

Osakkeen arvonmääritys arvopaperimarkkinarikoksen tuottaman hyödyn mittaamisessa

Suhteellinen rikosvaikutuksen siirtomenetelmä

Pro gradu –tutkielma

Timo Koivikko

Oikeudellinen argumentaatio

Turun yliopisto

Oikeustieteellinen tiedekunta

11.11.2018

TIIVISTELMÄ

TURUN YLIOPISTO

Oikeustieteellinen tiedekunta

KOIVIKKO, TIMO: Osakkeen arvonmääritys arvopaperimarkkinarikoksen tuottaman hyödyn mittaamisessa. Suhteellinen rikosvaikutuksen siirtomenetelmä.

Pro gradu -tutkielma, 74 s.

Yleinen oikeustiede

Marraskuu 2018

Turun yliopiston laatujärjestelmän mukaisesti tämän julkaisun

alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin Originality Check -järjestelmällä.

Tässä tutkielmassa selvitetään arvopaperimarkkinarikoksissa ilmenevän rikoshyödyn määrää ja sen mittaamista. Tarkkaa lainsäädäntöä tai oikeusohjetta aiheesta ei ole, joten tutkielman taustateorianä ovat tuomion perustelemisen vaatimus ja oikeudellinen argumentointi.

Tutkimuskohteena on rikoshyödyn mittaamisprosessi arvopaperimarkkinarikoksissa. Lainopillisessa arvioinnissa on hyödynnetty tutkijoiden sekä Rahoitustarkastuksen esittämiä rikoshyödyn mittaamismenetelmiä. Näiden menetelmien avulla on analysoitu tutkimusaineistoa, joka koostuu ylemmissä oikeusasteissa tuomittujen arvopaperimarkkinarikosten tuomiolauselmissä. Aineisto on rajattu Suomessa annettuihin tuomioihin, joissa rikoshyöty on mitattu. Esiteltyjä tapauksia on kymmenen, ja niistä on käsitelty kaikki oikeusasteet. Aineistosta on seulottu tuomioistuimissa käytettyjä mittaamismenetelmiä, ja arvioitu niiden käytön johdonmukaisuutta. Mittaamismenetelmien läpikäynnillä etsitään vastausta siihen, miten rikoshyöty on mitattu ja millaisia päättelyketjuja tai kaavoja on käytetty. Materiaalista on havaittavissa se, että mittaamismenetelmien käyttö on hyvin hajanaista, eikä yhtenäistä soveltamiskäytäntöä ole tunnistettavissa.

Rahoitustieteestä tutkimuksessa on käytetty rahoitusteoriaa ja osakkeen arvonmääritykseen liittyviä tuottoarvo-, markkina-arvo- ja kustannusarvomenetelmiä. Yksityiskohtaisessa rahoitustieteellisessä analyysissä korkeimmassa oikeudessa tuomittu tapaus TJ Group Oyj toimii esimerkkinä, joka ajetaan läpi arvonmäärityksen markkina-arvomenetelmästä. Rahoitusteoria tukee rikosvaikutuksen aiheuttaman kurssimuutoksen hyödyntämistä ja arvopaperimarkkinoiden rakenteeseen kuuluvan markkinaheilunnan huomioimista rikoshyödyn mittaamisessa. Arvonmäärityksen tulokset tukevat osakkeen omaan markkina-arvoon perustuvaa arvonmääritysmenetelmää sekä arvonmäärityksen vahvaa sitomista arvonmäärityshetken ajankohtaan.

Oikeustieteen ja rahoitusteorian menetelmiä vertailemalla ja yhdistämällä keskeinen tutkimustulos on se, että arvopaperimarkkinarikoksissa rikoshyöty on mitattavissa, eikä rikoslaissa esitettyyn rikoshyödyn arviointiin ole tarvetta tukeutua. Lisäksi rikoshyödyn mittauksesta on havaittavissa *arvopaperimarkkinarikoshyödyn mittaamisprosessi*, joka käydään tutkielmassa vaiheittain läpi. Tutkimustulosten perusteella rikoshyödyn mittaaminen on mahdollista suorittaa kaikissa tapauksissa kurssimuutoksista laskettavissa olevalla *suhteellisen rikosvaikutuksen siirtomenetelmällä* arvonmäärityshetkeen. Tämän menetelmän käytöllä olisi mahdollista yhtenäistää nykyinen arvopaperimarkkinarikosoikeuden hyvin hajanainen tuomioistuinikäytäntö.

Avainsanat: arvonmääritys, arvopaperimarkkinarikos, arvopaperimarkkinat, sisäpiirintiedon väärinkäyttö, sisäpiirintieto, sisäpiiritieto, markkinoiden manipulointi, arvopaperimarkkinoita koskeva tiedottamisrikos, osakkeen arvonmääritys, rahoitus, rahoitusteoria, rikoshyöty.

SISÄLLYS

SISÄLLYS	III
Lähteet	V
Painetut lähteet	V
Verkkolähteet.....	VI
Virallislähteet.....	VII
Hallituksen esitykset	VII
Oikeustapaukset	VII
Lyhenteet	IX
1 Johdanto	1
1.1 Yleistä.....	1
1.2 Kysymyksenasettelu ja rajaukset	2
1.3 Metodi, lähteet ja rakenne	3
1.4 Tutkielman kirjallisuuskatsaus.....	5
1.5 Tilastotietoa arvopaperimarkkinarikoksista.....	6
2 Arvopaperimarkkinat ja sääntely	7
2.1 Suomen arvopaperimarkkinoiden ja sääntelyn kehitys	7
2.2 Arvopaperimarkkinarikokset	9
2.2.1 Sisäpiirintiedon väärinkäyttö	11
2.2.2 Markkinoiden manipulointi	12
2.2.3 Arvopaperimarkkinoita koskeva tiedottamisrikos.....	12
2.3 Rikoshyöty menettämisseuraamuksena arvopaperimarkkinarikoksissa	13
3 Tuomion perusteleminen ja rikoshyödyn määrän arviointi	15
3.1 Rangaistuksen ja rikoshyödyn perustelemisselvollisuus	15
3.2 Taloudellisen hyödyn muodostuminen arvopaperimarkkinarikoksissa	16
3.3 Lainopilliset rikoshyödyn mittaamenetelmät	20
3.4 Arvopaperimarkkinarikoshyöty oikeuskäytännössä	23
3.4.1 TJ Group Oyj	23
3.4.2 Jippii Group Oyj	24
3.4.3 Oyj Liinos Abp	25
3.4.4 Nordic Aluminium Oyj.....	26

3.4.5	HK Ruokatalo Group Oyj.....	27
3.4.6	Muut oikeustapaukset.....	27
3.5	Käytettyjen rikoshyödyn mittausmenetelmien arviointia.....	29
4	Arvopaperimarkkinat ja arvonmääritys rahoitusteoriassa.....	34
4.1	Rahoitustiede ja rahoitusteoria.....	34
4.2	Modernin rahoitusteorian taustaoletukset.....	35
4.3	Osakkeen arvostuksen erityistilanteet hinnoittelukuplassa	38
4.4	Rahoitusteorian keskeiset arvonmääritysmenetelmät	42
4.4.1	Tuottoarvomenetelmä.....	43
4.4.2	Markkina-arvomenetelmä.....	44
4.4.3	Kustannusarvomenetelmä.....	44
4.5	Arvonmääritysmenetelmien vertailu yhtiön toimialan mukaan.....	45
4.6	Markkina-arvomenetelmä ja case TJ Group.....	46
4.6.1	Markkina-arvomenetelmän soveltaminen käytännössä	46
4.6.2	Osakkeen oma markkina-arvo	48
4.6.3	Yleinen markkinatilanne ja indeksivertailu	49
4.6.4	Tunnuslukuvertailu	49
4.6.5	Kaupankäynnin volyyymi.....	51
4.7	Yhteenvedo havainnoista koskien rikoshyödyn mittaamista	53
5	Rikoshyödyn mittausprosessin analysointi ja mallintaminen	53
5.1	Rikoshyödyn mittausprosessi ja rahoitustieteen osien liittäminen	53
5.2	Mittausprosessi ja perusteluvollisuuden vaatimukset	55
5.3	Markkinatilanteen ja yleisen kurssivaihtelun huomioiminen	56
5.4	Mitä osakkeesta olisi maksettu ilman rikosta?	59
6	Rikoshyödyn mittausprosessin vaiheet.....	60
6.1	Rikoksen ajankohtien täsmennys	60
6.2	Rikosvaikutuksen selvittäminen ja normaalin kurssivaihtelun poissuljenta	62
6.3	Rikoksen päättymishetken kurssimuutoksen siirto rikoksen tekohetkeen	63
6.3.1	Absoluuttinen ja suhteellinen laskutapa	64
6.3.2	Kauppahinta ja sijoituksen tuotto.....	64
6.3.3	Kauppahinnan lisäarvo ja rikoshyöty	65
6.3.4	Suhteellinen rikosvaikutuksen siirto	66
6.4	Rikoshyödyn mittausprosessi: case TJ Group Oyj	68
7	Tutkimustulokset ja yhteenvedo.....	71

Lähteet

Painetut lähteet

Hakamies, Kaarlo: Taloudellisen hyödyn menettämisestä arvopaperimarkkinarikoksissa. Suomalaisen Lakimiesyhdistyksen vuosikirja 2008 s. 5-115. Gummerus. Jyväskylä 2008.

Häyrynen, Janne - Kurenmaa, Tero: Arvopaperimarkkinarikokset. Poliisiammattikorkeakoulu. Edita Prima Oy. Helsinki 2006.

Häyrynen, Janne - Parkkonen, Jarmo: Sisäpiiriläinen – velvollisuudet ja mahdollisuudet. Edita. Helsinki 2006.

Häyrynen, Janne: Pörssiväärinkäytökset. Lakimiesliiton kustannus. Helsinki 2009.

Ikäheimo, Seppo - Laitinen, Erkki K. - Laitinen, Teija - Puttonen, Vesa: Laskentatoimi ja rahoitus. Vaasan Yritysinformaatio Oy. Vaasa 2011.

Kallunki, Juha-Pekka - Niemelä, Jaakko: Osakkeen arvonmääritys. Onnistunut sijoituspäätös. Talentum. Helsinki 2012.

Knuts, Mårten: Sisäpiirisäätely arvopaperimarkkinoilla. Talentum. Helsinki 2011.

Knüpfer, Samuli - Puttonen, Vesa: Moderni rahoitus. Talentum. Helsinki 2014.

Korkka, Heli: Liiketoimintarikoksen tuottaman hyödyn mittaaminen. Suomalainen lakimiesyhdistys A-sarja N:o 325. Helsinki 2015.

Kurenmaa, Tero: Sisäpiirintiedon väärinkäyttö. Suomalainen lakimiesyhdistys A-sarja N:o 244. Jyväskylä 2003.

Lindström, Kim: Puoli vuosisataa pörssin sisäpiirissä. Talentum. Helsinki 2013.

Martikainen, Minna - Vaihekoski, Mika: Yritysrahoituksen perusteet. Sanoma Pro Oy. Helsinki 2015.

Minenna, Marcello: Insider Trading, Abnormal Return and Preferential Information: Supervising through a Probabilistic Model. Journal of Banking & Finance nro 27 s. 59–86. 2003.

Määttä, Kalle: Oikeustaloustieteen perusteet. Edita. Keuruu 2016.

Nikkinen, Jussi - Rothovius, Timo - Sahlström, Petri: Arvopaperisijoittaminen. WSOY. Helsinki 2008.

Niskanen, Jyrki - Niskanen Mervi: Yritysrahoitus. Edita. Porvoo 2013.

Norros, Olli: Vahingonkorvaus arvopaperimarkkinoilla. WSOYpro Oy. Juva 2009.

Nuutila, Ari-Matti - Saarnilehto, Ari (toim.): Arvopaperimarkkinat. Digipaino. Turku 2001.

Parkkonen, Jarmo - Knuts, Mårten: Arvopaperimarkkinalaki. Talentum. Helsinki 2014.

- Pekkarinen, Jukka - Sutela, Pekka: Kansantaloustiede. WSOY. Helsinki 2007.
- Pohjola, Matti: Taloustieteen oppikirja. Sanoma Pro. Helsinki 2014.
- Schön, Lennart: Maailman taloushistoria - Teollinen aika. Osuuskunta Vastapaino. Tampere 2013.
- Seppänen, Harri: Yrityksen arvonmääritys. Alma Talent. Helsinki 2017.
- Shiller, Robert J.: Irrational Exuberance. Princeton University Press. New Jersey 2001.
- Siltala, Raimo: Oikeudellisen ajattelun perusteet. Turun yliopiston oikeustieteellinen tiedekunta. Painosalama Oy. Turku 2010.
- Vahtera, Veikko: Osakeomistuksen riski ja sääntely. Lakimiesliiton kustannus. Helsinki 2011.
- Vaihekoski, Mika: Excel ja rahoitusalan sovellukset. WSOY. Vantaa 2002.
- Viljanen, Pekka: Konfiskaatio rikosoikeudellisena seuraamuksena. Edita. Helsinki 2007.
- Virolainen, Jyrki - Martikainen, Petri: Tuomion perustelevminen. Talentum. Helsinki 2010.
- Wuolijoki, Sakari - Hemmo, Mika: Pankkioikeus. Talentum. Helsinki 2013.

Verkkolähteet

- TJ Group Oyj Listalleottoesite 2.2.2000. Viitattu 7.9.2018.
- Helsingin yliopisto Kriminologian ja oikeuspolitiikan instituutin katsauksia 22/2017: Rikollisuustilanne 2016. Rikollisuuskehitys tilastojen ja tutkimusten valossa. <http://helda.helsinki.fi>. Viitattu 24.8.2018.
- Hyytinen, Ari – Takalo, Tuomas – Kuosa, Iikka: Rahoitusmarkkinoiden kehitys Suomessa 1980–2002. Kansantaloudellinen aikakauskirja 3/2003. www.taloustieteellinenyhdistys.fi. Viitattu 24.8.2018.
- Kotiranta, Kai: Arvopaperimarkkinarikosoikeudellisen tulkintaopin systematisointia. Defensor Legis N:o 4/2015. www.edilex.fi. Viitattu 7.9.2018.
- Nasdaq Stockholm: Instrument Prices and Turnover 1.1.1999 – 31.12.2000 TJ Group Oyj. Viitattu 5.9.2018.
- Stiglitz, Joseph E.: Symposium on Bubbles. Journal of Economic Perspectives. Kevät 1990. www.aeaweb.org. Viitattu 24.8.2018.
- TJ Group Oyj. Vuosikertomus 1999-2000. <http://web.lib.aalto.fi/fi>. Viitattu 24.8.2018.
- Vaihekoski, Mika: Rahoitusalan sanasto - Glossary of Financial Terms in Finnish. Turun kauppakorkeakoulu. http://users.utu.fi/moovai/mv_sanasto.html. Viitattu 23.8.2018.

Virallislähteet

International Valuation Standards Council. Kansainväliset arviointistandardit 2013. www.ivsc.org. Suomennoksen julkaisija ja kustantaja: Suomen kiinteistöarvointiyhdistys ry. Toimittanut Viitanen, Kauko; Falkenbach, Heidi. www.skayry.fi/wp-content/uploads/2018/02/ivs_2013-suomeksi.pdf. Viitattu 15.6.2018.

Maa- ja metsätalousministeriö tiedote 27.2.2018: Osakehuoneistojen tiedot uuteen rekisteriin vuodesta 2019 alkaen. www.mmm.fi. Viitattu 24.8.2018.

Ulkoministeriö. Suomen tie jäsenyyteen. www.eurooppatiedotus.fi. Viitattu 24.8.2018.

Hallituksen esitykset

HE 65/2016 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi arvopaperimarkkinalain muuttamisesta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi.

HE 32/2012 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lainsäädännöksi.

HE 66/2008 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle laiksi Finanssivalvonnasta ja eräksi siihen liittyviksi laeiksi.

HE 80/2000 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle menettämisseuraamuksia koskevan lainsäädännön uudistamiseksi.

HE 254/1998 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle rikoslain täydentämiseksi arvopaperimarkkinarikoksia koskevilla säännöksillä.

HE 82/1995 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle rikosasioiden oikeudenkäyntimenettelyn uudistamista alioikeuksissa koskevaksi lainsäädännöksi.

HE 318/1992 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle laeiksi arvopaperimarkkinalain ja eräiden siihen liittyvien lakien muuttamiseksi.

HE 157/1988 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle arvopaperimarkkinalaiksi sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi.

Oikeustapaukset

KKO 2017:73

KKO 2015:93

KKO 2015:90

KKO 2013:53

KKO 2011:109
KKO 2010:78
KKO 2009:1
KKO 2006:110
KKO 2000:82

Helsingin hovioikeus tuomio 23.6.2016 nro 16/127492
Helsingin hovioikeus tuomio 21.12.2012 nro 3530
Helsingin hovioikeus tuomio 20.1.2012 nro 82
Helsingin hovioikeus tuomio 15.4.2011 nro 1224
Helsingin hovioikeus tuomio 14.9.2010 nro 2308
Helsingin hovioikeus tuomio 28.5.2009 nro 1329
Helsingin hovioikeus tuomio 31.12.2008 nro 3826
Helsingin hovioikeus tuomio 31.12.2007 nro 4337
Helsingin hovioikeus tuomio 5.7.2007 nro 2315
Helsingin hovioikeus tuomio 21.12.2006 nro 3938
Helsingin hovioikeus tuomio 31.5.2005 nro 1798
Helsingin hovioikeus tuomio 13.5.2004 nro 1738

Helsingin käräjäoikeus tuomio 20.6.2013 nro 13/105248
Helsingin käräjäoikeus tuomio 20.12.2010 nro 10/12295
Helsingin käräjäoikeus tuomio 27.8.2008 nro 08/7226
Helsingin käräjäoikeus tuomio 31.10.2007 nro 07/9915
Helsingin käräjäoikeus tuomio 19.2.2007 nro 461
Helsingin käräjäoikeus tuomio 18.10.2006 nro 06/9673
Helsingin käräjäoikeus tuomio 26.1.2006 nro 06/903
Helsingin käräjäoikeus tuomio 7.6.2004 nro 04/5335
Helsingin käräjäoikeus tuomio 25.3.2003 nro 03/3219
Helsingin käräjäoikeus tuomio 7.11.2002 nro 02/11962

Puttonen, Vesa: Asiantuntijalausunto TJ Group oikeuskäsittelyyn. Analyysi TJ Group Oyj:n osakekurssin kehityksestä vuonna 2000. TJ 84. KKO kirjaamo. Viitattu 7.9.2018.

