

Auli Nikkilä

OSAKEKURSSIMANIPULAATION SÄÄNTELY

Oikeustaloustieteellinen tutkimus

Johtamisen ja talouden tiedekunta
Pro gradu -tutkielma
Toukokuu 2020

TIIVISTELMÄ

Auli Nikkilä: Osakekurssimanipulaation sääntely – Oikeustaloustieteellinen tutkimus
Pro gradu -tutkielma
Tampereen yliopisto
Kauppatieteiden maisteri
Toukokuu 2020

Tutkielman tavoitteena on kuvata osakekurssimanipulaatiota globaalina ilmiönä sekä systematisoida sen ominaispiirteitä pyrkimyksenä hahmottaa optimaalista keinoa säännellä sitä. Toisaalta tutkielman tarkoituksena on vastata tutkimuskysymyksiin – mihin taloudellisiin sekä yhteiskunnallisiin vaikutuksiin perustuen osakekurssimanipulaatiota tulisi säännellä, sekä minkälaisin sääntelystrategisin keinoin ja ratkaisuin osakekurssimanipulaation sääntely tulisi toteuttaa. Osakekurssimanipulaation sääntely- ja toimintaympäristön pohjalta tutkielmassa on omaksuttu pluralistinen lähestymistapa ja siten tutkielmassa hyödynnetään kahta pääasiallista oikeustieteellistä metodia – oikeustaloustiedettä eli law and economics -metodia sekä lainoppia eli oikeusdogmatiikkaa. Oikeustaloustieteellinen argumentaatio muodostaa tutkielman ytimen, kun taas lainoppia hyödynnetään tukemassa argumentaatiota erityisesti voimassa olevan oikeuden systematisoinnissa ja jäsentelyssä. Tutkimuksen tuloksena esitetään, että osakekurssimanipulaation sääntelyä perustellaan lähtökohtaisesti sen aiheuttamilla merkittäville yhteiskunnallisilla ja taloudellisilla kustannuksilla. Osakekurssimanipulaatio vahingoittaa sijoittajien markkinaluottamusta, osakemarkkinoiden tehokkuutta ja eheyttä, minkä seurauksena pääomien allokaatio yhteiskunnassa heikkenee. Tutkielmassa on omaksuttu sääntelystrategisten ratkaisujen esittämiseen varsin maltillinen lähestymistapa perustuen osakekurssimanipulaation moniulotteiseen ja kompleksisiin luonteeseen.

Tutkielman ensimmäisessä pääluvussa (Johdanto) määritellään tutkimustehtävä sekä esitellään tutkimuksen toteuttamistapa. Toisessa pääluvussa (Osakekurssimanipulaation määritelmä ja vaikutukset) tarkastellaan osakekurssimanipulaation luonnetta sekä esitellään sille tutkielmassa omaksuttu määritelmä. Toisessa pääluvussa tarkastellaan myös osakekurssimanipulaation taloudellisia ja yhteiskunnallisia vaikutuksia pyrkimyksenä siten vastata erityisesti ensimmäiseen tutkimuskysymykseen. Kolmannessa pääluvussa (Vallitseva oikeus tila ja erilaiset manipulaatiostrategiat) osakekurssimanipulaatiota siirrytään käsittelemään yksityiskohtaisemmin. Tarkastelu aloitetaan osakekurssimanipulaation toimintaympäristön ja vallitsevan oikeustilan tarkastelemisesta, minkä jälkeen siirrytään tarkastelemaan erilaisia manipulaatiostrategioita. Erilaisille manipulaatiostrategioille esitetään myös luokittelu, jonka mukaan manipulaatiostrategiat jaetaan avomarkkina-, informaatio ja markkinavoimamanipulaatioon. Neljännessä pääluvussa (Osakekurssimanipulaation sääntelyn arviointi) sääntelystrategisia ratkaisuja jäsenellään sääntelylle muodostuvien tavoitteiden ja toisaalta myös haasteiden kautta. Koska manipulaatiostrategioita on monen monta, on yksityiskohtaisemman ja teknisemmän tarkastelun kohteeksi valittu yksi sääntelystrategisesti mielenkiintoinen manipulaatiostrategia – transaktiomanipulaatio. Kyseistä manipulaatiostrategiaa tarkastellaan varsin teknisellä tasolla ja sille määritetään optimaalinen sääntelyratkaisu.

Avainsanat: osakekurssimanipulaatio, markkinamanipulaatio, law and economics, transaktiomanipulaatio, informaatiomanipulaatio, toimeksiantomanipulaatio, avomarkkinamanipulaatio

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck –ohjelmalla.

Sisällys

Sisällys	II
Lähteet	IV
Lyhenteet	XVI
Kuviot	XVIII
1 Johdanto	1
1.1 Tutkimuskohteen esittely ja ajankohtaisuus	1
1.2 Tutkimuskysymykset	5
1.3 Tutkimuskohteen rajaukset	7
1.4 Tutkimusmetodi	9
1.4.1 Pluralistinen lähestymistapa.....	9
1.4.2 Oikeustaloustiede	10
1.4.3 Lainoppi	14
1.5 Tutkielman lähdeaineisto ja rakenne.....	15
2 Osakekurssimanipulaation määritelmä ja vaikutukset	18
2.1 Osakekurssimanipulaation määrittäminen	18
2.1.1 Osakekurssimanipulaation luonne globaalina ilmiönä	18
2.1.2 Tutkielmassa omaksuttu määritelmä.....	24
2.1.3 Osakekurssimanipulaation esiintyvyys.....	29
2.2 Osakekurssimanipulaation vaikutukset.....	32
2.2.1 Ex post - ja ex ante -vaikutukset	32
2.2.2 Vaikutukset osakemarkkinoiden tehokkuuteen ja eheyteen	34
2.3 Debatti sääntelyn tarpeellisuudesta	36
3 Vallitseva oikeustila ja erilaiset manipulaatiostrategiat	39
3.1 Vallitseva oikeustila ja toimintaympäristö.....	39
3.1.1 Toiminta- ja sääntely-ympäristö	39
3.1.2 Finanssikriisin vaikutukset.....	41
3.1.3 High frequency -kaupankäynti.....	44
3.1.4 Markkinoiden väärinkäyttöasetus	45
3.2 Manipulaatiostrategioiden systematisointi.....	49
3.2.1 Manipulaatiostrategioiden transformaatio	49

3.2.2	Manipulaatiostrategioiden luokittelu	50
3.3	Avomarkkinamanipulaatio.....	54
3.3.1	Toimeksiantomanipulaatio.....	54
3.3.2	Transaktiomanipulaatio.....	56
3.3.3	Sopimusperusteinen manipulaatio	57
3.4	Informaatiomanipulaatio	60
3.5	Markkinavoimamanipulaatio	61
4	Osakekurssimanipulaation sääntelyn arviointi.....	63
4.1	Sääntelyn tavoitteet	63
4.1.1	Informaation sääntely.....	63
4.1.2	Rahoitusmarkkinoiden toiminnan turvaaminen	64
4.1.3	Joustavuus ja kansainvälisyys.....	66
4.2	Sääntelystrategiset haasteet.....	67
4.2.1	Osakekurssimanipulaation havaitseminen ja valvonta	67
4.2.2	Tiedonpuute sääntelyn kehityksen pullonkaulana	70
4.3	Transaktiomanipulaation sääntely.....	71
4.3.1	Ex post - ja ex ante -näkökulma.....	71
4.3.2	Vaikutukset osakemarkkinoiden tehokkuuteen ja eheyteen	74
4.3.3	Asymmetrisen hintareaktion ennakoiminen.....	75
4.3.4	Sääntelystrateginen ratkaisu.....	77
4.4	Sääntelystrategiset ratkaisut.....	77
4.4.1	Uusi määritelmä osakekurssimanipulaatiolle.....	77
4.4.2	Lyhyen aikavälin toimenpiteet.....	81
5	Johtopäätökset.....	83

Lähteet

Kirjallisuus

Aarnio, Aulis: Laintulkinnan teoria : yleisen oikeustieteen oppikirja. Porvoo 1989. (*Aarnio 1989*)

Aggrawal, Rajesh – Wu, Guojun: Stock Market Manipulation – Theory and Evidence. 14.8.2002. Saatavilla [www-muodossa <http://finance.bi.no/seminar/wu.pdf>](http://finance.bi.no/seminar/wu.pdf). Sivustolla vierailtu 6.5.2020. (*Aggrawal – Wu 2002*)

Aitken, Michael – Siow, Audris: Ranking World Equity Markets on the Basis of Market Efficiency and Integrity. Teoksessa Herbie Skeete (toim.): Hewlett-Packard Handbook of World Stock, Derivative & Commodity Exchanges. Dublin 2003, s. 1–25. (*Aitken – Siow 2003*)

Akerlöf, George: The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. The Quarterly Journal of Economics 1970 vol. 84 nro. 3, s. 488–500. (*Akerlöf 1970*)

Allen, Franklin – Gale, Douglas: Stock-price manipulation. Review of financial studies 1992 vol. 5 nro. 3, s. 503–529. (*Allen – Gale 1992*)

Angel, James – McCabe, Douglas: Fairness in Financial Markets: The Case of High Frequency Trading. Journal of Business Ethics 2013 vol. 112 nro. 4, s. 585–595. (*Angel – McCabe 2013*)

Arnoldi, Jakob: Computer Algorithms, Market Manipulation and the Institutionalization of High Frequency Trading. Theory, Culture & Society 2016 vol. 33 nro. 1, s. 29–52. (*Arnoldi 2015*)

Austin, Janet: What exactly is market integrity? An analysis of one of the core objectives of securities regulation. William & Mary Business Law Review 2017 vol. 8 nro. 2, s. 215–240. (*Austin 2017*)

Avgouleas, Emiliós: The Global Financial Crisis and the Disclosure Paradigm in European Financial Regulation: The Case for Reform. European Company and Financial Law Review 2009 vol. 6 nro. 4, s. 440–475. (*Avgouleas 2009b*)

Avgouleas, Emiliós: The Global Financial Crisis, Behavioural Finance and Financial Regulation: In Search of a New Orthodoxy. Journal of Corporate Law Studies 2009 vol. 9 nro. 1, s. 23–59. (*Avgouleas 2009a*)

Avgouleas, Emiliios: *The Mechanics and Regulation of Market Abuse: A Legal and Economic Analysis*. New York 2005. (*Avgouleas 2005*)

Barnes, Paul: *Stock Market Efficiency, Insider Dealing and Market Abuse*. Farnham, England; Burlington, VT 2009. (*Barnes 2009*)

Carhart, Mark – Kaniel, Ron – Musto, David – Reed, Adam: *Leaning for the Tape: Evidence of Gaming Behavior in Equity Mutual Funds*. *Journal of Finance* 2002 vol. 57 nro. 2, s. 661–693. (*Carhart 2002*)

Christensen, Hans – Hail, Luzi – Leuz, Christian: *Capital-Market Effects of Securities Regulation: Prior Conditions, Implementation, and Enforcement*. *The Review of Financial Studies* 2016 vol. 29 nro. 11, s. 2885–2924. (*Christensen ym. 2016*)

Coase, Ronald: *The Problem of Social Cost*. *The Journal of Law and Economics*, 1960 Vol. 3, s. 1–44. (*Coase 1960*)

Comerton-Forde, Carole – Putniņš, Tālis: *Stock Price Manipulation: Prevalence and Determinants*. *Review of Finance* 2014 vol. 18 nro. 1, s. 23–66. (*Comerton-Forde – Putniņš 2014*)

Cumming, Douglas – Johan, Sofia: *Global Market Surveillance*. *American Law and Economics Review* 2008 vol. 10 nro. 2, s. 1–53. (*Cumming – Johan 2008*)

Davies, Howard: *The financial crisis and the regulatory response: An interim assessment*. *International Journal of Disclosure and Governance* 2012 vol. 9 nro. 3, s. 206–216. (*Davies 2012*)

Felixson, Karl – Pelli, Anders: *Day end return – stock price manipulation*. *Journal of Multinational Financial Management* 1999 vol. 9 nro 2, s. 95–127. (*Felixson – Pelli 1999*)

Fischel, Daniel – Ross, David: *Should the law prohibit “manipulation” in financial markets?* *Harvard Law Review* 1991 vol. 105 nro. 2, s. 503–553. (*Fischel – Ross 1991*)

Fletcher, Gina-Gail: *Legitimate yet manipulative: The conundrum of open-market manipulation*. *Duke Law Journal* 2018 vol. 68 nro. 3, s. 480–554. (*Fletcher 2018*)

Foley, Sean – Putniņš, Tālis: *Should we be afraid of the dark? Dark trading and market quality*. *Journal of Financial Economics* 2016 vol. 122 nro. 3, s. 456–481. (*Foley – Putniņš 2016*)

- Fox, Merritt – Morck, Randall – Yeung, Bernard – Durvev, Artyom: Law, Share Price Accuracy, and Economic Performance: The New Evidence. *Michigan Law Review* 2003 vol. 102 nro 3, s. 331–386. (Fox ym. 2003)
- Fox, Merritt – Glosten, Lawrence – Rauterberg, Gabriel: Stock Market Manipulation and Its Regulation. *Yale Journal on Regulation* 2018 vol. 35 nro. 1, s. 67–126. (Fox ym. 2018)
- Fox, Merritt – Glosten, Lawrence – Rauterberg, Gabriel: The new stock market: Sense and nonsense. *Duke Law Journal* 2015 vol. 65 nro. 2, s. 191–277. (Fox ym. 2015)
- Fox, Merritt – Glosten, Lawrence – Rauterberg, Gabriel: The New Stock Market: Law, Economics and Policy. New York 2019. (Fox ym. 2019)
- Gai, Jiading – Yao, Chen – Ye, Mao: The Externalities of High-Frequency Trading. WBS Finance Group Research Paper no. 180, 2013, s. 1–48. (Gai ym. 2013)
- Goshen, Zohar – Parchomovsky, Gideon: The essential role of securities regulation. *Duke Law Journal* 2006 vol. 55 nro. 4, s. 711–782. (Goshen – Parchomovsky 2006)
- Green, Jake – Torrens, Emily: The European market abuse regulation: MAR ado about everything. *Journal of Investment Compliance* 2016 vol. 17 nro. 2, s. 1–9. (Green – Torrens 2016)
- Haavio, Markus – Kontulainen, Jarmo – Kortelainen, Mika: Talouskriisi, finanssikriisi ja ennustaminen. *Kansantaloudellinen aikakauskirja* 3/2009, s. 324–330. (Haavio ym. 2009)
- Hansen, Lau: Market abuse case law – Where do we stand with MAR? *European Company and Financial Law Review* 2017 vol. 14 nro. 2, s. 367–390. (Hansen 2017)
- Hansen, Lau: The trinity of market regulation: Disclosure, insider trading and market manipulation. *International Journal of Disclosure and Governance* 2003 vol. 1 nro. 1, s. 64–78. (Hansen 2003)
- Hillion, Pierre – Suominen, Matti: The manipulation of closing prices, *Journal of Financial Markets* 2004 vol. 7 nro. 4, s. 351–375. (Hillion – Suominen 2004)
- Hirvonen, Ari: Mitkä metodit? Opas oikeustieteen metodologiaan. Helsinki 2011. (Hirvonen 2011)
- Huang, Yu Chuan – Cheng, Yao Jen: Stock manipulation and its effects: pump and dump versus stabilization. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 2015 vol. 44 nro. 4, s. 791–815. (Huang – Cheng 2015)

Häyrynen, Janne – Kajala, Ville: Uusi arvopaperimarkkinalaki. Helsinki 2013. (*Häyrynen – Kajala 2013*)

Häyrynen, Janne: Katsauksia ja pienempiä kirjoituksia – Väärinkäyttösäätelyn haasteet arvopaperimarkkinoilla. *Lakimies* 4/2006, s. 628–633. (*Häyrynen 2006*)

Kahan, Marcel: Securities Laws and the Social costs of “inaccurate” stock price. *Duke Law Journal* 1992 vol. 41 no. 5, s. 977–1044. (*Kahan 1992*)

Kanniainen, Vesa – Määttä, Kalle: Näkökulmia oikeustaloustieteeseen. Ensimmäinen painos. Helsinki 1996. (*Kanniainen – Määttä 1996*)

Keynes, John Maynard: *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Lontoo 1936. (*Keynes 1936*)

Kindleberger, Charles – Aliber, Robert: *Manias, Panics, and Crashes – A History of Financial Crises*. Viides painos. Hoboken 2005. (*Kindleberger – Aliber 2005*)

Kirilenko, Andrei – Kyle, Albert – Samadi, Mehrdad: The Flash Crash: High-Frequency Trading in an electronic market. *The Journal of Finance* 2017 vol. 72 nro. 3, s. 967–998. (*Kirilenko ym. 2017*)

Kirilenko, Andrei – Lo, Andrew: Moore’s law versus Murphy’s law: Algorithmic trading and its discontents. *Journal of Economic Perspectives* 2013 vol. 27 nro. 2, s. 51–72. (*Kirilenko – Lo 2013*)

Knuts, Mårten: *Kursmanipulation på värdepappersmarknaden*. Helsinki 2010. Väitöskirja. (*Knuts 2010*)

Knuts, Mårten: *Sisäpiirisäätely arvopaperimarkkinoilla*. Helsinki 2011. (*Knuts 2011*)

Knüpfer, Samuli – Puttonen, Vesa: *Moderni rahoitus*. 10. painos. Helsinki 2018. (*Knüpfer – Puttonen 2018*)

Kontkanen, Erkki: *Finanssimarkkinoiden sääntely – Teoria ja todellisuus*. Teoksessa Immonen, Raimo – Knuutinen, Reijo (toim.): *Oikeuden ja talouden rajapinnassa – Juhlakirja Matti J. Sillanpää 60 vuotta*. Keuruu 2015, s. 91–104. (*Kontkanen 2015*)

Krosno, Charles: *High-frequency trading: A regulatory strategy*. *University of Richmond Law Review* 2014 vol. 48 nro.2, s. 523–610. (*Krosno 2014*)

- Kyle, Albert – Viswanathan, Sathish: How to define illegal price manipulation. *The American Economic Review* 2008 vol. 98 no. 2, s. 274–279. (*Kyle – Viswanathan 2008*)
- Langevoort, Donald: Taming the animal spirits of the stock markets: A Behavioral approach to securities regulation. *Northwestern University Law Review* 2002 vol. 97 nro. 1, s. 135–188. (*Langevoort 2002*)
- Ledgerwood, Shaun – Carpenter, Paul: A Framework for the analysis of market manipulation. *Review of Law and Economics* 2012 vol. 8 nro. 1, s. 253–295. (*Ledgerwood 2012*)
- Lin, Tom C. W.: The new market manipulation. *Emory Law Journal* 2017 vol. 66 nro. 6, s. 1253–1314. (*Lin 2017*)
- Lower, Robert C.: Disruptions of the futures market: Comment on dealing with market manipulation. *Yale Journal on Regulation* 1991 vol. 8, s. 391–402. (*Lower 1991*)
- Mahoney, Paul – Rauterberg, Gabriel: The Regulation of Trading Markets: A Survey and Evaluation. Teoksessa Fox, Merrit (toim.): *Securities Market Issues for the 21st Century*. New York 2018, s. 221–281. (*Mahoney – Rauterberg 2018*)
- Marjosola, Heikki: Regulating financial markets under uncertainty: the EU approach. Saatavilla http://eprints.lse.ac.uk/68717/1/Marjosola_Regulating%20fiancail%20markets1.pdf. Sivustolla vierailtu 20.4.2020. Artikkele julkaistu: *European Law Review* 2014 vol. 39 nro. 3, s. 338–361. (*Marjosola 2014*)
- Markham, Jerry: *Law Enforcement and the History of Financial Market Manipulation*. Armonk, N.Y. 2013. (*Markham 2013*)
- Meier, Jean-Marie: Regulatory Integration of International Capital Markets. 27.6.2019. Saatavilla https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2931569. Sivustolla vierailtu 20.4.2020. (*Meier 2019*)
- Mercuro, Nicholas – Medema, Steven: *Economics and the Law – from Posner to Post-modernism*. Princeton 1997. (*Mercuro – Medema 1997*)
- Moloney, Niamh: EU Financial market regulation after the global financial crisis: “more Europe” or more risks? *Common Market Law Review* 2010 vol. 47 nro. 5, s. 1317–1383. (*Moloney 2010*)

- Moloney, Niamh: EU Securities and Financial Markets Regulation. Kolmas painos. Oxford 2014. (*Moloney 2014*)
- Mulherin, Harold: Measuring the costs and benefits of regulation: Conceptual issues in securities markets. *Journal of Corporate Finance* 13 2007, s. 421–437. (*Mulherin 2007*)
- Mähönen, Jukka: Taloustiede lain tulkinnassa. *Lakimies* 1/2004, s. 49–64. (*Mähönen 2004*)
- Määttä, Kalle: Oikeustaloustieteen aakkoset. Helsinki 1999. (*Määttä 1999*)
- Määttä, Kalle: Oikeustaloustieteen perusteet. Toinen painos. Helsinki 2016. (*Määttä 2016*)
- Möllers, Thomas: Sources of Law in European Securities Regulation – Effective Regulation, Soft Law and Legal Taxonomy from Lamfalussy to de Larosière. *European Business Organization Law Review* 11/2010, s. 379-407. (*Möllers 2010*)
- Nelemans, Matthijs: Redefining trade-based market manipulation. *Valparaiso University Law Review* 2008 vol. 42 nro. 4, s. 1169–1220. (*Nelemans 2008*)
- Niemi, Matti Ilmari: Oikeuslähteet verkkona – käytännöllinen näkökulma. Oikeusteorian poluilla. Teoksessa Sauli Mäkelä (toim.): Juhlakirja professori Rauno Halttunen. Lapin yliopiston oikeustieteellisiä julkaisuja, sarja C 42, Rovaniemi 2006, s. 219–240. (*Niemi 2006*)
- Partnoy, Frank: Financial Derivatives and the Costs of Regulatory Arbitrage. *The Journal of Corporation Law* 1997 vol. 22 nro. 2, s. 211–256. (*Partnoy 1997*)
- Perdue, Wendy: Manipulation of futures markets: Redefining the offense. *Fordham Law Review*, 1987 vol. 56 nro. 3, s. 345–402. (*Perdue 1987*)
- Pereira da Silva, Paulo: On the Effects of Capital Markets’ Regulation on Allocation Efficiency: An Assessment of EU Market Abuse Directive. 27.12.2018. Saatavilla [www-muodossa < https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3307015 >](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3307015). Sivustolla vierailtu 20.4.2020. (*Pereira da Silva 2018*)
- Pirrong, Craig: Squeezes, Corpses, and the Anti-Manipulation Provisions of the Commodity Exchange Act. *Regulation* 1994 vol. 17 nro. 4, s. 52–63. (*Pirrong 1994*)
- Putniņš, Tālis: Market manipulation: A survey. *Journal of Economic Surveys* 2012 vol. 26 nro. 5, s. 952–967. (*Putniņš 2012*)

- Pönkä, Ville: Yhdenvertaisuus osakeyhtiössä. Helsinki 2012. (*Pönkä 2012*)
- Scott, Kenneth: Insider Trading: Rule 10b-5, Disclosure and Corporate Privacy. *The Journal of Legal Studies* 1980 vol. 9 nro. 4, s. 801–818. (*Scott 1980*)
- Siems, Mathias – Nelemans, Matthijs: The Reform of the EU Market Abuse Law: Revolution or Evolution? *Maastricht Journal of European and Comparative Law* 2012 vol. 19, s. 195–205. (*Siems – Nelemans 2012*)
- Siering, Michael – Clapham, Benjamin – Engel, Oliver – Gomber, Peter: A Taxonomy of financial market manipulations: establishing trust and market integrity in the financialized economy through automated fraud detection. *Journal of Information Technology* 2017 vol. 32 nro. 3, s. 251–269. (*Siering ym. 2017*)
- Siltala, Raimo: Oikeustieteen tieteenteoria. Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen julkaisuja, A-sarja N:o 234. Helsinki 2003. (*Siltala 2003*)
- Spatt, Chester: Regulatory Conflict: Market Integrity vs. Financial Stability. *University of Pittsburgh Law Review* 2010 vol. 71, s. 625–639. (*Spatt 2010*)
- Söderström, Rebecca: Regulating Market Manipulation: An Approach to desining regulatory principles. Uppsala Faculty of Law working paper 2011:1, s. 1–46. (*Söderström 2011*)
- Taleb, Nassim: *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*. Toinen painos. New York 2010. (*Taleb 2010*)
- Teigelack, Lars: §15 Market Manipulation. Teoksessa Veil, Rüdiger (toim.): *European capital markets law*. Toinen painos. Oxford ja Portland, 2017. (*Teigelack 2017*)
- Thel, Steve: \$850,000 in six minutes – The mechanics of securities manipulation. *Cornell Law Review* 1994 vol. 79 nro. 2, s. 219–298. (*Thel 1994*)
- Timonen, Pekka: Oikeustaloustiede – mitä se on? *Lakimies* 1/1998, s. 100–114. (*Timonen 1998b*)
- Timonen, Pekka: Johdatus lainopin metodiin ja lainopilliseen kirjoittamiseen. Helsingin yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta. Helsinki 1998. (*Timonen 1998a*)
- Tuomola, Kari: Arvopaperimarkkinarikosten erityiskysymyksiä. Edilex 25.3.2003 [www.edilex.fi] (*Tuomola 2003*)

Whitehead, Charles: Reframing Financial Regulation. *Boston University Law Review* 2010 vol. 90 nro. 1, s. 1–50. (*Whitehead 2010*)

Wilson, Sarah: The new Market Abuse Regulation and Directive on Criminal Sanctions for Market Abuse: European capital markets law and new global trends in financial crime enforcement. *ERA Forum* 2015 vol. 16 nro. 3, s. 427–446. (*Wilson 2015*)

Virallislähteet

Lainsäädäntö

Komission delegoitu asetus Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen 596/2014 täydentämisestä kolmansien maiden tiettyihin julkisiin elimiin ja keskuspankkeihin sovellettavan poikkeuksen, markkinoiden manipuloinnin indikaattorien, tietojen julkistamisen raja-arvojen, lykkäämistä koskevat ilmoitukset vastaanottavan toimivaltaisen viranomaisen, suljettuina ajanjaksoina sallitun kaupankäynnin sekä johtohenkilöiden ilmoitettavien liiketoimien tyyppien osalta 522/2016, 17.12.2015. (*Komission delegoitu asetus 522/2016*)

Oikeustapaukset

Yhdysvallat

Cargill Inc. v Hardin, 452 F2d (1971)

Santa Fe Industries, Inc. v Green 430 U.S. (1977)

Muut virallislähteet

Euroopan yhteisöjen komissio: Tiedonanto kevään Eurooppa-neuvostolle – Elvytys Euroopassa, osa 1. KOM (2009) 114 lopullinen, 4.3.2009 Bryssel. (*KOM (2009) 114*)

European commission staff working paper – Impact assessment SEC (2011) 1217 final, 20.10.2011. (*SEC (2011) 1217*)

European Commission: Regulatory process in financial services. Saatavilla www-muodossa: <https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-reforms-and-their-progress/regulatory-process-financial-services/regulatory-process-financial-services_en>. Sivustolla vierailtu 25.11.2019. (*Euroopan komissio 2019*)

European Securities and Markets Authority: Report to the Commission on the application of accepted market practices, 18.12.2018. (*ESMA 2018*)

Final report of the Committee of wise men on the Regulation of European Securities Markets, 15.2.2001. (*Lamfalussy-raportti*)

Finanssivalvonta: Markkinat-tiedote 1/2012. (*Markkinat-tiedote 1/2012*)

High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector, final report. Bryssel 2.10.2012. (*High-level Expert Group – final report*)

IOSCO – Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions: Investigating and Prosecuting Market Manipulation. Toukokuu 2000. (*IOSCO 2000*)

Securities and Exchange Commission and Commodity Futures Trading Commission: Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010 – Report of the Staffs of the CFTC and SEC to the Joint Advisory Committee on Emerging Regulatory Issues. (*SEC – CFTC 2010*)

Muut lähteet

Brogaard, Jonathan: High Frequency Trading and its Impact on Market Quality. 20.9.2010, s. 1–66. Saatavilla www-muodossa <<https://pdfs.semanticscholar.org/9729/0f4f9b83ae6e0008f4ae69f4b2e44c2d5cc1.pdf>>. Sivustolla vierailtu 6.5.2020. (*Brogaard 2010*)

CNBC: Goldman Sachs is spending \$100 million to shave milliseconds off stock trades, 1.8.2019. Saatavilla www-muodossa <<https://www.cnbc.com/2019/08/01/goldman-spending-100-million-to-shave-milliseconds-off-stock-trades.html>>. Sivustolla vierailtu 29.4.2020. (*CNBC 1.8.2019*)

CNN Business: 22 million Americans have filed for unemployment benefits in the last four weeks, 16.4.2020. Saatavilla www-muodossa <<https://edition.cnn.com/2020/04/16/economy/unemployment-benefits-coronavirus/index.html>>. Sivustolla vierailtu 21.4.2020. (*CNN Business 16.4.2020*)

European Central Bank: Our response to the coronavirus emergency, 19.3.2020. Saatavilla www-muodossa <<https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200319~11f421e25e.en.html>>. Sivustolla vierailtu 21.4.2020. (*EKP 19.3.2020*)

Financial Services Authority: The Turner Review – A Regulatory response to the global banking crisis. Maaliskuu 2009. Saatavilla www-muodossa <http://news.bbc.co.uk/2/shared/bsp/hi/pdfs/18_03_09_turner_review.pdf>. Sivustolla vierailtu 6.5.2020. (*Turner-raportti*)

Financial Times: FT Explainer: Keeping up with high-frequency traders, 5.9.2016. Saatavilla www-muodossa <<https://www.ft.com/content/66fa2bbc-6528-11e6-8310-ecf0bddad227>>. Sivustolla vierailtu 19.4.2020. (*Financial Times 15.9.2016*)

Finanssivalvonta – Laila Hietalahti: HFT: mitä ja miksi? Muuttuvatko väärinkäytökset – kuka valvoo ja miten? Esitysmateriaali tilaisuudessa Sijoitus-Invest 14.- 15.11.2012. Saatavilla www-muodossa <<https://docplayer.fi/6410749-Hft-mita-ja-miksi-muuttuvatko-vaarinkaytokset-kuka-valvoo-ja-miten.html>>. Sivustolla vierailtu 26.4.2020. (*Fiva –Hietalahti 2012*)

Finanssivalvonta – Laila Hietalahti: Kurssimanipulaatiota, muita väärinkäytöksiä vai heiluntaa? Esitysmateriaali tilaisuudessa Sijoitus-Invest 16.- 17.2011. Saatavilla www-muodossa <<https://docplayer.fi/16493275-Kurssimanipulaatiota-muita-vaarinkaytoksia-vai-heiluntaa.html>>. Sivustolla vierailtu 26.4.2020. (*Fiva –Hietalahti 2011*)

Finanssivalvonta – Laila Hietalahti: Manipulaatio on arvopaperimarkkinarikos. Esitysmateriaali tilaisuudessa Sijoitus-Invest 17.- 18.22.2010. Saatavilla [www-muodossa](http://www.muodossa) <<https://www.yumpu.com/fi/document/read/35426295/manipulaatio-on-arvopaperimarkkinarikos-finanssivalvonta>>. Sivustolla vierailtu 19.4.2020. (*Fiva –Hietalahti 2010*)

Finanssivalvonta: Sanktiot, tutkintapyynnot ja arvopaperimarkkinoiden tutkintatapaukset. Saatavilla [www-muodossa](http://www.muodossa) < <https://www.finanssivalvonta.fi/tilastot/sanktiot-tutkintapyynnot-ja-arvopaperimarkkinoiden-tutkintatapaukset/>>. Sivustolla vierailtu 4.5.2020. (*Fiva 2020*)

Helsingin Sanomat: USA:n raakaöljyn hinta romahti negatiiviseksi ensimmäistä kertaa historiassa, 20.4.2020. Saatavilla [www-muodossa](http://www.muodossa) <<https://www.hs.fi/talous/art-2000006481358.html>>. Sivustolla vierailtu 21.4.2020. (*Helsingin Sanomat 20.4.2020*)

Suomen Pankki: Pääjohtaja Erkki Liikanen: Rahoitusmarkkinat ja niiden sääntely kriisien jälkeen: uudistukset ja tulevaisuuden haasteet. Helsinki, 4.4.2017. Saatavilla [www-muodossa](http://www.muodossa) < <https://www.suomenpankki.fi/en/media-and-publications/speeches-and-interviews/2017/paajohtaja-erkki-liikanen-jaakko-honko--yleisoluento-4.4.2017/>>. (*Suomen Pankki 2017*)

Valtiovarainministeriö: Arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuudistus. Työryhmän muistio 12/2011. (*VM 2011*)

Clark-Joseph, Adam: Exploratory Trading. Job market paper, 13.1.2013. Saatavilla [www-muodossa](http://www.muodossa) <<http://www.nanex.net/aqck2/4136/exploratorytrading.pdf>>. Sivustolla vierailtu 14.4.2020. (*Clark-Joseph 2013*)

Nanex: HFT is Killing the EMini. Enough Already! 2.4.2012. Saatavilla [www-muodossa](http://www.muodossa) < <http://www.nanex.net/Research/Emini2/Emini2.html>>. Sivustolla vierailtu 22.4.2020. (*Nanex 2012*)

Lyhenteet

AML	Arvopaperimarkkinalaki 746/2012, 4.12.2012.
AT	Algoritminen kaupankäynti
CRIM-MAD	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi markkinoiden väärinkäytöstä määrättävistä rikosoikeudellisista seuraamuksista (markkinoiden väärinkäyttödirektiivi) 57/2014, 16.4.2014.
EBA	Euroopan pankkiviranomainen (European Banking Authority)
EIOPA	Euroopan vakuutus- ja lisäeläkevalvontaviranomainen (European Insurance and Occupational Pensions Authority)
EKP	Euroopan keskuspankki
ESA	Euroopan valvontaviranomainen (European Supervisory Authority)
ESFS	Euroopan finanssivalvontajärjestelmä (European System of Financial Supervision)
ESMA	Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (European Securities and Markets Authority)
ESRB	Euroopan järjestelmäriskikomitea (European Systemic Risk Board)
ETF	Pörssilistattu rahasto (exchange traded fund)
EU	Euroopan unioni
Fiva	Finanssivalvonta
FSAP	Rahoituspalveluiden toimintasuunnitelma (Financial Services Action Plan)

HFT	High frequency -kaupankäynti (high-frequency trading)
IDD	Neuvoston direktiivi sisäpiirikauppoja koskevien säännösten ja määräysten yhteensovittamisesta (Insider dealing directive) 89/592/EY, 13.11.1989.
IOSCO	Arvopaperimarkkinoiden valvontaviranomaisten kansainvälinen yhteistyöjärjestö (International Organization of Securities Commissions)
KKO	Korkein oikeus
Lamfalussy-raportti	Final report of the committee of wise men on the regulation of European securities markets, 15.2.2001.
MAD	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista (markkinoiden väärinkäyttö) 2003/6/EY, 28.1.2003.
MAR	Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus markkinoiden väärinkäytöstä (markkinoiden väärinkäyttöasetus) 596/2014, 16.4.2014.
TPD	Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvien avoimuusvaatimusten yhdenmukaistamisesta ja direktiivin 2001/34/EY muuttamisesta 2004/109/EY, 15.12.2004.

Kuviot

Kaaviot

Kaavio 1. Tutkielman eteneminen.	5
Kaavio 2. Markkinamanipulaation määritelmä Fletcherin mukaan.....	23
Kaavio 3. Sanktioitavan markkinamanipulaation määritelmä Fox ym. mukaan.	24
Kaavio 4. Osakekurssimanipulaation määritelmä.....	26
Kaavio 5. Manipulaatiostrategioiden luokittelu.....	51

Kuvaajat

Kuvaaja 1. Finanssivalvonnan käsittelemät markkinoiden manipulointi -tapaukset 2002–2019.....	31
---	----

1 Johdanto

1.1 Tutkimuskohteen esittely ja ajankohtaisuus

Rahoitusmarkkinoiden historia on täynnä manioita, paniikkeja ja romahduksia, jotka ovat jättäneet jälkeensä tuhoisia taloudellisia vaikeuksia.¹ Yksi ensimmäisistä ja tunnetuimmista kuplista oli Hollannin tulppaanimania vuonna 1636, jossa tulppaanien hinnat nousivat absurdeille tasoille.² Toisaalta yhtenä taloushistoriamme vakavimpana ja laajakantoisimpana talouskriisinä voidaan pitää vuoden 2008 globaalia finanssikriisiä, joka sai aikaan mm. yhden maailman suurimman investointipankin Lehman Brothersin konkurssin.³ Avgouleasin mukaan yksi merkittävimmistä syistä näiden anomalioiden ja suurten petosten taustalla on markkinoiden väärinkäyttö, jonka muodostavat sisäpiiritiedon väärinkäyttö sekä markkinamanipulaatio.⁴

Sisäpiiritiedon väärinkäyttö ja markkinamanipulaatio turmelevat sijoittajien markkina-luottamusta sekä vaurioittavat osakemarkkinoiden tehokkuutta.⁵ Ilman sijoittajien markkina-luottamusta eli toisin sanoen sijoittajien luottamusta markkinoiden asianmukaiseen toimintaan ja oikeudenmukaisuuteen osakemarkkinoiden tehokkuus heikkenee eivätkä ne kykene suoriutumaan tärkeimmästä tehtävästään – pääomien allokoimisesta ylijäämäsektorilta alijäämäsektorille. Tällä tavoin markkinamanipulaatio aiheuttaa merkittäviä yhteiskunnallisia ja taloudellisia kustannuksia rahoitusmarkkinoille.⁶ Markkinamanipulaatio on varsin monimutkainen ilmiö – se koostuu pääasiassa epäoikeudenmukaisista keinoista, joilla manipuloija tavoittelee taloudellista hyötyä vääristämällä markkinahintoja tai luomalla harhaanjohtavia käsityksiä rahoitusinstrumentin tai hyödykkeen arvosta, kysynnästä tai tarjonnasta.⁷

¹ Avgouleas 2005, s. 3.

² Katso lisää Hollannin tulppaanimaniasta Kindleberger – Aliber 2005, s. 115–117.

³ Haavio ym. 2009, s. 324.

⁴ Avgouleas 2005, s. 3–4. Katso myös Avgouleas 2005, s. 87–92 sekä Barnes 2009, s. 85. Avgouleas sekä Barnes esittävät yhteyden osakemarkkinakuplien sekä manipulaation välillä. Barnesin mukaan "Clearly, fraud and market abuse – not only in the form of the manipulation of share prices but also accounting manipulation – were part of the stock market boom of the 1980s, the crash of 1987 and the succeeding recession."

