumentaatiota, jonka saavuttamisessa yksi keino on normatiivisen todennäköisyysarvion dynaamisuus.

Järkevän sijoittajan päätöksenteon mallintaminen ja normatiivinen analyysi perustuvat viime kädessä oikeudellisessa harkinnassa tehtävälle todennäköisyysarviointille.³⁷⁶ Koska absoluuttista todennäköisyyskynnystä ei tiedon olennaisuustestin yhteydessä voida määrittellä numeerisesti, ajaututaan väistämättä argumentaatioon, jossa todennäköisyyskynnyselle haetaan verbaalista määritelmää. Kuten edellä järkevän sijoittajan testin käsittelyn yhteydessä huomattiin, semanttisella muotoilulla ei päästä argumentaation korkeammalle tasolle määriteltäessä sellaista absoluuttista rajaa todennäköisyysasteelle, joka kykenisi vastaamaan sääntelyn ennakoitavuuden ja tapauskohtaisen mukautumisen kaksoisvaatimukseen. Tiedon hyödyntämisen todennäköisyyden *absoluuttisen* rajanvedon sijaan sen *relatiivinen* vertailu voi tuottaa juridiselle argumentaatiolle lisäarvoa. Inhimillistä päätöksentekoa mallintavan prospektiteorian avulla voidaan vertailevasti argumentoida sijoituspäätöksen toteutumistodennäköisyyden puolesta tai sitä vastaan eri päätöstilanteiden suhteen.³⁷⁷ Pitkän ajan sijoittajien päätöksenteon *referenssitason* määrittelyssä arvopaperien kurssikehitys luo kaupankäynti-ikkunoita, joissa päätöksenteon todennäköisyys muuttuu.³⁷⁸ Näiden aikaikkunoiden huomioiminen päätöksenteon normatiivisessa arvioinnissa auttaa kalibroimaan lähtökohtaista oletettavaa markkinatoimijoiden rationaalisesta hyödyn tavoittelusta. Behavioristisen näkemyksen keskeinen anti normatiiviselle todennäköisyysanalyysille on siten se, että todennäköisyys voidaan dynaamisesti kontekstualisoida sen

³⁷⁵ Todellisuuden haastamisesta oikeustieteessä ks. Tolonen 1997 s. 306.

³⁷⁶ Järkevän sijoittajan testissä todennäköisyysarvio kohdistuu yhtäältä sijoittajan päätöksentekoon ja toisaalta tiedon hintavaikutukseen. Lisäksi edellä jaksossa 4.3.1 esitetysti todennäköisyys linkittyy myös tiedon täsmällisyyteen.

³⁷⁷ Tällöin omaksutaan käsitys kontekstisidonnaisesta päätöksenteosta, ja tiedon hyödyntämisen todennäköisyys kytkeytyy siihen, millaiseen valintatilanteeseen tieto ja sen ilmentävät tulevaisuudennäköymät asemoivat sijoittajan suhteessa vallitseviin olosuhteisiin ja sijoittajan varallisuusasemaan.

³⁷⁸ Ks. edellä jakso 3.2.2.

sijaan, että todennäköisyysarviossa pyrittäisiin ainoastaan kohti todennäköisyyden dikotomista raja-arvoa.³⁷⁹

Arvopaperin markkinahinta heijastaa fundamentaalisella markkinalla informaatiota, joka ohjaa sijoittajan päätöksentekoa. Todennäköisyysarvion toinen osatekijä on tiedon sitominen sen potentiaaliseen hintavaikutukseen. Hintavaikutuksen todennäköisyys tiedon olennaisuuden osatekijänä ja sijoittajan päätöksentekoperusteena on kuitenkin ongelmallinen, kun olennaisuutta arvioidaan automatisoidulla lyhyen horisontin markkinalla. Automatisoidut ohjelmistoperusteiset sijoitusjärjestelmät mahdollistavat tavallisia sijoittajia nopeamman reagoinnin uuteen markkinainformaatioon – olennaiseen tietoon, joka kykenee vaikuttamaan arvopaperin kurssikehitykseen.³⁸⁰ Kun sijoitustuotto perustuu millisekuntien aikaikkunan sisällä tehtäviin ja muuttuviin sijoituspäätöksiin, joissa tuotto saadaan suureen datamassaan sisältyvien yksittäispoikkeamien sekä vähäisten markkinaliikkeiden tavoittamisesta, on kynnys tiedon olennaisuudelle sijoittajien päätöksenteossa täysin erilainen kuin pitkän aikavälin fundamenttiarvoja tarkastelevalla perinteisellä sijoittajalla. Tällä lyhyellä markkinalla kaupankäyntivolyymit ovat suuret, ja sen merkitys kasvaa tulevaisuudessa. On sääntelyn kannalta kriittistä, että olennaisuuden määrittely kyetään kytkemään tarkoituksenmukaisesti päätöksenteon motiiveihin myös tällä markkinasegmentillä.