Lyhenteet

Abp	publikt aktiebolag
AML	arvopaperimarkkinalaki
EFTA	Euroopan vapaakauppajärjestö
ESMA	European Securities and Markets Authority
ETA	Euroopan talousalue
EU	Euroopan unioni
EY	Euroopan yhteisö
Fiva	Finanssivalvonta
FivaL	laki finanssivalvonnasta
HE	hallituksen esitys
HHO	Helsingin hovioikeus
HO	hovioikeus
IT	informaatiotekniikka
IVS	International Valuation Standards
IVSC	International Valuation Standards Council
KHT	Keskuskaupakamarin hyväksymä tilintarkastaja
KKO	korkein oikeus
KPL	kirjanpitolaki
KäO	käräjäoikeus
MAD II	EU direktiivi 2014/57/EU markkinoiden väärinkäytöstä määrättävistä rikosoi- keudellisista seuraamuksista
MAR	EU asetus N:o 596/2014 markkinoiden väärinkäytöstä
MiFID II	EU direktiivi 2014/65/EU rahoitusvälineiden markkinoista
MiFIR	EU asetus N:o 600/2014 rahoitusvälineiden markkinoista
MMM	Maa- ja metsätalousministeriö
NM	New Market
Oyj	julkinen osakeyhtiö
OYL	osakeyhtiölaki
P/E	Price per Earnings
Rata	Rahoitustarkastus
RL	rikoslaki
ROL	laki oikeudenkäynnistä rikosasioissa
SKAY	Suomen kiinteistöarviointiyhdistys
VKL	velkakirjalaki
VM	Valtiovarainministeriö

1 Johdanto

1.1 Yleistä

Suomen arvopaperimarkkinat ovat muuttuneet ja kasvaneet voimakkaasti viimeisen kolmenkymmenen vuoden aikana Euroopan yhdentymiskehityksen, rahoitusmarkkinoiden sääntelyn purkamisen sekä pääomien vapaan liikkuvuuden sallimisen seurauksena. Vielä 1970-luvulla harjoitetusta suomalaisten sijoittajien keskinäisestä kaupankäynnistä on useiden vaiheiden jälkeen siirrytty nykyiseksi maailmanlaajuiseksi, kaikille kansalaisuuksille vapaaksi globaaliksi arvopaperikaupaksi. Euroopan yhdentymiskehityksen voidaan katsoa alkaneen vuonna 1961 Suomen liittyttyä Euroopan vapaakauppajärjestön (EFTA) liitännäisjäseneksi¹, rahoitusmarkkinoiden vapauttaminen toteutettiin voimakkaimmin 1980-luvulla, ja kaikki ulkomalaisrajoitukset osakeomistuksista poistettiin vuonna 1993². Yritysten rahoitus on kansainvälistynyt ja muuttunut yhä markkinalähtöisemmäksi myös Suomessa, ja erityisesti taloudellisten nousukausien aikana kotitalouksienkin arvopaperisijoittamisen suosio on kasvanut. Arvopaperit itsessään ovat muuttuneet käytännössä kokonaan paperisista osakekirjoista sähköisiksi arvo-osuuksiksi. Tällä hetkellä viimeisimpänä jäljellä on enää asunto-osakeyhtiöiden osakekirjojen muuntoprosessi arvo-osuuksiksi, joka on jo käynnissä lainvalmistelun tasolla ja sen tavoitteena on ottaa osakehuoneistorekisteri käyttöön vuoden 2019 alusta³.

Tämän kehityksen myötä arvopaperimarkkinoiden ja arvopaperimarkkinaoikeuden merkitys koko yhteiskunnan osana on korostunut, jolloin myös väärinkäytösten mahdollisuus on lisääntynyt. Tämän ovat huomanneet sekä Suomen että EU:n lainsäätäjät, ja nykyisin Suomenkin arvopaperimarkkinaoikeutta ohjailaan voimakkaasti EU-sääntelyn tasoisesti. Arvopaperimarkkinasääntelyn ankarimpana muotona on rikoslakiin (RL, 39/1889) sisällytetty, 1.6.1999 voimaan tullut luku arvopaperimarkkinarikoksista.⁴ Merkittävimpiä ajankohtia Suomen arvopaperimarkkinarikoshistoriassa on juuri tämän säädöksen voimaantulon jälkeinen, vuosien 1999-2000 IT-kupla⁵. Tämä arvopaperimarkkinoiden hinnoittelutaso oli korkein koskaan Helsingin pörssissä koettu, ja se tuotti huomattavia pörssiarvostuksia, joiden seurauksena pörssiväärinkäytöksistä koitui ennennäkemättömän suuria rangaistuksia ja rikoshyötyjä. Vuonna 2000 arvopaperimarkkinarikoksiin syyllistyneet tuomittiin ensimmäistä kertaa ehdottomaan vankeusrangaistukseen. Kyseisessä TJ Groupin tapauksessa syyttäjän hyötykonfiskaa-

¹ Esimerkiksi eurooppatiedotus.fi: Suomen tie jäsenyyteen.

² Esimerkiksi *Hyytinen - Takalo - Kuosa*: Rahoitusmarkkinoiden kehitys Suomessa 1980-2002.

³ Maa- ja metsätalousministeriö tiedote 27.2.2018.

⁴ HE 254/1998 vp.

⁵ Erityisesti tuon ajan uusien toimialojen, informaatioteknologia- ja internetyritysten, osakkeisiin globaalisti kohdistunut voimakas hinnoittelukupla.

tiovaatimus oli huomattava: kumpaakin pääsyytettyä vaadittiin palauttamaan rikoshyötynä 48,3 miljoonaa euroa. Edelleen viime vuosina Finanssivalvonnan tutkimien arvopaperimarkkinarikosten määrä on hieman lisääntynyt. Vuosina 2007–2016 Finanssivalvonnan tutkimista yli 800:sta väärinkäytösepäilystä kaikkiaan 33 tapausta johti rikosilmoitukseen⁶.

Taloudellisten rikoshyötyjen kokoluokan kasvamisen seurauksena niiden mittaamisen perusteleminen on korostunut. Sijoittajan näkökulmasta osakkeen oikean arvon määrittäminen on sijoitustoiminnassa toimeksiantojen ja kaupankäynnin peruslähtökohta⁷. Tuomioistuimet ovat joutuneet rikoshyödyn määrän arvioinnissa saman perustavanlaatuisen ongelman eteen: mikä on osakkeen oikea arvo ja miten se on määritettävissä. Tuomioistuin lähestyy tällöin tyypillistä rahoitusalan tutkimusongelmaa, ja oikeuskäytännössä tuomioistuimet ovat tukeutuneet asiantuntijatodisteluissa rahoitusalan professoreihin ja asiantuntijoihin.

1.2 Kysymyksenasettelu ja rajaukset

Tässä tutkielmassa tutkitaan rikoslain 51 luvun mukaisiin arvopaperimarkkinarikoksiin liittyvän taloudellisen rikoshyödyn määrän mittaamista, sekä mittausprosessin osana tai seurauksena tapahtuvaa osakkeen arvonmäärittäystä ja sen eri menetelmiä. Arvopaperimarkkinasääntelyn tavoitteena on turvata kaikkien sijoittajien luottamus arvopaperimarkkinoita kohtaan, sekä varmistaa toimijoiden puolueettomuus ja yhtäläinen tiedonsaantimahdollisuus osakkeista tai muista sijoitusinstrumenteista ja niiden liikkeeseenlaskijoista. Rikoslain 10 luvun 2 pykälän mukaisesti rikoksen tuottama taloudellinen hyöty on tuomittava valtiolle menetetyksi. Arvopaperimarkkinarikoksissa tekijät voivat käytännössä olla vain pörssiyhtiön johtotehtäviin kuuluvia henkilöitä, jotka hyvin usein ovat myös yhtiön suuromistajia. Tästä johtuen on mahdollista, että rikoksella hankittu taloudellinen hyöty muodostuu määrältään hyvin suureksi. Kun kyseessä on hyvin suuri rikoshyötynä takaisinmaksettava rahamäärä, täytyy tuomio myös perustella erityisen hyvin. Rikoshyödyn määrän selvittäminen arvopaperimarkkinarikoksissa on osakkeiden jatkuvasti muuttuvien hintojen vuoksi vaativa tehtävä, ja se on ollut selvästi haastavaa myös ylimmille tuomioistuimille.

Tutkielmassa tavoitteena on selvittää rikoksen tuottaman taloudellisen hyödyn määrän mittaamisprosessi lainopissa ja oikeuskäytännössä, selvittää rahoitusteorian vaihtoehtoiset arvostusmenetelmät ja arvioida niiden käytettävyyttä rikoshyödyn mittaamisessa ja tuomiota perus-

⁶ Kriminologian ja oikeuspolitiikan instituutti: Rikollisuustilanne 2016.

⁷ Esimerkiksi *Nikkinen et al.*: Arvopaperisijoittaminen s. 3.

teltaessa. Rikoshyödyn mittaamisessa tullaan väistämättä arvioimaan myös osakkeen arvo ilman rikoshyötyä, päättelytavasta riippuen se voi tapahtua seuraavilla tavoilla:

- 1) Ensisijaisesti: Osakkeen oikea arvo vähennetään rikoksen tekohetken osakkeen hinnasta, jolloin erotus on rikoshyödyn määrä.
- 2) Toissijaisesti: Mitattu rikoshyöty voidaan jälkikäteen vähentää rikoksen tekohetken osakkeen hinnasta, jolloin erotus on osakkeen arvo ilman rikoshyötyä.

Tiivistetysti tutkielmassa pyritään etsimään vastauksia tehtyjen havaintojen ja niistä johdettujen päätelmien avulla seuraaviin kolmeen tutkimuskysymykseen:

1. Millaiset päättelyketjut ja teoriat ovat lainopillisen tutkimuksen mukaan tyypillisiä tai mahdollisia rikoshyödyn mittaamisessa arvopaperimarkkinarikoksissa ja miten rikoshyöty on mitattu oikeuskäytännössä?
2. Miten osakkeen arvonmääritys tapahtuu rahoitustieteellisten teorioiden avulla ja ovatko nämä menetelmät sovellettavissa rikoshyödyn määrän arviointiin?
3. Miten arvopaperimarkkinarikoshyöty tulisi mitata?

Arvopaperimarkkinarikosten käsittelyssä tutkielman aihealue on rajattu koskemaan rikoshyödyn määrän ja osakkeen arvostuksen mittausprosessia, sekä siihen vaikuttaneita seikkoja ja taustoja. Huomiota ei kiinnitetä syyllisyyden tai esitettyjen tosiseikkojen arviointiin. Rahoitustieteen arvonmääritysmalleista tutkielmassa pyritään hahmottamaan keskeisimmät ja laajimmin yleisesti hyväksytyt menetelmät, jotka ovat parhaiten sovellettavissa tuomioistuinkäytännössä. Tämän rajauksen perusteena on tuomariston rajallinen aika ja työmäärä tapausten käsittelyyn (prosessiekonomia). Lisäksi erikoisten tai valtavirrasta poikkeavien arvostusmenetelmien käytön luotettavuus ja edustavuus voidaan asettaa kyseenalaiseksi. Rahoitustieteen arvonmääritysmenetelmät ovat todennäköisesti sovellettavissa muihinkin oikeudellisiin tilanteisiin, joissa osakkeen tai yhtiön arvo tulee määrittää. Näistä esimerkkinä toimii osakkeen lunastushinnan määrittäminen, josta on annettu useita ratkaisuja välimiesoikeuksissa⁸. Tässä työssä käsitellään kuitenkin vain yleisissä ylemmissä tuomioistuimissa käsiteltyjä arvopaperimarkkinarikosoikeudenkäyntejä.

1.3 Metodi, lähteet ja rakenne

⁸ Esimerkiksi Kairisen artikkeli *Pörssiosakkeen lunastushinnan määrittäminen välimieskäytännössä* kirjassa *Nuutila - Saarnilehto* (toim.): Arvopaperimarkkinat s. 25-63.

Tässä tutkielmassa on laajimmassa kontekstissaan kyse tuomion perusteluvollisuudesta ja oikeudellisesta argumentaatioteoriasta, jossa tuomion taustalla olevista premisseistä johdetaan oikeudellisesti pätevä johtopäätös. Tutkimuksen taustalla on laki oikeudenkäynnistä rikosasioissa (ROL, 689/1997) 11 luvun 4 pykälän mukainen tuomion perustelemisen vaatimus, ja yhtenä tutkimuksen kohteena on se, miten tuomioistuimet ovat ratkaisussaan mitanneet ja oikeudellisesti argumentoineet rikoshyödyn määrän. Kyseessä on oikeudellisen argumentaation teoria, jossa perustelemista tutkittaessa selvitetään sitä, miten oikeudellinen ratkaisu tosiasiallisesti perustellaan tai miten se tulisi perustella, jotta se täyttäisi parhaan mahdollisen (optimaalisen) perustelun vaatimukset. Edellisessä on kyse empiirisestä ja jälkimmäisessä normatiivisesta perustelututkimuksesta.⁹ Tässä tutkielmassa keskitytään aluksi empiiriseen perustelututkimukseen, ja jälkipuoliskolla tutkimustuloksia ja johtopäätöksiä hahmotellaan optimaalisen perustelututkimuksen näkökulmasta.

Tutkimusaineistona ovat korkeimman oikeuden (KKO) ja hovioikeuden tuomiot ja tuomio-lauselmat vuosina 1999-2006 tehdyistä arvopaperimarkkinarikoksista. Aihetta tutkitaan läpikäymällä tuomioita ja selvittämällä empiirisesti sitä, miten rikoshyöty ja osakkeen oikea arvo on tuomioistuimen toimesta määritetty. Aineistoa tarkastellaan tuomion perustelemisen vaatimuksen näkökulmasta etsien rikoshyödyn mittaamista ja osakkeen arvonmäärittystä koskevia tuomioistuimen perusteluita, päättelyketjuja ja -prosesseja. Tutkielman lähteinä ovat oikeustieteestä arvopaperimarkkinaoikeutta, arvopaperimarkkinarikoksia, tuomion perustelemista sekä rikoshyötyä koskevat lait, asetukset ja lainvalmistelu, EU-lainsäädäntö, tutkimuskirjallisuus ja tutkimusartikkelit sekä aihetta koskevat viranomaisarviot ja tiedotteet.

Rahoitus- ja taloustieteen lähteinä ovat rahoitusalan tutkimuskirjallisuus ja -artikkelit, kyseisten tieteenalojen osakkeen arvonmäärittystä koskeva kirjallisuus sekä kansainväliset arvonmäärittäysstandardit. Näiden lähteiden perusteella pyritään määrittämään keskeiset rahoitusalan arvonmäärittysteoriat, joiden avulla olisi mahdollista saavuttaa vaihtoehtoisia ratkaisumalleja rikoshyödyn määrän arviointiin.

Tutkielmassa käydään aluksi läpi yleisluontoisesti Suomen arvopaperimarkkinat, niihin liittyvä lainsäädäntö, arvopaperimarkkinarikokset sekä rikoshyöty menettämisseuraamuksena. Tämän jälkeen perehdytään kyseisten rikosten tuomioiden perusteluvollisuuteen sekä rikoshyödyn mittaukseen lainopissa ja oikeuskäytännössä. Rikoshyödyn mittaukseen implisiit- tisesti sisältyvä osakkeen arvonmäärittäminen on vahvasti rahoitustieteen alaan kuuluva prosessi, jonka vuoksi luvussa neljä käydään läpi rahoitusteorian keskeiset käsitteet ja periaatteet, sekä

⁹ Virolainen - Martikainen: Tuomion perusteleminen s. 13-14.

arvopaperimarkkinoiden merkitys ja toiminta. Lisäksi luvussa käydään läpi rahoitusalan yleisimmät osakkeen arvonmäärittämissä menetelmät, ja lopuksi niiden avulla pyritään määrittämään esimerkkitapauksen TJ Group Oyj:n osakkeen arvo.

Tutkielman viidennessä luvussa selvitetään sitä, onko tuomiolauselmien perusteluissa yhtymäkohtia rahoitusteoreettisiin arvonmäärittämissä malleihin, ja arvioidaan liityntäpintaa lainopillisen ja rahoitustieteellisen tutkimuksen välillä rikoshyödyn mittaamisprosessia ja sen vaiheita hahmottelemalla. Tutkittavana on myös se, onko tuomioistuinten arvonmäärittäminen rahoitusteoreettisesti kestävää sekä onko rahoitusteorialla annettavana jotain lisäarvoa tuomioistuinkäytäntöön arvopaperimarkkinarikosten rikoshyödyn mittaamisessa. Kuudennessa luvussa muodostetaan rikoshyödyn mittauksen prosessi, joka olisi laskettavissa, toistettavissa, objektiivinen ja oikeudenmukainen. Luvun lopussa päädytään tutkimustuloksena suhteelliseen rikosvaikutuksen siirtomenetelmään, ja tapaus TJ Group ajetaan koko rikoshyödyn mittaamisprosessin läpi. Tutkielmalla saavutetut tutkimustulokset käsitellään viimeisessä yhteenvetoluvussa.

1.4 Tutkielman kirjallisuuskatsaus

Suomen arvopaperimarkkinoiden kehitystä ekonomistin ja sisäpiiriläisen näkökulmasta on kuvannut yksityiskohtaisesti Kim Lindström teoksessaan *Puoli vuosisataa pörssin sisäpiirissä*. Vastaavasti arvopaperimarkkinoita koskevan sääntelyn kehitystä on lainopillisesti käsitellyt Jarmo Parkkonen ja Märten Knuts kirjassaan *Arvopaperimarkkinalaki*. Syvyyttä arvopaperimarkkinoiden toiminnan ja sääntelyn ymmärrykseen sekä lainopillisesti että myös oikeustaloustieteellisesti on tuonut Veikko Vahtera väitöskirjassaan *Osakeomistuksen riski ja sääntely*. Lainopillisesta ja rikosoikeudellisesta näkökulmasta arvopaperimarkkinarikoksista ovat kirjoittaneet Tero Kurenmaa väitöskirjassaan *Sisäpiirintiedon väärinkäyttö*, Märten Knuts kirjassaan *Sisäpiirisääntely arvopaperimarkkinoilla*, Janne Häyrynen kirjassaan *Pörssiväärinkäytökset* sekä Jarmo Parkkosen kanssa kirjoittamassaan *Sisäpiiriläinen - velvollisuudet ja mahdollisuudet*.

Tutkielman taustateoriaa tuomion perustelemisen vaatimuksesta ja oikeudellisesta argumentoinnista on hyvin kattavasti käsitellyt Jyrki Virolaisen ja Petri Martikaisen teoksessa *Tuomion perusteleminen*. Rikoshyödyistä on kirjoittanut hyvin laajasti ja kattavasti Pekka Viljanen teoksessa *Konfiskaatio rikosoikeudellisena seuraamuksena*. Lainopillisesti rikoshyödyistä ja erityisesti sen mittaamisesta on kirjoittanut yksityiskohtaisesti *Liiketoimintarikoksen tuottaman hyödyn mittaaminen* -väitöskirjassaan Heli Korkka. Lainopillisista rikoshyödyn mittaa-

mismenetelmistä on kirjoittanut myös Kaarlo Hakamies tutkimusartikkelissa *Taloudellisen hyödyn menettämisestä arvopaperimarkkinarikoksissa* sekä Kurenmaa jo edellä mainitussa väitöskirjassaan. Rahoitusteoriasta käytännön ja akateemisen tutkimuksen näkökulmasta ovat kirjoittaneet Samuli Knüpfer ja Vesa Puttonen kirjassaan *Moderni rahoitus*, Jyrki ja Mervi Niskanen teoksessaan *Yritysrahoitus* sekä Minna Martikainen ja Mika Vaihekoski kirjassa *Yritysrahoituksen perusteet*. Kauppätieteiden ja vallitsevan rahoitustutkimuksen näkökulmasta yhtiön ja osakkeen arvonmäärityksestä on kattavimmin kirjoittanut Harri Seppänen teoksessa *Yrityksen arvonmääritys*, Mika Vaihekoski kirjassaan *Excel ja rahoitusalan sovellukset* sekä Juha-Pekka Kallunki ja Jaakko Niemelä kirjassa *Osakkeen arvonmääritys*.