⁵ Avgouleas 2005, s. 4; MAR 2. perustelukappale.

⁶ Kahan 1992, s. 1006–1007.

⁷ Avgouleas 2005, s. 3–4.

Markkinamanipulaatio ei ole uusi ilmiö, vaan se on ollut olemassa koko markkinoiden olemassaolon ajan.⁸ Osakemarkkinat ovat kautta aikain houkutelleet opportunisteja ko-keilemaan onneaan toisinaan varsin kyseenalaisiakin keinoja hyödyntäen. Markkinamanipulaation muodot ovat kuitenkin vuosisatojen varrella kehittyneet ja muuttaneet mo-keen otteeseen muotoaan. Hyödynnettävät manipulointistrategiat muokkautuvatkin jat-kuvasti vallitsevan oikeustilan, teknologian kehityksen sekä maailmantilaa muokkaavien trendien kuten globalisaation pohjalta. Optimaalinen manipulointistrategia on manipuloi-jan näkökulmasta luonnollisesti sellainen, joka minimoi kiinnijäämisen riskiä sekä mak-simoi taloudellista hyötyä.

Osakemarkkinoiden viimeaikaista kehitystä on kuitenkin syytä korostaa, sillä se on ta-pahtunut suhteellisen nopeasti ja aikaansaanut varsin perustavanlaatuisia muutoksia.⁹ Manuaalisesti toteutetut transaktiot on pääosin korvattu automatisoiduilla täsmäytysjär-jestelmillä ja kaupankäynti on hajautunut useisiin kaupankäyntipaikkoihin.¹⁰ Nykyiset osakemarkkinat muodostuvatkin yhä enenevässä määrin high frequency -kaupankäyn-nistä (high frequency trading, myöh. HFT) sekä dark pool -markkinapaikoista¹¹. Infor-maatioteknologian vallankumouksen seurauksena viestinnän ja laskennan nopeus on kas-vanut merkittävästi, mistä johtuen miljoonien ja jopa miljardien voitoissa voi olla kyse vain mikrosekunneista.¹² Konkreettisena esimerkkinä Goldman Sachs investoi syksyllä 2019 100 miljoonaa USD lyhentääkseen transaktioaikaansa yhdellä millisekunnilla.¹³ Kyseinen kehitys on synnyttänyt niin sanotun uuden markkinamanipulaation.¹⁴

⁸ Putniņš 2012, s. 2.

⁹ Fox ym. 2015, s. 198–199. Mahoney – Rauterberg 2018, s. 221–222.

¹⁰ Mahoney – Rauterberg 2018, s. 221–223.

¹¹ Brogaard 2010, s. 11. High frequency -kaupankäyjien arvioidaan osallistuvan nykyisin jopa puoleen kai-kista transaktioista. Tällainen kaupankäynti on ihmisille mahdotonta seurata, saati pysyä tahdissa mukana.

¹² Fox ym. 2015, s. 199 ja Financial Times 15.9.2016. Mikrosekunti on sekunnin miljoonasosa. Nanose-kunti on sekunnin miljardisosa. Toisaalta Fox ym. argumentoi Yhdysvaltojen osakemarkkinoiden kehityk-sen taustalla olevan myös Yhdysvaltojen kongressin ja Yhdysvaltojen arvopaperimarkkinaviranomaisen tekemät päätökset – erityisesti 1975 muutokset vuoden 1934 Securities Exchange Act:iin liittyen National Market System (NMS) hyväksymiseen. Katso lisää Fox ym. 2015, s. 199–201. Katso myös Mahoney – Rauterberg 2018, s. 221–223. Läpi historian arvopaperikauppiat ovat tavoitelleet nopeampaa kaupankäyn-tiä ja laajempaa tiedonsaantia omaksumalla uusia viestintäteknologioita ensimmäisten joukossa, mutta viime vuosikymmenen aikana kilpavarustelu on karannut uusiin sfääreihin.

¹³ CNBC 1.8.2019.

¹⁴ Katso lisää uudesta markkinamanipulaatiosta Lin 2017, s. 1287–1294.

Uudenlaiset manipulaatiostrategiat asettavat nyt sääntelylle merkittäviä haasteita. Optimaalisen sääntelystrategisen ratkaisun tulisi kyetä sanktioimaan osakemarkkinoille haitallinen manipulatiivinen kaupankäynti kuitenkin vahingoittamatta osakemarkkinoiden tehokkuutta estämällä sallittua kaupankäyntiä. Manipulatiivisen kaupankäynnin erottaminen sallitusta kaupankäynnistä on kuitenkin käytännössä varsin haastavaa ja edellyttää manipulaatiostrategioiden toimintalogiikan laaja-alasta ymmärrystä. Tämän pohjalta tutkielman tavoitteena on kuvata osakekurssimanipulaatiota globaalina ilmiönä sekä systematisoida sen ominaispiirteitä pyrkimyksenä hahmottaa optimaalista keinoa säännellä sitä¹⁵.

Osakekurssimanipulaation voimassa oleva sääntely on varsin tuoretta ja sen myötä sovellettavaa oikeuskäytäntöäkin on rajallisesti. EU-oikeudessa osakekurssimanipulaation sääntely perustuu markkinoiden väärinkäyttöasetukseen (Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus 596/2014, myöh. MAR), joka tuli sovellettavaksi 3.7.2016.¹⁶ Tutkimuskoh-

¹⁵ Fox ym. 2018, s. 69 ja Fox ym. 2015, s. 196. Artikkelin mukaan Yhdysvaltojen tuomioistuimet ovat edelleen epäselvyydessä perustavanlaatuisista kysymyksistä liittyen markkinamanipulaatioon. Epäselvyys ja vastakkainasettelu säilyy esimerkiksi markkinamanipulaation määritelmästä sekä tuomittavuudesta. Ekonomistit ja oikeustieteilijät eivät osaa tulkita markkinamanipulaatiota, eivätkä tiedä, miten siihen tulisi suhtautua. Fox ym. mukaan on aika katsoa totuutta silmiin siitä, miten uudistuneet osakemarkkinat toimivat sekä miten niitä pitäisi säännellä. Fox ym. esittää ratkaisuksi erityisesti mikrorakenteiden taloustieteen liittämistä tarkasteluun.

¹⁶ Hansen 2017, s. 368–369, 387–388. Hansenin mukaan merkittävää epävarmuutta on ollut havaittavissa MAR:n suhteen, sillä jäsenvaltioiden vastuullisilla viranomaisilla on ollut epäselvyyksiä sen soveltamisesta. Vaikka ESMA onkin tehnyt rajatuilla resursseilla vaikuttavaa työtä epäselvyyksien poistamisen eteen, epävarmuus säilyy silti. Hansenin mukaan ohjeistus osakekurssimanipulaation luonteesta ja olemuksesta on edelleen hyvin suppeaa, mutta todennäköisesti oikeustapausten kertyessä epäselvyydet poistuvat.

detta on tutkittu ennen MAR:n voimaantulemista erityisesti suomalaisen oikeusjärjestyksen valossa.¹⁷ Lisäksi aiempaa tutkimusta on löydettävissä erityisesti Yhdysvaltojen oikeusjärjestelmästä sekä toisaalta myös EU-oikeuden parista.¹⁸ Verrattuna sisäpiiritiedon väärinkäyttöön markkinamanipulaatiota on tutkittu merkittävästi vähemmän.¹⁹

Osakekurssimanipulaation negatiiviset ulkoisvaikutukset on viime vuosina tunnustettu myös julkisessa keskustelussa ja nykyisin osaan osakemarkkinoiden käytännöistä saate-taankin suhtautua varauksellisesti. Vuonna 2014 julkaistu Michael Lewisin menestyskirja Flash Boys valaisi vuoden 2010 flash crashiksi²⁰ kutsutun pörssiromahduksen kanssa high frequency -kaupankäyntiin perustuvia manipulaatiostrategioita suurelle yleisölle. Kasvaneen kiinnostuksen voidaan pääasiassa nähdä perustuvan osakekurssimanipulaa-tion aiheuttamiin taloudellisiin menetyksiin keskimääräisille sijoittajille, joilla ei ole re-surseja tai osaamista välttää vahingoilta.²¹ Myös viimeaikaiset manipulaatioskandaalit ovat herättäneet mediassa merkittävästi huomiota, joista merkittävimpiä on ollut Libor-skandaali sekä Enron-skandaali.

¹⁷ Katso erityisesti Knuts 2010 *Kursmanipulation på värdepappersmarknaden*. Väitöskirjassaan Knuts tarkastelee markkinamanipulaation kieltoa arvopaperimarkkinain (746/2012, myöh. AML) voimassa olleen kiellon valossa pyrkimyksensä antaa aiheesta tulkintasuosituksia. Knuts tutkii markkinamanipulaatiota lainoppia apuna käyttäen ja jäsentelee tulkintasuosituksia esimerkiksi käymällä läpi korkeimman oikeuden (myöh. KKO), Euroopan ihmisoikeustuomioistuimen sekä Euroopan tuomioistuimen oikeuskäytäntöä. Teoksen laadukas systematisointi ja tulkintasuositukset edesauttavat tätäkin tutkimusta, vaikka väitöskirja onkin osittain vanhentunut, sillä aihe on jatkuvassa murroksessa.

¹⁸ Katso Putniņš 2012, s. 959. Markkinamanipulaation tutkimuksessa sekä teoreettinen että empiirinen tutkimus on tärkeää. Monet manipulaatiostrategiat ovat liian monimutkaisia mallintaa teoreettisesti, sillä sitä varten tehdyt oletukset ja yksinkertaistukset aiheuttavat mallin validiteetin kyseenalaistamisen. Tästä syystä empiirinen tutkimus on ratkaisevan tärkeää, jotta markkinamanipulaatiota voidaan ymmärtää. Toistaiseksi empiirisiä tutkimuksia on vähemmän, mutta ne ovat tuoreempia. Tämä johtuu yksinkertaisesti haasteista saada relevanttia dataa tutkimuksiin.

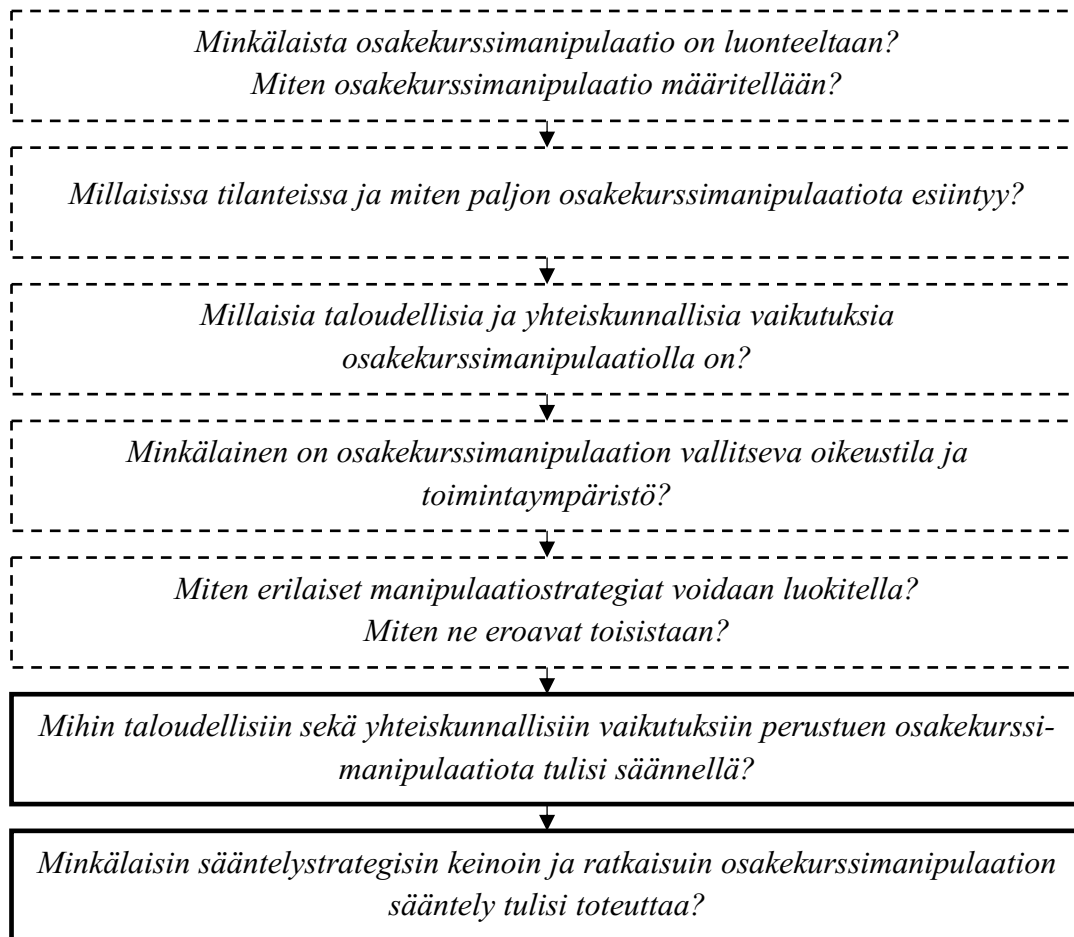
¹⁹ Fox ym. 2018, s. 69. Osakemarkkinoiden merkittävästä kehityksestä johtuen osakekurssimanipulaation tutkimus on myös alttiina vanhentua varsin nopeasti.

²⁰ Katso lisää Flash Crashista Kirilenko ym. 2017 sekä SEC – CFTC 2010. Flash crash kesti vain 36 minuuttia.

²¹ Fox ym. 2018, s. 95. Osakemarkkinoilla nähdään olevan niin sanottu nollasummapeliluonne. Tällä tarkoitetaan taloustieteellistä peliteoreettista tilannetta, jossa toisen markkinaosapuolen niin sanotusti voittaessa, toinen häviää. Osakekurssimanipulaatiolla on myös negatiivisia ulkoisvaikutuksia.

1.2 Tutkimuskysymykset

Tutkimuskohteen tarkastelu pohjautuu pääasiassa kahteen tutkimuskysymykseen ja etenee kaavion 1 mukaisesti. Näiden tutkimuskysymysten tukena toimivat alatutkimuskysymykset, jotka johdattelvat tarkastelua kohti pääasiallisia tutkimuskysymyksiä. Alatutkimuskysymykset sekä pääasialliset tutkimuskysymykset etenevät tutkielman rakenteen mukaisesti ja tukevat toisiaan. Alatutkimuskysymykset ovat luonteeltaan varsin laajoja, sillä niiden tarkoituksena on johdatella sekä taustoittaa tarkastelua. Siten alatutkimuskysymyksiin ei ole tarkoitus esittää kattavia vastauksia vaan sen sijaan niiden avulla pyritään hahmottamaan tutkimuskohdetta ja sen viitekehystä.



Kaavio 1. Tutkielman eteneminen.

Tarkastelu lähtee liikkeelle osakekurssimanipulaation määritelmästä, sillä se on tutkimuskohteen lähtökohta. Määritelmän jälkeen tarkastellaan osakekurssimanipulaation esiinty-

vyyttä ja siten tarkastellaan, kuinka paljon osakekurssimanipulaatiota esiintyy osakemarkkinoilla ja toisaalta esiintyykö sitä olennaisesti. Kun osakekurssimanipulaatiolle on täsmennetty määritelmä ja sen esiintyminen on määritetty, on syytä tarkastella sen aiheuttamia vaikutuksia. Seuraavaksi tarkastellaan siten, minkälaisia negatiivisia sekä toisaalta myös positiivisia taloudellisia ja yhteiskunnallisia vaikutuksia osakekurssimanipulaatiolla on niin osakemarkkinoille kuin myös laajemmin rahoitusmarkkinoille. Vaikutusten jälkeen tarkastelu kohdistetaan osakekurssimanipulaation vallitsevaan oikeustilaan sekä toimintaympäristöön ja viimeiseksi osakekurssimanipulaation erilaisia manipulaatiostrategioita systematisoidaan luokittelulla. Näiden alaturkimuskysymysten jälkeen on mahdollista vastata ensin ensimmäiseen ja sitten toiseen tutkimuskysymykseen, jotka voidaan muotoilla seuraavasti:

- 1 Mihin taloudellisiin sekä yhteiskunnallisiin vaikutuksiin perustuen osakekurssimanipulaatiota tulisi säännellä?*
- 2 Minkälaisin sääntelystrategisin keinoin ja ratkaisuin osakekurssimanipulaation sääntely tulisi toteuttaa?*

Ensimmäisen tutkimuskysymyksen tarkoituksena on tarkastella osakekurssimanipulaation sääntelyn perusteluja. Vaikka alan kirjallisuudessa esiintyykin lievä vastakkainasettelu osakekurssimanipulaation sääntelyn tosiasiallisesta tarpeellisuudesta, on tutkimuksessa omaksutun näkemyksen mukaan kuitenkin osakekurssimanipulaation sääntely lähikohtaisesti tarpeellista sekä jopa vaadittavaa. Täten tutkimuksessa ei ole mielekästä tarkastella syvällisesti sitä, tulisiko osakekurssimanipulaatiota säännellä vaan sen sijaan tarkastelun pääpaino on suunnattu siihen, mihin sääntelyn tarpeellisuus perustuu. Tutkimuskohteen kattavan viitekehyksen muodostamiseksi kappaleessa 2.3 kuitenkin tarkastellaan sääntelyn tarpeellisuutta lyhyesti. Lisäksi on olennaista nostaa esille ne osakekurssimanipulaation nettonegatiiviset taloudelliset sekä yhteiskunnalliset vaikutukset, joilla osakekurssimanipulaation sääntelyä voidaan perustella.

Toisaalta toisen tutkimuskysymyksen tarkoituksena on punnita erilaisia sääntelystrategisia keinoja ja ratkaisuja, minkä tavoitteena voidaan pitää optimaalisen sääntelyratkaisun määrittämistä. On kuitenkin sanomattakin selvää, että kyseinen optimaalinen sääntelyratkaisu voidaan jo itsessään tulkita varsin utopistiseksi tavoitteeksi sen lisäksi, että sen

määrittelemisen voi hyvinkin olla mahdotonta. Siten tarkastelussa keskitytäänkin erityisesti niihin näkökulmiin ja tekijöihin, jotka sääntelyratkaisuja laadittaessa tulisi ottaa huomioon. Toisen tutkimuskysymyksen tarkastelussa painottuu lisäksi de lege ferenda -näkökulma, sillä tavoitteena on hahmotella viitekehystä osakekurssimanipulaation tulevaa sääntelyä varten.

Edellä esitellyt tutkimuskysymykset ohjaavat tutkimuskohteen tarkastelua läpi tutkielman. Yksiselitteisten tai kaiken kattavien vastausten antamista tutkimuskysymyksiin ei kuitenkaan pidetä tutkielmassa itseisarvona, sillä se voidaan nähdä vähintäänkin haastavana, ellei jopa mahdottomana, niin ei myöskään mielekkäänä. Tarkasteltaessa osakekurssimanipulaation kaltaista moniulotteista ja globaalia ilmiötä, on myönnettävä pro gradu -tutkielman ja tieteenalojen asettamille rajoitteille. Tutkielman rajausten ja tutkimuskysymysten avulla tutkielmaan muodostuu kuitenkin koherentti ja tarkoituksenmukainen kokonaisuus mielekästä tarkastelua varten.

1.3 Tutkimuskohteen rajaukset

Markkinamanipulaatiosta käytetään eri termejä varsin kirjavasti kuten markkinoiden manipulointi, markkinoiden vääristäminen sekä markkinamanipulaatio. Osakekurssimanipulaatiosta taas on käytössä myös termi kurssimanipulaatio²² tai jopa hintamanipulaatio. Sen sijaan englanninkieliset termit ovat varsin vakiintuneet seuraavasti – *stock market manipulation* ja *market manipulation*, vaikkakin myös englanniksi on joskus käytössä *price manipulation*. Tutkielmassa on omaksuttu termit: markkinamanipulaatio ja osakekurssimanipulaatio. Markkinamanipulaatio pitää sisällään osakekurssimanipulaation lisäksi myös esimerkiksi viitekorkojen, hyödykemarkkinoiden sekä valuuttakurssien manipulaation. Tutkielman aihe on kuitenkin rajattu tarkastelemaan ainoastaan osakekurssimanipulaatiota jättäen siten muut manipulaation lajit aiheen ulkopuolelle.

²² Kurssimanipulaatio on terminä hyvin laajasti käytössä. Toisaalta se voidaan nähdä hieman harhaanjohtavana, sillä osakkeiden lisäksi voidaan puhua myös esimerkiksi erilaisten indeksien kurseista samoin kuin rahastojen ja joukkovelkakirjalainojen kurseista. Osakekurssien manipulaatiota ei kuitenkaan tulisi sekoittaa näihin, sillä kyseessä on täysin eri asiat.

Tutkielmassa tarkasteltava oikeusjärjestelmä on rajattu EU-oikeuteen. Kyseinen rajaus perustuu markkinoiden väärinkäyttöasetukseen, joka on EU-asetuksena jäsenvaltioille suoraan sovellettavaa oikeutta. Lisäksi, osakekurssimanipulaatiota on mielenkiintoista tarkastella kansainvälisestä näkökulmasta, sillä niiden toimintaympäristö on kansainvälinen. Toisaalta, tutkimuskohdetta ei voida pro gradu -tutkielman asettamien rajoitteiden puitteissa tarkastella hyödyntäen jokaista eri oikeusjärjestelmää ja siten EU-oikeudellinen rajaus on mielekkäin. Kuitenkin, Yhdysvallat synnyttävät tutkimuskohteeseen mielenkiintoisen näkökulman, sillä New Yorkin pörssi on yksi maailman suurimmista kaupan käyntipaikoista. Yhdysvaltojen oikeusjärjestelmällä ja toimintaympäristöllä onkin tutkielmassa korostunut asema, mikä perustuu pääasiassa lähdeaineiston asettamiin rajoitteisiin sekä Yhdysvaltojen asemaan yhtenä kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden keskuksena.²³

Tutkielman näkökulmaa ja tarkastelutapaa ohjaa voimakkaasti tutkielman metodi, tutkimuskysymykset sekä tutkielman tavoite. Tutkielmassa ei pyritä perinteiseen lainopilliseen systematisointiin vaan sen sijaan globaalin ilmiön kuvaamiseen sekä sen optimaalisen sääntelyn luonnehtimiseen. Metodi rajaa merkittävästi myös tutkielmassa hyödynnettäviä lähteitä sekä oikeuskäytännön tarkastelua. Tutkielmassa on lisäksi huomioitu, että erilaisia osakekurssimanipulaatiostrategioita on valtavasti, ja niitä syntyy jatkuvasti lisää. Siten tarkastelu on mielekästä ja lähes välttämätöntä rajata tiettyihin sääntelyn kannalta mielekkäisiin strategioihin, joita tutkielmassa tarkastellaan yksityiskohtaisemmin. Tällaiseksi manipulaatiostrategiaksi on tutkielmassa valittu transaktiomanipulaatio. Tarkasteltavien manipulaatiostrategioiden avulla pyritään todistamaan, kuinka moniulotteisesta ja laajakantoisesta ilmiöistä osakekurssimanipulaatiossa on kyse.

²³ Tutkielmassa suomalaisen oikeusjärjestelmän tarkastelu on varsin vähäistä, mitä voidaan perustella osakekurssimanipulaation luonteella ja ominaisuuksilla. Helsingin pörssi on lisäksi suhteessa muihin kaupan käyntipaikkoihin varsin pieni, mikä osaltaan puoltaa sitä, ettei kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden uusimmat trendit ilmene siellä ensimmäisten joukossa.

1.4 Tutkimusmetodi

1.4.1 Pluralistinen lähestymistapa

Tutkielman tavoite ja tutkimuskysymykset määrittelevät tutkielmassa hyödynnettävän metodin. Siten metodin asema voidaan toisaalta nähdä toisarvoisena, sillä sen tarkoitus on pääasiassa mahdollistaa tutkimuskohteen kannalta otollinen näkökulma ja lähestymistapa. Osakekurssimanipulaation sääntely- ja toimintaympäristön pohjalta tutkielmassa on omaksuttu pluralistinen lähestymistapa ja siten tutkielmassa hyödynnetään metodipluralismia eli toisin sanoen useampaa kuin yhtä metodologia samanaikaisesti. Tutkielmassa hyödynnettäviä pääasiallisia oikeustieteellisiä metodeja on kaksi – oikeustaloustiede eli law and economics -metodi sekä lainoppi eli oikeusdogmatiikka. Oikeustaloustieteellinen argumentaatio muodostaa tutkielman ytimen, kun taas lainoppia hyödynnetään tukemassa argumentaatiota erityisesti voimassa olevan oikeuden systematisoinnissa ja jäsentelyssä.

Tutkielman kahden metodin – oikeustaloustieteen ja lainopin – yhteyttä voidaan teoreettisesti kuvata hermeneuttisen kehän avulla.²⁴ Tarkasteltaessa osakekurssimanipulaation sääntelyn tarpeellisuutta sekä niin sanotusti optimaalisen sääntelyn sisältöä de lege ferenda on mielekkään tutkimuksen aikaansaamiseksi kyettävä hyödyntämään sekä voimassa olevan oikeuden lainopillista systematisointia ja tulkintaa että oikeustaloustieteellistä sääntelyn tehokkuusargumentaatiota. Siten kyseisten metodien voidaan nähdä muodostavan hermeneuttisen kehän ja prosessin, joka spiraalinomaisesti kehittyy jatkuvasti. Lainoppi ja oikeustaloustiede eivät muodosta tutkielmaan erillisiä kokonaisuuksia, vaan sen sijaan tukevat toinen toistaan ja mahdollistavat yhdessä syvällisemmän tarkastelutason avaten uusia näkökulmia.

Tutkielman metodissa on lisäksi huomioitava osakekurssimanipulaation toimintaympäristö – kansainväliset rahoitusmarkkinat. Osakekurssimanipulaatio ei tapahdu tyhjiössä, eikä sitä siten tulisi tarkastella kontekstinsa ulkopuolella. Osakekurssimanipulaatio ei ole

²⁴ Katso lisää hermeneuttisesta kehästä Hirvonen 2011, s. 52.

kytköksissä vain osakemarkkinoihin, vaan laajemmin kansainvälisiin rahoitusmarkkinoihin kokonaisuudessaan.²⁵ Kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden tarkastelu toisaalta edellyttää monitieteellistä tutkimusotetta yhdistellen muun muassa oikeustiedettä, taloustiedettä, informaatioteknologiaa ja psykologiaa. Kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden voimakas taloudellinen ja yhteiskunnallinen yhteys vaatii siten osakseen markkinalähtöistä tulkintametodia.²⁶

1.4.2 Oikeustaloustiede

Oikeustaloustiede eli law and economics on amerikkalainen tutkimussuuntaus, joka tutkii oikeusnormien taloudellista tehokkuutta ja niiden taloudellisia vaikutuksia.²⁷ Oikeustaloustieteessä painottuu lainsäädännön taloudellinen analyysi, minkä avulla voidaan arvioida erilaisten sääntelystrategisten ratkaisujen taloudellisia vaikutuksia sekä niiden keskinäistä paremmuutta.²⁸ Timosen mukaan oikeustaloustieteen lähtökohtana toimii Mercuron ja Medeman teesi: *lainsäädännön ja oikeudellisten käytäntöjen sisältö vaikuttaa talouden toimintaan*.²⁹ Kyseinen näkemys ei ennen oikeustaloustieteen yleistymistä ollut oikeudellisessa argumentaatiossa suosiossa, vaikka se tänä päivänä voidaankin kokea varsin ilmeiseksi.³⁰

Oikeustaloustieteen tarkoitukseksi voidaan katsoa taloustiedettä apuna käyttäen sisällyttää oikeudelliseen argumentaatioon taloudellinen todellisuus ja siten pienentää kuilua lainsäädännön ja sen vaikutusten tarkastelun välillä. Taloustieteen hyödyntäminen juri-

²⁵ Kansainväliset rahoitusmarkkinat ja osakemarkkinat ovat tiiviisti kytköksissä. Todellisuudessa osakurssien liikkeisiin vaikuttavat lukuisat osakemarkkinoiden ulkopuoliset tekijät kuten öljyn hinta sekä poliittiset riskit. Kansainväliset rahoitusmarkkinat ovat jatkuvasti enenevissä määrin keskinäisesti riippuvaiset osatekijöistään.

²⁶ Katso esim. Knuts 2011, s. 2. Markkinalähtöisen tulkintametodin voidaan nähdä pohjautuvan oikeustaloustieteeseen.

²⁷ Hirvonen 2011, s. 29; Timonen 1998b, s. 100.

²⁸ Timonen 1998b, s. 100.

²⁹ Timonen 1998b, s. 100; Mercurio – Medema 1997, s. 22–23.

³⁰ Timonen 1998b, s. 100. Katso myös Mähönen 2004, s. 49. Mähösen mukaan taloustieteelliseen argumentaatioon on suhtauduttu varaukselliseksi osittain perustuen siihen, että on haluttu pitäytyä perinteisessä normatiivisessa laintulkintaopissa, minkä seurauksena taloudellinen argumentaatio on jäänyt reaalisten argumenttien tasolle ja siten sekundääriseksi.

diikassa edesauttaakin epäsymmetrian vähentämistä akateemisen tutkimuksen ja käytännön väliltä. Oikeustaloustieteen hyödyntämistä tutkielmassa puoltaa myös Siltalan näkemys oikeustaloustieteestä vallitsevana doktriinina EU:n sisämarkkinasäätelyssä.³¹

Hyödynnettäessä oikeustieteen ulkopuolista tietoa ja argumentointia on kuitenkin kritisoitava sen validiteettia sekä suhdetta oikeuslähdeoppiin. Oikeustaloustieteellisten argumenttien sija oikeustieteissä onkin ollut kiistelyn kohteena, eivätkä alan asiantuntijat ole päässeet yhteisymmärrykseen siitä, luetaanko ne reaaliksi argumenteiksi vai seuraamusargumenteiksi, mikä toisaalta määrittää sen, katsotaanko oikeustaloustieteelliset argumentit osaksi sallittuja vai heikosti velvoittavia oikeuslähteitä. Mähösen mukaan, jotta taloustiedettä voidaan hyödyntää argumentaatioissa, on oikeuslähdeoppi ymmärrettävä dynaamiseksi, eikä oikeudellisia informaatiolähteitä tulisi kategorisoida ja priorisoida toisiinsa nähden.³² Oikeustaloustieteellisen metodin voidaan siten nähdä olevan ristiriidassa perinteisen normatiivisen laintulkintaopin kanssa.³³

Myös Niemi asettaa perinteisen oikeuslähdeopin kritiikin kohteeksi ja esittää hierarkkisen oikeuslähdelistan tilalle vaihtoehtoa, jota voidaan kutsua verkkomalliksi tai käytännölliseksi oikeuslähdeopiksi.³⁴ Niemen mukaan oikeuslähteissä olennaista on hierarkkisen aseman sijaan niiden asiallinen vaikuttavuus ja vaikutuksen hyväksyttävyys.³⁵ Verkkomallissa lähtökohdaksi otetaan tarkin lähdeteksti – yleensä tietty lain kohta, jonka ympärille verkkoa rakennetaan tapauskohtaisesti ja eri oikeuslähteitä hyödyntäen.³⁶ Tutkielmassa verkon lähtökohtana toimii MAR 12, 13 ja 15 artiklat, jotka sisältävät markkinamanipulaation määritelmän sekä markkinamanipulaation kiellon. Verkko rakentuu tämän lisäksi pääasiassa oikeustaloustieteellisistä argumenteista, joiden vaikuttavuutta ja hyväksyttävyyttä voidaan tapauskohtaisesti punnita.

³¹ Siltala 2003, s. 527.

³² Mähönen 2004, s. 63–63. Siten taloustieteellisellä argumentilla voi olla ensisijainen asema tilannekohtaisesti jopa kirjoitettuun lakiin nähden, vaikkakin tällainen tilanne olisi hyvin poikkeuksellinen. Mähönen kuvaa näkemystään oikeudelliseksi pragmatismiksi ja korostaa, että taloustieteen avulla voidaan ennustaa oikeudellisten keinojen tehokkuutta, hyvyttä sekä ennakoida niiden vaikutuksia yksilöiden käyttäytymiseen.

³³ Katso perinteisestä laintulkintaopista esim. Aarnio 1989 tai Niemi 2006, s. 220–223.

³⁴ Niemi 2006, s. 219–220.

³⁵ Niemi 2006, s. 229.

³⁶ Niemi 2006, s. 232, 235.

Tutkielmassa on edellä esitetyn pohjalta omaksuttu dynamisempi ja osittain verkkomalliin perustuva lähestymistapa oikeuslähdeoppiin.³⁷ Kyseisen lähestymistavan mukaan lainsäädäntö toimii yhä tärkeimpänä oikeuslähteenä, mutta sen jälkeen eri oikeuslähteiden ja argumenttien painoarvoa on tulkittava tapauskohtaisesti. Taloustieteelliset argumentit huomioidaan siten tutkielmassa vähintäänkin reaalisisina argumentteina ja niillä voi tapauskohtaisesti olla enemmänkin painoarvoa. Mähösen mukaan taloustieteellisten argumenttien painoarvo riippuu niin tapauksen viitekehystä kuin toisaalta tapauksen yksittäisistä tosiseikoistakin. Mähönen argumentoi lisäksi, että mm. kilpailu- ja yhtiöoikeuden yhteydessä taloustieteellisten argumenttien sivuuttamista voidaan pitää vakavana virheenä.³⁸ Tutkielmassa omaksutun näkemyksen mukaan myös tutkimuksen oikeudenala ja aihepiiri – arvopaperimarkkinaoikeus – voidaan lukea tällaisiin oikeudenaloihin ja siten taloustieteellisiä argumentteja ei ole tarkoituksenmukaista sivuuttaa.

Oikeustaloustiede jakautuu alan asiantuntijoiden mukaan positiiviseen eli deskriptiiviseen ja normatiiviseen oikeustaloustieteeseen.³⁹ Deskriptiivinen oikeustaloustiede tutkii vallitsevaa oikeustilaa ja sen yhteensopivuutta taloustieteellisten näkökohtien kuten resurssien tehokkaan kohdentumisen kanssa sekä lainsäädännön vaikutuksia käyttäytymiseen. Normatiivinen oikeustaloustiede puolestaan tutkii tehokkuusnäkökulmasta optimaalista oikeustilaa, toisin sanoen, minkälainen oikeustilan tulisi olla. Normatiivinen oikeustaloustiede pyrkii taloustieteellisiä apuvälineitä hyödyntäen kriittisesti analysoimaan lainsäädännön kehittämistarpeita ja tarkoituksenmukaisuutta. Normatiivisen oikeustaloustieteen avulla voidaan esimerkiksi kyseenalaistaa tietty säännös tai toisaalta osoittaa uudenlaisen sääntelyn tarpeellisuus oikeusjärjestelmälle.⁴⁰ Tarkasteltaessa osakekurssimanipulaation sääntelyn tarpeellisuuden perusteluita tutkielmassa hyödynnetään erityi-

³⁷ Katso lisää esim. Mähönen 2004 ja Timonen 1998b.

³⁸ Mähönen 2004, s. 58.

³⁹ Katso lisää: Kanninen – Määttä 1996, s. 12–13, Määttä 1999, s. 13–16 ja Määttä 2016, s. 31. Kanninen ja Määttä käyttävät teoksessaan (Kanninen – Määttä 1996) jaottelua normatiiviseen ja positiiviseen lähestymistapaan kuitenkin samalla korostaen niiden välistä yhteyttä seuraavasti: ”Pystyäkseen arvioimaan lainsäädännön tarkoituksenmukaisuutta on usein syytä tietää, minkälaisia kansantaloudellisia seurannaisvaikutuksia säännöstöllä on. Näin ollen positiivinen lähestymistapa voidaan nähdä läheisessä suhteessa myös normatiiviseen lähestymistapaan, mikäli normatiivisessa tutkimuksessa pyritään hyvin perusteltuun taloustieteelliseen kritiikkiin voimassa olevaa lainsäädäntöä kohtaan ja hyvin perusteltuihin lainsäädäntösuosituksiin. Näin ollen tämä lähestymistapa voi palvella normatiivista kysymyksenasettelua.”

⁴⁰ Määttä 2016, s. 31 ja Kanninen – Määttä 1996, s. 12.

sesti deskriptiivistä oikeustaloustiedettä, kun taas tarkasteltaessa erilaisia sääntelystrategisia ratkaisuja de lege ferenda hyödynnetään erityisesti normatiivista oikeustaloustiedettä.

Tutkielman taloustieteellinen argumentaatio taas perustuu neoinstitutionaaliseen taloustieteeseen, jota on perinteisesti hyödynnetty arvopaperimarkkinaoikeudellisessa tarkastelussa.⁴¹ Neoinstitutionaalisen taloustieteen lähtökohtana on tehokkuusanalyysi, jonka avulla pyritään vertailemaan erilaisten sääntelystrategisten ratkaisujen aiheuttamia kustannuksia. Tehokkuusanalyysi perustuu Coasen teoreemaan, jonka mukaan lainsäädäntö tulkitaan silloin tehottomaksi, kun se estää resurssien allokoitumisen mahdollisimman tehokkaaseen käyttöön, toisin sanoen resursseja eniten arvostaville taloudellisille toimijoille.⁴²

Neoinstitutionaalisen taloustieteen mukaan tehokkuusargumenttien lisäksi tarkastelussa on kuitenkin poikkeuksetta huomioitava myös oikeudenmukaisuus- ja reiluusargumentit, sillä taloudellisen tehokkuuden sijaan neoinstitutionaalisen taloustieteen avulla pyritään optimoimaan laajemmin lainsäädännön ja talouden toiminnan välistä suhdetta.⁴³ Neoinstitutionaalisen taloustieteen avulla tutkielmassa voidaan siten tarkastella osakekurssimanipulaation sääntelyä huomioimalla talouden toiminnan turvaaminen pelkän tehokkuus- ja kustannusanalyysin sijaan.

Toisaalta myös taloudellista tehokkuutta voidaan arvioida eri tavoin – yleisimpinä pidetään Pareto-tehokkuutta ja Kaldor-Hicks -tehokkuutta. Tutkielmassa taloudellisen tehokkuuden arviointiin hyödynnetään Kaldor-Hicks -tehokkuutta, mikä on varsin yleistä oikeustaloustieteellisessä tutkimuksessa yhtiö- ja arvopaperimarkkinaoikeuteen liittyen.⁴⁴ Pareto-tehokkaassa tilanteessa yhdenkään taloudellisen toimijan asemaa ei voida parantaa huonontamatta toisen asemaa. Toisaalta Kaldor-Hicks -tehokkuudessa toisen talou-

⁴¹ Timonen 1998b, s. 108.

⁴² Timonen 1998b, s. 109. Katso Coasen teoreemasta lisää Coase 1960.