Algoritmisen huippunopean kaupankäynnin keskeinen etu tavalliseen sijoitustoimintaan nähden on sijoittajien kyky analysoida markkinoiden tarjousvirtaa ja reagoida sen muutoksiin.³⁸¹ Algoritmisen kaupankäynti muuttaa voimakkaasti kaupankäynnin peruslogiikka ja sitä, mihin markkinoiden järkevän sijoittajan päätöksenteko kytkeytyy ja mitkä tekijät määrittävät sijoittajille olennaiseksi katsottavaa tietoa. Normatiivisessa arviossa tieto on olennaista, mikäli se voi vaikuttaa sijoittajan päätöksentekoprosessiin.³⁸² Järkevä ja rationaalisesti toimiva sijoittaja kohdistaa huomionsa sijoituksen tuottamiin kassavirtoihin, joita arvopaperin markkinahinta ilmentää.³⁸³ Kuitenkin arvopaperin elinikäisiä kassavirtoja heijastavalla osakekurssilla on vähän itsenäistä merkitystä prosessille, joka ohjaa nopealiik-

³⁷⁹ Tyhjentävä todennäköisyysarvio ei kuitenkaan ole mahdollinen. Ks. Knuts 2011 s. 111–112. Siksi keskeistä on monipuolistaa sitä keinovalikoimaa, jolla todellisuutta teoreettisesti määritellään.

³⁸⁰ Biais – Foucault – Moinas 2011 s. 2–3.

³⁸¹ Aldridge 2013 s. 117. Yadavin 2015 s. 1663 muotoilu ”*derivatively informed*” traders tavoittaa osuvasti algoritmisijoittajien suhteen markkinainformaatioon.

³⁸² Ks. Huovinen 2004 s. 198 sekä jakso 4.2.2.

³⁸³ Gilson – Kraakman 1984 s. 561.

keisten algoritmien tekemiä sijoituspäätöksiä.³⁸⁴ Toteutuneiden transaktioiden perustella määräytyvän markkinahinnan sijaan automatisoidulla, *lyhyellä* markkinalla sijoittajan huomio kohdistuu tarjousjakauman ilmentämään kaupankäyntipaineeseen ja markkinan likviditeettiin.³⁸⁵ ³⁸⁶ Tällöin sijoittajan järkevän päätöksenteon, tiedon hintavaikutuksen ja tiedon olennaisuuden välille ei muodostu tautologista suhdetta, joka mahdollistaisi näihin kaikkiin tukeutuvan argumentaation.³⁸⁷ Sijoittajan päätöksenteolta vaadittavan rationaalisuuden ja tähän liittyvien todennäköisyysarvioiden dynaamisuus edellyttää, että järkevän sijoittajan päätöksentekoa voidaan peilata myös sitä spekulatiivista ympäristöä vasten, joka liikkuu markkinoiden staattisen tasapainotilan, osakekurssin tai muun arvopaperin markkinahinnan, ympärillä.³⁸⁸

³⁸⁴ *Avellaneda* ja *Stoikov* mallintavat matemaattisesti markkinoiden likviditeetin ja rajahintatarjousten perusteella käytävää kauppaa. Tällöin tarjousjakaumaa seuraavan sijoittajan hyötyfunktio ei ole riippuvainen arvopaperin hintaan liittyvästä epävarmuudesta ja epäsymmetrisen informaation perusteella muodostetuista hinta-arvioista, vaan sijoittajan hyöty ja varallisuus määräytyvät suoraan markkinalle saapuvien osto- ja myyntitarjousten mukaan. Ks. *Avellaneda – Stoikov* 2008 s. 217–219.

³⁸⁵ Osto- ja myyntitarjoukset ovat algoritmisen HFT-kaupan myötä markkinoiden uusi *informaatioyksikkö*. *O'Hara* 2015 s. 263.