1.5 Tilastotietoa arvopaperimarkkinarikoksista

Seuraavassa esitetään keskeisimpiä tilastotietoja arvopaperimarkkinarikosten viime vuosien esiintymismäärästä ja kehityksestä. Vuonna 2017 Helsingin yliopiston Kriminologian ja oikeuspolitiikan instituutin julkaiseman *Rikollisuustilanne 2016* –katsauksen mukaan Finanssivalvonnan tutkimien arvopaperimarkkinoihin kohdistuvien rikosten määrä on viime vuosina hieman lisääntynyt. Vuosina 2007–2016 Finanssivalvonta tutki yhteensä hieman yli 800 väärinkäytösepäilyä, joista rikosilmoitukseen johti 33 tapausta. Tapauksista 63 johti rikemaksumääräämiseen. Suurin osa viime vuosina tutkituista rikosepäilyistä on koskenut sisäpiiritiedon väärinkäyttöä ja yhä kasvavassa määrin kurssimanipulaatioepäilyjä. Lisäksi vuonna 2016 määrättiin kolme seuraamusmaksua tiedonantovelvollisuuden laiminlyönneistä.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Sisäpiiritiedon väärinkäyttö	45	27	37	27	34	23	47	36	57	47
Kurssimanipulaatio	5	11	17	11	23	35	28	23	40	31
Tiedottamisrikos	12	12	16	25	16	23	17	18	24	24
Muu	3	12	4	7	7	4	8	6	6	5
Yhteensä	65	62	74	70	80	85	100	83	127	107
Tutkintapyyntö poliisille	2	5	0	3	4	5	4	3	5	2
Julkinen huomautus	1	1	5	3	3	3	0	0	2	0
Julkinen varoitus	0	1	0	0	0	3	2	2	0	2
Rikemaksu	0	14	0	1	5	14	6	2	19	2
Seuraamusmaksu	0	0	0	0	0	0	0	1	0	3

Taulukko 1: Finanssivalvonnan tutkimat arvopaperimarkkinoiden väärinkäyttötapaukset 2007–2016.

Suhteessa koko talousrikollisuuden määrään arvopaperimarkkinarikosten osuus on kuitenkin pieni. Vuonna 2016 poliisin tietoon tulleista talousrikoksista arvopaperimarkkinarikosten

osuus oli 0,3 prosenttia. Paljon yleisempiä ovat esimerkiksi verorikollisuus (48 %), kirjanpitorikollisuus (22 %), virkarikollisuus (16 %) ja velallisen rikollisuus (13 %). Merkittävin kokonaisrikollisuuden tasoon historiallisesti vaikuttava tekijä on ollut taloudellinen suhdanne. Talousrikosten osalta ilmi tulleiden rikosten määrään on saattanut viime vuosina vaikuttaa myös talousrikosten torjunta, johon on ollut käytössä aiempaa enemmän henkilöresursseja. Myös Verohallinnon suorittamien tarkastusten lukumäärä on viime vuosina ollut aiempaa korkeampi.¹⁰

Arvopaperimarkkinarikosten alhainen määrä suhteessa kaikkiin talousrikoksiin selittyy osittain sillä, että käytännössä mahdollisuus niiden tekemiseen on olemassa vain hyvin rajatulla määrällä henkilöitä. Verorikollisuuteen voivat syyllistyä käytännössä kaikki luonnolliset henkilöt ja lähes kaikki oikeushenkilöt, virkarikoksiin monet virkamiehet ja viranhaltijat, velallisen rikollisuuteen kaikki velalliset ja kirjanpitorikollisuuteen kaikki kirjanpitovelvolliset yhteisöt ja yrittäjät. Esimerkiksi sisäpiiritiedon väärinkäyttöön voi syyllistyä vain pörssiyhtiön sisäpiiriin kuuluva, joita ovat yleensä vain yhtiön hallituksen ja johtoryhmän jäsenet, toimitusjohtaja, muut avainhenkilöt, tilintarkastajat ja pörssiyhtiön suunnittelemien yrityskauppojen vastapuolet. Lisäksi tiedottamisrikokseen tai kurssimanipulaatioon voivat syyllistyä vain ne henkilöt, jotka pystyvät vaikuttamaan pörssiyhtiön kirjanpitoon tai tiedottamiseen.

2 Arvopaperimarkkinat ja sääntely

2.1 Suomen arvopaperimarkkinoiden ja sääntelyn kehitys

Suomen julkiset arvopaperimarkkinat ovat saaneet alkunsa vuonna 1912, jolloin perustettiin Helsingin arvopaperipörssi. Kaupankäynnin volyyymi oli hyvin vähäistä 1970-luvulle asti, ja kauppaa käytiin pääasiassa vain muutamien suursijoittajien välillä. Tuohon aikaan pankkijärjestelmää säädeltiin voimakkaasti ja pääoman tuontia ulkomailta rajoitettiin.¹¹ Sisäpiiritiedon väärinkäyttöä ei ollut kriminalisoitu ja mahdollisuus luottamuksellisen tiedon hyödyntämiseen omissa osakekaupoissa nähtiin lähinnä johtavaan asemaan liittyvänä luontaisena.¹² 1980-luvulla voimistunut rahoitusmarkkinoiden muutos ja kansainvälistyminen vaikuttivat myös arvopaperimarkkinoihin.¹³ Kaikki osakeomistuksiin liittyvät ulkomaalaisrajoitukset poistettiin 1.1.1993, minkä jälkeen ulkomaisen pääoman määrä suomalaisissa yrityksissä kasvoi voi-

¹⁰ Kriminologian ja oikeuspolitiikan instituutti: Rikollisuustilanne 2016 s.143-144.

¹¹ Martikainen - Vaihekoski: Yritysrahoituksen perusteet s. 145-147.

¹² Lindström: Puoli vuosisataa pörssin sisäpiirissä s. 8-9, 20-21, 23, 44-45, 47. Esimerkiksi Yhdysvalloissa sisäpiirikauppoja koskeva sääntely on saanut alkunsa jo 1930-luvulla, katso esimerkiksi HE 254/1998 vp s. 9.

¹³ Aiheesta hyvin kattava teos on esimerkiksi Kari: Suomen rahoitusmarkkinoiden murros 1980-luvulla.

makkaasti.¹⁴ Vuonna 2007 Yhdysvaltalainen arvopaperipörssi Nasdaq osti Helsingin pörssin (nykyisin Nasdaq OMX Helsinki) ja siitä tuli osa kansainvälistä arvopaperivälityskonsernia.¹⁵

Julkisesti noteerattujen yhtiöiden (pörssiyhtiö) osakkeilla käytävää kauppaa ja osakkeenomistajan asemaa sääntelee yhtäältä osakeyhtiöoikeus¹⁶ ja toisaalta arvopaperimarkkinaoikeudeksi kutsuttu oikeudenala. Suomalaisia osakeyhtiöitä koskeva sääntely ja sen vaikutukset vaihdannalle ovat lähtöisin 1800-luvulta, kun taas arvopaperimarkkinoiden yksityiskohtaisempi sääntely alkoi Suomessa vasta 1980-luvun lopulla. Perinteisen yhtiöoikeuden rinnalla arvopaperimarkkinoiden oikeudelliset kysymykset saavat yhä kasvavaa huomiota. Arvopaperimarkkinalainsäädäntö sekä esimerkiksi osakkeenomistajan aseman muodostumista määrittelevä osakeyhtiöoikeudellinen sääntely pohjautuvat hyvin samanlaisille peruslähtökohdille. Arvopaperimarkkinaoikeudelle on tyypillistä myös kiinteä yhteys kauppaoikeuteen sekä talous- ja rahoitustieteisiin.¹⁷

Suomen ensimmäinen arvopaperimarkkinalaki (AML, 495/1989) säädettiin 1980-luvun lopussa, ja se on nykyisinkin arvopaperimarkkinaoikeudellisen sääntelyn keskeisin laki.¹⁸ Lain keskeiseksi sisällöksi muodostuivat markkinoiden puolueettomuutta ja markkinaosapuolten tiedonantovelvollisuutta koskevat normit. Arvopaperimarkkinalain kokonaisuudistuksen ja Suomen EU-jäsenyyden jälkeen uusi AML (746/2012) astui voimaan 1.1.2013. Kokonaisuudistuksen tavoitteena oli selkeyttää arvopaperimarkkinalainsäädännön kokonaisuutta, edistää sijoittajansuojaa, tehostaa arvopaperimarkkinoiden valvontaa sekä alentaa pörssilistautumisen kynnystä. Arvopaperimarkkinoiden sääntelyssä keskeinen merkitys on myös eri viranomaisen toimivaltansa puitteissa antamalla asetuksilla, kuten AML:n nojalla valtiovarainministeriö (VM) on antanut asetuksen arvopaperin liikkeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta (1020/2012).¹⁹

Nykyisen kotimaisen arvopaperimarkkinalainsäädännön kehityksen taustalla on yhä enenevässä määrin ollut Euroopan unionin arvopaperimarkkinaoikeus ja sen harmonisointi. Näistä säädöksistä merkittävimmät ovat markkinapaikkoja, sijoittajansuojaa ja kaupankäyntiä sääntelevät vuonna 2018 voimaan astuneet rahoitusvälineiden markkinat -asetus (MiFIR²⁰) sekä

¹⁴ Lindström: Puoli vuosisataa pörssin sisäpiirissä s. 103-109, 131, 187.

¹⁵ Nasdaqomxnordic.com, Tietoa pörssistä.

¹⁶ Esimerkiksi osakeyhtiölaissa (OYL, 624/2006) on pörssiyhtiön määritelmän lisäksi säännöksiä pörssiyhtiön osakkaan asian käsittelystä yhtiökokouksessa, siellä käytettävästä asiamiehestä, äänestämisestä ja yhtiökokouksusta sekä erityissäännökset asiakirjojen nähtävänä pitämisestä ja lähettämisestä, äänenlaskusta ja yleistoi-
mivallan siirrosta yhtiökokoukselle.

¹⁷ Vahtera: Osakeomistuksen riski ja sääntely s. 21-23.

¹⁸ HE 157/1988 vp s. 3-4.

¹⁹ Parkkonen - Knuts: Arvopaperimarkkinalaki s. 1-2, 3, 7-8, 12.

²⁰ Euroopan parlamentin ja Neuvoston asetus N:o 600/2014 rahoitusvälineiden markkinoista

rahoitusvälineiden markkinat -direktiivi (MiFID II²¹). Rahoitusmarkkinoiden luotettavuuden ja sijoittajansuojan parantamiseksi on säädetty vuonna 2016 markkinoiden väärinkäyttöasetus (MAR²²) ja markkinoiden väärinkäyttödirektiivi (MAD II²³). Käytännössä EU-säädökset on pääosin implementoitu kansalliseen lainsäädäntöön, esimerkiksi AML:ssa viitataan sisäpiirintiedon julkistamisen sekä markkinoiden väärinkäytön osalta suoraan markkinoiden väärinkäyttöasetukseen. Nykyisin myös rikoslaissa sisäpiirintiedon määritelmän sisältönä viitataan pelkästään markkinoiden väärinkäyttöasetukseen.

Aiemmin arvopaperimarkkinoiden valvonnasta vastasi Rahoitustarkastus (Rata), mutta nykyinen valvontaviranomainen on Finanssivalvonta (Fiva). Valvontatehtäviä suorittaessaan Fivalla on oikeus määrätä rikemaksuja ja seuraamusmaksuja sekä antaa julkisia varoituksia. Fivan tehtäviin kuuluu myös osallistua Euroopan finanssivalvontajärjestelmän puitteissa tapahtuvaan yhteistyöhön Euroopan Unionissa sekä muuhun viranomaisten kansainväliseen yhteistyöhön.²⁴ Nykyinen Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (ESMA) on perustettu EU:n asetuksella²⁵ ja sen toiminta alkoi vuoden 2011 alusta.²⁶

Arvopaperimarkkinoilla toimivat tahot ovat muodostaneet myös itsesääntelynormeja, joita jäsenyyden tai sopimusten nojalla veloitetaan noudattamaan. Sanktiomuotoina voidaan käyttää huomautusten ja varoitusten lisäksi vain sopimuserusteisia seuraamuksia, kuten kurinpitomaksua.²⁷ Keskeisimmät itsesääntelyä tuottavat tahot Suomessa ovat Helsingin pörssi eli Nasdaq Helsinki, jolla on omat Pörssin säännöt; Arvopaperimarkkinayhdistys joka tuottaa suosituksia; sekä Finanssiala ry, jonka Finanssialan ohjeet ovat sen jäseniä velvoittavia.²⁸

2.2 Arvopaperimarkkinarikokset

Arvopaperimarkkinarikokset kriminalisoitiin vuonna 1989, jolloin ne sisällytettiin AML:iin. Vankeusrangaistuksen uhalla kriminalisoituja tekoja olivat 1) totuudenvastaisen tai harhaanjohtavan tiedon antaminen, 2) julkisen arvopaperikaupan harjoittaminen ilman valtiovarainministeriön lupaa, 3) arvopaperinvälityksen harjoittaminen ja arvopapereiden kauppa sisäpii-

²¹ Euroopan parlamentin ja Neuvoston direktiivi 2014/65/EU rahoitusvälineiden markkinoista

²² Euroopan parlamentin ja Neuvoston asetus N:o 596/2014 markkinoiden väärinkäytöstä

²³ Euroopan parlamentin ja Neuvoston direktiivi 2014/57/EU markkinoiden väärinkäytöstä määrättävistä rikosoikeudellisista seuraamuksista

²⁴ *Wuolijoki - Hemmo*: Pankkioikeus s. 59.

²⁵ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 1095/2010, annettu 24 päivänä marraskuuta 2010, Euroopan valvontaviranomaisen (Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen) perustamisesta sekä päätöksen N:o 716/2009/EY muuttamisesta ja komission päätöksen 2009/77/EY kumoamisesta.

²⁶ *Parkkonen - Knuts*: Arvopaperimarkkinlaki s. 32-35.

²⁷ HE 157/1988 vp s. 3-4.

²⁸ Finanssivalvonta.fi.

rintietoa hyödyntäen tai 4) arvopaperimarkkinoita koskevan salassapitovelvollisuuden rikkominen. Arvopaperimarkkinarikoksesta oli tuomittava sakkoon tai vankeuteen enintään yhdeksi vuodeksi ja salassapitovelvollisuuden rikkomisesta sakkoon tai vankeuteen enintään kuudeksi kuukaudeksi.²⁹ Vuonna 1993³⁰ sisäpiirintiedon väärinkäytön (740/1993) enimmäisrangaistus korotettiin kahdeksi vuodeksi vankeutta.³¹

Arvopaperimarkkinarikokset on sisällytetty rikoslakiin 1.6.1999 lähtien voimaan tulleessa 51 luvussa Arvopaperimarkkinarikoksista (475/1999). Alun perin kyseisessä luvussa oli kriminalisoitu sisäpiirintiedon väärinkäyttö, törkeä sisäpiirintiedon väärinkäyttö, kurssin vääristäminen, törkeä kurssin vääristäminen sekä arvopaperimarkkinoita koskeva tiedottamisrikos. Tällä lakimuutoksella arvopaperimarkkinarikosten enimmäisrangaistuksia ankaroitettiin merkittävästi, kun törkeiden tekemuotojen enimmäisrangaistus korotettiin neljäksi vuodeksi vankeutta.³² Arvopaperimarkkinalain kokonaisuudistuksen yhteydessä vuonna 2012 rikoslain 51 lukua uudistettiin lähinnä markkinoiden väärinkäyttödirektiivin mukaiseksi (753/2012). Kurssin vääristäminen muutettiin markkinoiden vääristämiseksi, ja säännöksen kohde laajennettiin koskemaan myös muuta kuin arvopaperin kurssiin liittyvää muutosta.³³ Vuonna 2016 rikoslain 51 lukua muutettaessa (521/2016) lisättiin rikosnimike sisäpiirintiedon ilmaiseminen. Lisäksi markkinoiden vääristäminen muutettiin markkinoiden manipuloinniksi, jolla säännöksen soveltamisala laajennettiin koskemaan myös tiettyjä hyödykkeitä koskevia spot-sopimuksia³⁴. Vuoden 2016 muutokset rikoslain 51 lukuun ovat voimassaolevaa lainsäädäntöä.

Seuraavassa esitellään arvopaperimarkkinarikokset pääpiirteittäin, pyrkien hahmottamaan yleiset tunnusmerkit ja suojeltavat oikeushyvät, jotka eivät ole sisällöltään ratkaisevasti muuttuneet arvopaperimarkkinarikosten lyhyen historian aikana³⁵. Rikosnimikkeinä käytetään voimassaolevan lainsäädännön nimikkeitä.

²⁹ Arvopaperimarkkinalaki 495/1989, tiivistys kirjoittajan.

³⁰ Kyse oli lähinnä ETA-alueen sisäpiiridirektiivin kansallisesta implementoinnista.

³¹ HE 318/1992 vp s. 55.

³² HE 254/1998 vp s. 14.

³³ HE 32/2012 vp s. 284-286.

³⁴ Spot-sopimuksessa eli spot-hintaan perustuvassa sopimuksessa kyseisen arvopaperin, valuutan tai muun hyödykkeen hinta on vaihteleva kyseisen hetken hinta (esimerkiksi pörssissä) välittömälle vaihdolle.

³⁵ Katso aiheesta lisää esimerkiksi *Kotiranta*: Arvopaperimarkkinarikosoikeudellisen tulkintaopin systematisointia.

2.2.1 Sisäpiirintiedon väärinkäyttö

Sisäpiirintiedon³⁶ väärinkäyttöä on yleisesti pidetty yhtenä arvopaperimarkkinoiden luotettavuutta eniten heikentävistä menettelytavoista. Lähes kaikissa maissa, joissa arvopaperikauppa on kehittynyt, on viime vuosikymmenten aikana vähitellen tiukennettu sisäpiirintiedon väärinkäytön torjuntaan tähtääviä säännöksiä.³⁷ Sisäpiirintiedon väärinkäytön alla käsitellään tässä kappaleessa yleisluontoisesti kolmea rikostyyppiä: sisäpiirintiedon väärinkäyttö ja törkeä sisäpiirintiedon väärinkäyttö sekä sisäpiirintiedon ilmaiseminen.

Sisäpiirintiedon väärinkäytöksi kutsutaan sellaista rikoslain 51 luvun 1 pykälässä määriteltyä toimintaa, jossa pyritään hankkimaan itselle tai toiselle taloudellista hyötyä käyttämällä julkisen kaupankäynnin tai muun ammattimaisesti järjestetyn kaupankäyntimenettelyn kohteena olevaan rahoitusvälineeseen liittyvää julkistamatonta ja olennaista tietoa hyväkseen. Vääryyden ydin sisäpiirintiedon väärinkäytössä on julkistamattoman ja relevantin tiedon hyväksikäyttäminen arvopaperikaupoissa, ja rikokseen voi syyllistyä kuka tahansa, joka on saanut sisäpiirintietoa haltuunsa³⁸.