⁴³ Timonen 1998b, s. 110. Neoinstitutionaalisen taloustieteen hyödyntämistä osakekurssimanipulaation tarkastelussa puoltaa lisäksi se, ettei neoinstitutionaalisteille ole olemassa täydellisiä markkinoita tai rationaalisia markkinatoimijoita. Osakekurssimanipulaatio nimittäin osaltaan voidaan tulkita todisteeksi markkinoiden hinnoitteluvirheistä ja siten epätäydellisistä markkinoista.

⁴⁴ Katso esim. Fox ym. 2018, s. 81.

dellisen toimijan aseman parantaminen sallitaan toisen aseman heikentymisen kustannuksella, kunhan kyseinen parannus on suurempi kuin heikennys. Siten Kaldor-Hicks -tehokkuudessa on kyse kokonaisuudyn parantamisesta.⁴⁵ Toisaalta oikeudenmukaisuutta tutkielmassa arvioidaan tarkastelemalla eri markkinatoimijoiden varallisuusasemien muutoksia ex ante -näkökulmasta.⁴⁶

Tutkielmassa omaksuttu oikeustaloustiede mahdollistaa osakekurssimanipulaation sääntelyn taustalla vaikuttavien taloudellisten ja yhteiskunnallisten vaikutusten sekä erilaisten sääntelystrategisten ratkaisujen tarkastelemisen, ja siten tukee tutkimuskysymyksiä sekä mahdollistaa niihin vastaamisen mielekkäin keinoin ja argumentein. Yhdistämällä oikeustaloustiede mielekkäästi lainoppiin saadaan tutkielmaan rakennettua tehokas yhteiskunnallinen ohjausväline osakekurssimanipulaation ja sen sääntelyn tarkastelemiseen.

1.4.3 Lainoppi

Lainopin eli oikeusdogmatiikan tutkimuskohteena on voimassa oleva oikeus ja siten lainoppi tarkastelee sitä, mikä on voimassa olevaa oikeutta ja mikä merkitys sillä on.⁴⁷ Lainopin kaksi tehtävää ovat perinteisesti olleet voimassa olevan oikeuden systematisointi ja tulkinta.⁴⁸ Lainopillista systematisointia kutsutaan teoreettiseksi lainopiksi ja tulkintaa taas käytännölliseksi lainopiksi. Aarnion mukaan oikeusnormien systematisoinnin tarkoituksena on kehittää ja luoda käsitejärjestelmä, johon koko oikeudellinen ajattelu ja oikeuden tulkinta perustuu. Siten Aarnio katsoo lainopillisen systematisoinnin ja tulkinnan muodostavan hermeneuttisen kehän.⁴⁹ Tutkielmassa hermeneuttisen kehän katsotaan kuitenkin systematisoinnin ja tulkinnan sijaan muodostuvan oikeustaloustieteen ja lainopin välille.

Tutkimuskohteeseen ja tutkimuskysymyksiin perustuen teoreettinen lainoppi näyttäytyy tutkielmassa käytännöllistä lainoppia merkittävämmässä roolissa. Teoreettisen lainopin

⁴⁵ Näin myös esim. Pönkä 2012, s. 106–107.

⁴⁶ Näin myös esim. Fox ym. 2018, s. 81.

⁴⁷ Hirvonen 2011, s. 21–23. Katso lainopista lisää esim. Aarnio 1989; Timonen 1998a, s. 12–14; Hirvonen 2011, s. 21–26.

⁴⁸ Hirvonen 2011, s. 22.

⁴⁹ Aarnio 1989, s. 288, 304.

avulla tutkielmassa kuvataan osakekurssimanipulaation vallitsevaa oikeustilaa sekä systematisoidaan relevanttia lainsäädäntöä ja muita oikeusnormeja. Koska tutkimuksen tarkoituksena ei ole antaa voimassa olevasta oikeudesta tulkinta- tai punnintakannanottoja, vaan sen sijaan tarkastella voimassa olevan oikeuden tehokkuutta ja oikeudenmukaisuutta, ei käytännölliseen lainoppiin ole tarpeellista syventyä.

Lainopin avulla voidaan esittää sekä normikannanottoja että tulkintakannanottoja. Normikannanotoilla tarkoitetaan väitteitä siitä, mitkä oikeusnormit kuuluvat voimassa olevaan oikeuteen, kun taas tulkintakannanotoilla tarkoitetaan väitteitä oikeusnormien sisällystä.⁵⁰ Tutkielmassa pyritään antamaan osakekurssimanipulaation sääntelystä erityisesti normikannanottoja ja sillä tavoin rajaamaan lainopillista metodologiaa. Tulkintakannanottojen rajaaminen metodin ulkopuolelle mahdollistaa oikeustaloustieteellisen argumentoinnin laaja-alaisemman hyödyntämisen ja siten tutkielman kannalta mielekkäämmän lähestymistavan.

1.5 Tutkielman lähdeaineisto ja rakenne

Osakekurssimanipulaation sääntelyä koskeva keskustelu on pääasiassa kansainvälistä ja siten tukea argumentaatioon voidaan hakea myös Euroopan unionin oikeusjärjestelmän ulkopuolelta.⁵¹ Erityisesti osakekurssimanipulaation ja sen sääntelyn taustalla vaikuttava taloustieteellinen teoria säilyy muuttumattomana oikeusjärjestelmästä riippumatta ja siten taloustieteeseen ja arvopaperimarkkinaoikeuteen perustuva tutkimus ei ole samalla tavoin oikeusjärjestelmään sidottua – toisin kuin lainoppi.⁵²

Tutkielmassa hyödynnettävät lähteet perustuvat tutkielman metodin, tutkimuskysymysten ja tutkielman tavoitteen luomaan viitekehykseen. Taloustieteellisille ja oikeustaloustieteellisille argumenteille haetaan tukea pääasiassa kansainvälisestä kirjallisuudesta.

⁵⁰ Hirvonen 2011, s. 22.

⁵¹ Alati kansainvälistyvillä rahoitusmarkkinoilla on ollut keskustelussa markkinoiden väärinkäytösääntelyn kansainvälinen harmonisointi. Siten sääntelyn sääntelystrategiset tavoitteet ovat varsin yhtenäisiä eri oikeusjärjestelmissä.

⁵² Osakekurssimanipulaation sääntely- ja toimintaympäristö on hyvin kansainvälinen.

Lähdeaineisto koostuu siten kolmesta osa-alueesta – oikeustaloustieteellisestä suomalaisesta ja kansainvälisestä tutkimuksesta, puhtaasti taloustieteellisestä tutkimuksesta sekä monialaisesta tutkimuksesta. Tutkielman tavoitteen saavuttamiseksi ja tutkimuskysymyksiin vastaamiseksi pyritään tutkielmassa hyödyntämään jokaista näistä kolmesta lähdeyyppistä mielekkäin ja relevantein keinoin.

Osakekurssimanipulaation sääntely osoittautuu varsin monialaiseksi tutkimuskohteeksi, sillä siinä yhdistyy oikeustieteen ja taloustieteen lisäksi muun muassa informaatioteknologia sekä psykologia. Tutkielmassa hyödynnetään ajoittain pääasiallisten tieteenalojen ulkopuolisiakin lähteitä kuitenkin korostaen, että pääpaino on oikeustaloustieteellisessä tutkimuksessa. Esimerkiksi manipulaatiostrategioiden toimintalogiikan jäsenteleminen vaatii osakseen varsin teknistä lähdeaineistoa, joka jossain tapauksessa on katsottava informaatioteknologiaan asemoituvaksi tutkimukseksi.

Tutkimus koostuu viidestä pääluvusta. Ensimmäisessä pääluvussa (*Johdanto*) määritellään tutkimustehtävä sekä esitellään tutkimuksen toteuttamistapa. Toisessa pääluvussa (*Osakekurssimanipulaation määritelmä ja vaikutukset*) tarkastellaan osakekurssimanipulaation luonnetta sekä esitellään sille tutkielmassa omaksuttu määritelmä. Toisessa pääluvussa tarkastellaan myös osakekurssimanipulaation taloudellisia ja yhteiskunnallisia vaikutuksia pyrkimyksenä siten vastata erityisesti ensimmäiseen tutkimuskysymykseen. Lisäksi osakekurssimanipulaation sääntelylle tuodaan esille argumentteja sekä puolesta että vastaan tarkasteltaessa sääntelyn tarpeellisuutta. Tutkielmassa osakekurssimanipulaation määritelmää tarkastellaan varsin seikkaperäisesti, sillä sen avulla voidaan taustoitaa osakekurssimanipulaation sääntelyn arvioimista. Määritelmän korostunutta asemaa tutkielmassa puoltaa myös se tosiasia, ettei osakekurssimanipulaatiolle ole olemassa yhtä yleisesti hyväksyttyä määritelmää, eikä siten voida katsoa tarkoituksenmukaiseksi määrittämisen haasteiden sivuuttamista.

Kolmannessa pääluvussa (*Vallitseva oikeustila ja erilaiset manipulaatiostrategiat*) osakekurssimanipulaatiota siirrytään käsittelemään yksityiskohtaisemmin. Tarkastelu aloitetaan osakekurssimanipulaation toimintaympäristön ja vallitsevan oikeustilan tarkastelemisesta, minkä jälkeen siirrytään tarkastelemaan erilaisia manipulaatiostrategioita. Jäsentelemällä erilaisia manipulaatiostrategioita ja tarkastelemalla niiden toimintalogiikkaa

sekä niille tyypillisiä ominaisuuksia voidaan syventyä tarkastelemaan manipulaatiostrategiakohtaisia sääntelyratkaisuja. Manipulaatiostrategiat luokitellaan kolmannessa pääluvussa avomarkkina-, informaatio ja markkinavoimamanipulaatioon, joita kuvataan tutkimuksen laajuuden kannalta riittävällä tasolla. Kolmannen pääluvun tarkoituksena on siten asemoida osakekurssimanipulaatio sääntely- ja toimintaympäristöönsä sekä taustoittaa tutkimuskohdetta sääntelyn tarkastelua varten.

Neljännessä pääluvussa (*Osakekurssimanipulaation sääntelyn arviointi*) vastataan toiseen tutkimuskysymykseen samalla hyödyntäen toisessa ja kolmannessa pääluvussa muodostettua viitekehystä. Sääntelystrategisia ratkaisuja jäsennellään sääntelylle muodostuvien tavoitteiden ja toisaalta myös haasteiden kautta. Koska manipulaatiostrategioita on monen monta, on yksityiskohtaisemman ja teknisemmän tarkastelun kohteeksi valittu yksi sääntelystrategisesti mielenkiintoinen manipulaatiostrategia – transaktiomanipulaatio. Kyseistä manipulaatiostrategiaa tarkastellaan varsin teknisellä tasolla ja sille määritetään optimaalinen sääntelyratkaisu. Viidennessä pääluvussa (*Johtopäätökset*) esitetään päälukujen 2–4 tutkimustulokset sekä niiden pohjalta tehdyt johtopäätökset.

2 Osakekurssimanipulaation määritelmä ja vaikutukset

2.1 Osakekurssimanipulaation määritteleminen

2.1.1 Osakekurssimanipulaation luonne globaalina ilmiönä

Osakekurssimanipulaatiolla tarkoitetaan markkinamanipulaatiota, jossa manipulaation kohteena ovat osakekurssit. Siten osakekurssimanipulaatio määritellään markkinamanipulaation kautta.⁵³ Määritelmän jäsenteleminen ja systematisoiminen erityisesti markkinamanipulaation elementtien avulla on tutkielman kannalta varsin mielekäästä, sillä sen yhteydessä rakennettu viitekehys tukee lisäksi manipulaatiostrategioiden systematisointia ja jaottelua sekä osakekurssimanipulaation sääntelyn tarkastelua ja arviointia. Markkinamanipulaation määritelmää on syytä tarkastella erilaisia lähestymistapoja hyödyntäen, sillä kyseessä on varsin monimutkainen ilmiö.⁵⁴ Tarkoituksenmukaisen määritelmän muodostamiseksi on ilmiöstä ensin muodostettava kattava kokonaiskuva.

Markkinamanipulaation määritelmään liittyy merkittäviä näkemyseroja – sitä onkin kuvattu jopa arvopaperimarkkinaoikeuden mahdollisesti kiistanalaisimmaksi käsitteeksi.⁵⁵ Taloustieteilijät ja oikeustieteilijät eivät ole päässeet yhteisymmärrykseen siitä, onko markkinamanipulaatio edes mahdollista, puhumattakaan siitä, miten siihen tulisi käytännössä suhtautua.⁵⁶ Fox ym. mukaan markkinamanipulaatiolle onkin tyypillisesti tarjottu joko liian laajoja määritelmiä tai kehämääritelmiä, jotka joissain tapauksissa perustuvat

⁵³ Tästä johtuen osakekurssimanipulaation määrittelyssä annetaan merkittävää painoarvoa laajemmin markkinamanipulaatiolle. Osakekurssimanipulaatio on nimittäin markkinamanipulaation spesifi muoto.

⁵⁴ Katso lisää Avgouleas 2005, s. 107–108. Esimerkiksi Avgouleasin mukaan markkinamanipulaation määritelmään on olemassa neljä erilaista lähestymistapaa. Ensimmäistä lähestymistapaa voidaan nimittää niin sanotuksi vaikutuspohjaiseksi lähestymistavaksi (*effects based approach*), jossa painotetaan keinoitekoisen hinnan tai harhaanjohtavien käsitysten syntymisen todistamista. Toinen lähestymistapa perustuu markkinamanipulaation aikomukseen ja sitä voidaankin nimittää aikomuskeskeiseksi lähestymistavaksi, kun taas kolmas lähestymistapa koostuu kahden ensimmäisen lähestymistavan yhdistelmästä ja neljäs lähestymistapa perustuu markkinavoimaan. Siten Avgouleasin mukaan markkinamanipulaation määritelmässä tulisi painottaa juuri keinoitekoista hintaa, aikomusta ja markkinavoimaa.

⁵⁵ Fox ym. 2018, s. 70. Markkinamanipulaation määritelmästä sanotaan olevan akateeminen väittely. Katso esim. Nelemans 2008, s. 1170 ja Putniņš 2012, s. 954.

⁵⁶ Fox ym. 2018, s. 69. Epäselvyys on jatkunut varsin pitkään sillä, markkinamanipulaatio oli ensisijainen peruste jo Yhdysvaltojen Securities Exchange Act of 1934 voimaansattamiselle.

”tunnistan sen, kun näen sen” -elementteihin.⁵⁷ Käytännössä markkinamanipulaation määrittelemisessä voidaan kuitenkin nähdä olevan kyse niiden elementtien määrittelemisestä, joiden avulla rajanveto yhteiskunnallisesti hyödyllisen ja haitallisen manipulatiivisen kaupankäynnin välille voidaan toteuttaa.⁵⁸ Markkinoiden tehokkuuden ja niiden yhteiskunnallisten tehtävien kannalta sanktioitavan markkinamanipulaation määrittelemisen olisi suorastaan toivottua, mutta todellisuudessa selkeä ja yksiselitteinen määritelmä saattaa olla utopistinen eikä siten edes mielekäs tavoite.

Markkinamanipulaatiolle ei ole olemassa yhtä eksplisiittistä ja yleisesti hyväksyttyä määritelmää.⁵⁹ Sen sijaan markkinamanipulaation määritelmästä on olemassa lukuisia erilaisia variaatioita, jotka ovat osittain kytköksissä toisiinsa ja koostuvat usein samoista elementeistä – joskin erilaisista kombinaatioista ja näkökulmista.⁶⁰ Määrittelemisen haasteellisuutta ja määritelmän puuttumista perustellaan usein markkinamanipulaation abstraktilla luonteella sekä pelolla ovelista manipuloijista, jotka osaisivat kiertää minkä tahansa määritelmän tai listan kielletyistä manipulaatiostrategioista.⁶¹ Fletcherin mukaan kuitenkin näkemyseroista huolimatta monet määritelmät ovat varsin samankaltaisia, sillä

⁵⁷ Fox ym. 2018, s. 70 sekä alaviite 70. Katso lisää Kyle – Viswanathan 2008. Toisaalta Fox ym. mukaan markkinamanipulaation määritelmän ei tulisi myöskään olla liian suppea, josta esimerkkinä Fox ym. mainitsee Kyle – Viswanathan 2008 määritelmän, jonka mukaan ollakseen markkinamanipulaatiota toiminnan on sekä vähennettävä hintatarkkuutta että likviditeettiä.

⁵⁸ Katso Nelemans 2008, s. 1202. Nelemans esittää rajanvedon niin, että informoitu kaupankävijä ei ole manipuloija, mutta ei-informoitu taas voi olla.

⁵⁹ Katso esim. Fletcher 2018, s. 494; Fischel – Ross 1991, s. 506; Nelemans 2008, s. 1174; Avgouleas 2005, s. 104 sekä Putniņš 2012, s. 953. Katso myös Lower 1991, s. 392, jonka mukaan ”rajanveto markkinoille hyödyllisen ja haitallisen toiminnan välillä on osoittautunut liian subjektiiviseksi ja epätarkaksi tehokkaan sääntelykeinoon tuottamiseen. [suom.]”

⁶⁰ Söderström 2011, s. 9. Putniņš on koonnut artikkelissaan markkinamanipulaation määritelmiä mielekkäästi yhteen ja systematisoinut erityisesti markkinamanipulaation oikeustaloustieteellistä määritelmää. Katso lisää Putniņš 2012, s. 953–955.

⁶¹ Katso Söderström 2011, s. 9, 22 ja Fletcher 2018, s. 494, alaviite 53. Katso myös Santa Fe Industries, Inc. v Green 430 U.S. (1977), s. 476–477. Markkinamanipulaation määritelmän yhteydessä tukeudutaan usein Yhdysvaltojen oikeustapauksen kuuluisaan näkemykseen, jonka mukaan “Manipulation is virtually a term of art when used in connection with securities markets.” Näin myös Fletcher 2018, s. 495. Katso myös Pirrong 1994, s. 54, jonka mukaan markkinamanipulaation määrittelemisen on haastavaa myös siitä syystä, että manipulaatio-termiä käytetään varsin epätarkasti ja harkitsemattomasti. Söderströmin mukaan syy sille, ettei markkinamanipulaatiolle ole objektiivista määritelmää on, että kaikista tarpeellisista kriteereistä on subjektiivinen. Söderström korostaa, että manipulatiivisen transaktion erottaa sallitusta transaktiosta nykyisen määritelmän valossa manipulatiivisen aikomuksen vaikutelmalla eikä havaittavalla transaktion tuloksella.

niistä jokainen pyrkii määrittelemään markkinamanipulaation tahallisen toiminnan, harmitun käytöksen, vilpin, keinotekoisien markkinaolosuhteiden, harhaanjohtavan informaation sekä petollisen toiminnan tai jonkin näiden yhdistelmän avulla.⁶²

Markkinamanipulaation klassinen määritelmä perustuu Yhdysvaltojen oikeustapaukseen *Cargil Inc. v Hardin* vuodelta 1971, jossa se määriteltiin seuraavasti:

“... toiminta, suunnitelma tai juoni, joka tarkoituksellisesti vaikuttaa rahoitusinstrumentin hintaan, minkä seurauksena hinta asettuu eri tasolle kuin ilman kyseistä toimintaa. [suom.]”⁶³

Klassisesta määritelmästä markkinamanipulaation peruselementit tulevat ilmi varsin yksinkertaisessa muodossa – markkinamanipulaatioissa siis pyritään joko suoraan tai välillisesti vaikuttamaan rahoitusinstrumentin hintaan taloudellista hyötyä tavoitellen. Hintaan voidaan tilanteesta riippuen pyrkiä vaikuttamaan joko nostamalla tai laskemalla sitä tai ylläpitämällä sitä tietyllä tasolla.⁶⁴ Markkinamanipulaation oikeudellinen määritelmä toisaalta vaihtelee lainkäyttöalueiden mukaan. Jokaisen lainkäyttöalueen arvopaperimarkkinalaki ei kuitenkaan edes sisällä määritelmää markkinamanipulaatiolle, vaikkakin EU-oikeudessa markkinoiden väärinkäyttöasetus sisältää.⁶⁵ MAR 12.1 artiklassa määritellään markkinoiden manipuloinniksi katsottava toiminta ja MAR 12.2 artiklassa esitetään esimerkkilista markkinoiden manipuloinniksi katsottavasta toiminnasta. Markkinoiden väärinkäyttöasetuksen määritelmä on kytköksissä erityisesti MAR 13 artiklan hyväksytyihin markkinakäytäntöihin.⁶⁶ MAR 12.1 artiklan mukaan:

1. ”Tässä asetuksessa markkinoiden manipuloinnilla tarkoitetaan seuraavia toimintoja:
 - a) liiketoimeen ryhtyminen, kauppaa koskevan toimeksiannon antaminen tai muu toiminta, joka

⁶² Fletcher 2018, s. 496.

⁶³ *Cargill Inc. v Hardin*, 452 F2d (1971), s. 1154, 1163, 1167–1170. Näin myös Avgouleas 2005, s. 105.

⁶⁴ Fiva – Hietalahti 2010, s. 5.

⁶⁵ Katso lisää Putniņš 2012, s. 953.

⁶⁶ Katso Söderström 2011, s. 19. Söderströmin mukaan sen lisäksi, että määritellään, mitä markkinamanipulaatio on, on yhtä lailla tärkeää määritellä, mitä se ei ole. MAR:n hyväksytyt markkinakäytännöt ovat esimerkkejä markkinakäytännöistä, joita ei tulkita markkinamanipulaatioksi.

- i) antaa tai todennäköisesti antaa vääriä tai harhaanjohtavia signaaleja rahoitusvälineen, siihen liittyvän hyödykettä koskevan spot-sopimuksen tai päästöoikeuksiin perustuvan huutokauppatuotteen tarjonnasta, kysynnästä tai hinnasta; tai
- ii) varmistaa tai todennäköisesti varmistaa, että yhden tai useamman rahoitusvälineen, siihen liittyvän hyödykettä koskevan spot-sopimuksen tai päästöoikeuksiin perustuvan huutokauppatuotteen hinta asettuu epätavalliselle tai keinotekoiselle tasolle,

jollei liiketoimeen ryhtyvä, kauppaa koskevan toimeksiannon antava tai muuhun toimintaan osallistuva henkilö osoita, että tällainen liiketoimi, toimeksianto tai toiminta on toteutettu oikeutetuin perustein ja 13 artiklan mukaista hyväksytyä markkinakäytäntöä noudattaen;

- b) liiketoimeen ryhtyminen, kauppaa koskevan toimeksiannon antaminen tai muu toiminta tai toimintatapa, joka vaikuttaa tai todennäköisesti vaikuttaa yhden tai useamman rahoitusvälineen, siihen liittyvän hyödykettä koskevan spot-sopimuksen tai päästöoikeuksiin perustuvan huutokauppatuotteen hintaan ja jossa käytetään kuvitteellisia keinoja taikka muunlaista vilpillistä menettelyä tai järjestelyä;
- c) tiedon levittäminen tiedotusvälineissä, myös internetissä, tai muualla tavoin, joka antaa tai todennäköisesti antaa vääriä tai harhaanjohtavia signaaleja rahoitusvälineen, siihen liittyvän hyödykettä koskevan spot-sopimuksen tai päästöoikeuksiin perustuvan huutokauppatuotteen tarjonnasta, kysynnästä tai hinnasta taikka varmistaa tai todennäköisesti varmistaa yhden tai useamman rahoitusvälineen, siihen liittyvän hyödykettä koskevan spot-sopimuksen tai päästöoikeuksiin perustuvan huutokauppatuotteen hinnan epätavalliselle tai keinotekoiselle tasolle, mukaan lukien huhujen levittäminen, kun tiedon levittäjä tiesi tai hänen olisi pitänyt tietää, että tieto oli väärä tai harhaanjohtava;
- d) väärrien tai harhaanjohtavien tietojen toimittaminen tai väärrien tai harhaanjohtavien vastausten antaminen viitearvoon liittyen, kun tiedot toimittanut tai vastaukset antanut henkilö tiesi tai hänen olisi pitänyt tietää, että tiedot olivat vääriä tai harhaanjohtavia, tai muu toiminta, jolla manipuloidaan viitearvon laskentaa.”

Markkinamanipulaatiolle on ehdotettu sekä objektiivista että subjektiivista määritelmää. 1990-luvulla Daniel Fischel ja David Ross julkaisivat varsin provokatiivisen artikkelin, jonka mukaan markkinamanipulaatiolle ei ole olemassa objektiivista määritelmää, vaan

sen sijaan ainoa järkevä määritelmä on subjektiivinen ja keskittyy ainoastaan manipuloijan aikomukseen.⁶⁷ Kyseinen näkemys edustaa niin sanottua aikomuskeskeistä lähestymistapaa.⁶⁸ Fischelin ja Rossin artikkeli on kuitenkin saanut osakseen varsin voimakasta kritiikkiä ja vastaukseksi onkin ehdotettu objektiivisempia määritelmiä, jotka painottavat voimakkaammin manipulatiivisen kaupankäynnin aiheuttamaa vahinkoa arvopaperimarkkinoille.⁶⁹ Tällaiset näkemykset taas edustavat niin sanottua vahinkokeskeistä lähestymistapaa.

Aikomuskeskeisen ja vahinkokeskeisen lähestymistavan välillä voidaan katsoa olevan jonkinlainen vastakkainasettelu, vaikkeivat lähestymistavat toisaalta sulje toisiaan pois.⁷⁰

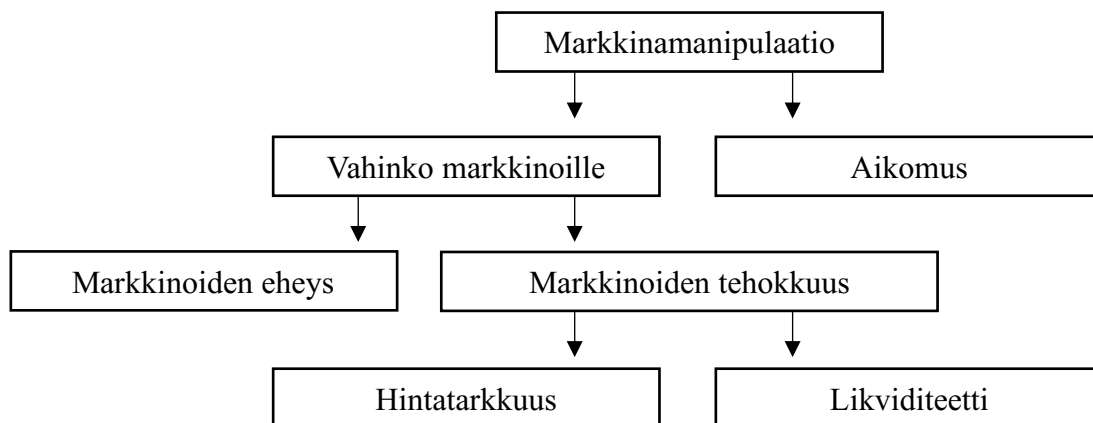
⁶⁷ Katso Fischel – Ross 1991, s. 506, 510. Artikkelissaan Fischel ja Ross kyseenalaistavat markkinamanipulaation sääntelyn tarpeellisuuden ja argumentoivat kuuluisasti markkinamanipulaation käsitteen hylkäämisen puolesta. Artikkelin mukaan markkinamanipulaatio on käsitteenä liian laaja rikossyytteen perusteeksi, eikä siten ”manipulatiivista” kaupankäyntiä tulisi kieltää. Sen sijaan näennäiskaupat (*fictitious trades*) ja virheellisen ja harhaanjohtavan tiedon levittäminen tulisi artikkelin mukaan kieltää petoksina. Artikkelissa argumentoidaan, ettei puhdas transaktiomanipulaatio ole todennäköisesti kannattavaa vaan sen sijaan manipulatiiviset transaktiot kumoutuvat markkinoilla, ja että markkinamanipulaation kiellon seurauksena markkinoilta poistuu myös osakemarkkinoille hyödyllistä kaupankäyntiä. Fischel ja Ross tarjoavat artikkelissaan lisäksi uuden määritelmän markkinamanipulaatiolle, jonka mukaan markkinamanipulaatioksi voidaan määritellä epärehellinen aikomus liikuttaa osakekursseja. Määritelmä sisältää kolme ehtoa, joiden mukaan kaupankäynti on tarkoitettu liikuttamaan kursseja tiettyyn suuntaan, kaupankäynnillä ei ole syytä uskoa, että arvopaperin hinta liikkuisi muutoin kyseiseen suuntaan ja tuloksena saavutettu hyöty syntyy ainoastaan kaupankäynnin toiminnasta eikä arvokkaan tiedon hallussapidosta.

⁶⁸ Katso Fletcher 2018, s. 484–485. Aikomuskeskeisen lähestymistavan mukaan rajanveto laillisen ja manipuloivan toiminnan välillä on tehtävä puhtaasti markkinatoimijan aikomuksen perusteella. Kyseisen lähestymistavan mukaan aikomus on sekä välttämätön että riittävä elementti muuttamaan muuten laillisen kaupankäynnin manipulaatioksi.

⁶⁹ Katso Nelemans 2008, s. 1174–1183; Thel 1994, s. 220–224; Fletcher 2018, s. 487, 515–518. Erityisesti Nelemans kritisoi näkemystä subjektiivisesta määritelmästä ja argumentoi vakuuttavasti objektiivisen määritelmän puolesta. Nelemans perustelee subjektiivisen määritelmän virheellisyyttä sillä, että vaikka kaupankäynnillä olisi huono aikomus, hänen kaupankäyntinsä saattaa todellisuudessa hyödyttää osakemarkkinoita, ja vaikka kaupankäynnillä olisi hyvä aikomus, hänen kaupankäyntinsä saattaa vahingoittaa osakemarkkinoita. Siten, ainoastaan selkeän objektiivisen määritelmän avulla osakemarkkinoita vahingoittava kaupankäynti on mahdollista kieltää. Lisäksi, Nelemans nostaa esiin *cogitationis poenam patitur* -periaatteen ja korostaa, ettei objektiivisesta kiellosta subjektiiviseen tulisi siirtyä niin kevyin perustein. Nelemans kritisoi lisäksi Fischelin ja Rossin argumentaatiota markkinamanipulaation määritelmästä, sillä vaikka Fischel ja Ross perustelevat subjektiivista aikomukseen perustuvaa määritelmäänsä markkinoille aiheutuvan vahingon haastavalla havaittavuudessa, he päätyvät määrittelemään markkinamanipulaation kuitenkin vaikeasti havaittavan aikomuksen perusteella. Siten, Nelemansin mielestä subjektiivisessa määritelmässä on ainoastaan korvattu toinen vaikeasti havaittava elementti toisella. Nelemans ehdottaa taas omassa artikkelissaan markkinamanipulaatiolle vaihtoehtoista objektiivista määritelmää, joka huomioi myös kaupankäynnin yhteiskunnalliset kustannukset. Nelemans määrittelee siten markkinamanipulaation perusteettoman hintapaineen harjoittamiseksi (*exercising unsupported price pressure*). Myös Thel argumentoi, että markkinamanipulaatio on helpommin toteutettavissa, kuin Fischel ja Ross artikkelissaan väittävät. Fletcherin mukaan aikomusta on hyvin vaikea todistaa varmaksi, sillä esim. avomarkkinamanipulaatioissa kaupankäynti on täysin laillista ja vahinkokeskeisen lähestymistavan avulla manipulatiivinen ja sallittu kaupankäynti olisi mahdollista erottaa toisistaan.

⁷⁰ Katso esim. Fletcher 2018, s. 538. Fletcher ehdottaa artikkelissaan siirtymistä pois aikomuskeskeisestä lähestymistavasta ja korvaamalla sen vahinkokeskeisellä lähestymistavalla.

Fletcher on artikkelissaan rakentanut markkinamanipulaatiolle määritelmän, joka huomioi sekä manipuloijan aikomuksen että manipulaatiosta markkinoille aiheutuvan vahingon ja sen voidaankin siten nähdä yhdistävän nämä kaksi lähestymistapaa. Fletcher korostaa, ettei aikomuskeskeinen lähestymistapa ole riittävä, ja argumentoi että toiminnan on oltava sekä tahallista että vahingollista ollakseen markkinamanipulaatiota.⁷¹ Vahingollisen toiminnan Fletcher määrittelee sellaiseksi, joka joko heikentää markkinoiden tehokkuutta heikentämällä hintatarkkuutta tai likviditeettiä, tai vahingoittaa markkinoiden eheyttä alla olevan kuvan mukaisesti.⁷²



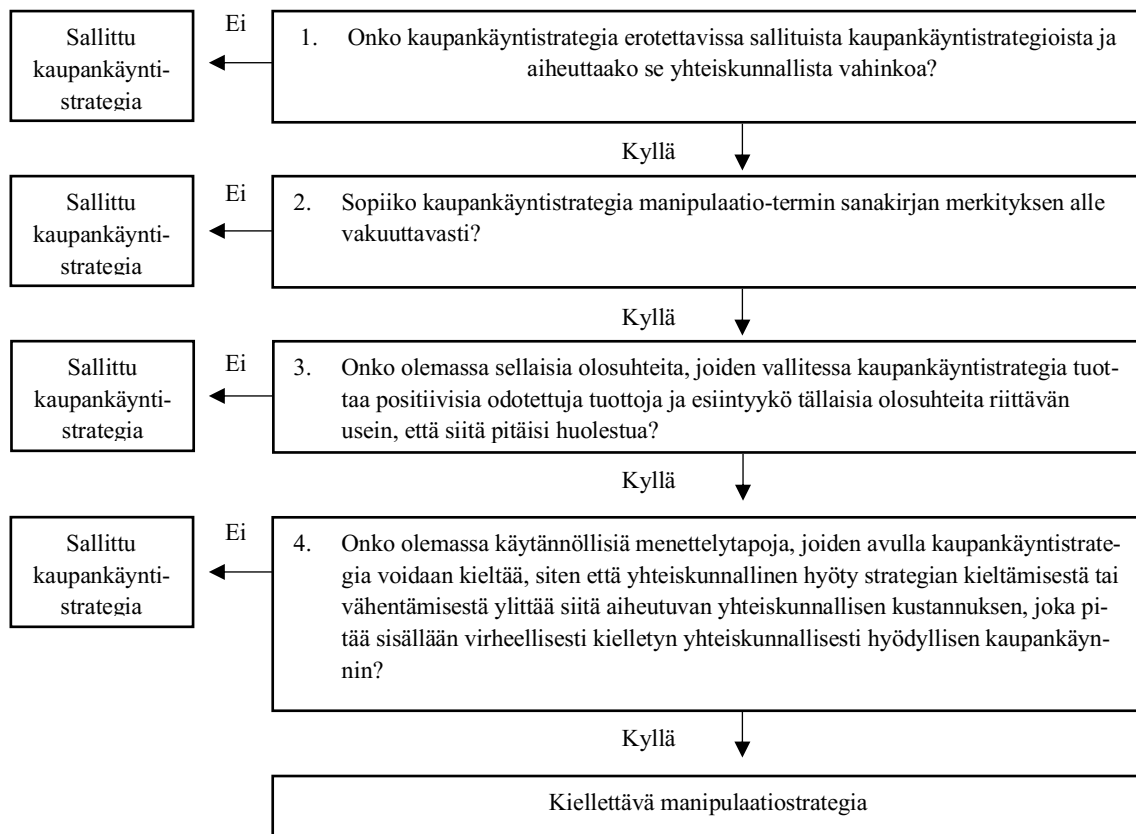
Kaavio 2. Markkinamanipulaation määritelmä Fletcherin mukaan.

Fox ym. toisaalta määrittelee tuoreessa artikkelissaan sanktioitavan markkinamanipulaation kaavion 2 mukaisesti neljää kysymystä apuna käyttäen.⁷³ Fox ym. luoman viitekehysten avulla voidaan tarkastella varsin yksityiskohtaisesti teknisiä manipulaatiostrategioita ja siten määritelmään ja viitekehykseen palataan tutkielmassa useampaan otteeseen. Kyseinen määritelmä osoittautuu erityisen mielekkääksi sanktioitavan markkinamanipulaation erottamisessa hyväksytystä toiminnasta, ja siten sitä hyödynnetään erityisesti tutkielman kappaleessa 4.3, jossa tarkastellaan yksityiskohtaisemmin transaktiomanipulaatiota ja esitetään sille sääntelystrategista ratkaisua.

⁷¹ Fletcher 2018, s. 515.

⁷² Fletcher 2018, s. 496.

⁷³ Fox ym. 2018, s. 72. Toisaalta Fox ym. artikkelin mukaisen mallin toinen kysymys kytkeytyy Yhdysvaltojen oikeustapauksen Santa Fe Industries, Inc. v Green 430 U.S. (1977) näkemykseen markkinamanipulaatiosta fakkiterminä. Fox ym. artikkelin neljän kysymyksen malli kuitenkin perustuu pääasiassa artikkelissa käsiteltyihin manipulaatiostrategioihin, jotka ovat tutkielmassa omaksuttujen termien mukaan transaktiomanipulaatio, sopimusperusteinen manipulaatio sekä informaatiomanipulaatio.



Kaavio 3. Sanktioitavan markkinamanipulaation määritelmä Fox ym. mukaan.

2.1.2 Tutkielmassa omaksuttu määritelmä

Toinen mielekäs tapa lähestyä markkinamanipulaation määritelmää on rakentaa se elementeistä – toisin sanoen niistä vaatimuksista, joiden perusteella hyödyllinen kaupankäynti on erotettavissa haitallisesta markkinamanipulaatiosta.⁷⁴ Näiden elementtien lukumäärästä, sisällöstä ja määritelmistä on myös olemassa huomattavia näkemuseroja kuten myös markkinamanipulaation määritelmästä kokonaisuudessaan. Avgouleasin mukaan

⁷⁴ Kuten kaavion 2 ensimmäinen kysymys. Toisaalta tähän voidaan suhtautua myös sanktioitavan markkinamanipulaation määrittelyksi.