³⁸⁶ Markkinoiden tarjousjakauma informaation lähteenä on itsenäinen suhteessa parhaiden osto- ja myyntitarjousten väliseen erotukseen (*bid-ask spread*), eikä näiden tarjoama markkinatieto ei välttämättä ole yhdenmukaista. Ks. *Erenburg – Lasser* 2009 erit. s. 182, jossa tarjouseron ja tarjousjakauman huomattiin reagoivan päinvastaisesti uutisjulkistuksiin pörssipäivän aikana.

³⁸⁷ Sisäpiirisääntelyn kannalta huomionarvoiseksi tekijäksi muodostuu lisäksi se edellä mainittu seikka, ettei kielletyksi katsottava informaatioetu (tarjousjakaumaa koskien) ole lähtöisin jatkuvan tiedonantovelvollisuuden velvoittamalta liikkeeseenlaskijalta, mutta lienee mahdollista yksilöidä liikkeeseenlaskijan tiedossa oleva, tähän itseensä, kyseessä olevaan arvopaperiin tai markkinaan yleisesti liittyvä informaatio-signaali, joka tullessaan julkiseksi vaikuttaisi markkinan likviditeettiin ilman välitöntä hintavaikutusta tarjoten markkinan spekulatiota seuraavalle algoritmilta kaupankäyntiedun. Toiseksi markkinan likviditeetin muutosten merkityksen korostaminen ei poista hintaliitännäisyyden tarpeellisuutta tai käytettävyyttä kokonaan: tarjoukset ovat sijoittajien näkemyksiä arvopaperin hinnasta riippumatta siitä, mihin tämän hinta-arvion katsotaan perustuvan. Lisäksi lienee poikkeuksellista, ettei tarjousjakaumaa muuttava informaatio heijastuisi toteutuneiden transaktioiden kautta myös arvopaperin kurssiin. Hinnat eivät kuitenkaan ole tässä kontekstissa sijoittajan *ensisijainen* tiedonintressin kohde, ja olennaisuuden sitominen välittömästi kurssimuutoksiin tai niiden mahdollisuuteen jättää huomattavan määrän sijoittajien päätöksentekoon vaikuttavaa informaatiota olennaisuusarvion ulkopuolelle.

³⁸⁸ Järkevän sijoittajan päätöksenteko on pörssikurssin ilmentämän markkinahinnan yksi oikeudellinen sovel-luskonteksti. Sen lisäksi, että etenkin algoritmisen kaupankäynnin vaikutuksesta moderneilla arvopaperi-markkinoilla markkinasääntelyn on kyettävä entistä monipuolisemmin huomioimaan ne informaatio-objektit, joihin markkinatoiminnan normatiivinen arvio kytketään, muuttunut käsitys markkinoiden mekaniikasta luo tarpeen arvioida uudelleen pörssikurssin roolia sääntelyn ja markkinatoiminnan kiinnepisteenä. Algoritmisen kaupankäynnin osalta *Yadav* on kritisoinut arvopaperien markkinahinnan asemaa markkinasääntelyssä, sillä hinta ei kykene riittävästi heijastamaan optimaalista resurssiallokaatiota. Ks. *Yadav* 2015 s. 1607. *Yadavin* mukaan etenkin markkinakriisien aikana algoritmista kauppaa ohjaavat motiivit, joiden puutteellinen läpinäkyvyys yleisesti vaarantaa markkinavakauden, eivät riittävästi siirrä riski-informaatiota markkinahintoihin. *Yadav* 2015 s. 1655–1658. Markkinahinnan aseman kriittistä yhtiöoikeudessa ks. mm. *Stout* 2005 sekä sääntelyn kriteereistä yleisesti *Klein* 2005.

6 LOPPUPÄÄTELMÄT

Tämän tutkielman tavoitteena on ollut analysoida ja eritellä arvopaperimarkkinasääntelyn kuvaa markkinoiden järkevästä sijoittajasta, muodostaa kuva järkevyyks-käsitteen taustalla vaikuttavasta problematiikasta sekä tarkastella, millainen sisältö käsitteelle on oikeuskäytännössä ja -kirjallisuudessa annettu. Tarkoituksena on ollut hahmottaa teoreettinen kehikko, jonka pohjalta normatiiviselle rationaalisuuskäsitteelle on rakennettu merkityssisältöä ja joka tarjoaa argumentaation rakennusaineokset sovitettaessa tulkintastandardia muuttuvan markkinaympäristön vaatimuksiin.