Sisäpiirisääntelyn avulla erotellaan julkisilla arvopaperimarkkinoilla sallittu informaatioetu ja sen sallittu käyttö kielletystä informaatioedusta ja sen kielletystä käytöstä. Sallitulla informaatioedulla tarkoitetaan sellaista tiedollista etumatkaa muihin markkinatoimijoihin nähden, jota markkinatoimija saa hyödyntää toiminnassaan arvopaperimarkkinoilla. Arvopaperi- ja muissa rahoitusvälinekaupoissa informaatioedun hyödyntämisoikeus on markkinatoimijoiden välisen vapaan kilpailun perusedellytys, ja se on siksi markkinoiden toimivuuden ja markkinatohokkuuden kannalta ensiarvoisen tärkeä. Kielletyllä informaatioedulla vastaavasti tarkoitetaan sellaista markkinatoimijan tiedollista etumatkaa muihin markkinatoimijoihin nähden, jota ei saa hyödyntää. Kielletyn informaatioedun käyttökielto on perusedellytys sille, että toimijoiden luottamus markkinoihin säilyy. Informaatioedun hyödyntämiskiello on siten markkinoiden toimivuuden kannalta yhtä tärkeä kuin sallitun informaatioedun hyödyntämisoikeus.³⁹

Sisäpiirintiedon väärinkäytössä itse sisäpiirintiedon määritelmä nousee keskeiseen asemaan, koska ei voi olla sisäpiirikauppaa tai edes sen yritystä, ellei ole olemassa sisäpiirintietoa. Sisäpiirintiedon on liityttävä julkisen kaupankäynnin tai muun säännöksessä mainitun kaupankäyntimenettelyn kohteena olevaan arvopaperiin. Tiedon sisäpiirilunnetta kuvataan sillä, että

³⁶ Riippuen lainsäätäjistä käytettävä nimitys on sisäpiirintieto (Suomi) tai sisäpiiritieto (EU), vaikka tarkoitetaan tosiasiallisesti samaa asiaa. Tässä tutkielmassa käytetään sanaa sisäpiirintieto.

³⁷ HE 254/1998 vp s. 10.

³⁸ Tietyissä arvopaperimarkkinasääntelyn tapauksissa voidaan huomioida myös sisäpiiriläisen lähipiiriin kuuluva taho, esimerkkinä rahoitusvälineomistuksien julkisuus *Parkkonen - Knuts*: Arvopaperimarkkinalaki s. 388.

³⁹ *Knuts*: Sisäpiirisääntely arvopaperimarkkinoilla s. 9-10. Sisäpiirintiedon käytöstä tarkemmin katso *Häyrynen - Parkkonen*: Sisäpiiriläinen – velvollisuudet ja mahdollisuudet s. 25-44.

tiedon on oltava täsmällistä eikä se saa olla julkistettu tai muuten markkinoilla saatavissa. Lisäksi edellytetään, että tieto on omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin tai muun rahoitusvälineen arvoon tai hintaan. Sisäpiirintiedon perinteinen esimerkki onkin tieto markkinoimijan suunnittelemasta pörssiyhtiöön kohdistuvasta yritysjärjestelystä.⁴⁰

2.2.2 Markkinoiden manipulointi

Rikoslain 51 luvun 3 pykälän mukaisella markkinoiden manipuloinnilla tarkoitetaan käytännössä hyvin laajasti sellaisia toimia, joilla on tarkoituksena vääristää rahoitusvälineiden hinnanmuodostusta eli häiritä arvopaperimarkkinoiden normaalia toimintaa. Markkinoiden vääristämisen tai manipuloinnin seurauksena rahoitusvälineen kurssi voi poiketa siitä, mikä se olisi ilman vääristävän toimenpiteen vaikutusta, mutta mahdollista on myös vääristää markkinoita siten, ettei tosiasiallista vääristymää synny markkinoille laisinkaan. AML:n kokonaisuudistuksen yhteydessä laajennettiin markkinoiden vääristämiskieltoa kattamaan myös esimerkiksi sellaiset manipulatiiviset toimet, jotka ovat omiaan antamaan väärää tai harhaanjohtavaa tietoa rahoitusvälineen aidosta kysynnästä tai tarjonnasta.⁴¹

Keskeisimmät markkinoiden manipuloimisen tekotavat ovat harhaanjohtavat toimenpiteet ja väärät tai harhaanjohtavat tiedot. Kyseeseen tulisi esimerkiksi tiedote, jossa ylikorostetaan tulevia kasvuodotuksia huomioimatta siihen liittyviä korkeita riskejä. Rangaistus edellyttää tietoista tarkoitusta vääristää arvopaperin hintataso ja sitä hyväksikäyttäen hankkia taloudellista hyötyä itselle tai toiselle. Markkinoiden manipuloimisen tunnusmerkistöille on ominaista sen huomattava avoimuus, joustavuus ja tulkinnanvaraisuus. Koska kyseessä on joustava yleissäännös, siirtyy valtaa säännöksen sisällön tarkemmasta määrittelystä säännöksen soveltajille, eli käytännössä Finanssivalvonnalle, pörssille ja tuomioistuimille.⁴² Finanssivalvonta on tutkinut markkinoiden manipuloititapauksia enenevässä määrin, mutta tuomioistuimissa käsittelyjä on ollut vain vähän.

2.2.3 Arvopaperimarkkinoita koskeva tiedottamisrikos

Rikoslain 51 luvun 5 pykälässä säädetään arvopaperimarkkinoita koskevasta tiedottamisrikoksesta. Rikokseen syyllistyy se, joka tahallaan tai törkeästä huolimattomuudesta rahoitusvälineen markkinoinnissa tai vaihdannassa elinkeinotoiminnassa antaa rahoitusvälineeseen liittyviä totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja tai jättää asianmukaisesti antamatta arvopa-

⁴⁰ Häyrynen - Kurenmaa: Arvopaperimarkkinarikokset s. 17, 342. Sisäpiirintiedon määritelmästä tarkemmin katso Häyrynen - Parkkonen: Sisäpiiriläinen – velvollisuudet ja mahdollisuudet s. 7-23.

⁴¹ Parkkonen - Knuts: Arvopaperimarkkinalaki s. 417-419.

⁴² Häyrynen: Pörssiväärinkäytökset s. 223-237.

periin liittyvään tiedonantovelvollisuuteen kuuluvan tiedon. Pörssiyhtiön tiedonantovelvollisuudesta säädetään AML:ssa, markkinoiden väärinkäyttöasetuksessa, VM:n asetuksessa arvopaperin liikkeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta, Fivan määräys- ja ohjekokoelmassa sekä Helsingin pörssin säännöissä.

Tiedonantovelvollisuuden kaksi keskeisintä osaa ovat jatkuva tiedonantovelvollisuus ja säännöllinen tiedonantovelvollisuus. Säännöllinen tiedonantovelvollisuus tarkoittaa yhtiön säännömukaista taloudellista tiedottamista eli osavuositiedotuksen tai johdon osavuotisen selvityksen, tilinpäätöstiedotteen, tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen julkaisemista. Jatkuvalle tiedonantovelvollisuudella tarkoitetaan yhtiön muuta tarpeen mukaan tapahtuvaa pörssitiedottamista olennaisista asioista. Käytännössä pörssiyhtiön on julkisesti tiedotettava kaikista sellaisista tiedoista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Tiedottaa pitää myös merkittävät omistusmuutokset (liputusilmoitus) ja yhtiön omien osakkeiden hankinta.⁴³ Tiedottamisrikoksen rangaistavuudelta edellytetään joko tahallisuutta tai törkeää huolimattomuutta. Tavallisesta huolimattomuudesta tapahtuva tiedonantovelvoitteiden rikkominen ja laiminlyönti on sanktioitu Fivan hallinnollisin seuraamuksin.⁴⁴

2.3 Rikoshyöty menettämisseuraamuksena arvopaperimarkkinarikoksissa

Rikoshyödyn menettämisestä säädetään rikoslain 10 luvun 2 pykälässä⁴⁵. Menettämisseuraamuksen määräämisen edellytyksenä on laissa rangaistavaksi säädetty teko (rikos). Valtiolle on tuomittava menetetyksi *rikoksen tuottama taloudellinen hyöty*, jolla tarkoitetaan rikoksella välittömästi saatua omaisuutta, sen sijaan tullutta omaisuutta, näiden tuottoa, omaisuuden ja tuoton arvoa, sekä rikoksella saadun säästön arvoa. Jos hyödyn määrästä ei ole saatavissa selvitystä tai se on vain vaikeuksien esitettävissä, hyöty on arvioitava ottaen huomioon rikoksen laatu, laajuus ja olosuhteet. Menettämisseuraamukseen tuomitaan rikoksesta hyötynyt tekijä tai se, jonka puolesta tai hyväksi rikos on tehty. Hyötyä ei tuomita menetetyksi siltä osin kuin se on palautettu tai tuomittu suoritettavaksi loukatulle vahingonkorvauksena tai edunpalautuksena.

Menettämisseuraamuksella tarkoitetaan lakiin perustuvaa omaisuuden vastikkeetonta menettämistä valtiolle rikoksen johdosta. Menettämisseuraamuksen synonyyminä tässä merkityk-

⁴³ *Parkkonen - Knuts*: Arvopaperimarkkinalaki s. 143-144.

⁴⁴ *Häyrynen*: Pörssiväärinkäytökset s. 105.

⁴⁵ Aiemmin rikoksen tuottaman taloudellisen hyödyn menettämisestä säädettiin rikoslain 2 luvussa (413/1974), HE 80/2000 vp s. 5.

sessä käytetään usein myös termiä konfiskaatio. Erityisesti rikoksen tuottaman hyödyn konfiskoinnilla pyritään vähentämään houkutusta valita rikollinen menettelyvaihtoehto. Jos rikollisuutta ylipäänsä halutaan vastustaa, rikos on pyrittävä tekemään taloudellisesti kannattamattomaksi, silloin kun sen tavoitteena on taloudellisen hyödyn tuottaminen. Jos rikoksentehtäjä saisi pitää saamansa hyödyn, lain kunnioitus heikkenisi, ja esimerkki houkuttelisi muitakin rikollisuuteen. Tavoitteena on rikosten ehkäiseminen ja se, ettei kenenkään pidä hyötyä rikollisesta toiminnasta.⁴⁶

Tällä perusteella rikoksella saadun taloudellisen hyödyn menettäminen valtiolle korostuu arvopaperimarkkinarikoksissa, koska niiden pääasiallisena tai jopa ainoana tavoitteena on taloudellisen hyödyn tavoittelu. Taloudellisen rikoshyödyn menettäminen kohdistuu juuri arvopaperimarkkinarikoksella tavoiteltavan päämäärän ytimeen, ja koko rikoshyödyn menettäminen valtiolle tekee rikoksesta hyvin tehokkaasti kannattamatonta. Laki ei kuitenkaan tarkemmin säädä taloudellisen rikoshyödyn määrän mittaustavasta tai -menetelmästä. Lain esitöiden mukaan ensisijaisesti olisi pyrittävä selvittämään todellinen hyödyn määrä. Todistustaakka hyödyn menettämisen perusteista ja määrästä on menettämisseuraamuksen vaatijalla. Käytännössä arviointi tulisi sovellettavaksi silloin, kun rikoksen tuottamaa hyötyä on vaikea erottaa laillisesta hyödystä. Menettämiskaatimuksen tulee olla aina yksilöity mahdollisimman tarkasti, ja sen tulee perustua objektiivisesti hyväksyttäviin perusteisiin. Rikollisen toiminnan tuottaman taloudellisen hyödyn määrän selvittäminen voi olla vaikeaa, jonka vuoksi lakiin on otettu säännös tuomioistuimen oikeudesta arvioida hyödyn määrä. Sitä vastoin jos hyödyn määrä on selvitettävissä, menettämiskaatimus olisi esitettävä täsmennettynä.⁴⁷

Arvopaperimarkkinarikoksessa rikoshyöty saatetaan joutua mittaamaan oikeusnormien sijaan jossain määrin taloudellisiin teorioihin nojautuen. Talousperusteinen argumentti on usein nähty oikeudenmukaisuuteen nojautuvan perusteen vastakohtana, mutta ne pikemminkin kietoutuvat toisiinsa. Vaihdamme varmuus ja reilu vaihdanta sisältävät argumentteina sekä oikeudenmukaiseen vaihdantaan ja riskien jakoon että rationaaliseen, kustannuksia vähentävään ja taloudelliseen tehokkuuteen viittaavan näkökulman. Molemmat ovat sidoksissa edelleen siihen vaihdantatodellisuuteen ja taloudelliseen toimintaympäristöön, joka vaikuttaa yksilöihin ja yrityksiin.⁴⁸ Taloudelliset kysymykset, näkökulmat ja intressit ovat sisäänrakennettuina taloudellista tuotantoa ja vaihdantaa koskevassa oikeudellisessa sääntelyssä, eikä niitä ole lupa unohtaa myöskään kyseisiä säännöksiä yksittäistapauksiin sovellettaessa. Taloudellisen toiminnan määritelmällinen sidonnaisuus taloudellisiin lainalaisuuksiin perustelee oikeuden

⁴⁶ *Viljanen*: Konfiskaatio rikosoikeudellisena seuraamuksena s. 13, 23, 27.

⁴⁷ HE 80/2000 vp s. 22, 25, 33, 34.

⁴⁸ *Saarnilehto* (toim.): Varallisuus oikeuden kantavat periaatteet s. 161.

taloudellisten vaikutusten vain sallittua oikeuslähdeä suuremman painoarvon taloudellista tuotantoa ja vaihdantaa koskevilla oikeudenaloilla.⁴⁹ Arvopaperimarkkinarikoksissa on pyrittävä selvittämään ensisijaisesti todellinen markkinoilla muodostunut taloudellinen rikoshyöty.⁵⁰

3 Tuomion perustelevminen ja rikoshyödyn määrän arviointi

3.1 Rangaistuksen ja rikoshyödyn perustelevmisvelvollisuus

Rikosasiassa annettavan tuomion perustelevmisestä säädetään oikeudenkäynnistä rikosasioissa annetun lain 11 luvun 4 pykälän 2 momentissa:

Tuomio on perusteltava. Perusteluista on ilmentävä, mihin seikkoihin ja oikeudelliseen päättelyyn ratkaisu perustuu. Perusteluissa on myös selostettava, millä perusteella riittävä seikka on tullut näytetyksi tai jäänyt näyttämättä.

Säännös koskee paitsi käräjäoikeuden mutta myös ylempien tuomioistuinten rikosasiassa annettavan tuomion perustelevmistä. Rikostuomiossa on esitettävä faktaperustelut (”seikat”) sekä normiperustelut (”oikeudellinen päättely”). Perustelevmisvelvollisuus koskee myös riitaista näyttökysymystä. Selostuksesta on käytävä ilmi se, miksi ja millä tavoin selostettu osa todistelusta on vaikuttanut tuomion sisältöön. Asianosaisen on saatava tietää, mitkä seikat ovat johtaneet hänen oikeusasemaansa vaikuttavaan ratkaisuun. Tällä on keskeinen merkitys myös muutoksenhakuoikeuden käyttämisen kannalta, jonka käyttöä riittävät perustelut saattavat vähentää. Lisäksi tarkat perustelut lisäävät luottamusta oikeuslaitokseen. Lain esitöissä korostetaan myös näyttökysymyksen perustelevmistä silloin, kun syyte hylätään tai syytetty tuomitaan kiistämisestään huolimatta.⁵¹

Virolaisen ja Martikaisen mukaan mitä ankarammista rangaistuksista on kyse, sitä suurempi oikeusturvaintressi tuomitulla on saada tietää mittaamisen perusteet. Tällöin myös tarve koko oikeusyhteisön tiedonsaantiin kasvaa ja kontrollifunktion merkitys on suurempi. Toiseksi rangaistuksen mittaamiseen vaikuttaneet seikat tulisi ilmoittaa erityisen tarkasti silloin, kun tuomittu rangaistus poikkeaa vallitsevasta rangaistuskäytännöstä. Viimekädessä kiperissä, harkintaa edellyttävissä tapauksissa olemassa olevien ratkaisumahdollisuuksien keskinäistä parannusta voidaan punnita ainoastaan vaihtoehtojen tueksi esitettyjen perustelujen perusteel-

⁴⁹ *Siltala*: Oikeudellisen ajattelun perusteet s. 298-300.

⁵⁰ *Häyrynen - Kurenmaa*: Arvopaperimarkkinarikokset s. 139.

⁵¹ HE 82/1995 vp s. 26 ja *Virolainen - Martikainen*: Tuomion perustelevminen s. 154.

la. Tämän mukaisesti oikeudellisen argumentaatioteorian lähtökohtiin kuuluu se, että yhden ainoan oikean ratkaisun sijaan on perustellumpaa puhua parhaalla mahdollisella tavalla (optimaalisesti) perustellusta ratkaisusta. Tämä tarkoittaa sellaista ratkaisua, jonka valistuneet ja yleisiin rationaalisuusehtoihin sitoutuneet ihmiset (auditorio) ovat valmiita hyväksymään yhteisten arvojensa pohjalta oikeudenmukaiseksi ratkaisuksi. Argumentaatioteoria tuo ratkaisumallin tapauksiin, joissa lainsäädäntöä ei ole tai se on tulkinnanvarainen. Tuomioistuimen käytännön harkintaprosessin kulussa on suhteutettu toisiinsa perustelemisen funktioiden toteutuminen ja toisaalta perustelemiseen käytettävä työmäärä ja aika (prosessiekonomia).⁵²

Rangaistuksen mittaamisen perusteluille voidaan asettaa perustelujen seikkaperäisyyden ja avoimuuden osalta samat laatuvaatimukset kuin muillekin normiperusteluille. Mittaamisessa on hyödynnettävä myös heikosti velvoittavia ja sallittuja oikeuslähteitä, kuten lakien esitöitä, ennakkopäätöksiä ja oikeuskirjallisuutta ja tuotava niiden käyttö perusteluissa avoimesti esiin. Vaikka rikoshyötykonfiskaatio ei ole itsessään rangaistusmenetelmä, on varsinkin huomattavan suuret konfiskaatiot rinnastettavissa rangaistuksen tarkoituksen noudattamiseen, ja huolellinen perusteluvollisuus on ulotettavissa myös rikoshyödyn mittaamiseen. Myös tuomittavan vahingonkorvauksen suuruus on jätetty tietyin edellytyksin tuomioistuimen harkintaan tai arvioitavaksi. Vastaavilla edellytyksillä tuomioistuin harkitsee rikoksen tuottaman hyödyn määrän ottamalla huomioon rikoksen laatu, rikollisen toiminnan laajuus ja muut olosuhteet.⁵³

3.2 Taloudellisen hyödyn muodostuminen arvopaperimarkkinarikoksissa

Arvopaperimarkkinarikosten rikoshyödyn muodostumisen ja mittaamisen menetelmien tarkemman havainnollistamisen edellytyksenä on ymmärrys siitä, miten tulon- tai voitonmuodostus tai tappioiden välttäminen arvopaperimarkkinoilla on käytännössä toteutettavissa. Seuraavassa kuvataan arvopaperimarkkinoilla kaupankäynnillä saavutettavia tavanomaisia tulonmuodostuskeinoja. Pörssissä muodostuu tuloa arvopaperin omistajille myös liiketaloudellisilla perusteilla yhtiön tuloksen, investointien ja osingonjaon kautta tai lainamarkkinoilla velallisen maksaman koron muodossa, mutta näitä tulonmuodostustapoja ei tässä tutkielmassa käsitellä.

Arvopaperimarkkinoille on tyypillistä ajoittain huomattavatkin kurssien nousut ja laskut, ja usein ensimmäiset nähdään positiivisena ja jälkimmäiset negatiivisena. Arvopaperimarkkinoiden rakenne ja kaupankäynnin instrumentit ja tavat mahdollistavat kuitenkin voiton muodos-

⁵² Virolainen - Martikainen: Tuomion perusteleminen s. 23, 53, 495, 500-501.