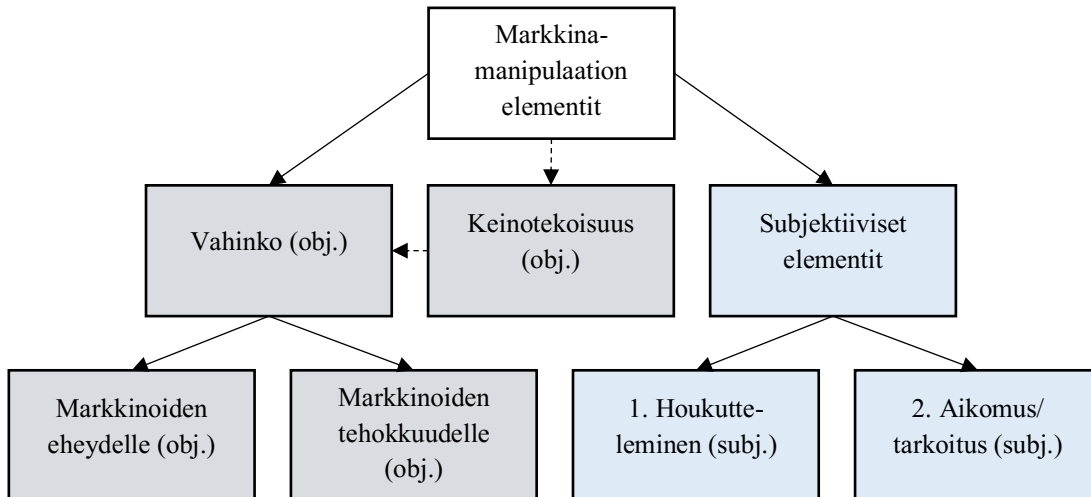
esimerkiksi markkinamanipulaation määritelmä rakentuu viidestä objektiivisesta elementistä ja kahdesta subjektiivisesta elementistä.⁷⁵ Toisaalta, Söderströmin mukaan markkinamanipulaatio koostuu neljästä elementistä, jotka ovat manipulatiivinen toiminta tai lainilyönti, aikomus, syy-yhteys sekä keinotekoinen hinta.⁷⁶ Putniņšin mukaan markkinamanipulaation kaksi tärkeintä elementtiä taas ovat keinotekoisuus sekä aikomus, jotka ovat myös usein haastavimmat todistaa.⁷⁷

Tutkielmassa on pyritty omaksumaan markkinamanipulaation elementteihin näkemys, joka on tutkimuskysymysten kannalta mielekäs ja tukee optimaalisesti tutkielman tavoitetta samalla kuitenkin edustaen alan vallitsevaa näkemystä. Tutkielmassa omaksuttu näkemys on lisäksi pyritty rakentamaan siten, että se soveltuu nykyaikaisille moderneille osakemarkkinoille. Tämän perusteella tutkielmassa osakekurssimanipulaatio jaetaan elementteihin kaavion 4 mukaisesti. Näkemys perustuu eri tutkimusten ja näkemysten synteesiin.

⁷⁵ Avgouleas 2005, s. 105, 116. Objektiiviset elementit ovat (a) *the nature of the actions (conduct) that the behaviour in question consists of, for instance, misrepresentations or artificial transactions*; (b) *the direction of market participants' trades, or the way in which they exercise their rights in financial investments, following the occurrence of the behavior in question once this becomes visible to market participants*; (c) *the gains that alleged manipulators obtained from their positions in the specific or related financial investments*; (d) *whether these gains would be possible, in the absence of the relevant behavior*; (e) *the structure of the manipulative scheme in question*. Subjektiiviset elementit ovat ensiksi houkuttelu (*inducement*) ja toiseksi aikomus. Avgouleas tarjoaa teoksessaan markkinamanipulaatiolle uuden määritelmän, joka perustuu osittain muiden määritelmien synteesiin sekä niiden sopeuttamiseen nykyisille moderneille rahoitusmarkkinoille.

⁷⁶ Söderström, s. 9. Söderström on pyrkinyt koostamaan yhteenvedon eri näkemyksistä.

⁷⁷ Putniņš 2012, s. 954.



Kaavio 4. Osakekurssimanipulaation määritelmä.⁷⁸

Subjektiiiset elementit perustuvat Avgouleasin määritelmään, jonka mukaan on ensiksi tulkittava toimintaan houkuttelemista (*inducement*) ja toiseksi oletetun manipuloijan aikomusta.⁷⁹ Avgouleasin mukaan, jotta osakekurssien manipuloinnista voidaan tuomita, on kyettävä todistamaan joko markkinatoimijan aikomus tai toisen markkinatoimijan houkuttelemisen manipulaatioon.⁸⁰ Aikomuksen voidaankin nähdä erottavan manipuloivan kaupankäynnin tavallisesta kaupankäynnistä, sillä sallitun kaupankäynnin seurauksena kaupankäyntiaktiivisuus voi kasvaa ja arvopaperin hinta voi vaihdella samalla tavoin kuin manipuloivan kaupankäynnin seurauksena.⁸¹ Haasteet aikomuksen suhteen liittyvät-

⁷⁸ Kaavioon on merkitty sinisellä värillä subjektiiiset elementit ja harmaalla värillä objektiiviset elementit.

⁷⁹ Katso lisää Avgouleas 2005, s. 116–117. Tässä on hyödynnetty Avgouleasin näkemystä vaikutuspohjaisesta lähestymistavasta (*effects based approach*). Avgouleasin mukaan määritelmän kaksi subjektiiivista elementtiä tulisi olla kytköksissä määritelmän viiteen objektiiviseen elementtiin. Siten, todiste esimerkiksi objektiivisten elementtien a ja b toteutumisesta osoittaa samalla myös motiivin olemassaolon. Tutkielmassa omaksutussa määritelmässä subjektiiivisiin elementteihin katsotaan siten sisältyvän objektiivisia elementtejä, kuten toiminnan luonne sekä manipulaation keinot. Näitä elementtejä ei katsota tutkielmassa omaksutun määritelmän mukaan kuitenkaan erillisiksi elementeiksi. Kyseiset objektiiviset seikat tulevat esille subjektiiivisten elementtien kautta, sillä ne ovat kehämääritelmän tavoin kytköksissä toisiinsa.

⁸⁰ Avgouleas 2005, s. 111.

⁸¹ Katso lisää Fletcher 2018, s. 518 sekä alaviite 18. Fletcher vertaa artikkelissaan aikomusta markkinamanipulaatioon aikomukseen väijyä. Jos henkilö seuraa toista henkilöä sattumalta kävellessään itsekkin samaan suuntaan, ei ole kyseessä rikos. Kuitenkin, jos henkilö seuraa toista henkilöä tarkoituksenaan vahingoittaa tai uhkailla häntä, on kyseessä rikos. Toisaalta osa alan asiantuntijoista näkee aikomuksen riittävänä perusteena sanktioitavalle manipulaatiolle.

kin sen olemassaolon todistamiseen, mikä on mahdollista vain harvinaisissa tapauksissa.⁸² Lisäksi, Fletcher argumentoi, että aikomus on sekä yli- että alisisältävää, eikä selitä markkinoiden vääristymistä.⁸³

Fox ym. argumentoi artikkelissaan, että käytännössä aikomuksen määritelmää ja riittävää todistetta aikomuksesta on mahdotonta erottaa toisistaan. Artikkelin mukaan aikomuksen tunnistamisessa tulisikin lähtökohtaisesti kuvitella kaikki mahdolliset motivaatiot kyseessä olevaan kaupankäyntiin mukaan lukematta motivaatiota pelkästään tehdä voittoa hintavaikutuksen seurauksena. Fox ym. mukaan suurin osa näistä motivaatioista on joko jo valmiiksi kiellettyjä arvopaperimarkkinaleissa, tai toisaalta ne mahdollistavat sellaista kaupankäyntiä, joka hyödyttää yhteiskuntaa enemmän kuin vahingoittaa. Jos kyseessä olevan kaupankäynnin voidaan olettaa tuottavan voittoja eikä se perustu muuhun motivaatioon, voidaan voittojen tulkita perustuvan osittain tai kokonaan pelkästään hinnamuutokseen ja siten kaupankäynnin voidaan tulkita olevan manipulatiivista. Fox ym. kuitenkin korostaa, että sanktiointiin riittävän todisteen määrittelemineen on tässä yhteydessä kriittisempi kysymys.⁸⁴

Kaavion vahinkokeskeinen näkemys taas perustuu pääasiassa Fletcherin artikkeliin, jossa aikomuskeskeiselle lähestymistavalle ehdotetaan korvaajaksi vahinkokeskeistä lähestymistapaa. Artikkelissa jaotellaan markkinamanipulaation seurauksena markkinoille aiheutuva vahinko kahteen luokkaan – vahingoksi markkinoiden eheydelle ja toisaalta vahingoksi markkinoiden tehokkuudelle.⁸⁵ Vahingon aiheuttaminen markkinoille kytkeytyy siihen, tulisiko kyseinen toiminta katsoa sanktioitavaksi vai ei. Nimittäin sellaista kaupankäyntiä, jolla on manipulatiivinen aikomus, mutta joka ei vahingoita markkinoiden tehokkuutta tai eheyttä, ei tutkielmassa omaksutun näkemyksen mukaan tulisi tulkita

⁸² Putniņš 2012, s. 954.

⁸³ Fletcher 2018, s. 515–517. Fletcher argumentoi, että liittyen avomarkkinamanipulaatioon, aikomus on laajuudeltaan sekä liian laaja että liian kapea. Aikomus on liian kapea sen perusteella, että sitä on hyvin haastava todistaa ja toisaalta liian laaja, sillä se pitää sisällään transaktiot, joihin sisältyi manipulatiivinen aikomus, mutta jotka eivät vahingoittaneet markkinoita.

⁸⁴ Fox ym. 2018, s. 76–77. Fox ym. käyttää aikomuksesta termiä tarkoitus (*purpose*).

⁸⁵ Fletcher 2018, s. 487.

sanktioitavaksi manipulaatioksi. Muussa tapauksessa päädyttäisiin sanktioimaan markkinoille hyödyllistä kaupankäyntiä, joka kasvattaa likviditeettiä ja hintatarkkuutta.⁸⁶ Lisäksi rikosoikeudellisen teorian mukaan pelkästään rikollisen mielen perusteella ei voida rangaista, vaan myös toiminnan on oltava rikollista.⁸⁷ Siten on korostettava, ettei yksinään ainoastaan aikomus tai toisaalta myöskään vahinko ole sanktioitavalle manipulaatiolle riittävä peruste.⁸⁸ Toisaalta se, millä tavoin ja minkä seurauksena vahinko syntyy markkinoille vaatii moniulotteisempaa analyysiä ja tutkielmassa sitä tulkitaan manipulaatiostrategioiden kautta. Siten tässä yhteydessä pohditaan ainoastaan, syntyikö vahinkoa markkinoille.

Keinotekoisuus on tutkielmassa luodun viitekehyksen kolmas pääasiallinen elementti ja sillä voidaan tarkoittaa sekä kaupankäynnin että hinnan keinotekoisuutta.⁸⁹ Se on kytköksissä markkinoille aiheutettavaan vahinkoon, sillä vahingon voidaan lähes poikkeuksetta nähdä aiheutuvat keinotekoisuuden seurauksena. Erityisesti keinotekoista hintaa on tarkasteltu varsin runsaasti alan kirjallisuudessa, ja se onkin kiinnostava tutkimuskohde erityisesti oikeustaloustieteellisestä näkökulmasta.⁹⁰ Kaupankäynnin keinotekoisuus liittyy erityisesti nykyaikaisiin moderneihin osakemarkkinoihin ja niiden kautta mahdollistuneisiin kyberneettisiin manipulaatiostrategioihin.⁹¹ Toisaalta voidaan pohtia, tavoitellaanko keinotekoisella kaupankäynnillä kuitenkin keinotekoista hintaa, jonka kautta saavutetaan taloudellista hyötyä.

⁸⁶ Fletcher 2018, s. 516–517. Aikomukseen perustuvan kiellon seurauksena Fletcherin mukaan *ex post* -seurauksena markkinoilta voi poistua kaupankäyjiä virheellisen sanktioinnin pelossa siten aiheuttaen markkinoille negatiivisen nettovaikutuksen.

⁸⁷ Fletcher 2018, s. 517–518.

⁸⁸ Katso lisää Fletcher 2018, s. 518. Fletcher argumentoi, että aikomus ja aiheutettu vahinko yhdistettynä on tehokkain mahdollinen mekanismi manipulatiivisen ja sallitun transaktion kategorisoimiseen erityisesti liittyen avomarkkinamanipulaatioon.

⁸⁹ Putniņš 2012, s. 954. Kaupankäynnin keinotekoisuudella tarkoitetaan esimerkiksi tilannetta, jossa manipuloija luo markkinoille harhaanjohtavan vaikutelman suuremmasta määrästä kaupankäyntiä. Keinotekoisella hinnalla toisaalta tarkoitetaan keinotekoisesti nostettua, laskettua tai ylläpidettyä hintaa.

⁹⁰ Katso lisää esim. Lower 1991, s. 393–394; Ledgerwood 2012; Putniņš 2012, s. 954 sekä Avgouleas 2005, s. 108–111.

⁹¹ Siering ym. 2017, s. 261.

Keinotekoisien hinnan kansainvälisesti hyväksyty määritelmä on hinnan poikkeama kysynnän ja tarjonnan markkinavoimista.⁹² Keinotekoisien hintatason todistaminen osoittautuu kuitenkin haastavaksi, sillä keinotekoista hintaa on varsin vaikea erottaa tavanomaisesti markkinavoimien määrittämästä hinnasta. Keinotekoisien hinnan elementtiä onkin kritisoitu sen perusteella, että se vaatii tuomioistuimilta varsin laajaa ja syvällistä analyysiä.⁹³ Avgouleas kuitenkin argumentoi, että olisi irrationaalista irrottaa keinotekoisien hinnan elementti osakekurssimanipulaation määritelmästä, sillä ilman sitä mikä tahansa spekulatio voitaisiin tulkita manipulaatioksi ja sanktioida. Avgouleasin mukaan tämä päätäisi merkittävästi supistamaan arvopaperimarkkinoiden hyvinvointia.⁹⁴ Loppujen lopuksi niin subjektiiviset tekijät, markkinoille aiheutettu vahinko kuin keinotekoisuuskin ovat jokainen riittämättömiä ilman toistensa tukea ja siten riippuvaisia toisistaan.

2.1.3 Osakekurssimanipulaation esiintyvyys

Tarkastelemalla osakekurssimanipulaation esiintyvyyttä, voidaan arvioida, kuinka vakava ilmiö on todellisuudessa kyseessä, ja kuinka suuren riskin se asettaa kansainvälisille arvopaperimarkkinoille sekä niiden lähiympäristölle.⁹⁵ Toisaalta tarkastelemalla osakekurssimanipulaation eri muotojen esiintyvyyttä voidaan selvittää, millaisissa tilanteissa ja ympäristöissä mitäkin osakekurssimanipulaation muotoa esiintyy ja miten paljon. Tällainen tieto olisi osakekurssimanipulaation sääntelyn kannalta hyvin arvokasta.⁹⁶ Yhdistämällä osakekurssimanipulaation esiintyvyyteen perustuva tieto kunkin osakekurssimanipulaation muodon nettovaikutuksiin, olisi mahdollista tunnistaa ja paikantaa osakekurssimanipulaation haasteellisimmat muodot ja säännellä niitä asianmukaisesti.

⁹² IOSCO 2000, s. 13. Arvopaperimarkkinoiden valvontaviranomaisten kansainvälinen yhteistyöjärjestö (International Organization of Securities Commissions, myöh. IOSCO) pyrki ratkaisemaan hinnan keinotekoisuuden määritelmään liittyvät haasteet kansainvälisesti hyväksytyllä määritelmällään, jonka mukaan hinnan keinotekoisuus tarkoittaa hintaa, joka poikkeaa kysynnän ja tarjonnan voimista.

⁹³ Perdue 1987, s. 2–3, 11–21. Perduen analyysi perustuu ainoastaan markkinakontrollimanipulaatioihin (*market control manipulations*) ja painottuu futuurimarkkinoille.

⁹⁴ Avgouleas 2005, s. 112–113.

⁹⁵ Osakekurssimanipulaation esiintyvyyden tarkastelussa on syytä arvioida, muodostaako osakekurssimanipulaatio olennaisen riskin osakemarkkinoiden tehokkuudelle ja eheydelle sekä markkinaluottamukselle.

⁹⁶ Osakekurssimanipulaatioon suhtautuminen riippuu siitä, kuinka yleisenä tai harvinaisena ilmiötä pidetään. Sääntelyn kannalta on arvioitava ilmiön aiheuttaman riskin olennaisuutta.

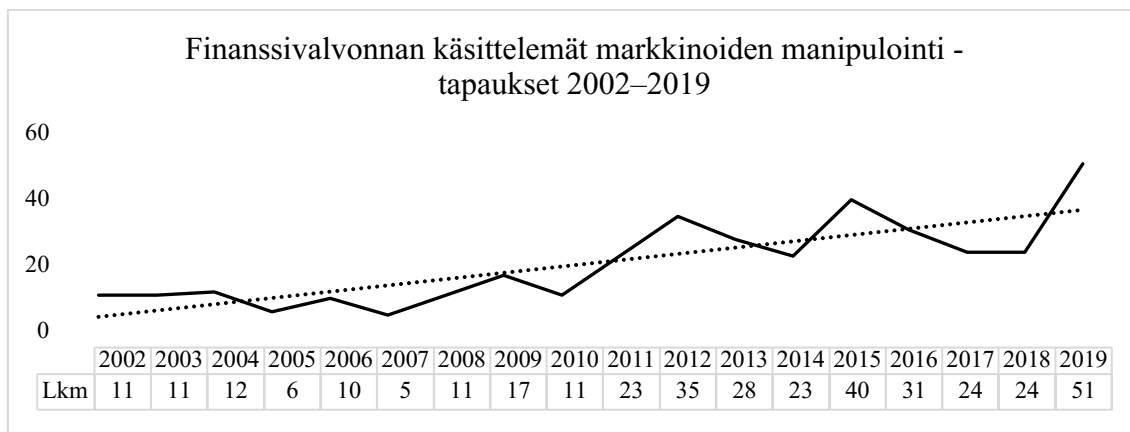
Valitettavasti kuitenkin osakekurssimanipulaation esiintyvyyteen liittyvä tieto on varsin hajanaista ja suppeaa.⁹⁷ Esiintyvyyden tutkiminen nimittäin osoittautuu varsin haasteelliseksi. Ensinnäkin, osakekurssimanipulaation esiintyvyys on täysin riippuvaista osakekurssimanipulaatiolle sovellettavasta määritelmästä.⁹⁸ Siten tutkimusten tuloksia, joissa on hyödynnetty erilaisia määritelmiä osakekurssimanipulaatiolle, voi olla hieman kyseenalaista yhdistää toisiinsa. Toiseksi, manipulaatiostrategiat kehittyvät jatkuvasti osakemarkkinoiden kehittyessä, ja siten esiintyvyyttä tutkittaessa ei välttämättä edes tunnisteta kaikkia osakekurssimanipulaation muotoja markkinoilta. Kolmanneksi, valvontaviranomaisilla ja tutkijoilla on käytössään varsin rajalliset resurssit esiintyvyyden tutkimiseen verrattuna manipuloijiin.⁹⁹ Edellä mainituista haasteista huolimatta osakekurssimanipulaation esiintyvyydestä on esitetty arvioita, jotka ovat varsin käyttökelpoisia hyödynnettynä omassa kontekstissaan.

Osakekurssimanipulaation esiintyvyys on kytköksissä arvopaperimarkkinaviranomaisten valvontaan. Esiintyvyyttä voidaan nimittäin arvioida valvontaviranomaisten vuosittaisten manipulaatioepäilytapauksen perusteella. Valvontamenetelmät eivät kuitenkaan poikkeuksetta tavoita jokaista manipulaatiotapausta edellä mainittujen haasteiden perusteella. Tilasto antaa kuitenkin arvokasta osviittaa esimerkiksi siitä, miten paljon markkinamanipulaatio työllistää arvopaperimarkkinaviranomaisia, sekä toisaalta siitä, mikä on tämänhetkinen trendi. Alla olevasta kuvaajasta (kuvaaja 1) on nähtävissä Finanssivalvonnan manipulaatiotapaukset vuosilta 2002–2018.

⁹⁷ Putniņš 2012, s. 963. Sen ohella miten markkinamanipulaatio reagoi sääntelyyn ja millaisia vaikutuksia sillä on, myös markkinamanipulaation esiintyvyys on varsin heikosti alalla tiedossa.

⁹⁸ Kuten edellä todettiin, osakekurssimanipulaatiolle ei ole olemassa yhtä yleisesti hyväksyttyä määritelmää. Kun käytössä on lukuisia erilaisia määritelmiä, ei esiintyvyyteen liittyvien tutkimusten tulokset ole aina vertailukelpoisia. Hyödynnettävä määritelmä määrittää nimittäin sen, millaista kaupankäyntiä markkinoilta etsitään. Katso Allen – Gale 1992, s. 521. Toisaalta siihen liittyen, onko osakekurssimanipulaatiota niin sanotusti määritelmällisesti olemassa, Allen ja Galen mukaan todisteiden valossa esimerkiksi Securities Exchange Act 1934 mukanaan tuomat rajoitukset pääasiassa eliminoivat markkinoilta toiminta- ja informaatioperusteisen manipulaation ja siten osakekurssimanipulaatioon on siitä lähtien suhtauduttu historiallisella kiinnostuksella.

⁹⁹ Osakekurssimanipulaation havaitsemiseen sekä resurssien puutteeseen liittyviä haasteita tarkastellaan enemmän kappaleessa 4.2.1.



Kuvaaja 1. Finanssivalvonnan käsittelemät markkinoiden manipulointi -tapaukset 2002–2019.¹⁰⁰

Pitkällä aikavälillä kuvaajasta on havaittavissa nouseva trendi, vaikka toisaalta kasvu ei ole ollut kovin voimakasta. Tapausten vuosittainen lukumäärä on vaihdellut varsin voimakkaasti, mikä vaatisikin kaiketi enemmän vuosikohtaista tarkastelua. On todettava, että erityisesti Suomessa osakekurssimanipulaation tutkimisen yhteydessä ilmiö saattaa vaikuttaa todellisuutta laajemmalla ja yleisemmällä. Tosiasiassa kuitenkin manipulaatio ja markkinoiden väärinkäyttö yleisesti ei Suomessa liity lainkaan valtaosaan transaktioista.¹⁰¹

On kuitenkin yleisesti tiedossa, että markkinamanipulaatio on mahdollista, ja että sitä esiintyy kansainvälisesti laajasti eri markkinoilla ja erilaisissa olosuhteissa.¹⁰² Erityisesti empiirinen tutkimus on kriittisen tärkeää markkinamanipulaation esiintyvyyden tutkimiselle sekä koko ilmiön ymmärtämiseksi, sillä monet manipulaatiostrategiat ovat liian monimutkaisia mallinnettavaksi teoreettisesti.¹⁰³ Putniņšin mukaan monimutkaisten manipulaatiostrategioiden mallintaminen teoreettisesti johtaa sellaisiin oletuksiin ja yksinkertaistuksiin, jotka kyseenalaistavat tulosten luotettavuuden.

¹⁰⁰ Fiva 2020 ja VM 2011. Kuvaajassa katkoviivalla on merkitty keskimääräistä trendiä.

¹⁰¹ Näin myös Söderström 2011, s. 7.

¹⁰² Putniņš 2012, s. 962. Putniņš on tehnyt artikkelissaan mielekkään yhteenvedon markkinamanipulaatioon liittyvästä tutkimuksesta ja niiden tuloksista.

¹⁰³ Putniņš 2012, s. 959.

Melko tuoreessa empiirisessä tutkimuksessa on havaittu yhteys esimerkiksi kausittaisten anomalioiden ja päätöskurssin manipulaation välillä. Felixson ja Pelli tutkivat, manipuloitaisi päätöskursseja Suomen osakemarkkinoilla. Tutkijat kuitenkin totesivat aiheen vaativan lisätutkimusta, vaikka tutkimustulokset viittasivatkin päätöskurssimanipulaatioon.¹⁰⁴ Päätöskurssimanipulaatiota on tutkinut myös Carhart ym., jotka todistavat tutkimuksessaan rahastopäällikköiden manipuloivan hintoja.¹⁰⁵ Lisäksi, Hillion ja Suominen todistavat tutkimuksessaan merkittäviä nousuja volatilitetissä, volyyymeissä ja osto- ja myyntikurssin erotuksissa (*bid-ask-spread*) viimeisen kaupankäyntiminuutin aikana Pariisin pörssissä ja tutkijat yhdistävät sen manipulaatioon.¹⁰⁶

2.2 Osakekurssimanipulaation vaikutukset

2.2.1 Ex post - ja ex ante -vaikutukset

Monet asiantuntijat pitävät kaikkia markkinamanipulaation muotoja yhteiskunnallisesti epämieluisina.¹⁰⁷ Kyseisten näkemysten mukaan osakekurssimanipulaatio halutaan eliminoida markkinoilta täysin, koska se vääristää hintoja, vaikeuttaa hinnanmuodostusta ja synnyttää hyvinvointitappioita.¹⁰⁸ Toisaalta, osakekurssimanipulaatiolla on esitetty olevan myös positiivisia vaikutuksia – niin markkinoiden tehokkuudelle kuin eheydellekin. Tutkielmassa on siten tarkasteltava osakekurssimanipulaation eri muotojen erilaisia vaikutuksia, jotta voidaan analysoida toisaalta sääntelyn tarpeellisuutta ja toisaalta sen sisältöä ja muotoa.

Osakekurssimanipulaation vaikutusten yhteydessä on tarkasteltava sekä ex ante - että ex post -vaikutuksia. Ex post -vaikutuksia on tarkasteltu kirjallisuudessa varsin laajasti ja tuloksena on todettu, että osakekurssimanipulaation seurauksena mm. hinnat vääristyvät markkinoilla. Kuitenkin, ex ante -vaikutusten tarkastelu – toisin sanoen miten markkinamanipulaation olemassaolo ja mahdollisuus vaikuttaa markkinoihin, on jäänyt varsin

¹⁰⁴ Katso lisää Felixson – Pelli 1999.

¹⁰⁵ Carhart ym. 2002. Katso myös Comerton-Forde – Putniņš 2014. Lisäksi Putniņš 2012, s. 959–961. Putniņš on koontanut markkinamanipulaatiota käsittelevää empiiristä tutkimusta artikkeliinsa.

¹⁰⁶ Hillion – Suominen 2004.

¹⁰⁷ Allen – Gale 1992, s. 521.

¹⁰⁸ Huang – Cheng 2015, s. 792.

vähäiselle tarkastelulle. Osakekurssimanipulaation nettovaikutus eli ex post - ja ex ante - vaikutusten summa on kuitenkin merkittävin tekijä erityisesti sääntelyn tarkastelemisen yhteydessä – erityisesti koska tutkielmassa tehokkuutta tarkastellaan Kaldor-Hicks -tehokkuuden avulla. Esimerkiksi positiivinen ex ante -vaikutus saattaa nimittäin osaltaan kumota negatiivisen ex post -vaikutuksen ja siten kyseessä olevan kaupankäynnin nettovaikutus saattaa olla neutraali tai jopa positiivinen.¹⁰⁹ Tutkielmassa omaksutun näkemyksen mukaan kaupankäyntiä, jolla on positiivinen nettovaikutus ei ole perusteltua sanktioida.

Fox ym. mukaan tietyn kaupankäyntistrategian vaikutusten tarkastelu on syytä aloittaa ex post -analyysistä. Sen avulla vaikutuksia eri kaupankäyjätyyppeihin¹¹⁰ voidaan analysoida, ja siten selvittää ne kannustimet, jotka kyseinen kaupankäyntistrategia synnyttää eri kaupankävijätyypeille. Tämän jälkeen voidaan tarkastella ex ante -näkökulmasta, millaisia vaikutuksia kaupankäyntistrategiasta aiheutuisi pitkällä aikavälillä kilpailullisille markkinoille. Ex ante -analyysin avulla voidaan erityisesti tarkastella kaupankäynnin tehokkuus- ja oikeudenmukaisuusaspekteja. Fox ym. artikkelissa omaksutun näkemyksen mukaan ex ante -analyysi on mielekäs keino oikeudenmukaisuuden arviointiin, sillä jos kaupankäyntistrategia ei vaikuta markkinatoimijan odotuksiin, sitä ei voida katsoa epäoikeudenmukaiseksi.¹¹¹

¹⁰⁹ Katso lisää Putniņš 2012, s. 963. Putniņšin mukaan nettovaikutuksella tarkoitetaan ex post - ja ex ante - vaikutusten summaa. Lisäksi, tässä yhteydessä tarkasteltava nettovaikutus on toisaalta kytköksissä kappaaleen 2.1.2 määritelmään liittyen osakekurssimanipulaation aiheuttamaan vahinkoon markkinoille. Negatiivinen vaikutus tulkitaan nimittäin tällaiseksi vahingoksi.

¹¹⁰ Kaupankävijätyypeillä tarkoitetaan tutkielmassa hyödynnettävää yrityksen taloustieteeseen ja markkinoiden mikrorakenteeseen perustuvaa Fox ym. 2018 artikkelissa esitettyä viitekehystä. Kaupankävijätyypit ovat *informed traders*, *uninformed traders*, *noise traders* ja *anti-noise traders*.

¹¹¹ Fox ym. 2018, s. 81.

2.2.2 Vaikutukset osakemarkkinoiden tehokkuuteen ja eheyteen

Osakekurssimanipulaatio aiheuttaa merkittäviä yhteiskunnallisia ja taloudellisia kustannuksia.¹¹² Osakekurssimanipulaation negatiiviset vaikutukset ulottuvat myös osakemarkkinoiden ulkopuolelle, sillä manipulaatio vahingoittaa myös esimerkiksi sijoitustoimintaa, kuluttajien säästämistä sekä reaalityöntä.¹¹³ Äärimmäisen näkemyksen mukaan manipulaatio voi johtaa jopa markkinoiden tuhoon. Tutkielmassa omaksutun näkemyksen mukaan osakekurssimanipulaation negatiiviset vaikutukset tulisi mieltää kaksivaiheiseksi prosessiksi – ensin välittömiksi vaikutuksiksi ja sitten välillisiksi vaikutuksiksi. Osakekurssimanipulaatio nimittäin ensin vääristää osakekurssia sekä markkinainformaatiota ja sen seurauksena aiheuttaa pääomien tehottoman allokoitumisen.¹¹⁴

Virheellisten osakekurssien seurauksena osakemarkkinoilla osa kaupankävijöistä päätyy ostamaan osakkeita liian kalliilla ja toisaalta osa päätyy myymään osakkeita liian halvalla, mikä realisoituu tappioita kyseisille kaupankävijöille. Tämän lisäksi transaktiokustannukset ovat suuremmat osakemarkkinoilla, joilla osakekurssimanipulaatiota esiintyy, koska tällöin markkinatoimijoiden on huomioitava se hinnoittelussaan.¹¹⁵ Toisaalta vasta tällaisen kaupankäynnin seuraukset aiheuttavat yhteiskunnallisesti merkittäviä haittoja. Kahanin mukaan virheellisten osakekurssien seurauksena nimittäin yhtiöt eivät toiminnassaan maksimoit hyötyään, kun taas virheettömät osakekurssit edesauttavat resurssien tehokasta allokoitumista ja kannustavat yhtiöitä toimimaan yhteiskunnallisesti suotavasti.¹¹⁶ Siten pääomien allokoituessa tehottomasti varallisuus siirtyy tavanomaisilta kaupankävijöiltä manipuloijille.¹¹⁷

Osakkeen kysynnän, tarjonnan, hinnan ja siihen liittyvän informaation ollessa virheellistä, markkinatoimijat ohjaavat resurssinsa virheellisesti hinnoiteltuihin sijoituskohteisiin.

¹¹² Tietyillä osakekurssimanipulaation muodoilla on kuitenkin myös positiivisia vaikutuksia. On esitetty argumentteja esimerkiksi sen puolesta, että markkinamanipulaatio parantaa markkinoiden informaatiotehokkuutta, sillä se luo markkinatoimijoille insentiivin hankkia ja hyödyntää relevanttia informaatiota. Katso Putniš 2012, s. 963 ja Allen – Gale 1992, s. 521.

¹¹³ Fox ym. 2003, s. 368.

¹¹⁴ Fletcher 2018, s. 490–491.

¹¹⁵ Goshen – Parchomovsky 2006, s. 716.

¹¹⁶ Kahan 1992, s. 1006–1007.

¹¹⁷ Fletcher 2018, s. 491.

siin siten heikentäen osakemarkkinoiden suoriutumista niiden yhteiskunnallisista tehtävistä.¹¹⁸ Avgouleasin mukaan vääristynyt markkinainformaatio ja virheelliset osakekursit aiheuttavatkin virheellisiä näkemyksiä tulevasta kannattavuudesta ja siten kanavoivat resursseja ja varallisuutta toimialoille ja yhtiöihin, jotka tuottavat vähemmän voittoa.¹¹⁹ Siten osakekurssimanipulaation seurauksena aiheutuu hyvinvointitappioita.¹²⁰

Toisaalta osakekurssimanipulaation negatiiviset vaikutukset voidaan jakaa kahteen lajiin. Ensinnäkin, se heikentää markkinoiden tehokkuutta vääristämällä hintamekanismia.¹²¹ Toiseksi, se heikentää markkinoiden eheyttä, saamalla markkinatoimijat uskomaan, että markkinat ovat epäreilut.¹²² Osakemarkkinoiden tehokkuus ja eheys ovat kuitenkin riippuvaisia toisistaan. Nimittäin, jos sijoittajat kieltäytyvät osallistumasta osakemarkkinoille, sen seurauksena osakemarkkinoiden likviditeetti ja hintatarkkuus heikkenee, ja markkinoista tulee vähemmän tehokkaita. Siten markkinoiden eheys on todellisuudessa hyvin tärkeässä roolissa arvopaperimarkkinoiden tärkeimmän tehtävän eli pääomien allokoinnin suhteen.¹²³

Osakemarkkinoiden tehokkuuden kaksi tärkeintä elementtiä ovat likviditeetti ja hintatarkkuus, jotka ovat kytköksissä toisiinsa.¹²⁴ Likviditeetillä tarkoitetaan kaupankävijöiden saatavuutta markkinoilla, joiden kanssa voi käydä kauppaa, sekä kaupankävijien mahdollisuutta käydä kauppaa ilman merkittäviä hinnanmuutoksia. Siten mitä enemmän kaupankävijöitä markkinoilla on, ja mitä vähemmän hinnoitteluvoimaa kaupankävijöillä on, sitä likvidimmät markkinat ovat ja toisaalta myös sitä tarkempia hinnat ovat. Hintatark-

¹¹⁸ Fletcher 2018, s. 491–492.

¹¹⁹ Avgouleas 2005, s. 212. Avgouleas lisäksi argumentoi, että tällaisella on lisäksi vahingollinen vaikutus talouteen kokonaisuutena, mistä todisteena sijoituspääoman niukkuus Enronin kaltaisten petosten ja osakemarkkinakuplan jälkeen.

¹²⁰ Katso osakekurssimanipulaatiosta ja hyvinvointitappioista lisää Ledgerwood 2012, s. 275–278. Katso myös Nelemans 2008, s. 1218. Nelemansin mukaan manipulaatio heikentää likviditeettiä sekä aiheuttaa hyvinvoinnin siirtymiä.

¹²¹ Katso lisää markkinamanipulaation vaikutuksista tehokkuuteen Avgouleas 2005, s. 211–213.

¹²² Fletcher 2018, s. 487, 489–490. Fletcher keskittyy artikkelissaan erityisesti avomarkkinamanipulaatioon, jota tarkastellaan tutkielmassa syvällisemmin kappaleessa 3.3.

¹²³ Fletcher 2018, s. 493.

¹²⁴ Fletcher 2018, s. 490.

kuudella taas tarkoitetaan tarkkuutta, jolla markkinahinta heijastaa tulevaisuuden kassavirtoja.¹²⁵ Manipulaatio häiritsee hintatarkkuutta kahdella tapaa. Ensinnäkin, hintatarkkuus heikkenee, kun markkinoille ilmaantuu virheellistä tietoa. Toiseksi, manipulaatio voi luoda markkinoille virheellisen käsityksen likviditeetistä, mikä johtaa keinotekoiseen hintaan.¹²⁶

Markkinoiden eheydellä (*market integrity*) toisaalta tarkoitetaan markkinoiden oikeudenmukaisuutta.¹²⁷ Se määritellään usein markkinoiksi, joilla informaatio on tasa-arvoista tai markkinoiksi, joilla ei ole sisäpiiritiedon väärinkäyttöä tai markkinamanipulaatiota.¹²⁸ Markkinaluottamuksella taas tarkoitetaan tutkielmassa omaksutun käsityksen mukaan markkinatoimijoiden näkemystä markkinoiden eheydestä. Markkinoiden eheys ja markkinaluottamus ovat kriittisiä tekijöitä pääomien houkuttelemiseksi. Sijoittajat nimittäin sijoittavat vain sen verran, kun uskovat markkinoiden olevan reilut.¹²⁹

2.3 Debatti sääntelyn tarpeellisuudesta

Osakekurssimanipulaation eri manipulaatiostrategioilla on erilaisia haitallisia ja toisaalta toisinaan myös hyödyllisiä vaikutuksia osakemarkkinoille sekä niiden ulkopuolelle. Osakekurssimanipulaation eri manipulaatiostrategioita tulisikin säännellä eri tavoin, minkä seurauksena osa manipulaatiostrategioista tulisi kieltää, kun taas osan sanktioiminen mahdollisesti aiheuttaisi markkinoille enemmän vahinkoa verrattuna niiden sallimiseen. Rajanveto osakekurssimanipulaation eri manipulaatiostrategioiden sanktioitavuuden suhteen perustuu pitkälti kyseisen manipulaatiostrategian aiheuttamiin vaikutuksiin sekä sii-

¹²⁵ Fox ym. 2018, s. 83.

¹²⁶ Fletcher 2018, s. 491.

¹²⁷ Katso lisää markkinoiden eheydestä Austin 2017 sekä Fletcher 2018, s. 492–493. Austin erottaa markkinoiden eheyden (*market integrity*) ja markkinoiden reiluuden (*market fairness*) toisistaan. Katso Angel – McCabe 2013 liittyen ultranopeaan kaupankäyntiin ja markkinoiden reiluuteen.

¹²⁸ Austin 2017, s. 231.