Arvopaperimarkkinoiden järkevä sijoittaja on empiirisen ja normatiivisen tieteen leikkauspisteessä sisältönsä saava käsite, jonka tulkinta rakentuu sekä talous- ja oikeusteen välisten että näiden sisäisten tieteellisten intressikonfliktien yhteensovittamisen kautta. Keskeinen pyrkimys on edistää sääntelyllä pääomamarkkinoiden tehokasta toimintaa ja luoda markkinatoimijoille oikeudenmukainen ja ennakoitava toimintaympäristö. *Gilson* ja *Kraakman* kirjoittivat vuonna 1984 tehokkaiden markkinoiden hypoteesin olevan se konteksti, jossa markkinasääntelyä koskeva keskustelu käydään.³⁸⁹ 2000-luvun alussa markkinahokkuuden asema sääntelyn ydinkysymyksenä oli kirjoittajien mukaan edelleen paikallaan, mutta behavioristisen tutkimuksen myötä tarve sijoittajien päätöksenteon yksityiskohtaisempaan mallintamiseen korostui myös normatiivisessa kontekstissa.³⁹⁰ 2010-luvulla järkevä sijoittaja joudutaan asemoimaan markkinoille, joilla etenkin arvopaperikaupan automatisaatio muuttaa edelleen arviointia siitä, millaiset motiivit sijoitustoimintaa ohjaavat ja millaista informaatiota sijoittajan päätöksentekoon kytketty arvopaperin pörssikurssi todellisuudessa heijastaa.

Järkevä sijoittaja on käsite, jota tulee tulkita sen todellisen toimintaympäristön ja olosuhteiden mukaisesti. Vaikka normatiivisen sääntelyn hyväksyttävyyden ei edellytä sen hyödyntämien mallien teoreettista totuutta, on käsitteen tavoitteena kontrolloida ja optimoida todellisten markkinoiden toimintaa. Tällöin tulkinnan markkinalähtöisyys edellyttää, että käsitteen sisältö mukautuu markkinoilla todellisuudessa toimivien sijoittajien ominaisuuksiin. Jotta järkevää sijoittajaa voidaan tarkastella markkinalähtöisesti, on sijoittajan päätöksenteolle hahmotettava lisäksi kaksi erityyppistä tulkintakontekstia. Näiden kontekstien,

³⁸⁹ Gilson – Kraakman 1984 s. 550.

³⁹⁰ Ks. Gilson – Kraakman 2003 s. 738. Kirjoittajat nimesivät behavioristisen rahoitusteorian keskeisiksi sovellusaloiksi markkinamekanismien institutionaalisen sääntelyn ja sijoittajansuojan kehittämisen.

lyhyen ja pitkäjänteisen markkinasegmentin, sisällä normatiivinen oletus sijoittajien päätöksenteosta saa sisältönsä sääntelyn ohjaustavoitteen ja oikeudenmukaisuusvaatimuksen välisen painotuksen mukaisesti. Arvopaperikaupan pitkän sijoitushorisontin markkinalla sijoitustoimintaa ohjaa pyrkimys tavoittaa arvofundamenttien ajama sijoituksen pitkän aikavälin tuottokehitys. Tällä markkinalla sijoittajan päätöksenteko linkittyy pidemmän ajan kehitystä ohjaaviin inhimillisiin valintoihin ja mieltymyksiin. Markkinamekaniikan toimivuus edellyttää markkinakäyttäytymisen säännönmukaisten erityispiirteiden huomiointia sijoitustoiminnan sääntelyssä. Jotta markkinoilla toimivia sijoittajia voidaan kohdella oikeudenmukaisesti, sääntelyn tulee huomioida päätöksenteon tilannesidonnaisuus. Markkinahinta heijastaa tällöin erilaista päätöksentekotilannetta ostajalle ja myyjälle, eikä kyse ole kummankaan osalta neutraalista valinnasta.³⁹¹ Behavioristisen rahoitusteorian havainnot auttavat kiinnittämään huomion tähän päätöksenteon muuttuvaan kontekstuaalisuuteen ja vertailemaan eri osapuolten päätöksentekoasetelmia optimaalisen ja todennukaisen ratkaisun saavuttamiseksi.³⁹²