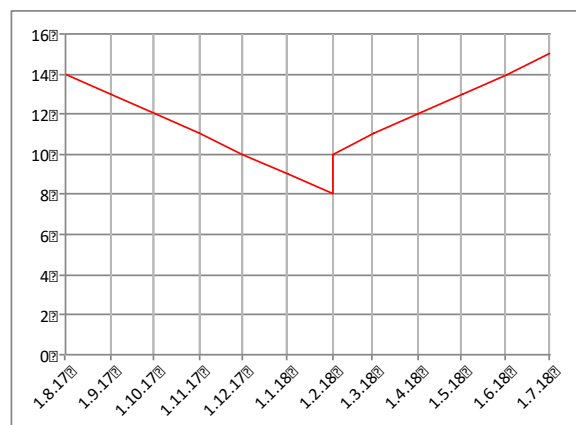
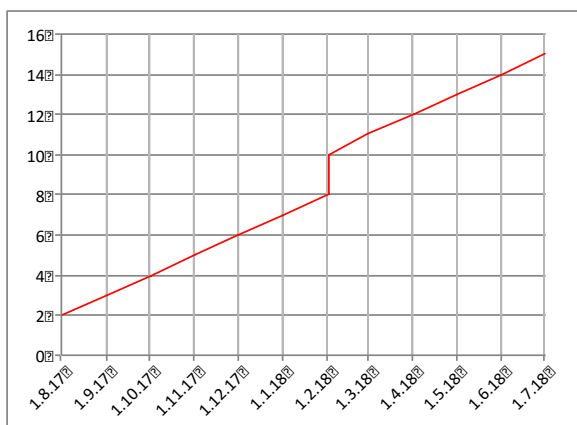
⁵³ Virolainen - Martikainen: Tuomion perusteleminen s. 481-482, 504.

tamisen sekä nousu- että laskumarkkinoilla. Tämän vuoksi myös arvopaperimarkkinarikoksissa taloudellinen hyöty voi muodostua monilla tavoilla sekä kurssinousussa että -laskussa. Tämä on huomioitava myös siksi, että arvopaperimarkkinarikoksissa taloudellisen hyödyn tavoittelu on olennainen osa syyllisyyden arviointia. Käytännössä sisäpiirikaupoilla, markkinoiden manipuloinnilla tai tiedottamisrikoksella voi hyötyä taloudellisesti joko saavuttamalla voittoa tai välttämällä tappiota seuraavilla tavoilla:

1) Positiivinen vaikutus kurssiin (kurssinousu):

Taloudellisesti voi hyötyä ostamalla kyseistä arvopaperia ennen tiedon julkistamista, oikaisua tai manipuloinnin paljastumista ja sitten hyötyä siitä joko pitämällä (arvopaperiomaisuuden arvo kasvaa) tai myymällä (luovutusvoitto) arvopaperi. Tähän voi vaikuttaa se, onko tiedon vaikutus pysyvästi positiivinen (esimerkiksi sisäpiirintieto) vai tilapäisesti positiivinen (manipuloitu tieto). Hyötyä voi saavuttaa oman yhtiön arvopaperin lisäksi myös ostamalla tai myymällä jotain toista arvopaperia joka on omaa arvopaperia koskevan positiivisen tiedon syy, esimerkiksi yrityskaupan kohdeyhtiön osake joka nousee tai laskee riippuen kaupan hyödyistä kohteelle. Arvopaperin haltija voi hyötyä taloudellisesti arvopaperin kurssinoususta myös käyttäessä sitä esimerkiksi yrityskaupan vastikkeena tai velan vakuutena.

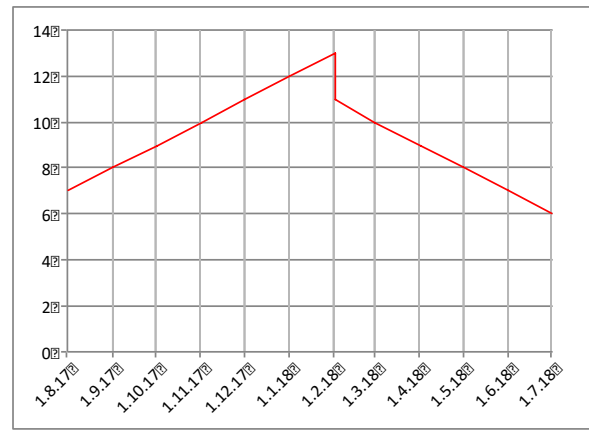
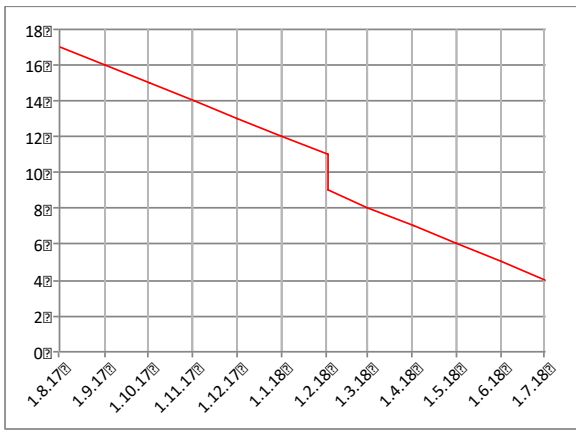
Alla olevissa lineaarisen funktion kuvaajissa kaavioissa 1 ja 2 havainnollistetaan teoreettisesti positiivisen sisäpiirintiedon paljastumishetkeä kahden yksikön positiivisella tai negatiivisella tasosiirtymällä kuvitteellisella hetkellä 1.2.18. Vasemman puoleisessa kaaviossa on käynnissä osakkeen kurssinousu, ja kuvaajasta voidaan havaita että käytännössä ainoa tapa tehdä voittoa sisäpiirintiedolla on osakkeen hankinta (osto) ennen tiedon julkistamista. Oikean puoleisessa kaaviossa on käynnissä kurssilasku, joka kääntyy tiedon myötä positiiviseksi. Tällöinkin todennäköisin tuloksetekotapa sisäpiirintiedolla on ostaa osakkeita. Huomioitavaa positiivisen sisäpiirintiedon vaikutuksessa on se, että sen avulla saavutettu tulokseteko on *voittoa*; se tuottaa oston jälkeen omaisuuden arvon kasvua, tai realisoinnin jälkeen myyntivoittoa.



2) Negatiivinen vaikutus kurssiin (kurssilasku):

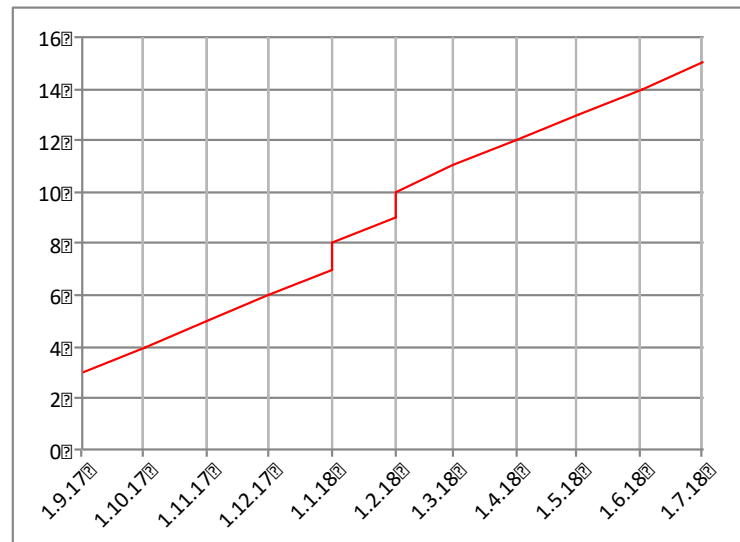
Taloudellista hyötyä voi saavuttaa myymällä kyseistä arvopaperia ennen tiedon julkistamista, oikaisua tai manipuloinnin paljastumista (luovutusvoitto tai vältetty tappio) ja/tai ostamalla myydyt osakkeet kurssilaskun jälkeen halvemmalla takaisin. Myynti voidaan tehdä siis lopullisesti, jolloin hyötyy myyntihinnan ja hankintahinnan erotuksen, tai myynti voidaan tehdä ”tilapäisesti” ostamalla myydyt osakkeet kurssipudotuksen jälkeen takaisin, jolloin hyötyy myyntihinnan ja takaisinostohinnan erotuksen. Tähän voi vaikuttaa se, onko tieto pysyvästi negatiivinen (esimerkiksi sisäpiirintieto) vai tilapäisesti negatiivinen (manipuloitu tieto). Kurssilaskulla hyötymistä voi tehdä tai tehostaa myös lainaamalla yhtiön osakkeita, myymällä ne korkeaan kurssiin ja ostamalla takaisin matalaan kurssiin, jonka jälkeen osakkeet palautetaan lainaajalle (shorttaus). Mahdollista on myös hyötyä oman yhtiön arvopaperin lisäksi ostamalla tai myymällä jotain toista arvopaperia joka on omaa yhtiötä koskevan negatiivisen tiedon syy (esimerkiksi yrityskaupan kohdeyhtiön osake joka nousee tai laskee riippuen kaupan hyödystä kohteelle). Kurssilaskusta voi hyötyä myös esimerkiksi verotuksellisesti.

Alla olevissa kaavioissa 3 ja 4 on kuvattu negatiivisen sisäpiirintiedon paljastumisen vaikutus osakkeen kurssiin kuvitteellisella hetkellä 1.2.18. Vasemman puoleisessa kuvaajassa on käynnissä osakkeen kurssilasku, ja julkaistu sisäpiirintieto laskee kurssia ennestään. Tilanteessa ainoat tavat hyötyä sisäpiirintiedosta ovat osakkeen myynti tai shorttaus. Oikeassa kaaviossa kurssinousu katkeaa negatiiviseen tietoon ja kääntää sen laskevaksi. Myös tässä tapauksessa ainoat tavat hyötyä ovat myynti ja shorttaus. Sisäpiirintiedon negatiivisessa vaikutuksessa huomioitavaa on se, että myynnillä saavutettu hyöty on *tappion välttämistä*; realisoinnin (myynnin) jälkeen osakkeen arvo alenee ja myynnin tehnyt osakas ei ole laskussa enää mukana. Sisäpiiriläinen ei ole kuitenkaan saavuttanut omaisuudelleen voittoa sisäpiirintiedon avulla. Vain mikäli osakas shorttaa suuremman määrän osakkeita kuin hänellä itsellään on hallussa, hän voi saada voittoa omien osakkeiden kurssilaskusta huolimatta. Tällä voitolla tulee myös pystyä kuittaamaan osakkeiden lainauksesta johtuneet kulut ja provisio.



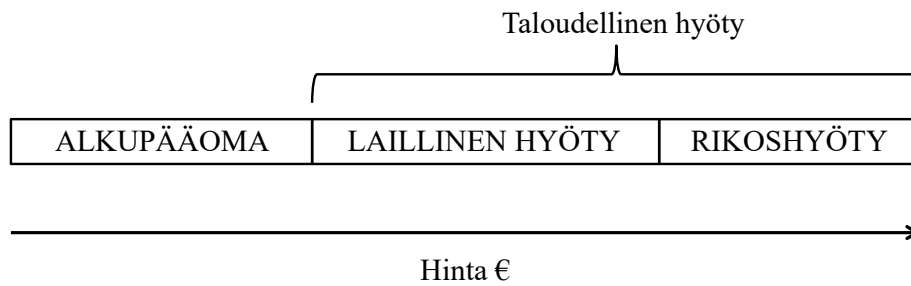
Kaavio 3 ja 4: Negatiivisen sisäpiirintiedon vaikutus kurssiin.

Lisäksi mikäli tapauksessa olisi useita rikoksen päättäviä tiedotteita, tulisi jokainen niistä laskea erikseen. Tätä havainnollistaa seuraava kuvaaja:



Kaavio 5: Sisäpiirintiedon julkitulo kahdella eri tiedotteella 1.1.18 ja 1.2.18.

Arvopaperimarkkinoilla harjoitettavalla sijoitustoiminnalla pyritään näin ollen saavuttamaan taloudellista hyötyä. Arvopaperimarkkinarikosten kohdalla taloudellinen hyöty on yläkäsite ja rikoshyöty alakäsite. Taloudellinen hyöty arvopaperimarkkinarikosten yhteydessä tuottaa yleensä sekä laillista taloudellista hyötyä, että taloudellista rikoshyötyä. Nämä kumpikin hyöty saavutetaan oletettavasti laillisesti hankitulla alkupääomalla. Tuomioistuimen tehtävänä on erottaa nämä kolme osatekijää toisistaan, ja niiden avulla voidaan rajata pelkkä rikoshyöty menetyksenä tuomittavaksi. Alkupääoma ja laillinen hyöty eivät ole rikoksella hankittuja, joten rikoshyötyä ei voida ulottaa niihin. Taloudellinen hyöty voi olla edellä kuvatusti positiivinen (voitto) tai negatiivinen (vältetty tappio). Asiaa voidaan havainnollistaa seuraavalla kaaviolla:



Kaavio 6: Hinnan muodostumisen osatekijät arvopaperimarkkinarikoksessa.

3.3 Lainopilliset rikoshyödyn mittaamenetelmät

Lainopillisilla rikoshyödyn mittaamenetelmillä tarkoitetaan oikeustieteellisessä tutkimuksessa esille tuotuja arvopaperimarkkinarikosten rikoshyödyn mittaamenetelmiä. Kurenmaa on väitöskirjassaan tarkastellut Suomen, Pohjoismaiden ja Britannian oikeuskäytäntöä, Yhdysvaltain lainsäädäntöä ja arvopaperimarkkinaviranomaisen käytäntöjä, sekä Yhdysvalloissa ja Italiassa esitettyjä akateemiseen tutkimukseen perustuvia menetelmiä. Käytännössä sisäpiiririkoksia koskevat rikoshyödyn mittaamenetelmät ovat tapauskohtaisesti sovellettavissa myös markkinoiden manipulointirikoksessa tai tiedottamisrikoksessa.⁵⁴ Myös Hakamies on kirjassaan kuvannut mittaamenetelmiä perustuen samoihin lähteisiin kuin Kurenmaa. Hakamies tuo lisäksi esille sen, että Rahoitustarkastus on eräissä arvopaperimarkkinarikoksissa ottanut tutkintapyyntöä tehdessään tai muuten esitutkintavaiheessa tai oikeudenkäynneissä kantaa siihen, miten rikoshyöty voitaisiin laskea. Nämä on tuotu oikeudenkäynneissä esille lähinnä asiantuntijatodistajan asemassa, eikä virallista nykyisen Finanssivalvonnan ohjetta arvonmäärityskäytännöistä ole julkaistu^{55,56}

Kurenmaan, Hakamiehen ja Rahoitustarkastuksen esiintuomat menetelmät ovat käytännössä hyvin samankaltaisia ja lähteet ovat yhteneväiset, lukuun ottamatta pieniä eroja heidän käyttämissään perusteluissa. Seuraavassa nämä menetelmät ja näkemykset on toiston välttämiseksi yhdistetty:

1) Sisäpiiriläisen kaupantekokurssin ja sisäpiirintiedon julkistamisen jälkeisen kaupantekokurssin erotus. Puutteena menetelmässä on se, ettei se ole tehokas jos sisäpiiriläinen myy arvopaperinsa huomattavasti sisäpiirintiedon jälkeen tai ei ollenkaan realisoi niitä. Tällöin on jopa mahdollista, että kaupasta saatu taloudellinen hyöty katoaa ajan kuluessa pois.

⁵⁴ Kurenmaa: Sisäpiirintiedon väärinkäyttö s. 267, 269-270.

⁵⁵ Tieto varmistettu Finanssivalvonnan arvopaperimarkkinarikoskesektorilta 2.8.2018.

⁵⁶ Hakamies: Taloudellisen hyödyn menettämisestä arvopaperimarkkinarikoksissa s. 83-84, 94-95.

2) Sisäpiirintiedon julkistamisen jälkeisen arvopaperin hinnan, ja sisäpiiriläisen arvopaperien keskihankinta- tai myyntihinnan välinen ero, ja tämä ero kerrotaan arvopapereiden määrällä (*potential deterministic disgorgement*). Rahoitustarkastuksen lisäyksessä tarkennetaan, että tiedotteessa tulee olla tullut julki kaikki sisäpiiriläisen hallussa ollut tieto. Julkaisupäivä on kyseinen päivä tai julkaisupäivää seuraavan päivän päätöskurssi. Hyödyn laskennassa ei huomioida yleistä tai toimialan indeksin kehitystä. Tämä menetelmä on myös Hakamiehen esittämä ehdotus arvopaperimarkkinarikoksissa hyödyn menettämisessä sovellettavaksi malliksi⁵⁷. Ongelmana tässä menetelmässä on se, jos sisäpiiriläinen on tehnyt hankintansa tai myyntinsä hyvissä ajoin ennen sisäpiirintiedon julkistamista, jolloin kyseisen arvopaperin tuottavuuteen ovat saattaneet vaikuttaa muutkin seikat kuin sisäpiirintieto.

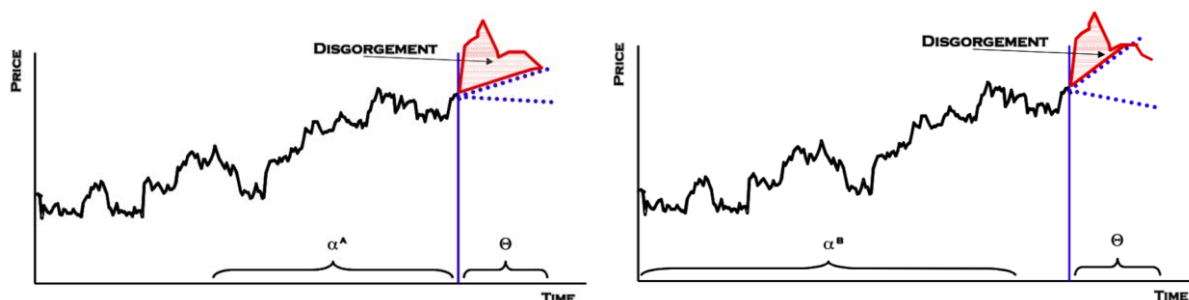
3) Rikoksen tuottamana hyötynä pidetään välittömästi tiedotteen julkistamista edeltävän kurssin ja tiedotteen julkaisupäivän päätöskurssin välistä erotusta. Tällä menetelmällä on mahdollista eliminoida muiden tietojen vaikutus arvopaperin hintaan.

4) Sijoituksen tuottavuuteen vaikuttavia muita tapahtumia pyritään arvioimaan vertaamalla arvopaperin hintakehitystä määrätyn referenssi-indeksin hintakehitykseen (*potential econometric disgorgement*). Mallia sovellettaessa määritellään esimerkiksi se, onko sisäpiirintieto ollut arvopaperin hintakehityksen kannalta merkitsevää tai onko sillä saatu epänormaalia tuottoa vertailuindeksiin nähden. Rahoitustarkastuksen mukaan hyödyn laskennassa huomioidaan osakkeiden kaupantekopäivän ja tiedotteen julkaisupäivän välisen ajanjakson yleisindeksin tai toimialaindeksin kehitys, jolloin osakkeen arvonmuutoksesta poistetaan yleisen kurssikehityksen tai indeksin vaikutusosuus. Malli ei kuitenkaan sovellu markkinoille jotka ovat epälikvidejä, tai jos on paljon listautuneita yhtiöitä joilla ei ole riittävän pitkää historiallista kaupankäynnin data-aineistoa. Myös relevantin vertailuindeksin määrittely voi olla ongelmallista.