¹²⁹ Scott 1980, s. 804–809.

hen, millä tavoin se reagoi sääntelyyn. Putniņšin mukaan kuitenkin alalla vallitsee merkittävä tiedonpuute markkinamanipulaation esiintyvyyden lisäksi erityisesti eri manipulaatiostrategioiden vaikutuksista sekä niiden tavasta reagoida sääntelyyn.¹³⁰

Alan kirjallisuudessa on myös pitkään esiintynyt erimielisyyksiä siitä, pitäisikö tiettyjä manipulaatiostrategioita säännellä lainkaan. Näkemys perustuu siihen, että tällaisia manipulaatiostrategioita on varsin haastavaa havaita, minkä lisäksi osa asiantuntijoista tulkitsee niiden kumoutuvan markkinavoimien avulla pois sääntelyn puuttuessa.¹³¹ Erityisesti Allen ja Gale argumentoivat, että markkinoiden kysyntä ja tarjonta saavat osakekurssimanipulaation kääntymään itseään vastaan.¹³² Myös Thel argumentoi sen puolesta, että jotkin manipulaatiostrategiat ovat itseään vastaan kääntyviä.¹³³ Toisaalta Fischel ja Ross argumentoivat, ettei todellista kaupankäyntiä tulisi kieltää manipulatiivisena riippumatta kaupankäynnin aikomuksesta, kun taas fiktiivinen kaupankäynti tulisi tulkita petokseksi.¹³⁴ Kyle ja Viswanathan esittävät markkinamanipulaatiolle kapeampaa määritelmää, jonka mukaan kyseessä ei ole markkinamanipulaatio, ellei kaupankäynti vahingoita sekä hintatarkkuutta että likviditeettiä.¹³⁵

Toisaalta Fletcherin mukaan sääntelyä ei välttämättä tarvittaisi, jos markkinat kykenisivät rankaisemaan väärinkäytöksistä itse. Tämä ei kuitenkaan todellisuudessa ole mahdollista johtuen markkinavoimien voimattomuudesta, vaikka joissain tilanteissa markkinavoimat kykenevätkin vastaamaan erityisesti avomarkkinamanipulaatioon. Sääntelyllä on siten yhä merkittävä rooli markkinoiden tehokkuuden ja eheyden varmistamisessa. Fletcherin näkemyksen mukaan, koska sääntelyllä ei voida tavoittaa kaikkea avomarkkinamanipulaatiota, lainsäätäjien tehtäväksi jääkin minimoida niiden vaikutus markkinoiden toiminnalle.¹³⁶

¹³⁰ Putniņš 2012, s. 963.

¹³¹ Lin 2017, s. 1302.

¹³² Allen – Gale 1992, s. 506. Allen ja Gale käyttävät englanninkielistä termiä *self-defeating*.

¹³³ Thel 1994, s. 261. Toisaalta Thel käyttää englanninkielistä termiä *self-deterring*.

¹³⁴ Fischel – Ross 1991, s. 507.

¹³⁵ Kyle – Viswanathan 2008, s. 274. Kyle ja Viswanathan argumentoivat, että on ymmärrettävä kaupankäynnin vaikutukset sekä hintatarkkuuteen että likviditeettiin, jotta voidaan määrittää kaupankäynnin aiheuttama yhteiskunnallinen vahinko ja sanktioitavuus.

¹³⁶ Fletcher 2018, s. 535–538

Osakekurssimanipulaation edellä esitettyjen negatiivisten nettovaikutusten pohjalta sääntelyn tarve on kuitenkin varsin yksinkertaista perustella, minkä vuoksi vähintään osa osakekurssimanipulaation manipulaatiostrategioista tulisi kieltää.¹³⁷ Myös Fletcherin mukaan kuitenkin Fischelin ja Rossin argumentit ovat virheellisiä liittyen avomarkkinamanipulaatioon ja siten sääntelyä tarvitaan.¹³⁸ Siten tutkielmassa omaksutun näkemyksen mukaan lähtökohtaisesti osakekurssimanipulaatiota on säänneltävä. Haasteellisempi tehtävä on kuitenkin määrittää, mitä osakekurssimanipulaation manipulaatiostrategiaa tulisi säännellä ja millaisin sääntelystrategisin ratkaisuin.

¹³⁷ Katso Avgouleas 2005, s. 211. Avgouleasin mukaan manipulaation sääntelyn taloudelliset argumentit koostuvat kolmesta kokonaisuudesta. Ensimmäkin manipulaation vahingolliset vaikutukset ovat kiistämättömiä. Manipulaatio asettaa epäsuotuisan vaikutuksen hintamekanismille, joka on mahdollisesti rahoitusmarkkinoiden tärkein ominaisuus. Toiseksi sijoittajien tappiot ovat esim. sisäpiiritiedon väärinkäyttöön verrattuna helpommin todennettavissa. Kolmanneksi markkinamanipulaation sääntely vaikuttaa laskevan toimeenpanokustannuksia. Katso lisää sääntelyn tarpeen perusteluista Avgouleas 2005, s. 218–226.

¹³⁸ Fletcher 2018, s. 536.

3 Vallitseva oikeustila ja erilaiset manipulaatiostrategiat

3.1 Vallitseva oikeustila ja toimintaympäristö

3.1.1 Toiminta- ja sääntely-ympäristö

Osakemarkkinat muuttuvat maailman mukana ja reagoivat maailman tapahtumiin. Ne ovat täysin riippuvaisia osapuolistaan ja toimintaympäristöstään, sillä ilman niitä, osakemarkkinoita ei olisi olemassakaan. Osakekurssit määräytyvätkin markkinatoimijoiden valintojen ja kognitiivisten harhojen perusteella, mikä tekee osakemarkkinoista erityisen mielenkiintoisen ilmiön.¹³⁹ Markkinatoimijoiden käyttäytyminen ei ole välttämättä rationaalista, kuten tehokkaiden markkinoiden hypoteesissa oletetaan, vaan sen sijaan osakemarkkinoilla vallitsee behavioraaliset ilmiöt kuten sijoittajien laumautuminen¹⁴⁰. Tutkielmassa onkin omaksuttu osakemarkkinoista varsin behavioraalinen käsitys.

Rahoitusalan toimintaympäristö on ollut pitkään murroksessa. Pitkällä aikavälillä murrosta on vauhdittanut erityisesti vuoden 2008 finanssikriisi, rahoitusmarkkinoiden kansainvälistyminen sekä teknologian kehitys. Tämän lisäksi myös poliittinen epävarmuus – toisin sanoen Brexit, kauppasodan uhka ja protektionismi, sekä ilmastonmuutos ja sitä kautta vastuullisen ja kestävämmän talouden tavoittelemisen ovat ohjanneet rahoitusalan kehitystä. Toisaalta myös teknologian kehityksen kautta alati lisääntyvät rahoitusalan innovaatiot disruptoivat alaa tehokkaasti ja yllätyksellisesti. Kansainvälisenä sääntelytrendinä on Atlantin molemmilla puolilla ollut selkeä regulaation lisääminen.¹⁴¹

¹³⁹ Katso esim. Avgouleas 2005, s. 63–71.

¹⁴⁰ Katso laumautumisesta (*herding*) esim. Avgouleas 2005, s. 63–71. Osakekurssien liikkeiden ymmärtämisessä Keynesin ”The biggest fool” -teoria on osoittautunut erityisen avartavaksi. Katso teoriasta Keynes 1936 sekä Barnes 2009, s. 65–67.

¹⁴¹ Söderström 2011, s. 10.

Tutkielmassa osakemarkkinoita osakekurssimanipulaation sääntely- ja toimintaympäristönä jäsenellään erityisesti tarkastelemalla osakemarkkinoiden yhteiskunnallisia tehtäviä ja tavoitteita.¹⁴² Fox ym. mukaan asianmukaisesti toimivat osakemarkkinat synnyttävät yhteiskunnallista arvoa neljällä eri tavalla. Osakemarkkinat edistävät olemassa olevan tuotantokapasiteetin tehokasta käyttöä, avustavat yhteiskunnan niukan pääoman tehokasta allokoointia¹⁴³, edistävät resurssien allokoointia yli ajan sekä allokoivat riskiä. Erilaisia markkinakäytäntöjä arvioitaessa voidaan tarkastella tilannetta ilman kyseistä markkinakäytäntöä sekä markkinakäytännön kanssa sekä ilman sen sääntelyä ja sääntelyn kanssa. Siten voidaan nähdä edesauttaako vai vaikeuttaako markkinakäytännön olemassaolo osakemarkkinoiden neljän yhteiskunnallisen tehtävän toteutumista.¹⁴⁴

Osakemarkkinoiden yhteiskunnallista viitekehystä voidaan yksinkertaistaa osakemarkkinoiden kahdella ominaispiirteellä, jotka ovat hintatarkkuus ja likviditeetti. Fox ym. mukaan mitä korkeampi on markkinoiden hintatehokkuus ja likviditeetti, sitä paremmin osakemarkkinat toteuttavat niiden neljää yhteiskunnallista tehtävää.¹⁴⁵ Kuitenkin kunnollinen arvio markkinakäytännön tai sen sääntelyn vaikutuksista osakemarkkinoiden kykyyn toteuttaa niiden yhteiskunnallisia tehtäviä vaatii lisäksi kolmen lisätekijän huomioonottamisen. Nämä kolme tekijää ovat todellisten resurssien kulutus, innovaatio ja oikeudenmukaisuus.¹⁴⁶

Todellisten resurssien kulutuksella tarkoitetaan vaihtoehtoiskustannusta osakemarkkinoiden hyödyntämistä resursseista, kuten lahjakkaista työntekijöistä ja kiinteistöistä, jotka

¹⁴² Katso lisää Fox ym. 2019, 33–55. Osakemarkkinoiden yhteiskunnallisia tehtäviä voidaan jaotella monella tapaa. Tutkielmassa hyödynnetään Fox ym. jaottelua, sillä se on tuore ja huomioi nykyisten osakemarkkinoiden erityispiirteet kuten ultranopean kaupankäynnin. Jaottelu perustuu Yhdysvaltojen osakemarkkinoihin, mutta se ei estä jaottelun omaksumista. Katso myös esim. Knüpfer – Puttonen 2018 s. 53. Knüpferin ja Puttonosen mukaan rahoitusmarkkinoiden tehtävänä on varojen allokointi mahdollisimman tehokkaasti yli- ja alijäämäsektorin välillä (allokatiivinen tehokkuus), välittää informaatiota (informatiivinen tehokkuus), parantaa rahoitusvaateiden likvidisyyttä sekä hajauttaa riskejä. Rahoitusmarkkinoiden ja osakemarkkinoiden tehtävät on kuitenkin syytä erottaa toisistaan. Katso myös Whitehead 2010, s. 35; jonka mukaan rahoitusmarkkinoiden tavoitteet ovat pysyneet samoina – varallisuuden ja riskien tehokas allokaatio, siirtäminen ja jakaminen.

¹⁴³ Katso esim. Avgouleas 2005, s. 211–212. Pääomien allokoituminen toteutuu pääasiassa primäärisillä osakemarkkinoilla, kun taas sekundääristen osakemarkkinoiden asianmukainen toiminta mahdollistaa sijoittajien exit-oikeuden omistuksestaan.

¹⁴⁴ Fox ym. 2019, s. 33–34.

¹⁴⁵ Fox ym. 2019, s. 34. Hintatarkkuudella tarkoitetaan tarkkuutta, jolla markkinahinta ennustaa tulevia kassavirtoja. Likviditeetti taas on moniulotteinen käsite, joka käsittelee transaktiokustannuksia ja liittyy transaktion suuruuteen, hintatasoon sekä ajan keston, joka transaktion tekemiseen meni.

¹⁴⁶ Fox ym. 2019, s. 34–35.

voisivat muuten tuottaa muita hyödykkeitä. Innovaation suhteen on arvioitava markkinakäytännön tai sen sääntelyn vaikutusta systeemin kapasiteettiin. Markkinakäytännön todellinen oikeudenmukaisuus taas on itsessään varteenotettava aihe, sillä näkemys käytännön oikeudenmukaisuudesta – totta tai ei – voi merkittävästi vaikuttaa siihen, kuinka hyvin osakemarkkinat onnistuvat toteuttamaan niiden yhteiskunnallisia tehtäviä.¹⁴⁷

3.1.2 Finanssikriisin vaikutukset

Kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden sääntelyn kehityksestä on eroteltavissa erilaisia vaiheita, joista tämänhetkinen perustuu voimakkaasti vuoden 2008 finanssikriisiin.¹⁴⁸ Yli vuosikymmen sitten puhjennut finanssikriisin aiheuttajat tunnetaan jo hyvin ja niitä voidaan kuvata seuraavasti. Kriisiä edeltäneen kansainvälisen makrotalouspolitiikan nähdään johtaneen huonolaatuisen velan ja velkavivun kasvamiseen sekä tuhoisaan voiton tavoitteluun. Tämän lisäksi lisääntyneen rahoitusalan innovaation erityisesti arvopaperistettuihin instrumentteihin liittyen katsotaan helpottaneen velan vipuvaikutuksen siirtämistä luottomarkkinoilta pääomamarkkinoille. Pääomamarkkinat sittemmin osoittautuivat kykenemättömiksi kierrättämään riskiä tehokkaasti ja alkoivat kerätä systeemiriskiä. Riskinottoa lisäsi lisäksi kieroutuneet kannustinrakenteet erityisesti luottoluokituslaitoksissa ja pankeissa.¹⁴⁹ Kriisin puhjettua paniikki levisi rahoitusmarkkinoilla ja aiheutti yhden maailman suurimman investointipankin Lehman Brothersin konkurssin syyskuussa 2008.¹⁵⁰ Kriisin seuraukset siirtyivät myös pian reaalityöelämään ja tavanomaisten ihmisten elämään.

Kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden finanssikriisiä edeltänyt sääntely on sittemmin nähty varsin puutteelliseksi ja riittämättömäksi, minkä pohjalta finanssialalle on syntynyt

¹⁴⁷ Fox ym. 2019, s. 34–35.

¹⁴⁸ Marjosola 2014, s. 2. Katso lisää finanssikriisin vaikutuksista rahoitusmarkkinoiden sääntelyyn Davies 2012; Avgouleas 2009; Moloney 2010; Turner-raportti; Marjosola 2014, s. 2; Avgouleas 2009a; Avgouleas 2009b.

¹⁴⁹ Moloney 2010, s. 1318. Katso myös Turner-raportti; Avgouleas 2009a, s. 34–35.

¹⁵⁰ Lehman Brothersin konkurssi oli ennennäkemätöntä, sillä sen sanottiin olevan ”too big to fail”.

ennennäkemätön sääntelyaalto.¹⁵¹ Sääntelyuudistusten tavoitteena on ollut luoda turvallisempi, vakaampi, läpinäkyvämpi sekä vastuullisempi rahoitusjärjestelmä.¹⁵² Tämän lisäksi EU:n rahoitusmarkkinoiden sääntelyä on viime vuosina ohjannut tavoite integroida EU:n rahoitusmarkkinoita ja harmonisoida sääntelyä.¹⁵³ Sääntelyaallon seurauksena kuitenkin rahoitusmarkkinoiden sääntely on kansainvälisesti monimutkaistunut, monitasoistunut sen lisäksi että sääntelyn määrä on kasvanut merkittävästi.¹⁵⁴ Nykyisin voidaan puhua jopa ylisääntelystä, joka osaltaan muodostaa kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden vakaudelle merkittävän riskin.¹⁵⁵ Osakekurssimanipulaatioon liittyen finanssikriisin

¹⁵¹ Katso esim. Suomen Pankki 2017. Suomen Pankin tuolloisen pääjohtajan Erkki Liikasen mukaan finanssikriisiä edeltänyt sääntely sekä valvonta olivat epäonnistuneet ja saattoivat jopa vauhdittaa kriisin syntymistä. Toisaalta kuten mikä tahansa sääntely, myös rahoitusmarkkinoiden sääntely kehittyy aaltomaisesti – vaihdellen trendinä on sääntelyn lisääminen ja purkaminen. Siten finanssikriisin voidaan nähdä toimineen sääntelytrendien käännöskohtana samalla synnyttäen ennennäkemättömän sääntelyaallon finanssialalle.

¹⁵² High-level Expert Group – final report 2012, s. 67. Tavoitteen saavuttamiseksi uudistus kohdistettiin erityisesti parantamaan pankkien kykyä kestää systeemisiä shokkeja sekä vähentämään hintakuplien todennäköisyyttä. Lisäksi sääntelyuudistuksessa keskityttiin parantamaan pankkien sisäistä riskienhallintaa, suojelemaan pankkisijoituksia pankkikadon välttämiseksi sekä varmistamaan, että kaikki pankit voidaan kaataa hitaasti ja rauhallisesti käyttämättä prosessiin verorahoja.

¹⁵³ Marjosola 2014, s. 2–3. EU:n pyrkimyksenä on luoda Euroopan finanssialalle ”single rulebook”, jota Euroopan valvontaviranomaisilla (European Supervisory Authority, myöh. ESA) on merkittävä valtuus kehittää ja implementoida.

¹⁵⁴ Euroopan unionissa kyseiset sääntelyuudistukset perustuvat pääasiassa de Larosièren raporttiin, joka julkaistiin helmikuussa 2009. Finanssikriisin jälkeen eurooppalaisen finanssivalvontajärjestelmän uudistamistarpeita lähti kartoittamaan de Larosièren asiantuntijaryhmä, joka on nimetty Ranskan keskuspankin entisen pääjohtajan Jacques de Larosièren mukaan. De Larosièren raporttina tunnettu julkaisu ilmestyi helmikuussa 2009. Se sisältää jopa 31 suositusta finanssisektorin sääntelyn ja valvonnan sekä kansainvälisten rakenteiden uudistamiseksi. Raportti toi finanssimarkkinoiden sääntely- ja valvontajärjestelmän suurimpina puutteina esille mm. riskienhallinnan sekä sisäisen valvonnan epäonnistumisen, makrovakauden valvonnan puutteet, yhteistyön ja tietojenvaihdon puutteen valvojien välillä sekä valvonta- ja sanktiovaltuuksien erot. Ehdotuksina näiden puutteiden poistamiseksi raportissa ehdotettiin mm. makrovakauden valvontaa uuden Euroopan järjestelmäriskineuvoston avulla, ennakkovarausjärjestelmää ensisijaisesti mikrotason vakavaraisuutta koskevista riskeistä varoittamiseen, yhtenäistä eurooppalaista ydinsäännöstöä sekä yhteistä eurooppalaista finanssivalvontajärjestelmää. Euroopan komissio antoi de Larosièren raportista jo vuonna 2009 ehdotuksensa asetuksista koskien uutta eurooppalaista valvontajärjestelmää. Nämä asetukset hyväksyttiin vuoden 2010 loppupuolella. Euroopan komissio argumentoi julkaisussaan kunnianhimoisen uudistusohjelman taustalla olevan kysynnän ylläpitäminen, investointien edistäminen sekä työpaikkojen säilyttäminen ja luominen. Komission julkaisussa uudistusta nimitetään jopa pankkijärjestelmän siivoamiseksi, mikä on edellytys normaaleihin luotto- olosuhteisiin palaamiseksi. Komission julkaisussa huomioidaan finanssi- ja taluskriisin vaikutukset ja seuraukset myös perheille sekä kotitalouksille. Komission mukaan finanssikriisistä elpyminen ei kuitenkaan ole täydellistä ennen kuin maailmantalouden suurten toimijoiden talous on saatu käännettyä taas kasvuun ja suuret toimijat käyvät jälleen kauppaa keskenään.

¹⁵⁵ Kontkanen 2015, s. 99, 104. Ylisääntelyn arvioiminen on kuitenkin monimutkaista, eikä siten sen muodostamaan riskiin ole syytä syventyä tutkielmassa tämän syvällisemmin.

vauhdittama sääntelytrendi on saanut aikaan erityisesti MAR:n sekä Euroopan finanssi-valvontajärjestelmän (European System of Financial Supervision, myöh. ESFS).¹⁵⁶

Myös kirjoitushetkellä vallitseva koronaviruspandemia on ravistellut kansainvälisiä rahoitusmarkkinoita. Koronakriisin aikana Yhdysvaltojen raakaöljyn hinta on romahtanut negatiiviseksi ensimmäistä kertaa historiassa¹⁵⁷, Euroopan keskuspankki (myöh. EKP) on aloittanut 750 miljardin euron hätärahoituksen¹⁵⁸ ja Yhdysvaltojen työttömyys on noussut 22 miljoonaan¹⁵⁹, vain muutamia vaikutuksia mainitakseni. Koronakriisin synnyttämällä epävarmuudella on rahoitusmarkkinoille ennennäkemättömiä vaikutuksia sen lisäksi että kyseessä on merkittävä terveystarve. Kriisin kehittymistä ja seurauksia on hyvin haastavaa ennustaa – koronakriisi onkin mielletty niin sanotuksi mustaksi joutseneksi¹⁶⁰.

Rahoitusmarkkinoiden sääntely on reaktiivista – se kehittyy paljolti vastauksena kriiseihin tai muihin rahoitusmarkkinoiden vakautta uhkaavaan tekijöihin.¹⁶¹ Näin tapahtui myös vuoden 2008 finanssikriisin yhteydessä. Tunnetun näkemyksen mukaan onkin tärkeää olla hukkaamatta hyvää kriisiä – “It’s important not to waste a good crisis”.¹⁶² Siten mahdollisesti myös koronakriisin seurauksena rahoitusalan sääntelyä voidaan kehittää.

¹⁵⁶ KOM (2009) 114, s. 12; Kontkanen 2015, s. 92. Komission julkaisun mukaan Eurooppa nähtiin voivan selviytyä taantumasta nopeammin Euroopan unionin (myöh. EU) jäsenvaltioiden yhdistäessä voimansa, käyttämällä hyväksi kilpailuvahvuuksiaan sekä erityisesti yhteismarkkinoita. Tähän osaltaan perustui uuden valvontajärjestelmän perustaminen koko Euroopan laajuisesti. Euroopan uusi valvontajärjestelmä käynnistyi vuonna 2011. Järjestelmän muodostavat Euroopan pankkiviranomainen (European Banking Authority, myöh. EBA), Euroopan vakuutus- ja lisäeläkeviranomainen (European Insurance and Occupational Pensions Authority, myöh. EIOPA), Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen, Euroopan järjestelmäriskikomitea (European System Risk Board, myöh. ESRB), kansalliset valvontaviranomaiset kuten Finanssivalvonta (myöh. Fiva) sekä viranomaisten yhteistyötä koordinoiva valvontaviranomaisten yhteiskomitea (Joint Committee). Lisäksi, EKP:n yhteydessä aloitti vuonna 2014 toimintansa yhteinen pankki-valvonta.

¹⁵⁷ Helsingin Sanomat 20.4.2020.

¹⁵⁸ EKP 19.3.2020.

¹⁵⁹ CNN Business 16.4.2020.

¹⁶⁰ Katso lisää mustista joutsenista Taleb 2010.

¹⁶¹ Whitehead 2010, s. 2.

¹⁶² Davies 2012, s. 206. Katso myös Fletcher 2018, s. 548. Fletcherin mukaan toisaalta rahoitusmarkkinoiden sääntely on harvoin puhtaasti preskriptiivistä tai reaktiivista, sillä se on usein sekoitus molempia.

3.1.3 High frequency -kaupankäynti

High frequency -kaupankäynti on elektronisen algoritmisen kaupankäynnin (algorithmic trading, myöh. AT) muoto.¹⁶³ HFT:lla tarkoitetaan hyvin nopeatempoista kaupankäyntiä, jossa ei välttämättä tarvita edes arvopaperimeklaria, sillä tietokoneohjelma (algoritmi)¹⁶⁴ toteuttaa ennalta määrättyjen parametrien mukaan itsenäisesti osto- ja myyntipäätöksiä. HFT:lle on tyypillistä hyvin lyhyet positiot sekä suuri toimeksiantojen määrä suhteessa toteutuneisiin kaappoihin. Kokonaispositiot pyritään pitämään yleensä lähellä nollaa ja ne puretaan päivän päätteeksi. Älykkäät kaupankäyntiohjelmat lukevat markkinauutisia konekielisessä muodossa hyvin nopeasti ja toteuttavat niiden perusteella itsenäisesti transaktioita. Yksi HFT:n muoto onkin nopeusarbitraasi, joka perustuu puhtaasti high frequency -kaupankävijän nopeampaan kaupankäyntitapaan.¹⁶⁵

Yleisen näkemyksen mukaan automatisoidun kaupankäynnin katsotaan parantavan markkinoiden likviditeettiä ja hinnanmuodostusta, vaikka toisaalta sen nähdään myös lisäävän markkinoiden volatilitteettiä.¹⁶⁶ HFT:lla on todistetusti markkinoille sekä positiivisia että negatiivisia vaikutuksia, minkä johdosta on tarkasteltava sen nettovaikutuksia yhteiskunnalle. Finanssivalvonnan mukaan HFT:iin liitetään usein pelkoja manipulaatiosta, mutta havaitut ongelmat ovat kuitenkin markkinamanipulaation sijaan usein liittyneet käytettyjen tietokoneohjelmien puutteelliseen testaamiseen sekä sisäisen valvonnan puutteisiin.¹⁶⁷ High frequency -kaupankäynnin lisäksi pelkoja kohdistuu usein dark pool -markkinapaikkoihin. Kaupankäynti nimittäin tapahtuu nykyisin yhden suuren kaupankäyntipaikan sijaan lukuisissa pörseissä ja dark pool -markkinapaikoilla. Suurin osa näistä on elektronisia tarjouskirjajärjestelmiä (electronic limit order books), joissa ihmisiä ei tarvita

¹⁶³ Markkinat-tiedote 1/2012, s. 5. ”Yleisellä tasolla algoritmisen kaupankäynti tarkoittaa automatisoitua kaupankäyntiä, jossa tietokonealgoritmi määrittää automaattisesti toimeksiantojen yksittäiset parametrit, kuten toimeksiannon käynnistämisen, ajoituksen, hinnan ja määrän sekä toimeksiantojen hoidon niiden jättämisen jälkeen siten, että perinteistä meklaria tarvitaan vähän tai ei lainkaan. Kaupankäyntialgoritmeja käytetään monessa tarkoituksessa toimeksiantojen toteutuksesta markkinatakkaukseen.”

¹⁶⁴ Katso esim. Fox ym. 2018, s. 80. Fox esittelee esimerkin kaupankäyntialgoritmista, jossa hyödynnetään osakkeen haurasta tarjouskirjaa.

¹⁶⁵ Markkinat-tiedote 1/2012, s. 5 sekä Fiva – Hietalahti 2012, s. 4–8. Finanssivalvonta nimittää high frequency -kaupankäyntiä huippunopeaksi automatisoiduksi päiväkaupaksi. Katso HFT:stä myös esim. Gai ym. 2013; Krosno 2014; Arnoldi 2015 sekä Foley – Putniņš 2016.

¹⁶⁶ Fiva – Hietalahti 2011.

¹⁶⁷ Markkinat-tiedote 1/2012, s. 5.

lainkaan.¹⁶⁸ Lyhyesti dark pool -markkinapaikoilla tarkoitetaan markkinapaikkaa, jonka toimeksiannot ovat luottamuksellisia, ja jossa kaupankäynti on rajoitettua valittuihin osallistujiin.¹⁶⁹

3.1.4 Markkinoiden väärinkäyttöasetus

Markkinoiden väärinkäyttödirektiivi (Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi sisäpiirikaupoista ja markkinoiden manipuloinnista 2003/6/EY, 28.1.2003, myöh. MAD) korvattiin markkinoiden väärinkäyttöasetuksella, joka tuli sovellettavaksi 3.7.2016.¹⁷⁰ MAR:n voimaan tuleminen muutti vallitsevaa oikeustilaa erityisesti siten, että EU-asetuksena se on jäsenvaltioille suoraan sovellettavaa sääntelyä toisin kuin sitä edeltänyt MAD. MAR:n tullessa voimaan myös Suomen arvopaperimarkkinalain (746/2012) vastaavat säännökset kumottiin. Lisäksi, MAR:n myötä monet MAD:n Lamfalussy-prosessin¹⁷¹ tason yksi ja kaksi säännökset sisällytettiin tason yksi sääntelyksi¹⁷². MAR myös huomattavasti laajensi tason kaksi säädösten lukumäärää, joka kasvoi MAD:n neljästä

¹⁶⁸ Fox ym. 2018, s. 89.

¹⁶⁹ Katso lisää dark pool -markkinapaikoista esim. Fox ym. 2019, s. 274–280. Fox ym. mukaan ”[...] is a nonexchange trading venue that promises to keep confidential the existence of the orders sent to it and to restrict the kinds of parties allowed to trade there.”

¹⁷⁰ Katso lisää kirjallisuutta MAR:sta Söderström 2011, s. 12–13; Teigelack 2017, s. 227–260; Siems – Nelemans 2012; Green – Torrens 2016 sekä Möllers 2010. Katso CRIM-MAD:sta Wilson 2015. Toisaalta katso arvopaperimarkkinoista ja perusoikeuksista Tuomola 2003.

¹⁷¹ Lamfalussy-prosessi perustuu paroni Alexandre Lamfalussyyn niin sanotun viisaiden miesten komitean laatimaan selvitykseen ja loppuraporttiin EU:n rahoitusmarkkinalainsäädännön sääntelyprosessin kehitystarpeista (Final report of the committee of wise men on the regulation of European securities markets, 15.2.2001, myöh. Lamfalussy-raportti). Selvitys perustui pääasiassa EU:n rahoituspalveluiden toimintasuunnitelmaan (Financial Services Action Plan, myöh. FSAP) sekä Lissabonin strategiaan. Lamfalussy-raportissa esitettiin uudenlainen nelitasoinen sääntelykehikko, joka hyväksyttiin vuonna 2002. Myöhemmin Lamfalussy-prosessi laajennettiin sovellettavaksi myös pankki- ja vakuutussektoreille. Lamfalussy-prosessin tavoitteena oli erityisesti selkeyttää EU:n arvopaperimarkkinalainsäädännön keskinäistä hierarkiaa sekä sääntelyprosessia. Sääntelyuudistusta perusteltiin Lamfalussy-raportissa myös EU:n integroitujen arvopaperimarkkinoiden synnyttämällä hyödyillä sekä voimassa olleen sääntelyn puutteellisuudella. Katso lisää Lamfalussy-raportti; Häyrynen – Kajala 2013, s. 23–26; Möllers 2010.

¹⁷² Lamfalussy-prosessin 1-tason muodostaa komission ehdottama Euroopan parlamentin ja neuvoston puitesäädös, jonka tarkoituksena on laatia viitekehys ja pääperiaatteet. 2-tasolla komissio antaa ja päivittää teknisiä täytäntöönpanotoimenpiteitä konsultoiden jäsenvaltioiden edustajia, kun taas 3-tasolla jäsenvaltioiden kansalliset arvopaperimarkkinavalvojat varmistavat 1- ja 2-tason sääntelyn yhdenmukaisen soveltamisen. Viimeisellä eli 4-tasolla komission tehtävänä on aktiivisesti valvoa 1- ja 2-tason sääntelyn toimeenpanoa kansallisesti sekä tarvittaessa ryhtyä toimenpiteisiin. Katso lisää: Häyrynen – Kajala 2013, s. 24–25; Euroopan komissio 2019.

säännöksestä MAR:n myötä kolmeentoista säännökseen sisältäen 12 asetusta sekä yhden direktiivin.¹⁷³

MAD oli korvattava uudella lainsäädäntövälineellä, sillä sen voimaan tuleminen jälkeinen lainsäädännön, markkinoiden ja tekniikan kehitys olivat johtaneet niin huomattaviin muutoksiin rahoituslalla.¹⁷⁴ MAD:n uudistamiseen johtaneita merkittäviä syitä olivat puutteet uusien markkinoiden, alustojen, OTC-kaupankäynnin¹⁷⁵ sekä hyödyke- ja hyödykejohdannaismarkkinoiden sääntelyssä, haasteet MAD:n toimeenpanemisessa, oikeudellisen selkeyden ja varmuuden puute sekä hallinnolliset taakat erityisesti pienille ja keskisuurille yhtiöille.¹⁷⁶ MAR:n tarkoituksena on harmonisoida EU:n rahoitusmarkkinoiden sääntelyä, minkä takia asetukset on lakimuotona optimaalisin. Toisaalta MAR:n tarjoaman mahdollisuudet jäsenvaltioiden poikkeamiseen sääntelystä heikentää harmonisatiota.¹⁷⁷

MAR:n tavoitteena on vahvistaa rahoituspalvelujen sisämarkkinoita sekä edesauttaa arvopaperimarkkinoiden häiriötöntä toimintaa ja yleistä luottamusta.¹⁷⁸ MAR 1 artiklan mukaan asetuksella vahvistetaan sisäpiirikauppoja, sisäpiiritiedon laiton ilmaisemista ja markkinoiden manipulointia (markkinoiden väärinkäyttö) koskeva yhteinen sääntelykehys sekä toimenpiteitä markkinoiden väärinkäytön estämiseksi, jotta voidaan varmistaa unionin rahoitusmarkkinoiden luotettavuus, parantaa sijoittajansuojaa ja lisätä luottamusta näihin markkinoihin. Tutkielman kannalta merkityksellisiä artikloja MAR:ssa ovat

¹⁷³ Hansen 2017, s. 369–370. EU-oikeudessa markkinoiden väärinkäyttöä käsiteltiin ensimmäisen kerran komission antamassa suosituksessa vuonna 1977, jossa sen todettiin olevan haitallista markkinoiden oikeudenmukaisuudelle ja kehoitettiin jäsenvaltioita säätämään markkinoiden väärinkäytöstä lakeja. Komission suositusta seurasi neuvoston direktiivi (sisäpiirikauppoja koskevien säännösten ja määräysten yhteensovittamisesta, 89/592/ETY, 13.11.1989, myöh. IDD). Yhteisen valuutan (euron) käyttöönoton yhteydessä komissio esitteli rahoituspalveluiden toimintasuunnitelman (FSAP), joka sisälsi ehdotuksen markkinamanipulaation sisällyttämiseksi IDD:iin. Tämän pohjalta syntyi MAD, jonka laatimisessa otettiin mallia Iso-Britannian vastaavasta sääntelystä (Financial Services and Markets Act 2000).

¹⁷⁴ MAR 3. perustelukappale.

¹⁷⁵ OTC-kaupankäynnillä (over-the-counter) tarkoitetaan kaupankäyntiä virallisten kauppapaikkojen ulkopuolella.

¹⁷⁶ SEC (2011) 1217, s. 17–18.

¹⁷⁷ Hansen 2017, s. 371. Jäsenvaltiot voivat poiketa sääntelystä esimerkiksi MAR 19(9) artiklan kohdalla – kansallisella arvopaperimarkkinaviranomaisella on oikeus nostaa johtohenkilöiden liiketoimien ilmoittamisen rajaa 5 000 eurosta 20 000 euroon.

¹⁷⁸ MAR 1–2. perustelukappaleet.

12 artikla, jossa markkinoiden manipulointi määritellään, 13 artikla, joka sisältää hyväksytyt markkinakäytännöt sekä 15 artikla, joka sisältää markkinoiden manipulointia koskevan kiellon. MAR 15 artiklan mukaan:

”Henkilö ei saa manipuloida tai yrittää manipuloida markkinoita.”¹⁷⁹

Kielto vaikuttaa varsin laajalta, mutta yhdistettynä MAR 12 artiklan määritelmään se saavuttaa todellisen muotonsa. Nelemansin mukaan markkinoiden manipulointia koskevan kiellon soveltaminen on kuitenkin ollut haasteellista alusta lähtien perustuen vaikeuksiin todistaa markkinamanipulaation olemassaolo.¹⁸⁰ Myös Häyrysen mukaan manipulointitapauksia käsitellään oikeudessa äärimmäisen harvoin perustuen markkinamanipulaation määrittelyyn ja todistamiseen vaikeuteen.¹⁸¹ Markkinamanipulaation todistaminen onkin yksi sääntelyn haasteista ja ongelmakohtista. Tutkielmassa omaksutun näkemyksen mukaan kuitenkin markkinamanipulaation todistamiseen tulisi pureutua ennemmin markkinamanipulaation määritelmässä kuin kiellossa, kuten on MAR:ssa tehty.

Nelemansin mukaan lainsäätäjät usein soveltavat harkinnanvaraista valtaa asettamalla markkinamanipulaatiolle varsin laajoja kieltoja.¹⁸² Se antaa lainsäätäjille harkintavaraa haastavissa tilanteissa, joissa manipulatiivisen kaupankäynnin sanktioitavuus ei ole täysin selvää. Markkinamanipulaatiolle asetettu laaja kielto vähentää paineita niin sanotun täydellisen määritelmän tavoittelemiselta, ja toisaalta oikeuskäytännön pohjalta voidaan kuitenkin muodostaa käsitys rajanvedosta kielletyn ja sallitun kaupankäynnin välille. Laajan kiellon seurauksena kuitenkin markkinoilta saattaa poistua yhteiskunnalle hyödyllistä, sallittua kaupankäyntiä kiellon soveltamisen pelossa. Siten laaja kielto saattaa aiheuttaa markkinoille hyvinvointitappioita. Siten kiellon tulisi olla mahdollisimman selkeä ja yksiselitteinen.

¹⁷⁹ Katso Avgouleas 2005, s. 210–211. Avgouleasin mukaan manipulointikieltoa kohtaan on esitetty hyvin vähän vasta-argumentteja lukuun ottamatta sen määrittelyyn liittyviä haasteita. Tämä perustuu Avgouleasin mukaan tehokkuusargumentteihin sekä yleisesti hyväksytyihin moraalinäkemysihin kuten pe-
tosten inhottavuuteen

¹⁸⁰ Nelemans 2008, s. 1210. Nelemans ehdottaa artikkelissaan markkinamanipulaatiolle uutta määritelmää, jonka markkinamanipulaatiota on ”*unsupported price pressure*”. Nelemans tarjoaa valvontaviranomaisille myös kaksi keinoa todistaa manipulaatio – suora todiste ja vaihtoehtoinen todiste.

¹⁸¹ Häyrynen 2006, s. 3.

¹⁸² Nelemans 2008, s. 1183–1184.

MAR 13.1 artiklan mukaan:

”Jäljempänä 15 artiklassa säädettyä kieltoa ei sovelleta 12 artiklan 1 kohdan a alakohdassa tarkoitettuihin toimiin edellyttäen, että henkilö, joka ryhtyy liiketoimeen, antaa kaupankäyntiä koskevan toimeksiannon tai ryhtyy muuhun toimintaan, osoittaa, että kyseinen liiketoimi, toimeksianto tai toiminta on toteutettu oikeutetuin perustein ja tämän artiklan mukaisesti vahvistetun hyväksytyt markkinakäytännön mukaisesti.”

Toimivaltainen viranomaisen arvioi MAR 13.2 artiklan a–g alakohtien ohjeellisen listan perusteella täyttääkö kyseinen markkinatoiminta hyväksytyt markkinakäytännön kriteerit. Näihin kriteereihin kuuluu esimerkiksi lisääkö markkinakäytäntö merkittävästi markkinoiden läpinäkyvyyttä, takaako markkinakäytäntö kattavan turvan markkinavoimien toiminnalle sekä kysynnän ja tarjonnan moitteettoman vuorovaikutuksen tai onko markkinakäytännöllä myönteinen vaikutus markkinoiden likviditeettiin ja tehokkuuteen. Lista pyrkii selventämään rajanvetoa markkinoille hyödyllisen ja manipulatiivisen kaupankäynnin välillä, ja se sisältää useita elementtejä oikeustaloustieteellisestä tutkimuksesta liittyen sanktioitavan markkinamanipulaation määritelmään. Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen (European Securities and Markets Authority, myöh. ESMA) tehtävänä on MAR 13.9 ja 13.10 artiklan perusteella julkistaa verkkosivustollaan luettelo hyväksytyistä markkinakäytännöistä sekä jäsenvaltioista, joissa niitä sovelletaan, sekä seurata niiden soveltamista ja antaa komissiolle vuosittain selvitys siitä, kuinka niitä sovelletaan asianomaisilla markkinoilla.¹⁸³

¹⁸³ ESMA 2018.