Pääomamarkkinoiden lyhyellä segmentillä tehokkuuden ja sijoittajan päätöksenteon välinen asetelma muuttuu. Nopeutuva ja automatisoituva kaupankäynti vähentää ihmissijoittajan läsnäoloa ja vaikutusta yksittäisissä sijoituspäätöksissä. Sijoitustoiminnan tavoitteena on edelleen kurssimuutosten ennakointi ja niihin reagointi, mutta sijoitusikkunoiden kaivuessa sekuntien murto-osiin, on epäselvempää, millaisia oikeudellisia oletuksia ja seurauksia voidaan kytkeä markkinoilla havaittavaan kurssiliikkeeseen. Järkevän sijoittajan päätöksentekoanalyysissa pörssikurssin katsotaan muodostavan informaatio-signaalin, joka yhtäältä sisältää sijoittajan tarvitseman tietoaineksen ja toisaalta heijastaa sijoittajien näkemyksiä sijoituskohteen arvosta. Automatisoidussa arvopaperikaupassa arvopaperin odotettuja elinikäisiä kassavirtoja heijastavalla osakekurssilla on kuitenkin aiempaa vähemmän itsenäistä merkitystä sijoittajien päätöksenteolle.

Nopealla markkinalla sijoitusohjelmistojen tarjoama kilpailuetu on löydettävissä yhä laajemmin markkinahintaa ympäröivästä informaatiosta – kaupankäyntialustan tarjouskirjan muutoksista ja markkinan likviditeetistä. Rahoitusvälineiden hintaan, markkinoilla havaittavaan pörssikurssiin, kytketty informaatio-sääntely ei kuitenkaan suoraan tunnista tätä si-

³⁹¹ Langevoort 2002 s. 144.

³⁹² Kuten Gilson – Kraakman 2003 s. 740 korostavat, kognitiivisen päätöksenteon analyysin tulee olla monitahoista ja vertailevaa, jolloin arvopaperitransaktion, yritystoston tai osakekaupan, eri osapuolten päätöksentekoa ja sen dynamiikkaa on arvioitava kokonaisuutena.

joittajan päätöksentekokriteeriä osaksi sisäpiirintiedon määritelmää. Samoin kuin häviävän pieni viive kurssiliikkeen ja tarjousjakauman muutoksen välillä voi hävittää potentiaalisen sijoitustuoton, voi ero markkinahinnan ja -likviditeetin muutoksen välillä mitätöidä tiedon olennaisuuden. Järkevän sijoittajan päätöksentekokriteerin ja tiedon hintavaikutuksen välinen ero on tunnistettava arvioitaessa sisäpiirintiedon olennaisuutta. Modernien arvopaperimarkkinoiden järkevä sijoittaja kykenee analysoimaan näiden välistä suhdetta – tällöin markkinasääntelyn tulkintastandardin tulee mahdollistaa vastaava analyysi normatiivisen arvioinnin osana.

Järkevän sijoittajan henkilössä ja päätöksenteossa tapahtuneet muutokset asettavat kaksi merkittävää haastetta sisäpiirisääntelylle ja sen markkinalähtöiselle tulkinnalle. Yhtäältä nopeutuvan arvopaperikaupan myötä informaation ja markkinoiden allokatiivisen tehokkuuden välinen suhde hämärtyy.³⁹³ Toisaalta markkinoiden järkevän sijoittajan huomio kiinnittyy enenevässä määrin informaatiolähteisiin, joiden vaikutus siirtyy arvopaperien markkinahintoihin vasta välillisesti.³⁹⁴ Molemmissa tapauksissa markkinahinta on tiedon olennaisuusarvion keskeinen parametri, jonka sisältö ja merkitys muuttuvat sääntelyssä sijoittajien päätöksenteosta omaksutun käsityksen mukaisesti. Järkevän sijoittajan käsitteen mukauttamisen ohella muuttuviin vaikutuksiin vastaaminen moderneilla arvopaperimarkkinoilla edellyttää sääntelyssä omaksutun järkevän sijoittajan päätöksenteko-objektin kriittistä tarkastelua. Muutoin MAR:n avulla yhtenäistetty sijoittajastandardi ei kykene vastaamaan markkinaympäristön informaatio-sääntelylle asettamiin vaatimuksiin, eikä oikeusvarmuutta ja markkinalähtöisyyttä lisäämään pyrkivä tulkintakäsite palvele tehokasta, oikeudenmukaista ja oikeasuhtaista markkinakontrollia.

³⁹³ Yadav 2015 s. 1664.

³⁹⁴ O'Hara 2015 s. 263.