5) Todennäköisyyslaskentaan perustuva malli, joka analysoi kaikki tulevat hintanäkymät määrittelemällä niille sopivat todennäköisyysmittarit perustuen sisäpiiriläisen strategiaan ja sen hetkiseen osakekurssiin (*potential probabilistic disgorgement*). Mallissa pyritään määrittelemään sisäpiirintiedon arvoa kullekin sisäpiiriläiselle erikseen sen perusteella, miten hyvää kaupankäyntistrategiaa hän tiedon vuoksi toteutti. Tämän tiedon perusteella päätellään vaihteluväli, mikä arvopaperilla olisi ollut mikäli sisäpiirintietoa ei olisi lainkaan ollut olemassa. Vaihteluväli on sitä kapeampi, mitä parempaa kaupankäyntistrategiaa hän toteutti, mitä hintatietoisemmin hän teki sisäpiirikauppaa, ja mitä paremmin hän tiesi että tietoa ei ole muiden hallussa. Näiden seurauksena sisäpiiriläinen tiesi parhaiten sisäpiirintiedon arvon olevan kor-

⁵⁷ Hakamies: Taloudellisen hyödyn menettämisestä arvopaperimarkkinarikoksissa s. 99-101.

kea. Sisäpiiriläisen tai satunnaisen muun vihjeensaajan saavuttaman taloudellisen hyödyn määrä on toteutuneen arvopaperin hintakehityksen ja mitatun vaihteluvälin ylä- tai alarajan erotuksen pinta-ala.



Kaavio 7 ja 8: Sisäpiiriläinen ja suurempi rikoshyöty vasemmalla, vihjeensaaja ja pienempi rikoshyöty oikealla. Sininen pystyviiva on tiedon julkituksen hetki, ja sinisellä katkoviivalla on merkitty arvioitu osakkeen hinnan vaihteluväli ilman sisäpiirintietoa.⁵⁸

Kuvioista voidaan havaita, että sisäpiiriläisen ostostrategiassa osakkeen arvon odotettu vaihteluväli on kapeampi ja matalampi, joten ero toteutuneen kurssivaihtelun ja vaihteluvälin ylärajan välillä (eli rikoshyöty) on suurempi. Vastaavasti satunnaisen vihjeensaajan strategiassa osakkeen arvon vaihteluväli on suurempi eli epävarmempi, eikä hän tiedä tarkasti vihjeen olevan arvokasta sisäpiirintietoa. Näiden seurauksena vihjeensaajan vaihteluväli on leveä ja toteutuneen kurssikehityksen ja vaihteluvälin ylärajan ero on pienempi, jonka tuloksena rikoshyödyn määrä on hänellä pienempi. Menetelmää voidaan pitää ongelmallisena muun muassa siksi, että se ei poista toteutunutta todellista rikoshyötyä, vaan rikoksenteikijälle rikoshetkellä lasketun odotettavissa olevan *ex ante* rikoshyödyn. Menetelmä myös olettaa hyvin vahvasti, että rikoksenteikijä kykenee toimimaan puhtaasti rationaalisesti ja maksimoimaan taloudellisen hyödyn optimaalista kaupantekostrategiaa noudattaen. Käytännössä tämä ei välttämättä ole mahdollista, esimerkiksi muun ajankäytön, kiinnijäämispelon tai sisäpiiriläisen käytössä olevan rahan määrän vaihtelun vuoksi.

6) Todellinen hankintahinta vähennetään siitä oletetusta hinnasta, joka osakkeesta olisi markkinoilla todennäköisesti maksettu mikäli markkinoilla olisi ollut käytettävissä samat tiedot kuin sisäpiiriläisellä. Tämän menetelmän epävarmuus perustuu siihen, miten arvioidaan se, millä tasolla arvopaperin hinta olisi todennäköisesti ollut jos sisäpiirintieto olisi ollut julkinen.

7) Rikoksen tuottamana hyötynä voidaan tuomita menetetyksi kaikki se hyöty, jonka vastaaja on hankkinut sinä aikana kun hän on rikkonut lakia. Tällöin tarkkaa kausaalisuhdetta rikoksen

⁵⁸ Minenna: Insider Trading, Abnormal Return and Preferential Information: Supervising through a Probabilistic Model s. 24-25.

ja hyödyn välillä ei edes vaadittaisi.^{59 60 61} Käytännössä tämä menetelmä konfiskoisi myös alkupääoman.

Menetelmät ovat osittain päällekkäisiä ja niitä voidaan käyttää myös yhdessä tai vain osittain. Menetelmissä 1, 2 ja 7 jätetään huomioimatta arvopaperin hintaan vaikuttavat muut mahdolliset markkinaheilahtelut. Menetelmissä 3-6 nämä muut vaikutukset pyritään huomioimaan ja poistamaan ne rikoshyödyistä.

3.4 Arvopaperimarkkinarikoshyöty oikeuskäytännössä

Suomen arvopaperimarkkinarikoksia koskevista oikeustapauksista on tässä tutkielmassa pyritty löytämään mahdollisimman kattavasti kaikki 1990-luvun lopulta alkaen ylimmissä oikeusasteissa käsitellyt arvopaperimarkkinarikosten rikoshyödyn mittaukset.⁶² Käsiteltävien kymmenen oikeustapauksen rikostapahtumat sijoittuvat aikavälille 1999-2006. Tapauksista pyritään hahmottamaan käytetyt mittausten menetelmät, päättelyketjut ja arvioinnit rikoshyödyn määrän selvittämisen osalta. TJ Group Oyj:n oikeuskäsittely on ainoa KKO:n ratkaisema arvopaperimarkkinarikos, jossa rikoshyödyn määrään on otettu kantaa, ja kyseinen yhtiö on alaluovassa 4.6 käytännössä sovellettavien arvonmääritysmenetelmien testauksen kohde.

3.4.1 TJ Group Oyj

TJ Groupin oikeudenkäynnissä yhtiön listalleottoesitteen⁶³ sisältämät tiedot katsottiin totuudenvastaisiksi ja harhaanjohtaviksi. Törkeää sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskevat syytteet perustuivat neljän syytetyn osakeannin yhteydessä toteuttamaan osakemyyntiin, ja syyttäjät vaati rikoshyötyä maksettavaksi. Oikeudenkäynneissä kuultiin asiantuntijoina viittä rahoitusalan professoria sekä kahta tilintarkastuksen asiantuntijaa^{64, 65}

Hovioikeuden mukaan osakkeiden myyntihinnasta tuli vähentää se määrä, jonka osakkeiden ostajat todennäköisesti olisivat osakkeista merkintähetkellä maksaneet, mikäli heillä silloin

⁵⁹ Häyrynen - Kurenmaa: Arvopaperimarkkinarikokset s. 134-135, 137-140.

⁶⁰ Kurenmaa: Sisäpiirintiedon väärinkäyttö s. 267, 269-270.

⁶¹ Hakamies: Taloudellisen hyödyn menettämisestä arvopaperimarkkinarikoksissa s. 64-69.

⁶² Oikeustapaukset on pyritty keräämään mahdollisimman kattavasti 1990-luvun lopulta alkaen julkisista internetin tietokannoista sekä yhteistyössä korkeimman oikeuden, Helsingin hovioikeuden, Turun hovioikeuden ja Helsingin käräjäoikeuden kirjaamon henkilökunnan kanssa keväällä-kesällä 2018.

⁶³ TJ Group Oyj Listalleottoesite 2.2.2000.

⁶⁴ Kuultavana kauppatieteiden professori Markku Koskela, laskentatoimen professori Jarmo Leppiniemi, rahoitustieteen professori Eva Liljebloom ja rahoituksen professori Vesa Puttonen. Esitetty liiketaloustieteen professori Teppo Martikaisen kirjallinen lausunto. Todistajina kuultu KHT-tilintarkastaja Harri Pärssinen ja Jukka Ylitalo.

⁶⁵ Helsingin käräjäoikeuden tuomio 26.1.2006, s. 13, 55, 57-59, 86-88, 94-95.

olisi ollut käytettävissään samat tiedot kuin yhtiön johdolla.⁶⁶ Hovioikeus katsoi, että TJ Groupin verrokkiyhtiöinä oli pidettävä viittä ruotsalaista⁶⁷ ja yhtä suomalaista⁶⁸ yhtiötä. Niiden kurssikehitys vuonna 2000 oli ollut yhtä voimakkaasti laskeva kuten TJ Groupinkin. Yhtiö oli ilmoittanut 26.4.2000 tuloksensa tappiollisuudesta riittävästi, jolloin voitiin verrata TJ Groupin antihintaa 17,60 euroa ja tulosvaroituksen antamispäivän 26.4.2000 kurssia. Tämä erotus on 10,95 euroa (17,60-6,65 euroa). Hovioikeus arvioi, että tästä osakkeen arvon muutoksesta noin 20 prosenttia on johtunut rikoksesta. Osakkeenostajat, jos heillä olisi ollut samat tiedot yhtiöstä kuin yhtiön johdolla, olisivat maksaneet osakkeesta 15,40 euroa. Rikoshyöty on siten 2,20 euroa osakkeelta eli kummankin syytetyn osalta 7 796 250 euroa.⁶⁹

KKO katsoi, ettei hovioikeuden tuomion syyksiluettuun menettelyyn perustuvaa rikoksen tuottaman hyödyn määrää ollut aiheutta arvioida toisin. Esittelijäneuvoksen eriävän lausunnon mukaan sisäpiirintiedon väärinkäyttöä koskeva sääntely merkitsee sitä, että sisäpiirintietoa saanut ei voi käydä kauppaa ennen kyseisen tiedon julkistamista. Tämän vuoksi yleistä kurssikehitystä ei tule ottaa arvioinnissa huomioon, vaan koko määrä tuomitaan rikoshyödyksi.⁷⁰

TJ Groupin tapauksessa tekoaika oli globaaleilla rahoitusmarkkinoilla hyvin poikkeuksellinen. Kyse oli hyvin spekulatiivisista markkinaolosuhteista, joissa edes normaalit tunnusluvut eivät enää ohjanneet sijoittajien toimintaa. TJ Groupin tuomiossa jää epäselväksi se, miten rikoshyöty on tarkkaan laskettu, ja miten päättely on edennyt. Hovioikeus on tuonut lopullisessa ratkaisussa esille vain ”noin 20 prosenttia”, ja KKO on sen vahvistanut. Ilmeisesti tähän on käytetty hyödyksi yleistä toimialan yhtiöiden kurssilaskua, mutta matemaattista päättelyketjua ei tuoda esille tai sitä ei ollut.

3.4.2 Jippii Group Oyj

Jippii Group Oyj:n tapauksessa syytettynä oli 19 johtohenkilöä ja kolme yhtiötä kirjanpitorikoksesta sekä arvopaperimarkkinarikoksista. Syytteen yhtenä perusteena oli totuudenvastaisen ja harhaanjohtavien tietojen antaminen yhtiön kolmessa pörssitiedotteessa. Syyttäjä vaati rikoksen tuottamana hyötynä valtiolle menetetyksi yhteensä 1 709 593 euroa.⁷¹

⁶⁶ Helsingin hovioikeuden tuomio 5.7.2007 s.174-175.

⁶⁷ Yhtiöt ovat Framfab, Icon Medialab, Adera (myöhemmin Addnobe), Cell Network/Mandator ja Information Highway.

⁶⁸ Satama Interactive sen listautumisen jälkeen.

⁶⁹ Helsingin hovioikeuden tuomio 5.7.2007 s.173-176. Huomioitavaa hovioikeuden rikoshyödyn määrän mittaamisessa on siinä piilevä pyöristysvirhe. Laskennallinen rikoshyödyn määrä ilmoitetuilla luvuilla per osake on 2,19 euroa (10,95 euroa * 0,2). Suhteellisesti virhe on pieni (1 sentsi) mutta tämän mittaluokan rikoshyödyn mittaamisessa se tekee absoluuttisesti 35 437,50 euroa, mikä on yhteissummasta huomattava.

⁷⁰ KKO 2009:1 s. 24-27, 33, 38.

⁷¹ Helsingin käräjäoikeuden tuomio 31.10.2007 s. 1, 14, 155, 167-168.

Hovioikeus arvioi hyödyn määrää KKO 2009:1 (TJ Group Oyj) ratkaisun pohjalta. Jippiin kurssi oli ennen 15.8.2001 annettua rikoksen päättävää tiedotetta ollut 2,32 euroa, josta se oli laskenut 16.8.2001 päätöskurssiin 1,10 euroon. Hovioikeus piti perusteltuna sitä, että 16.8.2001 päätöskurssia 1,10 euroa on pidettävä sinä kurssina, joka otetaan huomioon sisäpiirintiedon julkistamisen jälkeisenä päätöskurssina. Kurssilasku oli noin 53 prosenttia. Samaan aikaan NM-indeksin lasku oli 7,6 prosenttia. Hovioikeus katsoi, että sisäpiirintiedon vaikutus asiassa on ollut noin 45 prosenttia, ja rikoksella saadun hyödyn muodosti noin 45 prosentin osuus kauppahinnan ja päätöskurssin erotuksesta.⁷²

Kolmas hovioikeuskäsittely vertasi tarkemmin osakekurssia vertailuindeksiin (OMX Helsinki Cap indeksi), mutta hylkäsi kaikki syytteet.⁷³ KKO ei myöntänyt valituslupaa, joten tästä joulukuussa 2012 annetusta tuomiosta tuli lainvoimainen.

3.4.3 Oyj Liinos Abp

Tapauksessa oli kyse suomalaisen IT-alan pörssi-yhtiö Liinoksen käymistä neuvotteluista, joissa lopulta päätettiin sen koko osakekannan myymisestä norjalaiselle Visma ASA:lle. Liinoksen toimitusjohtajan katsottiin tienneen neuvotteluista jo 10.10.2001. Hän oli kuitenkin ostanut 5.11.2001 itselleen ja vaimolleen yhtiön osakkeita hintaan 1,8 euroa per osake. Lisäksi hän oli 28.11.2001 toimeksiantanut ostaa kahdelle yhtiön johtohenkilölle osakkeita hintaan 1,75-1,89 euroa per osake. Visman julkisesta ostotarjouksesta tiedotettiin 10.12.2001 klo 10:15. Liinoksen osakkeen kurssi nousi tiedotteen jälkeen 2,40 euroon. Yrityskauppa toteutui lopullisesti 22.1.2002. Kaikille syytetyille tuomittiin rikoshyöty menetettäväksi, ja summissa on laskumenetelmänä käytetty ostohinnan (noin 1,8 euroa) ja pörssitiedotteen jälkeisen hinnan (2,40 euroa) erotusta mikä on noin 0,6 euroa per osake.⁷⁴

Huomioitavaa tapauksessa on myös se, että toimitusjohtaja on sisäpiirintiedon aikana 31.10.2001 peruuttanut 9.10.2001 antamansa toimeksiannon myydä vaimonsa omistamia Liinoksen osakkeita 7000 kappaletta rajakurssina 2 euroa.⁷⁵ Hovioikeuden mukaan toimitusjohtaja on viimeistään 30.10.2001 tiennyt tulevasta koko osakekantaa koskevasta yrityskaupasta. Peruutus on siis tehty sisäpiirintiedon aikana ja on todettavissa, että mikäli toimeksianto olisi toteutunut, olisi myyjä hävinnyt ainakin 2 euron ja tiedotteen jälkeisen 2,4 euron hinnan erotuksen eli 0,4 euroa per osake. Toimeksiannon peruuttamalla on välttänyt ainakin 2800

⁷² Helsingin hovioikeuden tuomio 28.5.2009 s. 279.

⁷³ Helsingin hovioikeuden tuomio 21.12.2012 s. 238-239.

⁷⁴ Helsingin käräjäoikeuden tuomio 27.8.2008 s. 3, 16, 21, 26, 34.

⁷⁵ Helsingin käräjäoikeuden tuomio 27.8.2008 s. 16.

euron myyntitappion. Tekoaikana toimeksiannon muuttaminen ei vielä ollut kriminalisoitu, joten käräjä- tai hovioikeus ei ole ottanut tähän kantaa.⁷⁶

3.4.4 Nordic Aluminium Oyj

Tapauksessa oli kyse Nordic Aluminiumin suunnitellusta merkittävästä yrityskaupasta. Tuleva hallituksen puheenjohtaja oli tietoinen tulevasta yrityskaupasta helmikuussa 1999 ja hän oli 2.3.1999 hankkinut 15 000 Nordic Aluminiumin osaketta keskihinnalla 5 euroa, yhteishinnaltaan 75 000 euroa. Johtoryhmän jäsen oli ollut tietoinen yrityskaupasta jo lokakuussa 1998 ja hän oli ostanut 14.4.1999 puolisonsa nimiin 1600 osaketta keskihinnalla 5,5 euroa, eli yhteensä 8800 euron arvosta. Suunniteltu yrityskauppa toteutui 15.4.1999 ja tästä ilmoitettiin pörssitiedotteella samana päivänä klo 15:30. Tiedotetta edeltävän päivän 14.4. avauskurssi on ollut 5,4 euroa, ilmoituspäivän 15.4. päätöskurssi 6 euroa ja 7.6. hinta oli 7,2 euroa.

Käräjäoikeudessa tuleva hallituksen puheenjohtaja ja johtoryhmän jäsen tuomittiin sisäpiirintiedon väärinkäytöstä sakkoihin sekä palauttamaan valtiolle rikoshyödyn. Mittausmenetelmänä hyväksyttiin syyttäjän esittämä ostohinnan ja tiedon julkistamisen ja tasaantumisen jälkeinen 7.6.1999 pörssihinnan 7,2 euroa erotus, eli 2,2 euroa per osake. Hyvin erikoista käräjäoikeuden mittausmenetelmässä on huomattavan pitkän, yli seitsemän viikkoa eli 37 pörssipäivää kestäneen tasaantumisaajan huomioiminen sisäpiirintiedon siirtymiseksi osakkeen pörssihintaan.⁷⁷

Helsingin hovioikeus muutti tuomiota menettämisseuraamuksen osalta. Hovioikeus on tuonut esille Kurenmaan Sisäpiirintiedon väärinkäyttö -kirjasta sen, että muut vaikutukset arvopaperin kurssiin on eliminotavissa käyttämällä laskennassa välittömästi tiedon julkistamista edeltänyttä arvopaperin kurssia ja vertaamalla sitä tiedotteen jälkeiseen kurssiin. Hovioikeus vertasi tiedotetta edeltävän 14.4. päivän 5,5 euron päätöskurssia tiedotteen julkaisupäivää seuraavan päivän 16.4. päätöskurssia 6,34 euroa todeten rikoshyödyn olevan 0,84 euroa osaketta kohden. Tuomiossa huomioitiin myös osakkeen vaihtomäärä pörssissä kyseisinä ajankohtina. Tiedotteen julkaisemista edeltävänä päivänä vaihto on ollut 10 410 kappaletta ja tiedotetta seuraavana päivänä 56 630 kappaletta. Huhtikuun 1999 loppuun mennessä vaihtomäärä oli palautunut tiedotetta edeltäneelle tasolle. Laskelmassa ei huomioitu yleistä kurssikehitystä tai vastaajien hankintahintoja. Tästä tuomiosta tuli lainvoimainen.⁷⁸

⁷⁶ Helsingin hovioikeuden tuomio 14.9.2010 s. 31-33.

⁷⁷ Helsingin käräjäoikeuden tuomio 7.6.2004 s. 2-4, 17, 22.

⁷⁸ Helsingin hovioikeuden tuomio 21.12.2006 s. 4, 8.