3.2 Manipulaatiostrategioiden systematisointi

3.2.1 Manipulaatiostrategioiden transformaatio

Osakekurssien manipulaatiostrategioita on olemassa valtavasti, ja niitä voidaankin katsoa rajoittavan vain ihmisten mielikuvitus ja kavaluus.¹⁸⁴ Teknologian ja sitä kautta osakemarkkinoiden kehittyessä myös manipulaatiostrategiat kehittyvät ja mukautuvat toiminta- ja sääntely-ympäristöönsä. Manipulaatiostrategioiden lukumäärän kasvaessa ei kuitenkaan kannattavien ja käyttökelpoisten strategioiden määrä välttämättä lisääny, sillä kehityksen myötä osa strategioista muuttuu myös kannattamattomaksi ja poistuu käytöstä. Siten, nykyisin hyödynnettävät manipulaatiostrategiat eroavatkin merkittävästi osakemarkkinoiden ensimmäisistä manipulaatiostrategioista, eikä toistaiseksi ole syytä katsoa, etteikö vastaavanlainen kehitys voisi jatkua tulevaisuudessakin.

Osakekurssimanipulaatiostrategioita voidaan tarkastella osakemarkkinoiden kehityksen pohjalta muodostuneissa kronologisissa kokonaisuuksissa. Lin jaottelee artikkelissaan manipulaatiostrategiat perinteisiin ja kyberneettisiin manipulaatiostrategioihin. Perinteinen manipulaatiostrategia toteutetaan yleensä ihmisten välillä ja siinä hyödynnetään joko markkinavoimaa, petollisuutta tai virheellistä informaatiota. Yleisimpiin perinteisiin manipulaatiostrategioihin kuuluvat cornering, squeezing, front running, wash trading, pump-and-dumping ja benchmark distortion.¹⁸⁵

Kyberneettisissä manipulaatiostrategioissa taas hyödynnetään ihmisten sijaan rahoitusmarkkinoiden uuden huipputeknisen infrastruktuurin uutta informaatioteknologiaa ja algoritmisia alustoja joko perinteisten tai kokonaan uusien manipulaatiostrategioiden toteuttamiseen. Kyberneettisten manipulaatiostrategioiden vaikutukset voivat olla merkittävästi suurempia verrattuna perinteisiin manipulaatiostrategioihin perustuen nykyisten rahoitusmarkkinoiden valtavaan kokoon ja keskinäisiin liitännäisyyksiin. Tunnetuimpia

¹⁸⁴ Cargill, Inc. v. Hardin, 452 F.2d, s. 1154, 1163 (1971). “The methods and techniques of manipulation are limited only by the ingenuity of man.”

¹⁸⁵ Lin 2017, s. 1281, 1287–1288.

kyberneettisiä manipulaatiostrategioita ovat pinging, spoofing, electronic front running sekä mass misinformation.¹⁸⁶

3.2.2 Manipulaatiostrategioiden luokittelu

Manipulaatiostrategiat voidaan edellä kuvatun luokittelun¹⁸⁷ lisäksi luokitella monella tavalla. Kuten markkinamanipulaation määritelmän tapauksessa, myöskään luokittelujen suhteen ei ole olemassa yhtä yleisesti hyväksyttyä näkemystä. Monet luokittelut kuitenkin koostuvat samoista elementeistä ja eivätkä poikkea toisistaan merkittävästi. Epäselvyyttä alan kirjallisuudessa todellisuudessa ilmenee manipulaation eri lajeista käytettävistä termeistä, joita on tutkielmassa pyritty osaltaan hieman systematisoimaan.

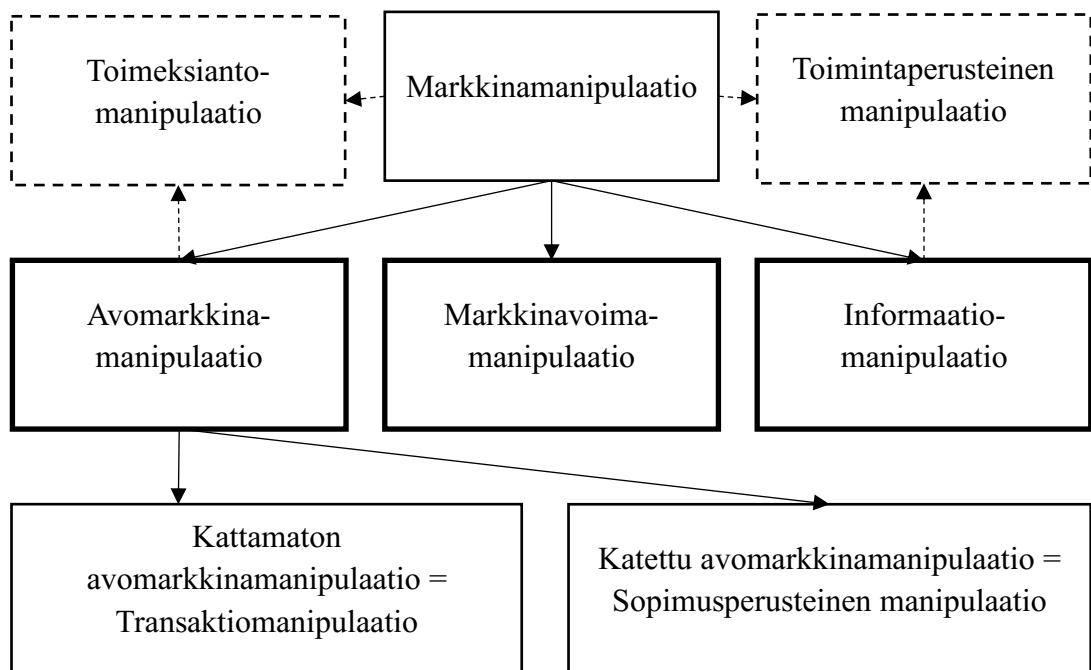
Tutkielmassa manipulaatiostrategiat on pyritty luokittelemaan siten, että niiden erilaisia sääntelystrategisia аспекteja voidaan mielekkäällä tavalla korostaa.¹⁸⁸ Tutkielmassa omaksuttu luokittelu on lisäksi pyritty muodostamaan tutkimuskysymysten sekä vallitsevan toiminta- ja sääntely-ympäristön kannalta mielekkääksi hyödyntämällä alan kirjallisuutta sekä voimassa olevaa oikeutta. Tämän pohjalta tutkielmassa manipulaatiostrategiat on luokiteltu kaavion 5 mukaisesti kolmeen pääalajiin, jotka ovat avomarkkinamanipulaatio, informaatiomanipulaatio ja markkinavoimamanipulaatio. Nämä kolme manipulaation lajia ovat yleisesti tunnettuja oikeustieteilijöiden ja taloustieteilijöiden keskuudessa.¹⁸⁹

¹⁸⁶ Lin 2017, s. 1287–1288. High frequency -kaupankäyntiin perustuvat manipulaatiostrategiat luetaan tutkielmassa omaksutun näkemyksen mukaan kyberneettisiin manipulaatiostrategioihin.

¹⁸⁷ Katso Lin 2017, s. 1281–1294, jonka mukaan manipulaatiostrategiat voidaan jakaa perinteisiin ja kyberneettisiin strategioihin.

¹⁸⁸ Tutkielmassa on kuitenkin huomioitava, ettei lista erilaisista manipulaatiostrategioista ole tyhjentävä perustuen manipulaatiostrategioiden jatkuvaan transformaatioon. Lisäksi, käytännössä useiden teknisten manipulaatiostrategioiden kohdalla hyödynnetään samanaikaisesti monia erilaisia manipulaatiokeinoja, minkä johdosta ne lukeutuvat samanaikaisesti useaan manipulaatiolajiin.

¹⁸⁹ Fox ym. 2018, s. 72. Katso myös esim. Putniņš 2012, s. 955–957.



Kaavio 5. Manipulaatiostrategioiden luokittelu.

Lyhyesti kuvattuna informaatiomanipulaatiossa manipuloija vapauttaa virheellistä tai harhaanjohtavaa informaatiota, juoruja tai huhuja markkinoille liittyen yhtiön manipuloidakseen osakkeen hintaa ylös- tai alaspäin.¹⁹⁰ Toisaalta avomarkkinamanipulaatio on markkinamanipulaatiota, joka on toteutettu ulkoapäin täysin laillisten transaktioiden avulla, eikä siihen liity petoksia tai vilppiä kuten muihin manipulaation muotoihin. Avomarkkinamanipulaatio ei pidä sisällään harhaanjohtavaa tai virheellistä informaatiota, petollista toimintaa tai fiktiivisiä transaktioita, vaan sen sijaan se koostuu täysin sallituista transaktioista.¹⁹¹ Markkinavoimamanipulaatio taas perustuu markkinavoiman hyväksi käyttämiseen esimerkiksi ottamalla kontrolloiva positio jonkin osakkeen tarjonnasta. Toimintaperusteisessa manipulaatiossa manipuloija ryhtyy jonkinlaiseen toimintaan manipuloidakseen osakkeen hintaa. Tällaista toimintaa voi olla esimerkiksi yhtiön johtaja, joka sulkee yhtiön tehtaan laskeakseen osakkeen hintaa.¹⁹²

MAR ja markkinoiden väärinkäyttödirektiivi (Euroopan parlamentin ja neuvoston direktiivi markkinoiden väärinkäytöstä määrättävistä rikosoikeudellisista seuraamuksista

¹⁹⁰ Putniņš 2012, s. 956.

¹⁹¹ Katso esim. Fletcher 2018, s. 501–502.

¹⁹² Putniņš 2012, s. 956.

57/2014, myöh. CRIM-MAD) tunnistavat neljä erilaista markkinamanipulaation muotoa, jotka ovat transaktiomanipulaatio¹⁹³, informaatiomanipulaatio¹⁹⁴, viitearvojen manipulaatio¹⁹⁵ sekä kuvitteellisiin keinoihin tai muunlaiseen vilpilliseen menettelyyn tai järjestykseen perustuva manipulaatio¹⁹⁶. Kyseinen luokittelu on sisällytetty tutkielmassa omaksuttuun luokitteluun lukuun ottamatta viitearvojen manipulaatiota, jota ei voida katsoa osakekurssimanipulaatioksi, vaikka se onkin tiiviissä yhteydessä myös osakekursseihin.¹⁹⁷ MAR:n ja CRIM-MAD:n luokittelussa ei kuitenkaan eritellä sopimusperusteista eli katettua avomarkkinamanipulaatiota omaksi manipulaatiolajikseen, vaikka sen voidaan tutkielmassa omaksutun näkemyksen mukaan katsoa vaativan osakseen muihin manipulaatiostrategioihin verrattuna varsin erilaisia sääntelystrategisia ratkaisuja.

Putniņš on artikkelissaan koonnut yhteen markkinamanipulaatioon liittyvää tutkimusta ja päätenyt sen perusteella jaottelemaan manipulaatiostrategiat kahdella tapaa. Ensiksi Putniņš jakaa markkinamanipulaation kolmeen lajiin, jotka ovat *run*-tyyliset manipulaatiostrategiat kuten *pump-and-dump* -strategiat ja *bear raid* -strategiat, sopimusperusteiset manipulaatiostrategiat sekä markkinavoimaan perustuvat manipulaatiostrategiat. Toiseksi näiden kolmen lajin sisällä Putniņš jakaa manipulaatiostrategiat vielä kolmeen lajiin sen perusteella, millä keinolla manipulaatio toteutetaan. Nämä kolme lajia ovat transaktiomanipulaatio, informaatiomanipulaatio sekä toimintaperusteinen manipulaatio. Kyseinen viitekehys on varsin hyödyllinen erilaisten teknisten manipulaatiostrategioiden systematisoinnissa ja jäsentelyssä, sillä siihen voidaan sijoittaa jokainen manipulaatiostrategia.¹⁹⁸ Se on kuitenkin kaksitasoisen jaottelunsa perusteella monimutkaisempi kuin useimmat muut luokittelut, mikä ei poikkeuksetta luo lisäarvoa osakekurssimanipulaation tutkimukseen.

¹⁹³ MAR 12(1)(a) artikla.

¹⁹⁴ MAR 12(1)(c) artikla.

¹⁹⁵ MAR 12(1)(d) artikla.

¹⁹⁶ MAR 12(1)(b) artikla.

¹⁹⁷ Katso lisää Teigelack 2017, s. 230–241. Viitearvojen manipulaatiolla tarkoitetaan erityisesti LIBOR-skandaalin kaltaista tilannetta, jossa maailman suurimmat investointipankit manipuloivat kyseistä viitekorkeaa. Luonnollisesti kyseinen manipulaatio heijastuu myös osakekursseihin.

¹⁹⁸ Putniņš 2012, s. 955–957. Putniņš on jäsenellyt artikkelissaan markkinamanipulaatioon liittyvää tutkimusta mielekkäästi. Vaikka artikkeli ei olekaan kovin tuore, se toimii hyvänä lähtökohdana markkinamanipulaation teoreettiseen viitekehukseen liittyen.

Toisaalta Fox ym. on tarkastellut tuoreessa artikkelissaan osakekurssimanipulaatiota sekä sen sääntelyä, ja luokitellut osakekurssimanipulaatiostrategiat niiden erilaisten sääntelystrategisten tarpeiden perusteella kolmeen lajiin. Nämä lajit ovat kattamaton avomarkkinamanipulaatio eli transaktiomanipulaatio¹⁹⁹, avomarkkinamanipulaatio ulkoisen intressin kanssa eli katettu avomarkkinamanipulaatio²⁰⁰ sekä manipulaatio virheellisten tietojen avulla eli informaatiomanipulaatio²⁰¹. Kyseinen luokittelu mahdollistaa nimenomaan sen tarkastelemisen, mitä kaupankävijätyyppiä tietyn manipulaatiolajin säänteleminen hyödyttää tai vahingoittaa. Siten Fox ym. luokittelua on käytetty tutkielmassa omaksutun luokittelun lähtökohtana, ja jokainen luokittelun kolmesta manipulaatiolajista on sisällytetty myös tutkielmassa omaksuttuun luokitteluun. Sekä kattamaton että katettu avomarkkinamanipulaatio sisältyvät tutkielmassa omaksutussa luokittelussa avomarkkinamanipulaatioon, kun taas manipulaatio virheellisten tietojen avulla toisaalta lukeutuu informaatiomanipulaatioon.²⁰²

Kirjallisuudessa erilaisten luokitteluiden lähtökohtana käytetään usein Allenin ja Galen luokittelua vuodelta 1992, sillä se oli lajinsa ensimmäinen.²⁰³ Kyseisen luokittelun mukaan manipulaatiostrategiat voidaan luokitella kolmeen lajiin – toimintaperusteiseen manipulaatioon, informaatiomanipulaatioon ja transaktiomanipulaatioon.²⁰⁴ Toimintaperusteisen manipulaation voidaan kuitenkin katsoa poistuneen markkinoilta jo ensimmäisten manipulaatiokieltöjen seurauksena.²⁰⁵ Toisaalta se saatetaan myös usein tulkita informaati-

¹⁹⁹ Fox ym. 2018, s. 74–75. Fox ym. Käyttämä termi kattamaton avomarkkinamanipulaatio (*naked open market manipulation*) vastaa sisällöltään ja kuvaukseltaan transaktiomanipulaatiota (*trade-based manipulation*). Katso esim. Fletcher 2018, s. 502–505; Nelemans 2008; Putniņš 2012, s. 955–957; Siering ym. 2017, s. 261; Allen – Gale 1992, s. 505.

²⁰⁰ Fox ym. 2018, s. 75. Fox ym. käyttämä termi avomarkkinamanipulaatio ulkoisen intressin (*open market manipulation with an external interest*) kanssa voidaan nähdä sisällöltään ja kuvaukseltaan samanlaiseksi kuin katettu avomarkkinamanipulaatio (*covered open market manipulation*, katso esim. Fletcher 2018, s. 502–505) sekä sopimusperusteinen manipulaatio (katso esim. Putniņš 2012, s. 955–957)

²⁰¹ Fox ym. 2018, s. 75. Fox ym. käyttämä termi manipulaatiosta virheellisten tietojen avulla (*misstatement manipulation*) voidaan nähdä vastaavan informaatiomanipulaation termiä. Katso esim. Putniņš 2012, s. 955–957; Allen – Gale 1992, s. 503; Fischel – Ross 1991, s. 525–526 (jossa käytetään termiä *trading combined with disclosure*).

²⁰² Fox ym. 2018, s. 72, 74.

²⁰³ Siering ym. 2017, s. 261; Aggrawal – Wu 2002; Kyle – Viswanathan 2008; Hillion – Suominen 2004.

²⁰⁴ Allen – Gale 1992. Transaktiomanipulaatiosta käytetään artikkelissa englanninkielistä termiä *trade-based manipulation*.

²⁰⁵ Allen – Gale 1992, s. 521.

tiomanipulaatioksi, sillä manipuloijan toiminta luo väärän informaation kaltaisen signaalin markkinoille.²⁰⁶ Tämän perusteella sille ei siten anneta tutkielmassa omaksutussa luokittelussa merkittävää painoarvoa.

Allenin ja Galen luokittelusta on tutkielmassa omaksuttuun luokitteluun kuitenkin sisällytetty sekä informaatiomanipulaatio omana päälajinaan että transaktiomanipulaatio, jonka katsotaan tutkielmassa sisältyvän avomarkkinamanipulaatioon. Siering laajentaa artikkelissaan Allenin ja Galen luokittelua lisäämällä siihen neljännen manipulaatiolajin – toimeksiantomanipulaation (*order-based manipulation*), joka on huomioitu myös tutkielmassa omaksutussa luokittelussa.²⁰⁷ Toimeksiantomanipulaatiolla tarkoitetaan manipulaatiota, jossa osakekurssia manipuloidaan ainoastaan toimeksiantojen avulla ilman todellisia transaktioita eli toisaalta niin sanottuja fiktiivisiä transaktioita apuna käyttäen.²⁰⁸ Toimeksiantomanipulaatiota ei kuitenkaan tutkielmassa omaksutun luokittelun mukaan katsota omaksi päälajikseen, vaan sen katsotaan olevan kiinteästi yhteydessä avomarkkinamanipulaatioon.

3.3 Avomarkkinamanipulaatio

3.3.1 Toimeksiantomanipulaatio

Avomarkkinamanipulaatio jaetaan tutkielmassa kolmeen lajiin, jotka ovat transaktiomanipulaatio, sopimusperusteinen manipulaatio sekä toimeksiantomanipulaatio.²⁰⁹ Toimeksiantomanipulaatiolla tarkoitetaan sellaista osakekurssimanipulaatiota, jossa ei toteuteta todellisia transaktioita, vaan sen sijaan manipuloidaan osakekurssia puhtaasti osto- ja myyntitoimeksiantojen keinoin. Toimeksiantomanipulaatio onkin voimakkaasti kytkeytynyt ultranopeaan kaupankäyntiin, sillä ultranopeat kaupankävijät ja algoritmit kykenevät tekemään osakemarkkinoille osto- ja myyntitoimeksiantoja varsin nopeasti.²¹⁰

²⁰⁶ Putniņš 2012, s. 957. Tästä syystä toimintaan perustuvaa manipulaatiota ei ole erityisesti tutkittu kirjallisuudessa.

²⁰⁷ Siering ym. 2017, s. 253, 261.

²⁰⁸ Siering ym. 2017, s. 261.

²⁰⁹ Katso lisää avomarkkinamanipulaatiosta Putniņš 2012, s. 957–959 ja Knuts 2010, s. 288–324.

²¹⁰ Katso ultranopeasta kaupankäynnistä lisää kappaleesta 3.1.3.

Tyypillisiä toimeksiantomanipulaatiostrategioita ovat *spoofing*, *ping orders*, *phishing*, *quote stuffing*, *momentum ignition*, *advancing the bid*, *smoking* sekä *electronic front running*.²¹¹ *Spoofing* -strategiassa manipuloija haluaa purkaa pitkän positionsa osakkeeseen, ja tekee siten sarjan ostotarjouksia kuitenkin peruuttaen ne pian tämän jälkeen. Manipuloijan pyrkimyksenä on luoda muille kaupankävijöille käsitys todellisuutta suuremmasta kysynnästä ja saada muut kaupankävijät tekemään ostotarjouksia yhä korkeammalla hinnalla. Manipuloija sitten myy osakkeensa hyväksymällä toisen kaupankävijän tekemän ostotarjouksen. *Ping orders* -strategiassa pieniä toimeksiantoja hyödynnetään isompien toimeksiantojen etsimiseen usein pörssin ulkopuoliselta kaupankäyntipaikalta. Toisaalta *phishing* -strategiassa toteutetaan transaktioita ja tehdään toimeksiantoja tarkoituksena selvittää, millaisia toimeksiantoja osakemarkkinoilla on ja hyödyntää tätä tietoa.²¹²

Quote stuffing -strategiassa manipuloija tekee valtavasti toimeksiantoja tarkoituksenaan selvittää toisen kaupankävijän kaupankäyntistrategia tai toisaalta naamioida oma kaupankäyntistrategiansa. *Momentum ignition* -strategian tarkoituksena on aloittaa trendi, minkä avulla manipuloija saa muut markkinatoimijat nostamaan tai laskemaan osakekurssia. Tässä strategiassa usein algoritmi pyrkii varsin ison transaktion avulla saada muut algoritmit heräämään keinotekoiseen trendiin.²¹³

Advancing the bid -strategia taas on kyseessä, kun manipuloija tekee ostotoimeksiantoja sellaisilla hinnoilla, jotka nostavat osakkeen ostotarjousta (*bid*) tai toisaalta myyntitoimeksiantoja, jotka nostavat osakkeen myyntitarjousta (*offer*). Tällä tavoin manipuloija pyrkii joko nostamaan tai laskemaan osakekurssia. *Smoking*-strategiassa ultranopea kaupankävijä tekee osto- tai myyntitoimeksiantoja houkutellessaan hitaampia kaupankävijöitä osakemarkkinoille, ja muuttaa toimeksiantoja kuitenkin nopeasti hitaammalle kaupankävijälle epäedullisempaan suuntaan ennen transaktion toteutumista.²¹⁴

Viimeiseksi, toimeksiantomanipulaation tunnetuimpia strategioita on *electronic front running*. Kyseinen strategia perustuu high frequency -kaupankäyntiin ja siinä manipuloija

²¹¹ Komission delegoitu asetus 2016/522 liite 2 jakso 1; Putniņš 2012, s. 955–957; Cumming – Johan 2008, s. 9–10; Teigelack 2017, s. 236–237; Fox ym. 2019, s. 96–111. Tämän lisäksi toimeksiantomanipulaatiostrategioihin luetaan mm. *layering and spoofing* sekä *excessive bid-offer spreads*.

²¹² Teigelack 2017, s. 236–237.

²¹³ Teigelack 2017, s. 236–237.

²¹⁴ Teigelack 2017, s. 236–237.

– toisin sanoen usein algoritmi – toteuttaa transaktion ennen tarjouksen antajaa käyttäen tarjouksen antajaa hyödyksi.²¹⁵ Fox ym. argumentoivat, ettei strategiassa hyödynnettävä toimeksiantojen peruminen kuitenkaan vahingoita osakemarkkinoiden tehokkuutta tai eheyttä, eikä sitä siten tulisi kieltää tämänhetkisen näkemyksen perusteella.²¹⁶ Tämä ei kuitenkaan poista sitä, että toimeksiantomanipulaatio herättää osakemarkkinoilla usein paheksuntaa, sillä manipulaatiostrategiat ovat varsin monimutkaisia ja käyttävät hyväkseen tavallisten kaupankävijöiden hitautta. Suurinta osaa toimeksiantomanipulaatiostrategioista ei olisi edes mahdollista toteuttaa ilman ultranopeiden kaupankävijöiden ennennäkemätöntä nopeutta.

3.3.2 Transaktiomanipulaatio

Transaktiomanipulaatiossa manipuloija toteuttaa ensin ostotransaktion ja sitten myyntitransaktion sellaisessa tilanteessa, jossa osakkeiden ostamisesta seuraava kurssinousu on suurempi kuin osakkeiden myymisestä seuraava kurssilasku. Siten osakkeiden keskimääräinen myyntihinta jää korkeammaksi kuin keskimääräinen ostohinta.²¹⁷ Tällä tavoin transaktiomanipulaatio perustuu manipuloijan ennakoimaan asymmetrisen hintareaktion, josta manipuloija hyötyy taloudellisesti.²¹⁸ Perustuen kuitenkin sekundääristen osakemarkkinoiden nollasummapeliluonteeseen, manipuloijan hyötyä vastaava tappio realisoi- tuu jollekin toiselle markkinatoimijalle ja siten aiheuttaa negatiivisia taloudellisia ja yhteiskunnallisia vaikutuksia.²¹⁹

²¹⁵ Fox ym. 2019, s. 96–111; Putniņš 2012, s. 956. Ennen ultranopean kaupankäynnin yleistymistä *front running* -strategiaa saattoi hyödyntää esimerkiksi osakemeklari, joka toteutti oman transaktionsa ennen asiakkaansa antamaa tarjousta.

²¹⁶ Fox ym. 2019, s. 109–111.

²¹⁷ Osto- ja myyntitransaktioita voi olla yksi tai useampi ja ne voivat pitää sisällään yhden tai useamman osakkeen. Transaktiomanipulaatio voidaan toteuttaa myös toiseen suuntaan siten, että manipuloija toteuttaa ensin myyntitransaktion, jota seuraa ostotransaktio. Tällöin osakkeiden myymisestä seuraavan kurssilaskun on oltava suurempi kuin takaisinostosta seuraava kurssinousu, ja siten keskimääräinen myyntihinta jää korkeammaksi kuin keskimääräinen takaisinostohinta. Tutkielmassa kuitenkin oletetaan yksinkertaisuuden vuoksi, että ostotransaktio tapahtuu ensin ja myyntitransaktio sen jälkeen.

²¹⁸ Fox ym. 2018, s. 93.

²¹⁹ Katso esim. Fox ym. 2018, s. 95–96. Fox ym. mukaan osakemarkkinoiden voitot ja menetykset ovat toisensa pelikuvia ja summautuvat nolnaan. Siten osakemarkkinoilla toisen markkinatoimijan tehdessä voittoa, toinen osapuoli kokee tappioita.

Tyypillisiä transaktiomanipulaatiostrategioita ovat *painting the tape*, *wash sales*, *matched orders*, *ramping* sekä *parking/warehousing*.²²⁰ *Painting the tape* -strategian tarkoituksena on luoda markkinoille kurssitrendi tai keinotekoinen käsitys kaupankäyntiaktiivisuudesta tai osakkeen hinnasta käymällä kauppaa julkisesti.²²¹ *Wash sales* -strategiassa osakkeen ostajana ja myyjänä toimii sama markkinatoimija, eikä transaktioissa siten vaihdu osakkeen omistusoikeus. Tarkoituksena on tällaisilla edestakaisilla transaktioilla nostaa tai laskea osakekurssia.²²² Toisaalta *matched orders* -strategiassa osto- ja myyntitarjoukset annetaan samaan aikaan ja samaan hintaan yhteistyössä olevien manipuloijien toimesta.²²³ *Ramping*-strategiassa manipuloija ostaa osaketta yhä korkeampaan ja korkeampaan hintaan ajaen osakkeen hintaa ylös.²²⁴ Viimeiseksi *parking/warehousing* -strategian avulla osakkeiden todellinen omistaja voidaan peittää toteuttamalla sarja fiktiivisiä transaktioita.²²⁵

3.3.3 Sopimusperusteinen manipulaatio

Sopimusperusteisessa manipulaatiossa manipuloijalla on markkinahinnasta itsenäinen sopimusperusteinen intressi osakkeen arvoon.²²⁶ Siten juuri ennen kuin sopimusperusteinen osakekurssi määritetään, manipuloija toteuttaa ostotransaktion manipuloiden osake-

²²⁰ Komission delegoitu asetus 522/2016 liite 2 jakso 1; Putniņš 2012, s. 955–957; Cumming – Johan 2008, s. 9–10; Teigelack 2017, s. 236–237. Tämän lisäksi transaktiomanipulaatiostrategioihin luetaan vielä *pools*, manipulaatio listautumisen yhteydessä, *creating of a floor/ceiling in the price pattern*, *inter-trading venues manipulation*, *cross-product manipulation*, *concealing ownership*, *churning* sekä *parking or warehousing*.

²²¹ Putniņš 2012, s. 956. *Painting the tape* -strategian tarkoituksena voi myös olla *stop loss* -toimeksiantojen laukaiseminen, minkä perusteella toisaalta taas voi ennakoita transaktiomanipulaatioon vaadittavan asymmetrisen hintareaktion.

²²² Teigelack 2017, s. 236; Putniņš 2012, s. 956. *Wash sales* -strategiassa manipuloija voi esimerkiksi myydä osakkeet omistamallensa yhtiölle.

²²³ Putniņš 2012, s. 956; Cumming – Johan 2008, s. 9. *Matched orders* -strategiaa kutsutaan myös *circular trades* -strategiaksi eli niin sanotuiksi karusellikaupoiksi.

²²⁴ Cumming – Johan 2008, s. 10. *Ramping* -strategiaa voidaan nimittää myös *pump-and-dump* -strategiaksi. *Pump-and-dump* -strategia tarkoittaa kuitenkin kahta erilaista manipulaatiostrategiaa ja se luetaan tutkielmassa informaatiomanipulaatioksi. *Pump-and-dump* -strategiaa käsitellään siten kappaleessa 3.4.

²²⁵ Katso lisää transaktiomanipulaatiostrategioista Komission delegoitu asetus 522/2016 liite 2 jakso 1; Putniņš 2012, s. 955–957; Cumming – Johan 2008, s. 9–10; Teigelack 2017, s. 236–237.

²²⁶ Fox ym. 2018, s. 107.

kurssia ylöspäin kasvattaakseen sopimusperusteista hyötyään. Pian tämän jälkeen manipuloija myy osakkeet pois samalla laskien osakekurssia alaspäin.²²⁷ Ollakseen kannattavaa sopimusperusteisen hyödyn korkeammasta osakekurssista on oltava suurempi kuin kaupankäynnin kustannukset, mikä toteutuu varsin usein.²²⁸

Sopimusperusteiset manipulaatiostrategiat ovat varsin monimutkaisia ja usein hyödyntävät johdannaissopimuksia taloudellisen hyödyn kasvattamisessa, mistä johtuen niissä on usein merkittävä tuottopotentiaali.²²⁹ Sopimusperusteisen manipulaation erityispiirre kuitenkin on, ettei se edellytä muiden sijoittajien käyvän kauppaa manipuloituilla hinnoilla. Tästä johtuen sopimusperusteiset manipulaatiostrategiat ovat usein varsin mekaanisia ja teknisiä.²³⁰ Yksinkertaisesti sopimusperusteista manipulaatiota voitaisiin kuvata esimerkiksi avulla yhtiön johtajasta, jonka palkitsemisjärjestelmä on sidottu yhtiön osakekurssiin. Palkitsemisessa hyödynnettävä osakekurssi määritetään tietyllä ajanhetkellä, mikä luo johtajalle kannustimen manipuloida osakekurssia korkeammalle tasolle sen ajaksi. Siten johtaja manipuloi osakekurssia ylöspäin toteuttamalla ostotransaktion juuri ennen palkitsemiseen sovellettavan osakekurssin määrittämistä. Välittömästi tämän jälkeen johtaja myy ostamansa osakkeet pois.²³¹

Tunnetuimpia sopimusperusteisia manipulaatiostrategioita ovat *marking the close*, *marking the open*, *capping/pegging* sekä *mini manipulation*. *Marking the close* -strategiassa manipuloidaan osakkeen päätöskurssia, kun taas *marking the open* -strategiassa manipuloidaan osakkeen aloituskurssia.²³² *Capping/pegging* -strategiassa manipuloija asettaa

²²⁷ Fox ym. 2018, s. 107. Jos manipuloija hyötyy sopimuksen mukaan korkeasta osakekurssista, manipuloija toteuttaa ensin ostotransaktion ja myöhemmin myyntitransaktion. Toisaalta, jos manipuloija hyötyy matalammasta osakekurssista, manipuloija toteuttaa ensin myyntitransaktion ja sitten ostotransaktion.

²²⁸ Fox ym. 2018, s. 107.

²²⁹ Fletcher 2018, s. 504, 537. Johdannaissopimusten avulla manipuloija kykenee nimittäin hyötymään osakkeen arvosta omistamatta sitä.

²³⁰ Putniņš 2012, s. 956.

²³¹ Fox ym. 2018, s. 75. Katettu avomarkkinamanipulaatio eli avomarkkinamanipulaatio ulkoisen intressin kanssa pitää myös sisällään tilanteen, jossa manipuloija hyötyy matalammasta osakekurssista ja manipuloi osakekurssia alaspäin myymällä osakkeita ja tietyn ajanhetkellä ostamalla ne takaisin.

²³² Komission delegoitu asetus 522/2016 liite 2 jakso 1; Putniņš 2012, s. 955–957; Cumming – Johan 2008, s. 9–10; Teigelack 2017, s. 236–237. *Marking the close* -strategiassa manipuloija toteuttaa juuri ennen pörssin sulkeutumista ostotransaktioita nostaakseen osakekurssia tai myyntitransaktioita laskeakseen osakekurssia. Manipuloija hyötyy manipuloidun osakekurssin keinotekoisesta tasosta osakekurssiin sidottu sopimuksen – esimerkiksi johdannaissopimuksen – kautta. Toisaalta *marking the open* -strategiassa manipuloija asettaa osakemarkkinoille ennen pörssin tai muun kaupankäyntipaikan avautumista päätöskurssia korkeampia tai matalampia osto- tai myyntitarjouksia tavoitteenaan nostaa tai laskea osakkeen aloituskurssia.

osakemarkkinoille osto- tai myyntitarjouksia siten, että ne estävät osakekurssia nousemasta tai laskemasta.²³³ *Mini manipulation* -strategiaksi usein taas kutsutaan johdannais-sopimuksen kohteena olevan osakkeen manipulaatiota johdannaissopimuksen voitollisuuden takaamiseksi.²³⁴

Sopimusperusteisella manipulaatiolla ei ole *ex ante* -näkökulmasta vaikutuksia eri markkinatoimijoiden varallisuusasemiin lukuun ottamatta manipulaation välittömiä osapuolia, eikä se myöskään vahingoita markkinoiden oikeudenmukaisuutta/ehyettä tai tehokkuutta merkittävästi. Sen seurauksena osakemarkkinoiden likviditeetti pysyy muuttumattomana, mutta hintatarkkuus lyhyellä aikavälillä heikkenee väliaikaisen hintavääristymän seurauksena. Tällainen väliaikainen hintavääristymä ei kuitenkaan horjuta osakemarkkinoiden suoriutumista niiden yhteiskunnallisista tehtävistä. Mikäli sopimusperusteista manipulaatiota kuitenkin esiintyisi osakemarkkinoilla vapaasti, sopimisen kustannukset olisivat korkeammat ja toisaalta sopiminen olisi yhteiskunnallisesti arvokkaampaa.²³⁵

Edellä esitetyn ja sen perusteella, että sopimusperusteinen manipulaatio tuottaa myöntävän vastauksen kaavion 3 kaikkiin neljään kysymykseen, sopimusperusteisen manipulaation tulisi olla sanktioitavaa. Fox ym. argumentoi siten, että sanktioita tulisi asettaa sellaiselle kaupankäynnille, jossa manipuloija toteuttaa transaktion juuri ennen sopimusperusteisen taloudellisen hyödyn tason määrittämistä. Kyseinen sääntelystrateginen ratkaisu ei todennäköisesti vähentäisi yhteiskunnallisesti hyödyllistä kaupankäyntiä, sillä olisi hyvin sattumanvaraista, että markkinatoimija toteuttaisi tällaisessa tilanteessa transaktioita muista kuin manipulatiivisista syistä.²³⁶

²³³ Putniņš 2012, s. 956; Cumming – Johan 2008, s. 9. *Capping/pegging* -strategian avulla voidaan esimerkiksi varmistaa, että myynti- tai osto-optio raukeaa voitollisena (*in the money*) tai tappiollisena (*out of the money*).

²³⁴ Cumming – Johan 2008, s. 9.

²³⁵ Fox ym. 2018, s. 109–111. Fox ym. tarkastelee lisäksi mielenkiintoista lähestymistapaa sopimusperusteiseen manipulaatioon. Artikkelin mukaan siihen voitaisiin omaksua *caveat emptor* -lähestymistapa, joka korostaisi sopimusvapautta. Sopimusperusteisen manipulaation sääntelyssä onkin pitkälti kyse puhtaasti sopimisen sääntelystä. Siten on syytä myös arvioida, tulisiko arvopaperimarkkinalainsäädännön keinoin puuttua sellaiseen sopimiseen, joka liittyy osakkeiden hintoihin. Tässä tutkielmassa ei ole kuitenkaan tarkoituksenmukaista puuttua kyseiseen rajanvetoon sopimus- ja arvopaperimarkkinaoikeuden välillä ja siten lähtökohtaisesti tutkielmassa suhtaudutaan myönteisesti sopimusperusteisen manipulaation sääntelyyn arvopaperimarkkinaoikeuden piirissä.

Siihen ei kuitenkaan ole tässä tutkielmassa tarkoituksenmukaista syventyä tarkemmin.

²³⁶ Fox ym. 2018, s. 111.

3.4 Informaatiomanipulaatio

Informaatiomanipulaatio on pääpiirteiltään varsin yksinkertainen keino manipuloida osakekurssia – siinä manipuloija vapauttaa julkisuuteen virheellistä tai harhaanjohtavaa tietoa siten nostakseen tai laskeakseen osakekurssia.²³⁷ Manipuloija voi esimerkiksi valehdella julkisuudessa yhtiön taloudellisista vaikeuksista, osakekurssin laskettua ostaa yhtiön osakkeita, odottaa totuuden paljastumista ja osakekurssin palauduttua takaisin luontaiselle tasolle, myydä osakkeet korkeampaan hintaan.²³⁸ Informaatiomanipulaatio voi perustua markkinajuoruun tai se voi toisaalta olla julkinen lausunto yleisesti luotettavana pidettävästä lähteestä, kuten toimittajalta, suurelta osakkeenomistajalta tai analyytikolta.²³⁹

Informaatiomanipulaatio tuottaa myöntävän vastauksen kaavion 3 neljään kysymykseen ja on siten Fox ym. mukaan tulkittava sanktioitavaksi.²⁴⁰ Taloustieteellisesti informaatiomanipulaatio voidaan tulkita yhdeksi informoidun kaupankäynnin lajiksi, joka heikentää osakemarkkinoiden likviditeettiä sekä hintatarkkuutta. Toisaalta informaatiomanipulaatio ei vaikuta osakemarkkinoiden oikeudenmukaisuuteen/ehyteen merkittävästi.²⁴¹ Tämän perusteella Fox ym. esittää, että informaatiomanipulaatio sanktioidaan silloin, kun manipuloija tietäen lausuu markkinoille virheellistä tietoa sellaisissa olosuhteissa, joissa järkevä henkilö voisi olettaa tiedon vaikuttavan osakkeen hintaan, ja toteuttaa transaktion siihen suuntaan, joka tuottaa positiivista tuottoa perustuen virheelliseen tietoon sekä myöhemmin toteuttaa transaktion vastakkaiseen suuntaan. Tällaisen sanktion ei voida olettaa ehkäisevän yhteiskunnallisesti hyödyllistä kaupankäyntiä.²⁴²

²³⁷ Putniņš 2012, s. 956. Katso lisää informaatiomanipulaatiosta Knuts 2010, s. 267–288. Katso myös Teigelck 2017, s. 234–235. Informaatiomanipulaatioon kytkeytyy mielenkiintoisella tavalla erityisesti behavioraalinen taloustiede.

²³⁸ Fox ym. 2018, s. 111. Informaatiomanipulaatio toimii myös toiseen suuntaan siten, että manipuloija vapauttaa markkinoille virheellistä positiivista tietoa. Tällöin manipuloija on lyhyeksimyys ja hyötty osakekurssin laskemisesta. Manipuloija siten ensin vapauttaa positiivista virheellistä tietoa markkinoille, osakekurssin noustua manipuloija lyhyeksimyys osakkeet, odottaa totuuden paljastumista ja osakekurssin palautumista luontaiselle tasolle ja lopuksi purkaa lyhyen positionsa eli ostaa osakkeet matalampaan hintaan.

²³⁹ Fox ym. 2018, s. 111.

²⁴⁰ Fox ym. 2018, s. 111–112.

²⁴¹ Fox ym. 2018, s. 112–113.

²⁴² Fox ym. 2018, s. 113–114.

Informaatiomanipulaatiostrategioita on pääasiassa kahdenlaisia – *pump-and-dump* -strategioissa manipuloija pyrkii nostamaan osakekurssia ja *bear raid* -strategioissa manipuloija pyrkii laskemaan osakekurssia.²⁴³ *Pump-and-dump* -strategioista käytetään erilaisia nimiä kuten *hype-and-dump* ja toisaalta *bear raid* -strategioista käytetään nimityksiä kuten *trash-and-cash* tai *slur-and-dump*.²⁴⁴ Toisaalta sellaista informaatiomanipulaatiostrategiaa, jossa manipuloijan ja manipuloitavan markkinatoimijan välillä on luottamusta ja jopa läheinen ihmissuhde, ja jossa manipuloija levittää virheellistä informaatiota kutsutaan *scalping*-strategiaksi. Siinä manipuloija omistaa jo alkutilanteessa yhtiön osakkeita, josta hän levittää virheellistä tietoa, eikä manipuloija ilmoita eturistiriitaansa antaessaan sijoitussuosituksia manipuloitaville markkinatoimijoille.²⁴⁵

3.5 Markkinavoimamanipulaatio

Markkinavoimamanipulaatio on osakekurssimanipulaation kolmas päälaaji. Nimensä mukaisesti siinä osakekurssin manipuloimiseen hyödynnetään määräävää markkina-asemaa – toisin sanoen manipuloija omistaa manipulaation kohteena olevia osakkeita lähtökohdaisesti varsin paljon. Markkinavoimamanipulaation tunnistamisessa ja sääntelyssä yksi suurin haaste on tavanomaisen kaupankäynnin erottaminen manipuloivan markkinavoiman hyödyntämisestä.²⁴⁶

Tyypillisiä markkinavoimamanipulaatiostrategioita on kaksi – *corner* ja *squeeze*, jotka ovat myös kaksi markkinamanipulaation vanhinta muotoa.²⁴⁷ Näissä strategioissa manipuloijalla on hallitseva asema osakkeen ja siihen kytketyn johdannaissopimuksen kysynnästä. Manipuloija sitten hyödyntää asemaansa osakekurssin manipuloimiseksi ja hyväksikäyttää usein erityisesti lyhyeksimyjiä, jotka tarvitsevat kyseistä osaketta pystyäkseen purkaa lyhyen positionsa.²⁴⁸ *Corner*-strategiassa manipuloija(t) hankkii yhtiön kaikki

²⁴³ Putniņš 2012, s. 955–956.

²⁴⁴ Komission delegoitu asetetus 522/2016 liite 2 jakso 1–2; Putniņš 2012, s. 955–957; Cumming – Johan 2008, s. 9–10; Teigelack 2017, s. 232–235, 237.

²⁴⁵ Teigelack 2017, s. 243–245.

²⁴⁶ Nelemans 2008, s. 1216.

²⁴⁷ Lin 2017, s. 1281. Katso lisää *corner*- ja *squeeze*-strategioista Nelemans 2008, s. 1215–1217 sekä Lin 2017, s. 1281–1283.

²⁴⁸ Putniņš 2012, s. 956.

osakkeet ja siten määrää osakkeen hinnan. *Squeeze*-strategiassa manipuloija(t) hankkii ainoastaan merkittävän osan yhtiön osakkeista ja siten hyödyntää markkinavoimaansa osakekurssin liikuttamiseen.²⁴⁹ Avgouleasin mukaan markkinavoimamanipulaatiot johtavat vakaviin hinta-anomaliaihin.²⁵⁰

²⁴⁹ Lin 2017, s. 1281–1282.

²⁵⁰ Avgouleas 2005, s. 213.

4 Osakekurssimanipulaation sääntelyn arviointi

4.1 Sääntelyn tavoitteet

4.1.1 Informaation sääntely

Osakekurssimanipulaation sääntelyn tarkastelussa jäsennellään ensin sääntelyn tavoitteita ja sitten sääntelyn haasteita. Tämän jälkeen osakekurssimanipulaation sääntelyä tarkastellaan yksityiskohtaisemmin transaktiomanipulaation avulla arvioiden sen vaikutuksia osakemarkkinoihin, minkä lisäksi sille esitetään sääntelystrategista ratkaisua. Viimeiseksi tarkastelun ja arvioinnin tulokset kootaan sääntelystrategisiksi ratkaisuisiksi pääluvun loppuun.

Sääntelyn määrän kasvaessa on tärkeää hahmottaa ja ymmärtää sen taustalla olevat periaatteet, jotka sääntelyn kehitystä ohjaavat sekä päämäärät, joita sääntelyllä tavoitellaan.²⁵¹ Siten osakekurssimanipulaation sääntelyn tavoitteiden tarkastelussa lähdetään liikkeelle tarkastelemalla laajemmin rahoitusmarkkinoiden sääntelyä ja sen tavoitteita. Rahoitusmarkkinoiden sääntelyn ensisijaisena tavoitteena on turvata rahoitusmarkkinoiden toiminta – toisin sanoen ylläpitää tehokkaita markkinoita ja siten parantaa resurssien allokointia taloudessa.²⁵² On syytä korostaa, ettei rahoitusmarkkinoiden sääntelyn tarkoituksena siten ole suojella tavallisia yksittäisiä sijoittajia kuten kuluttajasuojasääntelyn parissa, vaan sen sijaan keskittyä laajemman kokonaisuuden hallintaan.

Rahoitusmarkkinoiden sääntely jaetaan usein kolmeen kokonaisuuteen – ilmoitusvelvollisuuksiin, markkinamanipulaatioon ja sisäpiiritiedon väärinkäyttöön.²⁵³ Jokainen kolmesta sääntelykokonaisuudesta perustuu informaation sääntelyyn, jota kuvataan usein

²⁵¹ Hansen 2003, s. 65.

²⁵² Goshen – Parchomovsky 2006, s. 713. Katso lisää perusteluita rahoitusmarkkinoiden sääntelylle Pereira da Silva 2018, s. 1. Esimerkiksi MAD:n vaikutuksesta rahoitusmarkkinoiden allokatiiviseen tehokkuuteen katso Pereira da Silva 2018. Toisaalta katso MAD:n ja EU:n läpinäkyvyysdirektiivin (2004/109/EY, myöh. TPD) vaikutuksista rahoitusmarkkinoiden toimintaan Christensen ym. 2016. Katso rahoitusmarkkinoiden sääntelystä myös Avgouleas 2005, s. 158–172. Katso myös Söderström 2011, s. 29; jonka mukaan osa regulaatioteorioista tukee voimakasta julkista kontrollia ja osa joustavaa itsesääntelyä.

²⁵³ Goshen – Parchomovsky 2006, s. 716; Hansen 2003, s. 65. Goshen ja Parchomovsky jaottelevat rahoitusmarkkinoiden sääntelyn ilmoitusvelvollisuuksiin, petosten ja manipulaation kieltoihin sekä sisäpiirisääntelyyn. Toisaalta Hansen käyttää artikkelissaan jaottelua, jonka mukaan kolme kategorialla ovat ilmoitusvelvollisuudet, sisäpiiritiedon väärinkäyttö ja markkinamanipulaatio.

Akerlöfin kuuluisalla artikkelilla.²⁵⁴ Akerlöfin teorian mukaan markkinat, joilla on informaatio asymmetrioita alisuoriutuvat – toisin sanoen tällaisten markkinoiden likviditeetti on heikompi tai niiden toiminta lakkaa täysin.²⁵⁵ Tämän perusteella rahoitusmarkkinoiden sääntelyssä painotetaan informaation sääntelyä, mikä toteutetaan usein suojelemalla informaatiovajeesta kärsivää markkinaosapuolta.

Informaatioasymmetrioita voidaan säännellä kolmella edellä esitetyllä tapaa: velvoittamalla ilmoittamaan informaatiota (ilmoitusvelvollisuudet), kieltämällä informatiivisen edun käyttäminen (sisäpiiritiedon väärinkäytön kieltäminen) sekä kieltämällä väärän informaation levittäminen (markkinamanipulaation kieltäminen).²⁵⁶ Edellä esitetyn perusteella markkinamanipulaation kieltäminen perustuu pääasiassa väärän informaation levittämiseen, mikä on mahdollista toteuttaa verbaalisesti tai non-verbaalisesti. Tämän lisäksi markkinamanipulaation nykyiseen sääntelyyn on otettu vaikutteita kilpailuoikeudesta.²⁵⁷

4.1.2 Rahoitusmarkkinoiden toiminnan turvaaminen

Sääntelemällä informaatiota rahoitusmarkkinoiden sääntelyssä pyritään siis ensisijaisen tavoitteen toteutumiseen – rahoitusmarkkinoiden toiminnan turvaamiseen. Toisaalta rahoitusmarkkinoiden toiminnan turvaaminen koostuu eri tekijöistä, jotka ovat taloudelli-

²⁵⁴ Hansen 2003, s. 75. Hansen kuvaa arvopaperimarkkinoita hyvin mielenkiintoisesti: ”Securities markets are different insofar as the securities can be seen as tokens of information: that is, information on entitlements. Rather than letting money or goods change hands, information on property rights in such physical assets is transferred by use of the security. So not only are markets about exchanging information; a securities market is a market for the exchange of information about information.”

²⁵⁵ Akerlöf 1970. Katso myös Hansen 2003, s. 65. Katso myös Goshen – Parchomovsky 2006, s. 716, jonka mukaan transaktiokustannukset ovat suuremmat markkinoilla, joilla on manipulaatiota.

²⁵⁶ Hansen 2003, s. 66. Hansenin mukaan huomionarvoista on, että ensimmäinen keino edellyttää toimintaa, kun taas kaksi viimeistä ovat kieltöitä. Toisaalta, kaksi ensimmäistä perustuvat olemassa olevaan informaatioon, kun taas markkinamanipulaation kieltäminen perustuu väärään informaatioon. Siten ilmoitusvelvollisuudet ja sisäpiiritiedon väärinkäytön kieltäminen tukevat toisiaan. Hansen lisäksi korostaa, ettei ilmoitusvelvollisuuksilla ja sisäpiiritiedon väärinkäytön kieltämisellä tavoitella markkinatoimijoiden tasa-arvoisuutta, vaan sen sijaan sen pelon lievittämistä, että toinen markkinatoimija kykenisi käyttämään olennaista informaatiota toisen markkinatoimijan haitaksi.

²⁵⁷ Hansen 2003, s. 74–75. Kilpailuoikeudesta otetut vaikutteet liittyvät markkinavoimamanipulaatioon – erityisesti *corner-* ja *squeeze-*strategioihin.

sen vakauden turvaaminen, markkinoiden eheyden suojeleminen sekä markkinoiden tehokkuuden edistäminen.²⁵⁸ Markkinoiden tehokkuuden edistäminen voidaan jakaa tarkemmin vielä likviditeetin ja hintatarkkuuden edistämiseen.²⁵⁹ Tämän lisäksi rahoitusmarkkinoiden sääntelyn yhtenä tehtävänä voidaan pitää markkinaluottamuksen suojelemista.

Söderström argumentoi, että markkinamanipulaation sääntelyn tyyli perustuu siihen, suhtautuuko lainsäätäjät sääntelyn ensisijaisena tavoitteena markkinoiden tehokkuuden edistämiseen vai markkinaluottamuksen suojelemiseen.²⁶⁰ Kuten tutkielmassa on edellä esitetty, osakemarkkinoiden tehokkuus ja markkinaluottamus ovat kuitenkin kytköksissä toisiinsa.²⁶¹ Toisaalta Spatt esittää, että manipulaation sääntely kytkeytyy sekä rahoitusmarkkinoiden vakauden että eheyden tavoittelemiseen.²⁶² Fletcher kuitenkin argumentoi, että tehokkaan sääntelyn on kyettävä huomioimaan sekä osakekurssimanipulaation vahingot osakemarkkinoiden oikeudenmukaisuudelle sekä toisaalta myös sijoittajien käsitykselle oikeudenmukaisuudesta.²⁶³

Osakekurssimanipulaation sääntelyn tulisi kuitenkin tutkielmassa omaksutun näkemyksen mukaan optimoida osakemarkkinoiden yhteiskunnallisten tehtävien toteutumista heijastaen samalla vallitsevaa toiminta- ja sääntely-ympäristöä. Osakemarkkinoiden yhteis-

²⁵⁸ Söderström 2011, s. 23.

²⁵⁹ Goshen – Parchomovsky 2006, s. 714.

²⁶⁰ Söderström 2011, s. 32. Söderström pitää sääntelyn ensisijaisena tavoitteena markkinafunktioiden suojelemista, sillä hänen mukaansa markkinaluottamuksella ei itsessään ole arvoa.

²⁶¹ Osakemarkkinoiden tehokkuuden ja markkinaluottamuksen yhteyttä voidaan kuvata tarkastelemalla neljää skenaariota: 1) osakemarkkinat ovat tehokkaat, mutta sijoittajat eivät luota markkinoihin, 2) osakemarkkinat ovat tehokkaat ja sijoittajat luottavat markkinoihin, 3) osakemarkkinat eivät ole tehokkaat, eivätkä sijoittajat luota markkinoihin sekä toisaalta 4) osakemarkkinat eivät ole tehokkaat, mutta sijoittajat silti luottavat niihin. On syytä korostaa, että markkinaluottamus perustuu sijoittajien käsitykseen osakemarkkinoista ja niiden oikeudenmukaisuudesta – millaiseksi sijoittajat mieltävät markkinat. Siten markkinaluottamuksen ei välttämättä ole perustuttava todellisiin olosuhteisiin, sillä markkinaluottamus voi usein muodostua joukkopsykologisenä ilmiönä sijoittajien kognitiivisten harhojen pohjalta. Tämän perusteella skenaariot 1 ja 4 ovat mahdollisia erityisesti lyhyellä aikavälillä, mutta voidaan argumentoida, että pidemmällä aikavälillä osakemarkkinoiden tehokkuus ja markkinaluottamus esiintyisivät samansuuntaisina.

²⁶² Spatt 2010, s. 625–626. Spattin mukaan rahoitusmarkkinoiden sääntelyssä on kahdenlaisia lainsäätäjiä – *financial stability regulator* sekä *market integrity regulator*. Ensimmäiset keskittyvät perinteiseen ja varovaiseen valvontaan ja kokonaisvaltaisen vakauden turvaamiseen, kun taas toiset painottavat oikeudenmukaisuuden sääntöihin ja toimintatapoihin. Spatt käyttää jaottelua apuvälineenä erilaisten sääntelystrategioiden tavoitteiden välisten konfliktien tarkastelemisessa.

²⁶³ Fletcher 2018, s. 493. Sijoittajien mieltäessä osakemarkkinat epäoikeudenmukaisiksi, he osallistuvat niille vähemmän, mikä toisaalta heikentää likviditeettiä ja siten osakemarkkinoiden tehokkuutta.

kunnallisten tavoitteiden optimoinnin kautta voidaan nimittäin turvata sekä osakemarkkinoiden tehokkuus että luottamus.²⁶⁴ Tutkielmassa omaksutun näkemyksen mukaan osakekurssimanipulaation sääntelyn lähtökohtana on siten ensisijaisesti rahoitusmarkkinoiden toiminnan ja toissijaisesti markkinaluottamuksen turvaaminen.

4.1.3 Joustavuus ja kansainvälisyys

Edellä on tarkasteltu niin rahoitusmarkkinoiden sääntelyn laajemmin kuin myös osakekurssimanipulaation sääntelynkin perimmäisiä tavoitteita, jotka vaikuttavat sääntelyn taustalla. Tämän lisäksi osakekurssimanipulaation sääntelyllä on kuitenkin myös täsmällisempiä tavoitteita, jotka voidaan tiivistää seuraavaksi tavoitteeksi: *osakekurssimanipulaation minimoiminen osakemarkkinoilta kuitenkin ehkäisemättä sallittua kaupankäyntiä*.²⁶⁵ Osakekurssimanipulaation sääntelyn tavoitteena on myöskin olla ajankohtaista sekä riittävän joustavaa alati kehittyvässä toimintaympäristössä ja kansainvälisesti kilpailukykyistä.

Kansainväliset rahoitusmarkkinat ovat varsin dynaaminen ja monimutkainen järjestelmä, joka altistaa sääntelyn jatkuvasti riskille vanhentua tai muuttua riittämättömäksi.²⁶⁶ Siten kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden sääntelyn on oltava joustavaa ja sopeutuvaa, mikä toisaalta ei ole ominaista perinteisille sääntelystrategisille ratkaisuille.²⁶⁷ Tämän lisäksi, on varsin yleistä, ettei rahoitusmarkkinoiden sääntelyssä onnistuta kerralla, vaan sen sijaan dynaamisten rahoitusmarkkinoiden reagoidessa usein sääntelyäkin on sopeutettava

²⁶⁴ Fletcher 2018, s. 493. Osakekurssimanipulaation sääntelyn on oltava lähtökohtaisesti sekä taloudellisesti tehokasta että yhteiskunnallisesti oikeudenmukaista. Nämä kaksi tavoitetta ovat kuitenkin kytköksissä toisiinsa, sillä sijoittajien mieltäessä osakemarkkinat epäoikeudenmukaisiksi, he osallistuvat niille vähemmän, mikä toisaalta heikentää likviditeettiä ja siten osakemarkkinoiden tehokkuutta. Osakekurssimanipulaatio toisaalta vahingoittaa osakemarkkinoiden oikeudenmukaisuutta – toisin sanoen heikentää sijoittajien markkinaluottamusta, sillä manipuloijat käyttävät muita markkinatoimijoita hyväkseen.

²⁶⁵ Kyseinen tavoite pitää sisällään myös markkinoiden toiminnan turvaamisen tavoitteen, sillä osakemarkkinoiden likviditeetti ei heikkene silloin, kun sallittua kaupankäyntiä ei ehkäistä. Katso lisäksi Nelemans 2008, s. 1183–1184. Nelemansin mukaan esimerkiksi manipulaation heikot määritelmät usein liittyen aikomukseen ehkäisevät kaupankäyntiä, joka olisi yhteiskunnallisesti hyödyllistä.

²⁶⁶ Marjosola 2014, s. 7.

²⁶⁷ Marjosola 2014, s. 1.

uudelleen. Tuloksena syntyy siten dialektinen prosessi sääntelyinnovaation ja rahoitusmarkkinoiden innovaation välille, minkä seurauksena sääntelyn muodostaa alkuperäisestä sääntelystä ja jälkikäteen omaksutuista poikkeuksista muodostunut tilkkutäkki.²⁶⁸

Toisaalta osakekurssimanipulaation sääntelyn tulisi olla myös kansainvälisesti kilpailukykyistä²⁶⁹ ja linjassa muiden hallintoalueiden sääntelyn kanssa, sillä toimintaympäristönä ovat kansainväliset rahoitusmarkkinat, joiden osapuolet ovat nykyisin hyvin riippuvaisia toisistaan.²⁷⁰ Tällä tavoin voidaan estää osakekurssimanipulaation siirtyminen kevyimmän sääntelyn valtioihin. Lisäksi on huolehdittava, ettei sääntely aja sijoitustoimintaa valtiosta pois, sillä se johtaisi merkittäviin hyvinvointitappioihin. Tämän lisäksi osakekurssimanipulaation sääntelyn tulisi olla teknologian kehityksen suhteen ajantasaista sekä joustavaa siten, että se kykenee omaksumaan teknologian kehityksen mukanaan tuomia muutoksia ilman sääntelyn jatkuvaa uudistamista. Sääntelyn tulisi myös minimoida sääntelykustannuksia suhteessa saavutettavaan hyötyyn.²⁷¹

4.2 Sääntelystrategiset haasteet

4.2.1 Osakekurssimanipulaation havaitseminen ja valvonta

Tutkielmassa osakekurssimanipulaation sääntelystrategisilla haasteilla kuvataan niitä tekijöitä, jotka vaikeuttavat sääntelyn tavoitteiden saavuttamista.²⁷² Alan asiantuntijat ovat esittäneet aiheesta laajasti eri näkemyksiä, joista tutkielmaan on muodostettu kaksi kokonaisuutta – ensimmäinen liittyen osakekurssimanipulaation valvontaan ja toinen liittyen

²⁶⁸ Marjosola 2014, s. 3–4. Katso lisää Partnoy 1997, s. 250. Partnoyn artikkeli painottuu johdannaisinstrumentteihin sekä niihin kytkeytyvään sääntelyarbitraasiin, mutta Partnoyn näkemyksiä voidaan soveltaa myös yleisesti rahoitusmarkkinoiden sääntelyyn. ”Consequently, regulators are forced to adapt and transform ex ante regulations in response to financial innovation; the resulting mountain of exceptions and patchwork regulations are, in turn, driven by the market’s responsive attempt to avoid out-dated or costly regulations.”

²⁶⁹ Katso kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden sääntelyn integraation vaikutuksista EU:ssa Meier 2019.

²⁷⁰ Lin 2017, s. 1288.

²⁷¹ Katso rahoitusmarkkinoiden sääntelyn kustannusanalyysistä Mulherin 2007.

²⁷² Katso laajemmin markkinamanipulaation sääntelyn haasteista erityisesti Yhdysvalloissa Markham 2013, s. 371–416. Katso havaitsemisen haasteista myös Markkinat-tiedote 1/2012, s. 6.

tiedonpuutteeseen. Sääntelystrategisten haasteiden yhteydessä erityistä huomiota on kuitenkin syytä kiinnittää teknologian kehityksen ja rahoitusalan innovaation mukanaan tuomiin haasteisiin. Teknologian disruptoidessa rahoitusmarkkinoita, vanhasta lainsäädännöstä tulee usein riittämätöntä uudessa rahoitusmarkkinoiden todellisuudessa.²⁷³

Osakekurssimanipulaation havaitseminen – toisin sanoen sallitun kaupankäynnin erottaminen manipulatiivisesta kaupankäynnistä on yksi valvontaviranomaisten suurimmista haasteista, sillä esimerkiksi transaktiomanipulaation tapauksessa manipulaatio koostuu ulkoisesti täysin sallituista transaktioista.²⁷⁴ Erityisesti uudet kyberneettiset manipulaatiostrategiat asettavat valvontaviranomaisille haasteita johtuen transaktioiden alati kiihtyvästä nopeudesta, datatulvasta sekä osakemarkkinoiden balkanisaatiosta.²⁷⁵

Kyberneettisten manipulaatiostrategioiden kaupankäynti tapahtuu niin nopeasti ja niin suurissa määrissä, että sen monitorointi reaaliaikaisesti on hyvin haastavaa. Tämän lisäksi nykyiset rahoitusmarkkinat perustuvat enemmän dataan kuin koskaan ennen – tavallinen kaupankäyntipäivä voi Yhdysvaltojen rahoitusmarkkinoilla nimittäin tuottaa yli biljoona bittiä dataa.²⁷⁶ Toisin kuin ihmiset, kauppaa käyvät algoritmit ovat suunniteltu datatulvan käsittelemiseen ja ne kykenevät tekemään sen pohjalta ultranopeita ja rationaalisia sijoituspäätöksiä.²⁷⁷ Tästä johtuen Linin mukaan valvontaviranomaiset turvautuvat osakekurssimanipulaation valvonnassa ex ante -tyylisen ennaltaehkäisevän valvonnan sijaan ex post -tutkintoihin. Samalla kuitenkin rahoitusmarkkinoiden teknologian ja innovaation kehittyessä kyberneettisistä manipulaatiostrategioista kehittyy yhä vaikeammin havaittavia.²⁷⁸

Kaupankäynnin nopeuden kasvaessa ja datan määrän lisääntyessä myös osakemarkkinoiden lisääntyvä balkanisaatio ilmenee haasteena lainsäätäjille ja valvontaviranomaisille.

²⁷³ Lin 2017, s. 1294.

²⁷⁴ Moloney 2014, s. 754. Katso myös Siering ym. 2017, s. 251.

²⁷⁵ Lin 2017, s. 1296.

²⁷⁶ Nanex 2012. On lisäksi korostettava, ettei markkinadatan tarvitse perustua taloudelliseen informaatioon, vaan sillä tarkoitetaan myös esimerkiksi sosiaalisen median dataa. Katso lisää Lin 2017, s. 1298.

²⁷⁷ Osakekurssimanipulaation havaitsemisen haasteiden lisäksi rahoitusmarkkinoiden kasvava datakeskeisyys synnyttää myös alati enemmän mahdollisuuksia rikollisille manipuloida rahoitusmarkkinoita väärittämällä dataa tai levittämällä virheellistä dataa markkinoille.

²⁷⁸ Lin 2017, s. 1297–1298.

Balkanisaation seurauksena kaupankäynti nimittäin jakautuu yhä useampaan kaupankäyntipaikkaan ja siirtyy siten enenevissä määrin pois perinteisistä suurista osakepörsseistä kuten New York Stock Exchange:sta ja NASDAQ:sta. Osakemarkkinoiden trendinä on, että pankit ja muut markkinatoimijat toteuttavat transaktioitansa omissa kaupankäyntijärjestelmissään. Kaupankäynti tapahtuu lisäksi nykyisin yhä enenevissä määrin myös dark pool -markkinapaikoilla, joissa voidaan toteuttaa monimutkaisia rahoitusjärjestelyjä vähemmän likvideillä rahoitusinstrumenteilla samalla soveltaen suhteellisesti vähemmän sääntelyä verrattuna perinteisiin kaupankäyntipaikkoihin. Tämän seurauksena valvontaviranomaisilla on enemmän kaupankäyntipaikkoja valvottavana.²⁷⁹

Valvontaviranomaiset tarvitsevat siten merkittävästi resursseja, jotta valvontaoperaatiot voidaan toteuttaa asianmukaisesti. Lainsäätäjien ja valvontaviranomaisten resurssien puute teknologiassa ja asiantuntijuudessa on kuitenkin yksi merkittävimmistä haasteista osakekurssimanipulaation sääntelyssä liittyen erityisesti uusimman teknologian synnyttämiin kyberneettisiin manipulaatiostrategioihin. Rahoitusalan yksityiset toimijat investoivat jatkuvasti uuteen teknologiaan ja parempaan asiantuntijuuteen sekä lobbaavat päätöksentekijöitä suosimaan heidän toimintatapojaan.²⁸⁰

Linin mukaan lainsäätäjillä ja valvontaviranomaisilla taas ei ole käytössään vastaavia resursseja investointeihin eikä lobbaamiseen, vaan he ovat sidottuja poliittiseen päätöksentekoon sekä pienempiin budjetteihin. Lainsäätäjät ja valvontaviranomaiset lisäksi menettävät usein asiantuntijoitaan yksityiselle sektorille, sillä yksityisen sektorin toimijat kykenevät ja ovat valmiita maksamaan asiantuntemuksesta moninkertaisesti. Tämän pohjalta Lin argumentoi, että lainsäätäjiltä ja valvontaviranomaisilta saattaa siten jopa puuttua kyky täysin ymmärtää uusimpia manipulaatiostrategioita.²⁸¹

²⁷⁹ Lin 2017, s. 1299–1300. Katso lisää osakekurssimanipulaation havaitsemisesta ja valvonnasta Ledgerwood 2012, s. 284–290; Teigelack 2017, s. 252–253; Cumming – Johan 2008, s. 1, 9–10, 11; Siering ym. 2017, s. 253–254. Linin mukaan ilman asianmukaisia resursseja ja työkaluja, lainsäätäjän tai valvontaviranomaisen pyytäminen havaitsemaan ja ennaltaehkäisemään kyberneettisiä manipulaatiostrategioita onkin verrattavissa tietyn hiekanjyvän löytämiseen aavikolla hiekkamyrskyssä silmät osittain sidottuina.

²⁸⁰ Lin 2017, s. 1294–1296.

²⁸¹ Lin 2017, s. 1294–1296. Linin artikkeli käsittelee laajemmin markkinamanipulaatiota, mutta sitä sovelletaan tutkielmassa kapeammin vain osakekurssimanipulaatioon.

Valvontaa toteuttavat arvopaperimarkkinaviranomaisten lisäksi myös arvopaperipörs-
sit.²⁸² Valvontatoimenpiteet ovat kuitenkin maksullisia ja siten valvonnan järjestämisessä
pörssein on optimoitava valvontatoimenpiteiden kustannuksia suhteessa kaupankäynnin
voittoihin.²⁸³ Valvontatoimenpiteet toteutetaan automatisoidusti siten, että valvontajär-
jestelmät reaaliaikaisesti hälyttävät epäilyttävästä kaupankäynnistä. Ulkoiset palveluntar-
joajat kuten SMARTS Group tarjoaa valvontajärjestelmiä sekä valvontaresursseja pörs-
seille.²⁸⁴

4.2.2 Tiedonpuute sääntelyn kehityksen pullonkaulana

Tiedonpuute osakekurssimanipulaation esiintyvyydestä, eri manipulaatiostrategioiden
vaikutuksista sekä reagoinnista sääntelyyn vaikeuttaa osakekurssimanipulaation säänte-
lyä.²⁸⁵ Siten osakekurssimanipulaation sääntelyn kehittäminen edellyttää myös laajaa em-
piiristä ja monitieteellistä tutkimusta. Tämän lisäksi osakekurssimanipulaation vanha
sääntely ei enää sovellu mielekkäästi kyberneettisten manipulaatiostrategioiden säänte-
lyksi. Vanhat lait ovat nimittäin keskittyneet sääntelemään ihmisten tekemää manipulaa-
tiota, eivätkä niinkään tietokoneohjelmien toteuttamaa manipulaatiota. Tällaisten lakien
yhteensovittaminen jälkikäteen on varsin haastavaa.²⁸⁶

Merkittävästi huomiota osakekurssimanipulaation sääntelystrategisten haasteiden suh-
teen kiinnittyy myös osakekurssimanipulaation määritelmään. Kuten tutkielmassa on
aiemmin todettu, osakekurssimanipulaatiolle ei ole olemassa yhtä yleisesti hyväksyttyä
määritelmää.²⁸⁷ Myös useisiin vallitseviin määritelmiin liittyen manipulaation aikomuk-
sen todistamista pidetään varsin haastavana. Manipulaation aikomuksen puuttuessa mo-
net kyberneettiset manipulaatiostrategiat ovat laillisia kaupankäynti- ja sijoitusstrategi-
oita ja niitä on hyvin haastavaa erottaa laillisista/sanktioitavista manipulaatiostrategioista.
Esimerkiksi *pinging* ja *spoofing* voidaan ilman manipulaation aikomusta tulkita laillisiksi

²⁸² Helsingin pörsissä markkinavalvontaa toteuttaa esimerkiksi NASDAQ Nordic Helsingin markkinaval-
vonta.

²⁸³ Aitken – Siow 2003, s. 21. Katso myös Cumming – Johan 2008, s. 2.

²⁸⁴ Cumming – Johan 2008, s. 7–8.

²⁸⁵ Putniņš 2012, s. 953.

²⁸⁶ Lin 2017, s. 1300–1301.

²⁸⁷ Katso lisää osakekurssimanipulaation määritelmästä kappaleesta 2.1.1–2.1.2.

keinoiksi piilottaa kaupankäyjien todelliset tarkoitukset osakemarkkinoilta.²⁸⁸ Toisaalta, tämän perusteella voidaan kyseenalaistaa tulisiko joitakin manipulaatiomuotoja säännellä ollenkaan, sillä ne ovat haastavaa tunnistaa ja ne voivat korjaantua sääntelyn puutteessa markkinavoimien toimesta.

4.3 Transaktiomanipulaation sääntely

4.3.1 Ex post - ja ex ante -näkökulma

Ex post -näkökulmasta arvioidaan transaktiomanipulaation vaikutuksia ex post kiinnittäen erityistä huomiota keinotekoiseen hintatasoon ja sen korjaantumiseen. Toisaalta ex ante -näkökulmasta tarkastellaan transaktiomanipulaation aiheuttamia vaikutuksia eri markkinatoimijoille hyödyntäen markkinoiden mikrorakenteeseen ja yrityksen taloustieteeseen perustuvaa mallia.²⁸⁹

Transaktiomanipulaation seurauksena osakekurssi asettuu korkeammalle tasolle kuin millä se olisi ollut ilman manipulaatiota – toisin sanoen osakekurssi asettuu luontaiselta tasoltaan poikkeavalle keinotekoiselle tasolle.²⁹⁰ Manipulaation yhteiskunnalliset vaikutukset riippuvat olennaisesti siitä, kuinka pitkään osakekurssi pysyy keinotekoisella tasolla ja toisaalta siitä, palaako osakekurssi lainkaan takaisin luontaiselle tasolleen. Fox ym. mukaan tilanteessa on neljä vaihtoehtoa – osakekurssi voi joko korjaantua kolmella tapaa tai jäädä keinotekoiselle tasolle.²⁹¹

²⁸⁸ Lin 2017, s. 1300–1303.

²⁸⁹ Fox ym. 2018, s. 94.

²⁹⁰ Osakekurssi voi asettua transaktiomanipulaation seurauksena myös matalammalle tasolle, mutta tutkielmassa käsitellään yksinkertaisuuden vuoksi vain ensimmäistä tapausta.

²⁹¹ Katso lisää Fox ym. 2018, s. 86–93. Tarkastelussa hyödynnetään artikkelin viitekehystä. Fox ym. hyödyntää analyysissään markkinoiden mikrorakennetta (microstructure economics) sekä yrityksen taloustiedettä (theory of the firm). Mallissa osakemarkkinoilla on viidenlaisia kaupankäyjiä – *informed trader*, *uninformed traders*, *noise traders*, *anti-noise traders* sekä *professional liquidity suppliers*. Jokaisella kaupankäyjäytyypillä on osakemarkkinoilla oma tehtävänsä ja ne käyvät kauppaa eri tavoin ja eri tilanteissa.

Ensinnäkin yhtiö, jonka osaketta on manipuloitu voi tiedottaa markkinoita, ettei kurssinousu perustu mihinkään yhtiön hallussa olevaan tietoon ja siten saada osakekurssin laskemaan takaisin luontaiselle tasolle.²⁹² Toiseksi, osakekurssi voi korjaantua *anti-noise* -kaupankävijien toiminnan seurauksena, mikä on merkittävästi pidempi prosessi ja aiheuttaisi yhä suurempia menetyksiä markkinatakaajille (*liquidity suppliers*). *Anti-noise* -kaupankävijät lopulta vakuuttuvat, ettei kurssinousu perustunut mihinkään tietoon ja alkavat myydä siten laskien osakekurssia takaisin manipulaatiota edeltäneelle tasolle.²⁹³

Kolmas vaihtoehto on, että osakekurssi korjaantuu osakekurssiin heijastuvien tulevien kassavirtojen realisoitumisen kautta. Korkeampi osakekurssi nimittäin viittaa suurempiin tuleviin kassavirtoihin, sillä osakkeen arvo perustuu diskontattuihin tuleviin kassavirtoihin. Kun manipulaation seurauksena noussut osakekurssi ei perustu todellisuudessa kasvaneisiin tuleviin kassavirtoihin, korjaantuu osakekurssi takaisin luontaiselle tasolle, kun seuraava kassavirta realisoidaan omistajalle. Tämä on tosin varsin pitkä prosessi, sillä voitonjako toteutetaan usein vain kerran vuodessa osingonjaon yhteydessä.²⁹⁴

Ex ante -näkökulmasta tarkastellaan transaktiomanipulaation pitkän aikavälin vaikutuksia eri markkinatoimijoihin tilanteessa, jossa transaktiomanipulaatio olisi vapaasti esiintyvä ilmiö. Itse manipuloijille transaktiomanipulaatio tuottaa positiivisia tuottoja, kunhan manipuloija kykenee ennakoimaan siihen vaadittavan asymmetrisen hintareaktion.²⁹⁵ Toisaalta markkinatakaajille transaktiomanipulaatio aiheuttaa tappioita ensimmäisen kerran manipulaation yhteydessä ja mahdollisesti vielä toisen kerran osakekurssin korjaantumisen yhteydessä. Transaktiomanipulaatiossa markkinatakaajat nimittäin toteuttavat manipulatiivisia transaktioita vastaavat vastatransaktiot.²⁹⁶ Fox ym. argumentoi lisäksi,

²⁹² Fox ym. 2018, s. 96. Tiedotuksen seurauksena *announcement traders* kykenisivät nopeasti hyötymään markkinatakaajien (*liquidity suppliers*) kustannuksella. Osakekurssi kuitenkin korjaantuisi nopeasti takaisin luontaiselle tasolle.

²⁹³ Fox ym. 2018, s. 96–97. *Anti-noise* -kaupankävijät eivät voi kuitenkaan jokaisen transaktiomanipulaation yhteydessä korjata osakekurssia, sillä he eivät ole riittävän varmoja, ettei kurssinousu perustunut johonkin tietoon.