3.4.5 HK Ruokatalo Group Oyj

Helsingin käräjäoikeudessa vuonna 2010 HK Ruokatalo Group Oyj:n (nykyinen HKScan Oyj) pääomistajaa LSO Osuuskuntaa ja kuutta sen johtoon kuuluvaa henkilöä syytettiin törkeästä sisäpiirintiedon väärinkäytöstä. Vastajaat olivat käyttäneet HK Ruokataloon liittyvää yrityskauppaa koskevaa sisäpiirintietoa hyväkseen ostaessaan tiedon saamisen jälkeen 9.8.-22.8.2006 LSO Osuuskunnalle yhteensä kolmen miljoonan euron arvosta lisää HK Ruokatalon osakkeita. LSO Osuuskunta oli saavuttanut taloudellista hyötyä 935 909 euroa. Summa muodostui yrityskaupasta annetun pörssitiedotteen päivän 10.11.2006 päätöskurssin ja osakkeiden ostohintojen erotuksesta. Käräjäoikeus on viitannut KKO 2009:1 (TJ Group) tapaukseen. Sisäpiirintiedon muodosti julkistamaton tieto, joka ei ole ollut markkinoiden käytettävissä ennen 10.11.2006. HK:n osakkeen kurssia oli siten verrattava hintaan välittömästi ennen tiedon julkistamista 9.11.2006 ja tiedon julkistamisen jälkeen 10.11.2006. Kurssi välittömästi ennen tiedon julkistamista oli 12,31 euroa ja kurssi tiedon julkistamisen jälkeen 12,65 euroa. Muutos on ollut siten 0,34 euroa eli 2,76 prosenttia. Rikoksen tuottama hyöty LSO Osuuskunnalle oli käräjäoikeuden tuomion mukaan 107 865 euroa.⁷⁹ Hovioikeus vetosi ostohetken ja rikoksen päättävän tiedotteen olevan yli kolme kuukautta jolloin kurssiin on saattanut vaikuttaa tuona aikana muutkin seikat. Nämä muut vaikutukset poistuvat verrattaessa kurssihintaa välittömästi ennen ja jälkeen tiedotteen.⁸⁰

3.4.6 Muut oikeustapaukset

Benefon Oyj -tapauksessa Helsingin käräjäoikeus tuomitsi helmikuussa 2007 vastaajan sisäpiirintiedon väärinkäytöstä viiden kuukauden ehdolliseen vankeuteen ja hänen edustamansa yhtiön korvaamaan rikoshyötynä 182 400 euroa. Käräjäoikeus on tuonut tuomiossa esille oikeuskirjallisuudesta Kurenmaan Sisäpiirintiedon väärinkäyttö –väitöskirjan. Käräjäoikeus piti selvitettyinä, että vastaajan hallussa on ollut syytteessä mainittuna tekoaikana 7.11.-21.11.2003 sisäpiirintieto, ja tieto on ollut markkinoiden käytössä vasta 9.2.2004. Tämän vuoksi todellisen rikoshyödyn määrä tulee laskea vertaamalla eri osakemyyntien hintoja 9.2.2004 osakkeen päätöskurssiin 0,30 euroa. Vastaja oli myynyt sisäpiirintiedon aikana useilla kaupoilla yhteensä 1 260 716 *Benefon Oyj* -osaketta hintaan 560 615 euroa. Myyntisumman ja osakkeiden päätöskurssin 9.2.2004 erotus oli 182 400 euroa, joka tuomittiin rikoshyötynä valtiolle menetetyksi.⁸¹ Yleistä kurssimuutosta ei huomioitu. Helsingin hovioikeus ei

⁷⁹ Helsingin käräjäoikeuden tuomio 20.12.2010 s. 1-2, 4, 6, 15, 17.

⁸⁰ Helsingin hovioikeuden tuomio 20.1.2012 s. 17-18.

⁸¹ Helsingin käräjäoikeuden tuomio 19.2.2007 s. 50-52.

muuttanut käräjäoikeuden tuomioita, eikä nähnyt tarvetta arvioida rikoshyödyn määrää toisin.⁸²

Tampereen Puhelin Oyj:n tapauksessa Helsingin käräjäoikeus tuomitsi kaksi meklaria sisäpiirintiedon väärinkäytöstä, kurssin vääristämisestä ja avunannosta kurssin vääristämiseen ja toimitusjohtajan sisäpiirintiedon väärinkäytöstä sakkoihin (680 euroa, 720 euroa ja 2640 euroa) sekä heidän edustamansa yhtiön Nordea Securities Oyj:n (silloinen Merita Pankkiiriliike Oyj) korvaamaan valtiolle taloudellisen hyödyn. Tapauksessa eri myyjätahot olivat myyneet sopimuskaupalla julkisen kaupankäynnin kohteena olevia Tampereen Puhelin Oyj:n osakkeita Helsingin Puhelin Oyj:n tehtyä ostotoimeksiannon yhteensä 4,1 miljoonasta osakkeesta korkeintaan 8,50 euron hintaan osakkeelta. Osakkeen hinnan lähtötaso oli osto 7,15 euroa ja myynti 7,23 euroa. Välittäjäliikkeen (Merita Pankkiiriliike Oyj) meklarin toimesta osakkeen hintataso vääristettiin kaupankäyntipäivänä 19.11.1999 nopealla kaupalla 14 sekunnin aikana 8,20 euroon osakkeelta, jolla hinnalla ostotoimeksianto toteutettiin. Myös Merita Pankkiiriliikkeen omaan salkkuun oli hankittu ennen kyseistä kaupankäyntipäivää Tampereen Puhelin Oyj:n osakkeita 50 000 kappaletta 7 euron kappalehintaan. Myös näistä osakkeista suurin osa (46 971 kappaletta) myytiin nopealla kaupalla 8,2 euron hintaan. Käräjäoikeuden mitaaman rikoshyödyn määrä on ollut hankintahinnan ja myyntihinnan erotus kerrottuna myytyjen osakkeiden määrällä. Hovioikeus säilytti myyntivoiton rikoshyödyn määrän samana.⁸³

Conventum Oyj:n tapauksessa Helsingin käräjäoikeus tuomitsi vastaajan sisäpiirintiedon väärinkäytöstä 29 260 euron sakkoihin, ja tuomitsi hänen edustamansa yhtiöt maksamaan rikoshyödyn valtiolle. Vastaaja Conventum Oyj:n hallituksen varapuheenjohtaja oli tullut tietoiseksi 29.3.2001 kyseisenä päivänä alkaneista neuvotteluista Conventumin ja Pohjola-Yhtymä Vakuutus Oyj:n liiketoimintojen yhdistämisestä osakkeiden vaihdolla. Vastaaja oli ostanut hallitsemiensa yhtiöiden kautta 29.3.-11.5.2001 lisää Conventumin osakkeita 177 900 kappaletta yhteensä 219 280 euron hinnalla. Yhtiöiden hallitukset hyväksyivät liiketoimintojen yhdistämisen 13.6.2001. Vaihtotarjouksen hyväksyvä Conventumin osakkeenomistaja sai 11,75 Conventum-osakkeella yhden Pohjolan B-sarjan osakkeen. Pohjolan B-osakkeen päätöskurssi 13.6.2001 oli 23,75 euroa, jolloin vaihtotarjouksessa Conventum-osakkeen hinnaksi tuli 2,02 euroa. Vastaajan hankkimien osakkeiden hinta vaihtotarjouksessa oli 359 358 euroa. Taloudellinen hyöty oli vaihtotarjoushinnan ja ostohinnan erotus eli 140 078 euroa. Yleistä

⁸² Helsingin hovioikeuden tuomio 31.12.2008 s. 9.

⁸³ Helsingin käräjäoikeuden tuomio 7.11.2002 s. 2-4, 41-42, 45-48 ja Helsingin hovioikeuden tuomio 31.5.2005 s.12, 14.

kurssimuutosta ei huomioitu.⁸⁴ Helsingin hovioikeus ei muuttanut käräjäoikeuden tuomiota rikoshyödyn määrän osalta.⁸⁵

Talentum Oyj:n tapauksessa hallituksen jäsen oli ostanut 3.5.1999 yhtiön osakkeita kun meillä oli neuvottelut yhteisyrityksen perustamisesta Sonera Oyj:n kanssa. Kyseessä oli 500 kappaletta jotka oli ostettu hintaan 12,70 euroa per osake. Vastaaja oli myynyt suuremman erän (3000 kappaletta) osakkeita 7.12.1999 hintaan 19 euroa per osake. Syyttäjä vaati sisäpiirintiedon väärinkäytöstä rikoshyötynä tuomittavaksi näiden erotuksen eli 6,3 euroa per osake yhteissummaltaan 3150 euroa. Lopullinen sopimus yhteisyrityksen perustamisesta allekirjoitettiin 22.6.1999 ja siitä annettiin pörssitiedote 23.6.1999 klo 9:15. Tiedon julkistamisajankohtana osakkeen kurssi heilui 16,20-14,90 euron välillä, ja syyttäjän mukaan kurssinousu painottuikin vasta loppuvuoteen 1999. Käräjäoikeus kuitenkin hylkäsi syytteet eikä rikoshyötystä tuomittu.⁸⁶ Hovioikeus ei muuttanut tuomiota.⁸⁷

Cencorp Oyj -tapauksessa yhtiö oli laiminlyönyt tiedottaa totuudenmukaisesti tuotekehityksestä ja taloudellisesta tilastaan syksystä 2005 alkaen. Vasta 17.8.2006 annettu tulosvaroitusta oli antanut julkisuuteen riittävät tiedot. Rikoshyödyn mittausmenetelmänä syyttäjä käytti joh-tohenkilöiden osakkeiden myyntihintoja vähennettynä tulosvaroituksen jälkeisellä hinnalla 0,61 euroa. Lisäksi syyttäjä on huomionnut Helsingin pörssin yleisindeksin muutoksen (noin 15%) myyntiajankohdan ja tulosvaroituksen ajalta, ja vähentänyt sen rikoshyödystä.⁸⁸ Käräjäoikeus kuitenkin hylkäsi kaikki syytteet⁸⁹ ja hovioikeus jätti vastaajat rangaistuksetta ja menettämisseuraamusvaatimukset hylättiin.⁹⁰

3.5 Käytettyjen rikoshyödyn mittausmenetelmien arviointia

Käsitellyistä oikeustapauksista voidaan yhteenvedona havaita, että niissä kaikissa on käytetty lähtökohta-arvona osakkeen omaa markkinahintaa. Tämä on tapahtunut havainnoimalla joko osakkeen markkinahinta pörssissä tietyinä ajankohtana, tai osakkeen hinta tehdyssä pörssi-kaupassa. Erilaisten lainopillisten mittausmenetelmien käyttö on kuitenkin hyvin hajanaista. Lähes kaikki alaluvussa 3.3 esitetyt lainopilliset rikoshyödyn mittaustavat ovat olleet käytös-

⁸⁴ Helsingin käräjäoikeuden tuomio 18.10.2006 s. 1-2, 8, 23.

⁸⁵ Helsingin hovioikeuden tuomio 31.12.2007 s. 13, 17, 19.

⁸⁶ Helsingin käräjäoikeuden tuomio 25.3.2003 s. 1, 4, 7-8, 11, 14.

⁸⁷ Helsingin hovioikeuden tuomio 3.5.2004 s. 6.

⁸⁸ Helsingin käräjäoikeuden tuomio 20.6.2013 s. 1, 3-8, 48.

⁸⁹ Helsingin käräjäoikeuden tuomio 20.6.2013 s. 53-58.

⁹⁰ Helsingin hovioikeuden tuomio 23.6.2016 s. 20-21.

sä, lukuun ottamatta todennäköisyyslaskentaan perustuvaa (menetelmä 5) ja kaiken hyödyn poistamista ilman kausaalisuhdetta (menetelmä 7).

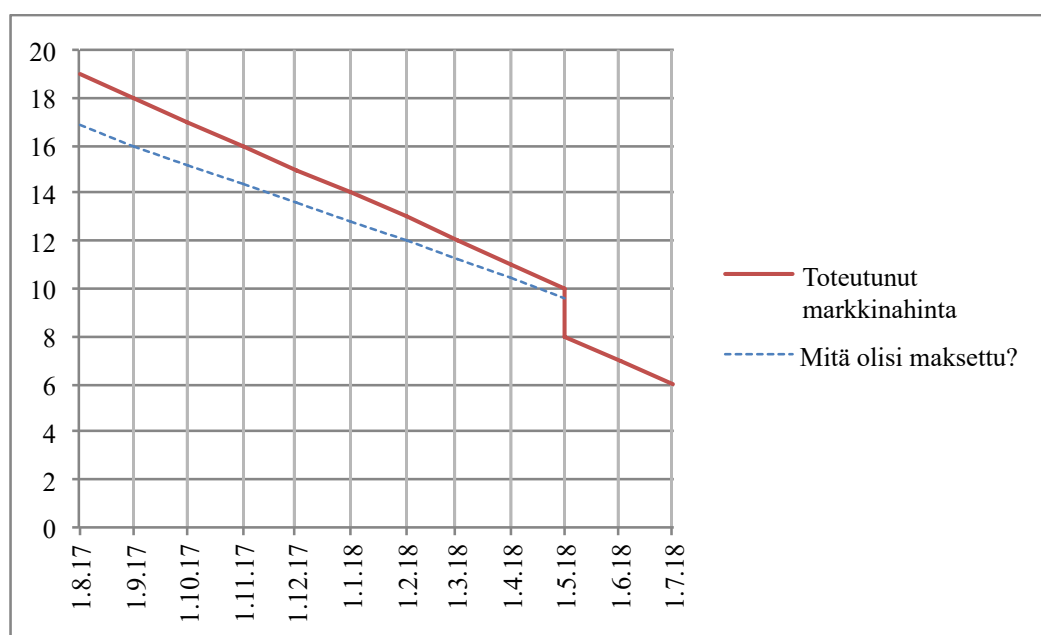
Seuraavassa taulukossa tarkastellaan oikeustapausten mittausmenetelmien arvioinnin kannalta huomionarvoisia osatekijöitä: taloudellisen hyödyn muodostumisen tapaa, toimeksiantoa sekä kurssia ennen ja jälkeen rikoksen. Taulukon ylärivin kolme viimeistä kohtaa ovat yleisen kurssivaihtelun tai markkinatilanteen huomioiminen, puhdas tuomioistuimen arvio määrästä ja muu on esimerkiksi Conventumin kohdalla vaihtotarjoushintaa. Suluissa ovat seikat, jotka on mittauksen osalta tuotu tuomiolauselmassa esille, mutta niiden vaikutusta ei ole tuloksessa havaittavissa (esimerkiksi TJ Group yleisen kurssivaihtelun huomioiminen).

Yhtiö	Taloudellinen hyöty		Toimeksianto		Rikoksen päätyminen		Kurssi- vaihtelu	Arvio	Muu
	Voitto	Vältetty tappio	Osto	Myynti	Kurssi ennen	Kurssi jälkeen			
TJ Group		X		X	(X)	X	(X)	X	
Jippii Group		X		X		X	X		
Benefon		X		X		X			
Conventum	X		X						X
Nordic Aluminium	X				X	X			
Tampereen Puhelin	X		X	X					
Liinos	X		X			X			
HK	X				X	X			
Talentum	X		X	X					
Cencorp		X		X		X	X		

Taulukko 2: Mittausmenetelmien osatekijät oikeustapauksissa.

TJ Groupin tapauksessa on huomioitu mittauksen kannalta relevantteja asioita, mutta hyödyn määrä on silti *arvioitu* myyntihinnan ja rikoksen päättävän kurssin erotuksesta. Kurssivaihtelun huomioimisen tapa tai määrä jäävät arvoitukseksi. Jippii Group, Benefon, Liinos ja Cencorp ovat mitattu vastaavalla menetelmällä, Jippiissä ja Cencorpissa myös yleinen markkinavaihtelu on huomioitu. Conventumissa osto- ja vaihtotarjoushinnan erotus on selkeä rikoksella tavoitellun päämäärän kannalta, tosin yleistä kurssivaihtelua ei ole huomioitu. Nordic Aluminium on tapauksista yksi ongelmallisimpia, koska syyllisten eriäviä hankintahintoja ei ole huomioitu. Rikoshyöty per osake (0,84 euroa) on kummallekin sama, vaikka toinen on saavuttanut alemmalla ostohinnalla enemmän taloudellista hyötyä. Mikäli mittaustapa olisi ollut ostohinnan ja rikoksen päättymisen jälkeisen kurssin erotus, olisi toiselle tuomittu rikoshyöty ollut 0,5 euroa enemmän per osake. Pelkkään kurssimuutokseen perustuvaa menetelmää on käytetty myös HK -tapauksessa, mutta ongelma ei siinä aktualisoidu koska tekijöitä on vain yksi (LSO Osuuskunta). Tampereen Puhelin ja Talentum oikeudenkäynneissä on käytetty myynti- ja ostohinnan erotusta, jonka vuoksi kummassakaan yleistä kurssivaihtelua ei ole huomioitu.

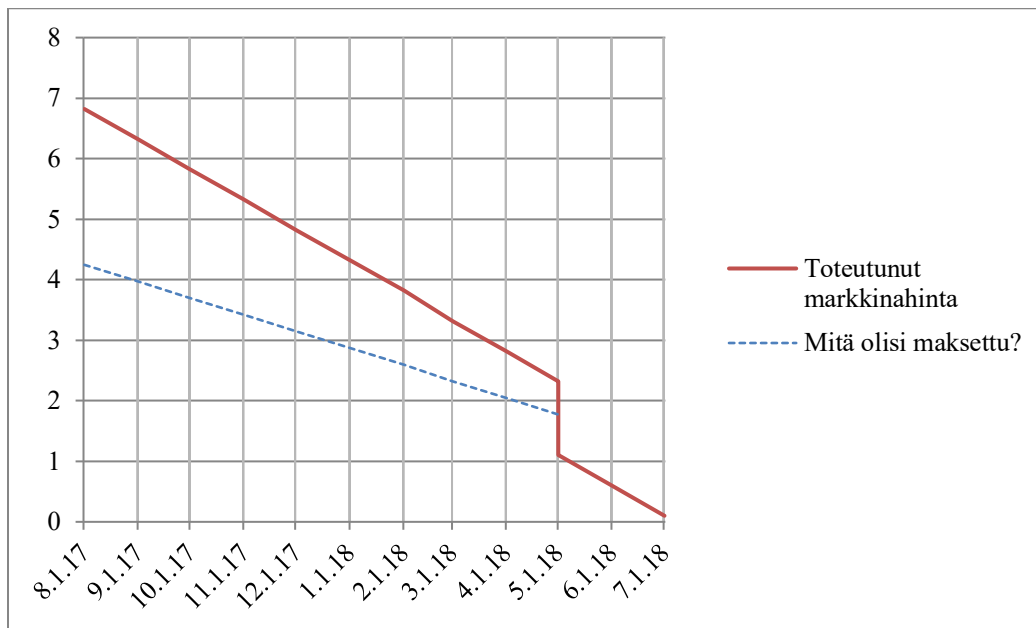
Oikeuskäytännössä ja lainopillisessa tutkimuksessa on havaittavissa rikoshyödyn rajaamisessa kaksi pääsuuntausta: osto- ja myyntihinnan erotukseen perustuva lainopin menetelmä 1 (esimerkiksi Tampereen Puhelin) tai pelkkään osakkeen kurssimuutokseen perustuva menetelmä 3 (esimerkiksi Nordic Aluminium). Lisäksi esiintyy näiden välimuotoa, jossa on käytetty osto- tai myyntihinnan ja rikoksen kurssivaikutuksen päättymisen hintojen erotusta eli lainopin menetelmää 2 (esimerkiksi Liinos ja Jippii Group). TJ Groupin tapauksessa myyntihinnan ja rikoksen jälkeisen hinnan erotuksesta arvioitiin rikoshyödyksi 20 prosenttia. Kyseistä hovioikeuden esittämän mittausmenetelmän soveltamista voidaan havainnollistaa kuvaajalla:



Kaavio 9: TJ Group -oikeudenkäynnissä esitetyn rikoshyödyn mittausmenetelmän sovellus.