²⁹⁴ Fox ym. 2018, s. 97.

²⁹⁵ Fox ym. 2018, s. 97. Transaktiomanipulaation ollessa sallittua, se toteutettaisiin kilpailullisilla markkinoilla kuten mikä tahansa liiketoiminta. Transaktiomanipulaation suhteen erityislaatuisia taitoja omaavat työntekijät saisivat työnsä vastineeksi tavallista korkeamman korvauksen, mutta muiden työntekijöiden tai osallisten varallisuusasemien ei voida katsoa muuttuvan.

²⁹⁶ Fox ym. 2018, s. 95–96.

että ex ante -näkökulmasta kaikki markkinatakaajien kokemat tappiot siirtyvät markkinoiden kautta markkinoiden muille markkinatoimijoille.²⁹⁷

Ei-informoiduille kaupankävijöille (*uninformed traders*) taas syntyy tappioita, sillä he joutuvat ostamaan osakkeet myyntitarjouksella (*offer*), mutta myymään ne ostotarjouksella (*bid*).²⁹⁸ Informoidut kaupankävijät (*informed traders*) joutuvat ei-informoitujen kaupankävijöiden tavoin maksamaan suuremman osto- ja myyntitarjouksen erotuksen, mikä osaltaan vähentää informoitua kaupankäyntiä. Erityisesti *fundamental-value* informoidun kaupankäynnin määrä vähenee, vaikka toisaalta muiden informoidun kaupankäynnin muotojen määrä voi kasvaa transaktiomanipulaation seurauksena. *Fundamental-value* informoitu kaupankäynti on kuitenkin yhteiskunnallisesti hyvin toivottua toisin kuin muut informoidun kaupankäynnin muodot.

Fox ym. mukaan *fundamental-value* informoidun kaupankäynnin määrän vähentymisestä seuraavat yhteiskunnalliset kustannukset todennäköisesti todellisuudessa ylittävätkin muiden informoidun kaupankäynnin muotojen määrän kasvamisesta aiheutuvat hyödyt siten johtaen nettonegatiiviseen lopputulokseen.²⁹⁹ Viimeiseksi, transaktiomanipulaation seurauksena *anti-noise* -kaupankäyntiin siirtyy resursseja, mikä vaikuttaa positiivisesti erityislaatuisten resurssien tarjoajille. Edellä esitetyn pohjalta voidaan kootusti todeta, että ex ante -näkökulmasta transaktiomanipulaatio ei vaikuta negatiivisesti ei-informoituihin kaupankävijöihin, mutta siirtää resursseja markkinatakaajilta ja *fundamental-value* informoiduilta kaupankävijöiltä manipulaatiotoimintaan sekä *anti-noise* -kaupankäyntiin.³⁰⁰

²⁹⁷ Fox ym. 2018, s. 98–99. Katso hyödynnettävästä teoriasta tarkemmin Fox ym. 2018. Markkinatakaajat nimittäin tekevät voittoja myymällä ja ostamalla osakkeita ei-informoiduilta kaupankävijöiltä (*uninformed traders*). Tällä tavoin kaupankäynnin tappiot siirtyvät ex post -näkökulmasta osto- ja myyntikurssin erotuksen (*bid-ask-spread*) kautta. Toisaalta mitä suurempi osto- ja myyntikurssin erotus on, sitä vähemmän kaupankäyntiä markkinoilla tapahtuu, mistä välillisesti seuraa myös muille kustannuksia.

²⁹⁸ Fox ym. 2018, s. 99.

²⁹⁹ Fox ym. 2018, s. 99–100. Muita informoidun kaupankäynnin muotoja ovat mm. *issuer insider and non-issuer insider* informoitu kaupankäynti.

³⁰⁰ Fox ym. 2018, s. 100–101.

4.3.2 Vaikutukset osakemarkkinoiden tehokkuuteen ja eheyteen

Transaktiomanipulaatio heikentää sekä osakemarkkinoiden hintatarkkuutta että likviditeettiä. Transaktiomanipulaatio siirtää osakkeen hintaa pois luontaiselta tasoltaan keinotekoiselle tasolle ja tekee siten osakkeen hinnasta meluisamman signaalin sen todellisesta arvosta. Hintatarkkuuden heikentyminen ei kuitenkaan ole transaktiomanipulaation merkittävin negatiivinen vaikutus, sillä lyhyen aikavälin hintavääristymien ei voida merkittävästi nähdä heikentävän osakemarkkinoiden yhteiskunnallisista tehtävistä eli resurssien allokoimisesta suoriutumista.³⁰¹ Pidemmän aikavälin osakekurssien hintatarkkuus kuitenkin heikkenee sen myötä, kun *fundamental-value* informoidun kaupankäynnin määrä laskee siten heikentäen osakemarkkinoiden likviditeettiä.³⁰²

Toisaalta transaktiomanipulaatio myös heikentää osakemarkkinoiden likviditeettiä. Markkinatakaajat suojautuvat manipuloijien aiheuttamia tappioita vastaan vähentäen kaupankäyntiä ja siten heikentäen osakemarkkinoiden likviditeettiä. Heikentynyt likviditeetti toisaalta johtaa yhteiskunnallisiin hyvinvointitappioihin, sillä sen seurauksena resurssit ja riskit eivät allokoitu asianmukaisesti, yhteiskunnallisesti suotavien transaktioiden määrä vähenee ja rahoituksen kustannukset nousevat – toisin sanoen osakemarkkinat suoriutuvat heikommin yhteiskunnallisista tehtävistään.³⁰³

Transaktiomanipulaatio vaikuttaa osakemarkkinoiden tehokkuuteen lisäksi markkinaluottamuksen – niin sanotusti osakemarkkinoiden eheyden kautta. Fox ym. argumentoi, että vaikka transaktiomanipulaatio ei heikentäisi tavanomaisten sijoittajien varallisuusasemaa, ja vaikka lisääntynyt riski voitaisiin hajauttaa pois, yleinen tietoisuus transaktiomanipulaation olemassaolosta voi silti vahingoittaa osakemarkkinoita. Sijoittajien mieltäessä osakemarkkinat epäoikeudenmukaisiksi, he saattavat vähentää kaupankäyntiä ja siten heikentää osakemarkkinoiden hintatarkkuutta ja likviditeettiä. Kun kerran sijoittajille on muodostunut näkemys osakemarkkinoista epäoikeudenmukaisina ja peukaloituina, voi se olla varsin pysyvä. Markkinaluottamusta ei voida rakentaa yhtä nopeasti takaisin kuin se voi tuhoutua, ja siitä syystä sen varjelemiseen on kiinnitettävä erityistä

³⁰¹ Fox ym. 2018, s. 101. Pidemmän aikavälin hintavääristymät toisaalta aiheuttavat merkittävämpiä tehottomuuksia, mutta niihin ei ole tarkoituksenmukaista syventyä.

³⁰² Fox ym. 2018, s. 102.

³⁰³ Fox ym. 2018, s. 102.

huomiota. Toisaalta se tosiasia, että markkinaluottamusta on haastavaa palauttaa ennalteen, osaltaan puoltaa transaktiomanipulaation kieltämistä – myös silloin kun sijoittajien näkemys osakemarkkinoista epäoikeudenmukaisina olisi todellisuudessa virheellinen.³⁰⁴

4.3.3 Asymmetrisen hintareaktion ennakoiminen

Transaktiomanipulaation onnistuakseen manipuloijan on pystyttävä ennakoimaan asymmetrisen hintareaktion. Siten huomio kiinnittyy seuraavaksi siihen, onko olemassa sellaisia olosuhteita, joissa on enemmän todennäköistä kuin epätodennäköistä, että osakekurssi kokee asymmetrisen hintareaktion ennakoituun suuntaan. Fox ym. argumentoi, että kyseisen asymmetrisen hintareaktion ennustaminen on mahdollista ja esittelee kolme tyyppitilannetta.³⁰⁵

Ensinnäkin manipuloija voi ennustaa asymmetrisen hintareaktion epätavallisen epävarmuuden olosuhteissa – esimerkiksi ennen tulosjulkistusta. Manipuloija ottaa tällöin position ennen tulosjulkistusta ja kääntää tämän position heti tulosjulkistuksen jälkeen. Siten manipuloijan kääntäessään positiotaan, hintavaikutus jää pienemmäksi, sillä samanaikaisesti markkinat reagoivat tulosjulkistukseen manipuloijaa vastakkaiseen suuntaan. Manipuloijalla on kuitenkin vain 50% todennäköisyys ennustaa asymmetrisen hintareaktion suunta oikein.³⁰⁶

Toinen tyyppitilanne perustuu *stop loss* -toimeksiantoihin³⁰⁷, joiden avulla manipuloija voi ennakoida asymmetrisen hintareaktion. Manipuloijan ennakooidessa markkinoilla ole-

³⁰⁴ Fox ym. 2018, s. 102–103.

³⁰⁵ Fox ym. 2018, s. 104–106.

³⁰⁶ Fox ym. 2018, s. 104–105.

³⁰⁷ Katso Fox ym. 2018, s. 105. *Stop loss* -toimeksianto tarkoittaa nimensä mukaisesti toimeksiantoa, jonka tarkoituksena on pysäyttää tappioiden kasvaminen tietyn rajan yli. Myyntitarjousten puolella *stop loss* -toimeksiannon antaa tyyppillisesti markkinatoimija, jolla on lyhyeksimyntipositio. *Stop loss* -toimeksiannon avulla lyhyeksimyntijä voi ennalta määrittää osakkeelle hinnan, jolla ostotarjous laukeaa markkinoille siten purkaen lyhyeksimyntiposition ja pysäyttäen tappiot. Toisaalta ostotarjousten puolella *stop loss* -toimeksiannon antaa tyyppillisesti markkinatoimija, jolla on pitkä positio. *Stop loss* -toimeksiannon avulla kyseinen markkinatoimija voi siten ennalta määrittää osakkeelle hinnan, jolla myyntitarjous laukeaa markkinoille ja siten pysäyttää tappiot sen varalta, että osakekurssi sukeltaisi vielä enemmän. *Stop loss* -toimeksiannot ovat hyödyllisiä erityisesti lyhyeksimyntijille, sillä lyhyeksimyynnissä potentiaaliset tappiot voivat kasvaa äärettömästi, kun taas pitkän position tappioita rajoittaa osakekurssin laskeminen nolnaan.

van merkittävästi *stop loss* -toimeksiantoja myyntitarjouspuolella, manipuloija voi hyötyä niiden aiheuttamasta hintareaktiosta. Manipuloija ottaa siten ensin pitkän position osakkeisiin eli ostaa osakkeita, ja *stop loss* -toimeksiantojen lauetessa manipuloija kääntää positionsa eli myy osakkeensa. Myyntitarjouspuolen *stop loss* -toimeksiantojen laukeamisen seurauksena osakekurssi nousee, minkä avulla manipuloijan kääntäessä positionaan eli myydessä osakkeitaan, osakekurssi ei laske yhtä merkittävästi kuin se olisi laskenut ilman *stop loss* -toimeksiantoja. Toisaalta kyseisestä asymmetrisestä hintareaktiosta hyötymisestä tekee haastavaa se, että *stop loss* -toimeksiannot eivät useinkaan ole julkisia. Manipuloija voi kuitenkin aggressiivisella kaupankäynnillä havaita tilanteen, jossa *stop loss* -toimeksiantoja on epätavallisen paljon, vaikkakin sen selvittäminen voi osoittautua varsin kalliiksi.³⁰⁸

Kolmas vaihtoehto on, että manipuloija ennustaa asymmetrisen hintareaktion niin sanotusti hauraan tarjouskirjan³⁰⁹ perusteella. Tarjouskirja voi olla hauras vain toiselta puolelta tai molemmilta puolilta samanaikaisesti, ja mitä hauraampi tarjouskirja on, sitä suurempi hintavaikutus transaktioilla on. Manipuloija voi selvittää tarjouskirjan haurauden niin sanotulla tutkivalla kaupankäynnillä (*exploratory trading*)³¹⁰. Esimerkinomaisesti tarjouskirjan ollessa hauras vain myyntitarjousten puolelta, ostotransaktiot siirtävät osakekurssia voimakkaasti ylöspäin. Siten manipuloija toteuttaa ensin ostotransaktioita ja seuraavaksi kääntää positionsa myyntitransaktioilla. Koska tarjouskirja ei ole hauras ostotarjouspuolelta, manipuloijan myyntitransaktiot eivät laske osakekurssia yhtä voimakkaasti kuin ostotransaktiot sitä nostivat.³¹¹

³⁰⁸ Fox ym. 2018, s. 105–106.

³⁰⁹ Fox ym. 2018, s. 79–80, 106. Hauras tarjouskirja (*a fragile order book*) tarkoittaa tilannetta, jossa myyntitarjouspuolella osakkeella on tavallista vähemmän myyntitarjouksia, joista monet ovat korkeampia kuin markkinoiden paras myyntitarjous (*NBO, national best offer*). Tämän lisäksi hauras tarjouskirja täytyy hitaasti uudelleen transaktioiden toteuduttua. Toisaalta ostotarjouspuolella hauras tarjouskirja tarkoittaa tilannetta, jossa osakkeella on tavallista vähemmän ostotarjouksia, joista monet ovat taas matalampia kuin markkinoiden paras ostotarjous (*NBB, national best bid*), eikä tarjouskirja täyty nopeasti uudelleen transaktioiden toteuduttua.

³¹⁰ Empiirisen tutkimuksen pohjalta on todettu tällaisen tutkivan kaupankäynnin esiintyvän hyödykefutuurimarkkinoilla edeltäen transaktiomanipulaatiota. Katso lisää Clark-Joseph 2013.

³¹¹ Fox ym. 2018, s. 79–80, 106.

4.3.4 Sääntelystrateginen ratkaisu

Transaktiomanipulaatio tuottaa myöntävän vastauksen kaavion 3 jokaiseen neljään kysymykseen ja se on siten tulkittava sanktioitavaksi.³¹² Edellä esitetyn analyysin pohjalta transaktiomanipulaatiolle voidaan esittää seuraavaa sääntelystrategista ratkaisua. Epätavallisen epävarmuuden tilanteessa manipulatiivista kaupankäyntiä on mahdotonta erottaa sallitusta kaupankäynnistä ja siten sitä ei ole tarkoituksenmukaista asettaa sanktioitavaksi ilman, että manipulatiivinen aikomus voitaisiin jollain tapaa todistaa.

Hauraaseen tarjouskirjaan ja *stop loss* -toimeksiantoisiin perustuva manipulaatio on kuitenkin mahdollista erottaa sallitusta kaupankäynnistä, sillä sitä edeltää niin sanottu markkinoiden testaaminen. Tämän pohjalta sellainen kaupankäynti tulisi sanktioida ja tulkita manipulatiiviseksi, jossa manipulatiivisia myynti- ja ostotransaktioita edeltää markkinoiden testaaminen.³¹³ Tällaisessa tilanteessa on hyvin todennäköistä, että kaupankävijän tarkoitus koostuu vähintään osittain ja mahdollisesti kokonaan manipulatiivisesta aikomuksesta taloudellisesti hyötyä transaktiomanipulaatiosta samalla aiheuttaen yhteiskunnallista vahinkoa.³¹⁴

4.4 Sääntelystrategiset ratkaisut

4.4.1 Uusi määritelmä osakekurssimanipulaatiolle

Sääntelystrategisilla ratkaisuilla tarkoitetaan tutkielmassa keinoja, joilla edellä esitetyt sääntelyn tavoitteet pyritään saavuttamaan huolimatta sääntelyn haasteista. Alan asiantuntijat ovat esittäneet erilaisia näkemyksiä osakekurssimanipulaation sääntelyn kehittämisestä sekä niin sanotuista optimaalisista sääntelystrategisista ratkaisuista. Eroavaisuu-

³¹² Katso tarkemmin Fox ym. 2018, s. 93–107. Katso lisäksi kaavio 2 (*Fox ym. artikkelista mukailtu kaavio sanktioitavan manipulaation määrittelemiseksi*).

³¹³ Markkinoiden testaaminen tapahtuu ennen ensimmäistä transaktiota riippumatta siitä, toteutetaanko manipulaatio ensin ostotransaktiolla ja sitten myyntitransaktiolla vai toiseen suuntaan.

³¹⁴ Fox ym. 2018, s. 106–107. Fox ym. argumentoi, ettei siitä ole mitään haittaa ehkäistä sellaista kaupankäyntiä, jonka tarkoitus on osittain sallittu ja osittain manipulatiivinen. Sen sijaan tärkeää on, ettei sääntely ehkäise täysin sallittua kaupankäyntiä.

det perustuvat paljolti eri lainkäyttöalueiden sääntelyn eroihin sekä toisaalta eroihin common law -oikeusjärjestelmän ja romaanis-germaanisen oikeusjärjestelmän välillä. Sääntelystrategiset ratkaisut vaihtelevat myös merkittävästi eri manipulaatiostrategioiden välillä – kyse voi olla laajemmin markkinamanipulaatiosta tai suppeammin esimerkiksi transaktiomanipulaatiosta.

Thel argumentoi artikkelissaan mielenkiintoisesti osakekurssimanipulaation sääntelystä:

“I am not sure exactly how the law should respond to manipulation, but the complexity of the problem indicated that the response should not be guided by the flights of legal imagination that the subject of manipulation sometimes inspires.”³¹⁵

Siten tutkielmassa on omaksuttu osakekurssimanipulaation sääntelystrategisiin ratkaisuihin varsin maltillinen lähestymistapa. Tarkastelun tarkoituksena on tuoda esille alan kirjallisuudessa esitetyt ratkaisut sekä tarkastella niiden etuja ja haittoja. Toisaalta Fletcherin mukaan avomarkkinamanipulaation eliminoimiseen ei ole olemassa ihmelääkettä, mutta sen esiintyminen ja vaikutukset voidaan minimoida.³¹⁶

Monet sääntelystrategiset ratkaisut painottuvat määrittelemään osakekurssimanipulaation uudelleen, jotta sääntely säilyttäisi hyödyllisen kaupankäynnin samalla sanktioiden vahingollisen manipulatiivisen kaupankäynnin.³¹⁷ Kuten tutkielmassa on edellä esitetty, osakekurssimanipulaation määrittely on kuitenkin osoittautunut varsin haastavaksi. Lisäksi, kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla harmonisoidun osakekurssimanipulaation määrittelyn yhteensovittamisesta seuraisi merkittäviä transaktiokustannuksia, mikäli yhteisymmärrykseen edes päästäisiin. Toisaalta, jos osakekurssimanipulaation määritelmä jätettäisiin tarkoituksella laajaksi, valvontaviranomaiset ja lainsäätäjät käyttäisivät kohtuutonta tapauskohtaista valtaa, ja toisaalta jos määritelmä olisi hyvin suppea, se olisi myös helpompi kiertää.

³¹⁵ Thel 1994, s. 279.

³¹⁶ Fletcher 2018, s. 538.

³¹⁷ Katso esim. Nelemans 2008, s. 1198. Katso myös Avgouleas 2005, s. 112–113. Avgouleas argumentoi, ettei keinotekoisien hinnan elementtiä tulisi irrottaa manipulaation määritelmästä.

Sääntelystrategiset ratkaisut osakekurssimanipulaation uudelleenmäärittelyä varten perustuvat pääasiassa aikomukseen osana määrittelyä. Aikomus on puhtaasti subjektiivinen tekijä ja siten sitä on varsin haastavaa todistaa.³¹⁸ Fletcher esittääkin vahinkokeskeisen lähestymistavan omaksumista, jonka mukaan sanktioitavan manipulaation tulisi vahingoittaa sekä markkinoiden tehokkuutta että eheyttä sen lisäksi että manipulatiivinen aikomus on olemassa.³¹⁹ Osakemarkkinoille aiheutunut vahinko osakekurssimanipulaation seurauksena on objektiivisesti arvioitavissa, vaikka myöskään vahingon todistaminen ei ole yksinkertaista.³²⁰ Nelemans toisaalta ehdottaa avomarkkinamanipulaatiolle uutta määrittelyä, jossa hyödynnettäisiin *unsupported price pressure* -standardia.³²¹ Toisaalta Fox ym. esittävät sanktioitavan osakekurssimanipulaation määrittelyssä käytettäväksi kaavion 3 neljän kysymyksen mallia.³²²

Fletcher ehdottaa neljää uudistusta avomarkkinamanipulaation sääntelyyn. Ensimmäinen niistä on vahinkokeskeisen lähestymistavan omaksuminen ja aikomuskeskeisen lähestymistavan hylkääminen. Vahinkokeskeinen lähestymistapa mahdollistaisi vakuuttavan ja yhtenäisen perustuksen vastuun muodostamiselle. Toiseksi Fletcher ehdottaa keinotekoisien hinnan vaatimuksen muuttamista siten, että se edellyttäisi yleistä eikä erityistä aikomusta. Kolmanneksi Fletcher ehdottaa markkinoiden eheyden vahingoittamisen vastuun tunnistamista. Viimeiseksi Fletcher ehdottaa ilmoitusvelvollisuuksia tiettyihin kaupankäyntistrategioihin liittyen.³²³

Osakekurssimanipulaatiota tulisi säännellä *ex post*, sillä *ex ante* ei ole olemassa tietoja manipuloijasta, manipulaatiostrategiasta, sen vaikutuksista tai suuruusluokasta. Tämän lisäksi *ex post* -sääntelyä pidetään parempana vaihtoehtona, kun sen kustannukset ovat pienemmät kuin *ex ante*. Siten liittyen erityisesti avomarkkinamanipulaatioon, sääntely on tehokkainta *ex post*.³²⁴ Osakekurssimanipulaation sääntelyssä on syytä kiinnittää huomiota myös sääntelyn behavioraaliseen analyysiin.³²⁵

³¹⁸ Söderström 2011, s. 22; Fletcher 2018, s. 515–519.

³¹⁹ Fletcher 2018, s. 496.

³²⁰ Fletcher 2018, s. 551–552.

³²¹ Nelemans 2008, s. 1198, 1218.

³²² Fox ym. 2018, s. 72, 123.

³²³ Fletcher 2018, s. 538–543.

³²⁴ Fletcher 2018, s. 549–550.

³²⁵ Avgouleas 2005, s. 215–218. Katso myös Teigelack 2017, s. 234–235; s. Langevoort 2002, s. 160–163.

Avgouleasin mukaan myös kustannukset yhteiskunnalle manipulaation havaitsemisesta ja sitä vastaan suojelemisesta on otettava huomioon.³²⁶ Toisaalta Fletcherin mukaan sääntelyn optimaalisen ajoituksen ja painotuksen määrittäminen on monimutkaista, mutta se perustuu kolmen osatekijän analysoimiseen – informaation saatavuus, seuraamusten tehokkuus sekä hallinnolliset kustannukset.³²⁷ Thel taas esittää manipulaatioon vastaimiseksi yksityisen sektorin keinoja, kuten osapuolten välistä sopimista.³²⁸

Kirilenko ja Lo sekä Krosmo esittävät sääntelystrategisia ratkaisuja erityisesti high frequency -kaupankäyntiin sekä algoritmiseen kaupankäyntiin liittyen. Kirilenkon ja Lon mukaan sääntelylle on olemassa viisi vaihtoehtoa – ensinnäkin voidaan olla tekemättä mitään, toiseksi voidaan kieltää HFT kokonaan, kolmanneksi voidaan muokata rahoituksen välittäjien vaatimuksia ja velvollisuuksia, neljänneksi voidaan pakottaa kaikki kaupankäynti tapahtumaan diskreetin ajanvälein tai viimeiseksi voidaan ottaa käyttöön Tobin-vero. Kirilenko ja Lo esittävät edellisen pohjalta neljä periaatetta uuden sääntelyn muotoilemiseksi – *systems-engineered, safeguards-heavy, transparency-rich* sekä *platform-neutral*.³²⁹ Krosmon mukaan HFT:n sääntelyn tulisi olla dynaamista, tuottavaa (*generating*) sekä sääntelyn tulisi reagoida uuteen information reaaliaikaisesti sekä kannustaa markkinatoimijoita minimoimaan riskejä myös itsenäisesti.³³⁰

Itsesääntelyä on myös pidetty yhtenä sääntelystrategisena vaihtoehtona osakekurssimanipulaatiolle. Fletcherin mukaan itsesääntely on hyödyllinen väline erityisesti liittyen monimutkaisiin sääntelykohteisiin kuten rahoitusmarkkinoihin ja lisäksi Fletcher argumentoi, että osallistamalla yksityiset toimijatkin sääntelyn laatimiseen vastustus heikkenee ja sääntöjen noudattaminen kasvaa.³³¹ Avgouleasin mukaan kuitenkin itsesääntely ei sovellu markkinamanipulaation sääntelyyn.³³²

³²⁶ Avgouleas 2005, s. 213. Avgouleasin mukaan esimerkiksi petos *per se* on nimittäin yhteiskunnallisilta vaikutuksiltaan neutraali, sillä kyseessä on nollasummapeli tekijän ja vahingoitetun osapuolen välillä.

³²⁷ Fletcher 2018, s. 549.

³²⁸ Thel 1994, s. 280–287. Thel ehdottaa yksityisen sektorin ratkaisuksi *contractual precautions, trader reactions* sekä *market reform*.

³²⁹ Kirilenko – Lo 2013, s. 67–70. Kyseiset ehdotukset voidaan tulkita varsin radikaaleiksi. Esimerkiksi Tobin-verolla olisi kansainvälisille rahoitusmarkkinoille merkittäviä vaikutuksia ja se edellyttäisi systematisoivia uudistuksia.

³³⁰ Krosmo 2014, s. 529.

³³¹ Fletcher 2018, s. 546.

³³² Avgouleas 2005, s. 229–234.

4.4.2 Lyhyen aikavälin toimenpiteet

Lin ehdottaa vastauksena markkinamanipulaation sääntelyn haasteisiin lyhyen aikavälin toimenpiteitä, joiden tarkoituksena on ennakoida tulevaa sääntelyä. Kyseisiin alustaviin toimenpiteisiin kuuluu niin sanottu *intermediary integrity* -periaate³³³, rahoitusalan kyberturvallisuuden parantaminen sekä tavallisten sijoittajien sijoitusten turvaaminen. Linin mukaan pääpaino kaupankäyntipaikkojen luotettavuuden turvaamisesta tulisi siirtää rahoituksen välittäjille, sillä valvontaviranomaisilla on käytössään varsin rajalliset resurssit. Lin nimittää näkemystään *intermediary integrity* -periaatteeksi, ja perustelee näkemystään sillä, että manipulaatioyritykset tapahtuvat usein välittäjätasolla eivätkä markkinatasolla. Kyseinen periaate luo lisäksi kannustimen yksityisen sektorin valvontaan, mikä osaltaan keventää valvontaviranomaisten valvontatyötä, sekä kannustaa rahoituksen välittäjiä investoimaan uuteen teknologiaan.³³⁴

Rahoitusalan kyberturvallisuuden merkitys kasvaa jatkuvasti uusien kyberneettisten manipulaatiostrategioiden kehittyessä. Lin argumentoi, että sääntelyn tulisi itsessään kannustaa markkinatoimijoita huolehtimaan kyberturvallisuudestaan – mieluiten ennakoiden. Kyberturvallisuuden tulisi tämän lisäksi olla riittävällä tasolla rahoitusmarkkinoiden jokaisella toimijalla. Viimeiseksi, Lin argumentoi tavanomaisten sijoittajien poistuvan markkinoilta manipulaation pelossa.³³⁵ Tutkielmassa omaksutun näkemyksen mukaan markkinoilta poistuminen ei kuitenkaan ole tarpeellista, sillä sijoitusstrategiassa voidaan muilla keinoilla niin sanotusti suojautua osakekurssimanipulaation haitallisilta vaikutuksilta.³³⁶

³³³ Katso rahoituksen välittäjien sääntelystä myös Whitehead 2010, s. 8–16.

³³⁴ Lin 2017, s. 1303–1313. Rahoituksen välittäjien voidaankin nähdä muodostavan modernien rahoitusmarkkinoiden infrastruktuurin. Esimerkiksi markkina-arvoltaan suurten yhtiöiden osakekurssin manipulointi voi olla lähes mahdotonta vain kaupankäynnin keinoin, sillä yhdellä toimijalla ei todennäköisesti voi olla riittävästi markkinavoimaa. Osakekurssimanipulaatio saattaisi kuitenkin onnistua manipuloimalla tiettyä kaupankäyntipaikkaa, jossa yhtiön osakkeilla käydään kauppaa. Sääntelyn kehottaminen välittäjätasolle ei myöskään olisi uutta rahoitusosalalla, sillä itsesääntelyllä on läpi rahoitusmarkkinoiden historian ollut merkittävä rooli. Siten, rahoituksen välittäjien integriteetin periaate todellisuudessa vahvistaisi ja päivittäisi olemassa olevia toimintatapoja.

³³⁵ Linin argumentaatioon on suhtauduttava jokseenkin kriittisesti. Tutkielmassa omaksutun näkemyksen mukaan tavanomaisten sijoittajien poistuminen markkinoilta ei voida pitää merkittävänä trendinä, jonka tulisi itsessään vaikuttaa sääntelyyn.

³³⁶ Lin 2017, s. 1303–1313. Investoinnit kyberturvallisuuteen tehdään Linin mukaan tyypillisesti vastauksena viimeisimpään uhkaan.

Lin esittää, että tavanomaiset sijoittavat maksimoivat voittojaan sijoittamalla matalien kustannusten indeksirahastoihin, pörssilistattuihin rahastoihin (exchange traded fund, myöh. ETF) tai sijoitusrahastoihin, jotka seuraavat laajasti markkinoita.³³⁷ Pitkän aikavälin passiivinen sijoittaminen on nimittäin Linin mukaan immuunina lyhyen aikavälin manipulaatioille.³³⁸ Toisaalta myös hajauttamalla osakeportfoliotaan tavanomaiset sijoittajat voivat suojautua osakekurssimanipulaation haitallisilta vaikutuksilta, sillä on varsin epätodennäköistä, että jokaista portfolion osaketta manipuloidaan – ainakaan samanaikaisesti.

³³⁷ Lin 2017, s. 1303–1313.

³³⁸ Lin 2017, s. 1303–1313. Linin mukaan: ”Simply put, ordinary investors should not expect extraordinary returns from the marketplace.”

5 Johtopäätökset

Tutkielman tavoitteena on ollut kuvata osakekurssimanipulaatiota globaalina ilmiönä sekä systematisoida sen ominaispiirteitä pyrkimyksenä hahmottaa optimaalista keinoa säännellä sitä. Toisaalta tutkielman tarkoituksena on ollut vastata tutkimuskysymyksiin – mihin taloudellisiin sekä yhteiskunnallisiin vaikutuksiin perustuen osakekurssimanipulaatiota tulisi säännellä, sekä minkälaisin sääntelystrategisin keinoin ja ratkaisuin osakekurssimanipulaation sääntely tulisi toteuttaa.

Osakekurssimanipulaation sääntelyä perustellaan lähtökohtaisesti sen aiheuttamilla merkittävillä yhteiskunnallisilla ja taloudellisilla kustannuksilla. Osakekurssimanipulaatio vahingoittaa osakemarkkinoiden tehokkuutta ja eheyttä, minkä seurauksena pääomien allokointi yhteiskunnassa heikkenee. Tämän lisäksi osakekurssimanipulaatio vahingoittaa sijoittajien luottamusta osakemarkkinoiden asianmukaiseen ja oikeudenmukaiseen toimintaan – toisin sanoen markkinaluottamusta. Markkinaluottamuksen heikkenemiseen on kiinnitettävä erityistä huomiota, sillä sen seurauksena osakemarkkinoiden tehokkuus ja eheys voivat vahingoittua entisestään, eikä markkinaluottamusta voida palauttaa yhtä nopeasti ennalleen.

Osakekurssimanipulaation sanktioitavuutta on punnittava erikseen erilaisten manipulaatiostrategioiden kohdalla, sillä niiden vaikutukset vaihtelevat merkittävästi. Erilaisten manipulaatiostrategioiden vaikutusten tarkastelussa on arvioitava Kaldor-Hicks -tehokkuutta soveltaen manipulaatiostrategian kokonaisvaltaisia nettovaikutuksia – toisin sanoen sekä ex post - että ex ante -vaikutuksia. Lähtökohtaisesti kokonaisvaltaisilta nettovaikutuksiltaan positiivisia manipulaatiostrategioita ei ole tarkoituksenmukaista sanktioida, vaikka ne aiheuttaisivatkin osake- tai rahoitusmarkkinoille myös vahinkoa. Arvioinnissa on lisäksi huomioitava sääntely- ja valvontakustannukset suhteessa manipulaatiostrategian aiheuttamiin vahinkoihin.

Osakekurssimanipulaation sääntelyn arvioinnin keskiössä on manipulatiivisen ja sallitun kaupankäynnin erottaminen toisistaan. Sääntelyn tarkoituksena onkin minimoida manipulatiivista kaupankäyntiä kuitenkin estämättä sallittua ja markkinoille hyödyllistä kaupankäyntiä. Vallitseva tiedonpuute liittyen osakekurssimanipulaation esiintyvyyteen ja tapaan reagoida sääntelyyn sekä erilaisten manipulaatiostrategioiden toimintalogiikkaan

asettaa kuitenkin osakekurssimanipulaation sääntelylle merkittäviä haasteita. Siten tutkielmassa on omaksuttu varsin maltillinen lähestymistapa sääntelystrategisten ratkaisujen esittämiseen. Kokonaisvaltaisesti osakekurssimanipulaation sääntelyn tavoitteena on kuitenkin ensisijaisesti pitää rahoitusmarkkinoiden toiminnan ja toissijaisesti markkinaluottamuksen turvaamista.

Vallitsevan tiedonpuutteen perusteella osakekurssimanipulaation sääntely tulisi toteuttaa ex post. Sääntelyn tulisi lisäksi olla dynaamista ja sopeutuvaa siten kuvastaen toimintaympäristöään. Ennen kaikkea sääntelystrategisten ratkaisujen tulisi huomioida sääntelyn polkuriippuvuus- ja oikeusvarmuusaspektit, joista johtuen ei sääntelyä ole tarkoituksenmukaista muuttaa liiallisesti. Tämän lisäksi on korostettava, että koska EU:n markkinoiden väärinkäytösääntely on vasta muodostettu ei sitä ole syytä kritisoida reformin aikaansaamiseksi, vaan sen sijaan pohtia miten sitä kannattaisi soveltaa. Toisaalta myös konekielisen sääntelyn mahdollisuus on tunnistettu, mutta siihen suhtaudutaan tutkielmassa toistaiseksi ennenaikaisena ratkaisuna.

Osakekurssimanipulaation toimintaympäristöön on tutkielmassa omaksutun näkemyksen mukaan syytä kiinnittää erityistä huomiota, eikä osakekurssimanipulaatiota tulisikaan tarkastella kontekstinsa ulkopuolella. Osakemarkkinoiden viimeaikainen kehitys on pyritty huomioimaan läpi tutkielman. Kaupankäynnin nopeus kasvaa alati samalla kaupankäynnin siirtyessä yhä enenevässä määrin high frequency -kaupankävijöille sekä dark pool -markkinapaikkoihin. Kyseiset trendit myös dominoivat merkittävästi nykyaikaisia – kyberneettisiä manipulaatiostrategioita. Tämän pohjalta tutkielmassa on muodostettu erillinen osakekurssimanipulaation laji toimeksiantomanipulaatiolle, joka pitkälti perustuu ultranopeaan ja algoritmiseen kaupankäyntiin. Tutkielmassa omaksutun näkemyksen mukaan teknologian kehityksen mahdollistamat uudet manipulaatiostrategiat vaativat osakseen enemmän huomiota, mikä toisaalta edellyttää varsin syvällistä osaamista informaatioteknologian alalta.

Tutkielmassa keskeiseksi on noussut erityisesti osakekurssimanipulaation määritelmä. Aiemman tutkimuksen sekä osakekurssimanipulaation ominaisuuksien pohjalta tutkielmassa on esitetty osakekurssimanipulaatiolle määritelmää, jota on käytetty lähtökohtana tutkielman myöhemmässä tarkastelussa ja analyysissä. Määritelmään on palattu vielä sääntelystrategisten ratkaisujen yhteydessä, sillä merkittävästi huomiota saanut ehdotus

osakekurssimanipulaation sääntelyn kehittämiseksi on ollut nimenomaisesti uusi määritelmä. Osakekurssimanipulaation määritelmän ei tule perustua ainoastaan aikomukseen manipuloida. Aikomus on puhtaasti subjektiivinen elementti ja sitä on siten varsin haastavaa – usein lähes mahdotonta todistaa. Osakekurssimanipulaation määritelmän tulisikin olla mahdollisimman yksiselitteinen ja perustua manipulaatiostrategiakohtaisesti arvioituihin nettovaikutuksiin. Kuten tutkielmassa on aiemmin todettu, sopivan määritelmän muodostaminen on kuitenkin varsin monimutkaista.

Tutkielmassa omaksutun näkemyksen mukaan on ensisijaisesti implementoitava lyhyen aikavälin toimenpiteet ja vasta sen jälkeen pureuduttava mahdollisiin sääntelyuudistuksiin. Merkittävimmät haasteet osakekurssimanipulaation sääntelyn suhteen perustuvat kuitenkin tiedonpuutteeseen, jota voidaan helpottaa jatkotutkimuksella tutkimuskohteesta. Osakekurssimanipulaatio vaatii osakseen monialaista jatkotutkimusta, jossa hyödynnetään niin informaatioteknologiaa, taloustiedettä, psykologiaa kuin oikeustiedettäkin. Tutkielmassa esitettyä määritelmää osakekurssimanipulaatiolle sekä osakekurssimanipulaation erilaisten manipulaatiostrategioiden luokittelua on toivottavaa hyödyntää myös jatkotutkimuksessa.

Merkittäviä tutkimuskohteita ovat erilaisten manipulaatiostrategioiden kokonaisvaltaiset nettovaikutukset sekä tapa reagoida sääntelyyn. Tämän lisäksi myös osakekurssimanipulaation esiintyvyyttä yleisesti sekä liittyen erilaisiin manipulaatiostrategioihin on syytä tutkia. Oikeustieteellisestä näkökulmasta mielenkiintoinen tutkimuskohde on lisäksi vahingonkorvausvelvollisuuden muodostuminen osakekurssimanipulaatiossa, joka on täysin algoritmin toteuttamaa. Laaja-alaisen jatkotutkimuksen pohjalta osakekurssimanipulaation sääntelyä voidaan tulevaisuudessa kehittää kohti ex ante -sääntelyä ja -valvontaa. Myös vallitsevan koronakriisi synnyttää mahdollisuuden osakekurssimanipulaation sääntelyn kehittämiseksi kuten finanssikriisin 2008 tapauksessa. Sääntelyn määrää ei ole kuitenkaan tarkoituksenmukaista kasvattaa.