Kuvaajassa rikoshyöty, eli punaisen viivan ja sinisen katkoviivan väliin jäävä alue, olisi pitkän aikaa ajassa taaksepäin mentäessä pienempi kuin rikoksen aiheuttama absoluuttinen kurssipudotus. Mikäli sisäpiiriläinen ostaisi juuri ennen tiedon paljastumista, ja laskutapana käytettäisiin myyntihinnan ja rikoksen jälkeisen hinnan erotusta, olisi rikoshyöty viisinkertainen TJ Groupin tapauksessa käytettyyn mittausmenetelmään verrattuna. Kyseisen oikeustapauksen mittausmenetelmä näyttääkin hyvin varovaiselta.

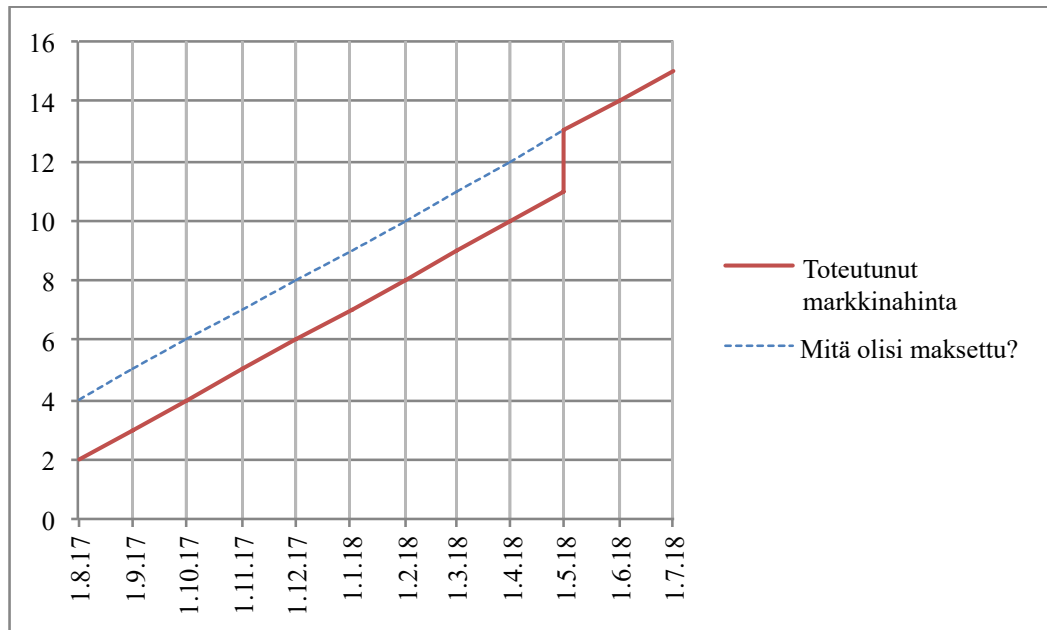
Jippii Group -tapauksessa kurssipudotus oli 53 prosenttia ennen ja jälkeen rikoksen päättymisen, ja kyseisestä prosenttiluvusta hovioikeus vähensi normaalina kurssivaihteluna indeksin samanaikaisen pudotuksen 7,6 prosenttia, jolloin rikoksesta johtuva pudotus oli noin 45 prosenttia. Myyntihinnan ja rikoksen jälkeisen hinnan erotus kerrottiin kurssimuutoksen prosenttikertoimella (0,45). Kuvaajassa mittaustapa on havainnollistettavissa seuraavasti:



Kaavio 10: Jippii Group -oikeudenkäynnissä esitetyn rikoshyödyn mittaamenetelmän sovellus.

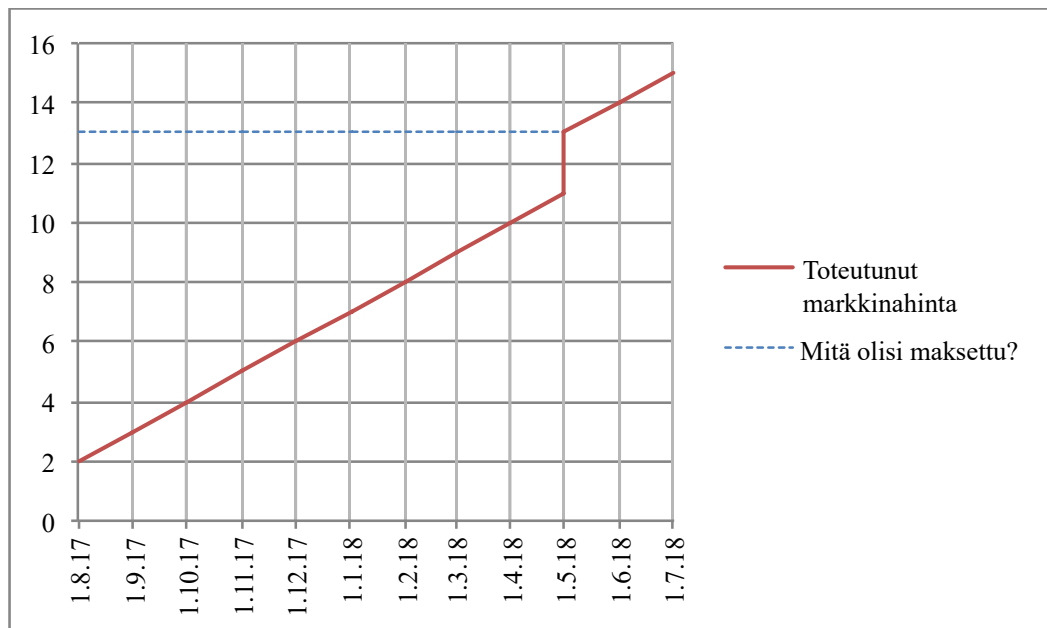
Kyseisessä hovioikeuden mittaamenetelmässä on kaksi ongelmaa. Ensinnäkin käytetty laskutapa on karkea vähennyslaskulla saavutettu *prosenttiyksiköiden erotus* ($53-7,6 \approx 45$). Oikea tapa olisi käyttää prosenttilaskua, varsinkin kun kyseessä on 1,7 miljoonan euron kokonaisrikoshyöty ja prosenttilasku on myös hyvin yksinkertainen laskutoimitus. Tiedotteen antopäivänä ilman sisäpiirintiedon paljastumista kurssi olisi pudonnut indeksin mukaan 7,6 prosenttia, eli osakkeen hinta olisi pudonnut normaalitilanteessa noin 2,14 euroon. Tuosta luvusta kurssipudotus 1,1 euroon on 48,68 prosenttia. Toiseksi käytännön ongelma tässä mittaustavassa ilmeni tilanteessa, jossa henkilö olisi myynyt osakkeita vähän ennen tiedon julkistamista. Tällöin välittömästi toteutunut rikosvaikutus olisi kurssipudotus vähennettynä normaalilla kurssivaihtelulla, eli 48,68 prosenttia ja euromääräisesti $2,14-1,1=1,04$ euroa per osake. Tässä vaiheessa menetelmän soveltamista tämä summa on selvästi vahvassa kausaalisuhteessa rikoksen aiheuttamaan kurssimuutokseen. Kuitenkin seuraavaksi hovioikeuden mukaan tämä summa kerrotaan vielä sen prosenttikertoimella 0,4868; jolloin rikoshyöty olisikin noin 0,51 euroa. Loogisesti pätevää kausaliteettia rikoksen paljastavan kurssimuutoksen ja jälkimmäisen kertolaskun välillä ei ole havaittavissa.

Suurimmassa osassa tapauksista on huomioitu osto- tai myyntihinta, mutta HK ja Nordic Aluminium -tapauksissa se on jätetty kokonaan huomiotta. Sijoitustoiminnassa alemmalla ostohinnalla ostanut saavuttaa kiistatta enemmän taloudellista hyötyä, mutta tämän mittaamenetelmän mukaan rikoshyöty ei vastaavasti kasva. Näissä kahdessa oikeustapauksessa lainvoiman saavuttanut rikoshyödyn määrä on absoluuttisesti sama riippumatta kauppahinnasta:



Kaavio 11: Nordic Aluminium ja HK Group -oikeudenkäynneissä esitetyn rikoshyödyn mittaamenetelmän sovellus.

Liinosta koskevassa lainvoimaisessa tuomiossa rikoshyötynä on mitattu koko ostohinnan ja rikoksen jälkeisen hinnan erotus:



Kaavio 12: Liinos -oikeudenkäynnissä esitetyn rikoshyödyn mittaamenetelmän sovellus.

Liinos-tapauksessa käytettyä rikoshyödyn mittaustapaa voidaan pitää hyvin ankarana, koska normaali osakkeen kurssivaihtelukin on tuomittu rikoshyötynä menetettäväksi. Tuomioistuin on menetellyt samoin Benefon tapauksessa. Näissä kummassakin tapauksessa vain hankintahinnasta koostuva alkupääoma on tulkittu laillisesti hankituksi.

Rikoshyödyn mittausmenetelmät lainopissa ja oikeuskäytännössä ovat edellä kuvatusti hyvin hajanaisia. Rahoitustieteen arvonmäärittämissä käytännöissä on tuonutkin esille oikeustieteen tutkijoista ainakin Norros käsitellessään vahingonkorvausoikeudellista osakkeen arvonmäärittäystä.⁹¹ Seuraavaksi käydään läpi keskeinen rahoitusteoria ja siihen perustuvat osakkeen arvonmäärittämissä menetelmät.

4 Arvopaperimarkkinat ja arvonmäärittäminen rahoitusteoriassa

4.1 Rahoitustiede ja rahoitusteoria

Tässä luvussa rikoshyödyn mittaukseen olennaisesti liittyvää yhtiön osakkeen arvonmäärittämistä tutkitaan yleisesti kauppatieteisiin ja tarkemmin rahoituksen tieteenalaan kuuluvaan moderniin rahoitusteoriaan⁹² perustuvien yrityksen arvonmäärittämissä menetelmien avulla. Monet modernin rahoitusteorian taustakäsitteet (esimerkiksi vaihdanta, markkinat ja hinta⁹³) sekä teoriat (esimerkiksi markkinoiden tehokkuus, yrityksen teoria⁹⁴) on johdettu taloustieteestä. Rahoituksen oppiaineeseen liitetään usein laskentatoimi, ja ne esitetään hyvin monissa yhteyksissä yhdessä⁹⁵. Rahoituksen oppiaineessa keskitytään pääosin yritysten rahoituksen tutkimukseen velan tai oman pääoman muodossa. Laskentatoimissa tuotetaan informaatiota yrityksen johdolle sekä yrityksen ulkopuolisille sidosryhmille, esimerkiksi omistajille ja velkahoitajille. Tästä johtuen sekä rahoituksen että laskentatoimen oppiaineissa kohdataan yhtiön tai yhtiön osakkeen arvonmäärittämissä ongelma: yrityksen tai yksityishenkilön rahoitussuunnittelussa ostettavan yrityksen tai osakkeen arvonmäärittäminen on välttämätöntä tuoton laskemiseksi sijoitukselle. Tämä tapahtuu ostettavan yhtiön tilinpäätösten, tiedotteiden ja yrityskauppoihin tai pörssiin perustuvaa markkinahintaa analysoimalla.⁹⁶ Hyvin todennäköisesti yrityksen ja sen osakkeen arvonmäärittämissä ongelma ja menetelmät ovat vahvimmin akateemisesti tutkittu juuri talous- ja rahoitustieteen aloilla. Tämän vuoksi on perusteltua syytä olettaa, että arvopaperimarkkinarikosten rikoshyötyyn liittyvä osakkeen arvonmäärittämissä prosessi ei voi kokonaan jättää huomiotta yleisesti akateemisessa tieteellisessä tutkimuksessa sekä rahoitusviranomaisissa tunnustettuja yhtiön tai osakkeen arvonmäärittämissä käytäntöjä.

⁹¹ Norros: Vahingonkorvaus arvopaperimarkkinoilla s. 224, 230-237.

⁹² Knüpper - Puttonen: Moderni rahoitus s.13.

⁹³ Pekkarinen - Sutela: Kansantaloustiede s. 60-61.

⁹⁴ Pohjola: Taloustieteen oppikirja s. 63-64, 67-69.

⁹⁵ Esimerkiksi Turun kauppakorkeakoulussa oppiaineen nimi on ”laskentatoimi ja rahoitus”.

⁹⁶ Ikäheimo et. al.: Laskentatoimi ja rahoitus s. 9-10.

Tässä luvussa esiteltävät teoriat ja arvonmäärittämenetelmät on rajattu akateemisessa talous- ja rahoitusteoriaan liittyvässä tutkimuksessa yleisesti käytössä oleviin tyypillisimpiin yrityksen tai osakkeen arvonmäärittämenetelmiin. Nämä menetelmät perustuvat arvonmäärittästä koskevaan talous- ja rahoitusteoriaan ja kansainvälisiin arvonmäärittäskäytäntöihin sekä kansainvälisiin International Valuation Standards -arvonmäärittästandardeihin⁹⁷. Yleiset yhtiön ja osakkeen arvonmäärittämenetelmät perustuvat ja ovat johdettavissa modernista rahoitusteoriasta, jota avataan seuraavaksi tarkemmin.

4.2 Modernin rahoitusteorian taustaoletukset

Yrityksen johdon tavoitteeksi on rahoitustutkimuksessa esitetty useita vaihtoehtoisia päämääriä⁹⁸ liittyen yrityksen tekemään voittoon, kasvuun tai markkina-arvoon. Modernin rahoitusteorian mukaan yrityksen johdon tärkein tavoite on yrityksen osakkeiden hinnan kasvattaminen. Tämä yhdysvaltalaisilta markkinoilta 1990-luvulla alkanut teoria markkina-arvon maksimoinnista yritysten johdon päämääränä on 2000-luvulla saavuttanut näkyvän roolin myös eurooppalaisessa yrityskulttuurissa. Omistajalähtöiselle johtamiskulttuurille on ominaista se, että yritysjohto pyrkii toiminnallaan järjestelmällisesti lisäämään yrityksen markkina-arvoa. Toisaalta myös yhtiön omistajat pyrkivät avoimesti kannustamaan yritysjohtoa osakkeen hinnan nostamiseksi. Vaikka markkina-arvon maksimoinnin tavoitteen on havaittu kasvattavan yrityksen arvoa pitkällä aikavälillä, on sen arvioitu luovan myös useita ongelmia. Lukuisat rahoitustutkijoiden toteuttamat tutkimukset osoittavat, että yritysjohto pyrkii vaikuttamaan eri toimillaan yrityksen tulokseen positiivisesti kullakin tulosraportointihetkellä. Yritysjohto muun muassa voi jaksottaa myyntejä, lykätä maksuja sekä viivästyttää tai jouduttaa markkinointikampanjoita. Lisäksi kaikki sallittavat laskentatoimen tulosvaikutteiset jaksotukset ovat aktiivisessa käytössä. Tämän tyyppisen lyhytnäköisen toiminnan voidaan ajatella olevan jopa ristiriidassa markkina-arvon johtamisen ideologian kanssa.⁹⁹

Rahoitusmarkkinoiden perustehtävä on ohjata rahoituksen yli- ja alijäämiä mahdollisimman tuottaviin investointikohteisiin. Oman pääoman ehtoista rahoitusta voidaan hankkia joko yri-

⁹⁷ International Valuation Standards on kansainvälisen, riippumattoman International Valuation Standards Councilin tuottamat arvonmäärittästandardit (www.ivsc.org). Suomen kiinteistöarviointiyhdistys ry on julkaissut IVS-standardeista suomenkielisen käännöksen vuonna 2013 (www.skayry.fi).

⁹⁸ Näitä ovat yrityksen arvon maksimointi, yrityksen markkina-arvon eli osakekurssin maksimointi, yrityksen voiton maksimointi, yrityksen varallisuuden arvon maksimointi, liikevaihdon maksimointi, yrityksen jatkuva kasvu tai näiden tekijöiden yhdistelmä. *Martikainen - Vaihekoski*: Yritysrahoituksen perusteet s. 10, 13.

⁹⁹ *Martikainen - Vaihekoski*: Yritysrahoituksen perusteet s. 10, 13 ja esimerkiksi *Niskanen - Niskanen*: Yritysrahoitus s. 14-15. Omistajalähtöisestä johtamisesta lisää esimerkiksi *Knüpfer - Puttonen*: Moderni rahoitus s. 17-24.

tyksen ulkopuolelta kerättävänä osakepääomana, tai yrityksen sisäisenä tulorahoituksena eli kannattavan liiketoiminnan synnyttäminä voittoina. Yritys voi hankkia ulkopuoleltaan tulevaa oman pääoman ehtoista rahoitusta järjestämällä osakeannin, jolloin sijoittajat maksavat yritykselle osakkeista osakeantiehtojen mukaisen hinnan. Näin yritykset hankkivat ensisijaismarkkinoilla rahaa investointiensä tekemiseen. Sijoittajilla tulee kuitenkin olla mahdollisuus halutessaan myös vaihtaa osakkeensa takaisin käteiseksi. Tämä tapahtuu myymällä osakkeet toisille sijoittajille toissijais- eli jälkimarkkinoilla. Hyvin toimivat jälkimarkkinat mahdollistavat ensisijaismarkkinoiden toimivuuden, sillä ilman jälkimarkkinoita sijoittajien olisi vaikeaa päästä halutessaan sijoituksesta eroon. Tällöin myös yritysten olisi vaikeaa laskea osakkeita liikkeelle ensisijaismarkkinoilla, sillä sijoittajia ei kiinnostaisi merkitä eli ostaa epälikvidejä osakkeita¹⁰⁰. Toimivat jälkimarkkinat ovat siis myös yritysten näkökulmasta erittäin tärkeitä.¹⁰¹

Rahoituksen välittäjäkanavana toimimisen ohella rahoitusmarkkinoilla on muitakin tehtäviä. Ne toimivat myös informaation välittäjinä. Esimerkiksi osakemarkkinat kertovat reaaliaikaisesti, miten sijoittajat arvostavat yritystä ja miten yritysjohto on onnistunut tehtävässään. Yrityksen osakkeiden hintojen nousu on osoitus siitä, että sijoittajien arviot yrityksen tulevaisuudennäkymistä ovat parantuneet. Vastaavasti osakkeiden hintojen lasku osoittaa sijoittajien arvioivan yrityksen tulevaisuuden odotusten muuttuneen negatiiviseen suuntaan. Rahoitusmarkkinat tarjoavat myös kanavan yritysten eri rahoitusmuotojen hinnoittelulle. Yrityksen toteuttaessa rahoituspäätöksiään tai sijoittajan sijoituspäätöksiään on erittäin tärkeää että rahoitusmarkkinat välittävät pääomia rahoituksen tarjoajilta rahoitusta tarvitseville sekä hinnoillaan että operatiivisilta kustannuksiltaan tehokkaasti. Teoreettisesti ihanteelliset, täydelliset rahoitusmarkkinat tarjoavat peruskäsitteistön, jonka valossa voidaan arvioida sitä, miten tehokkaasti rahoitusmarkkinat toimivat. Tällaisille markkinoille voidaan Martikaisen ja Vaihekosken mukaan esittää neljä välttämätöntä vaatimusta:

1. Markkinat ovat kitkattomat. Markkinoilla ei ole veroja eikä välityspalkkioita ja kaikki sijoituskohteet ovat täysin jaettavissa ja markkinoitavissa ilman rajoittavia säännöksiä.
2. Tuote- ja arvopaperimarkkinoilla vallitsee täydellinen kilpailu. Tuotemarkkinoilla tämä merkitsee sitä, ettei ole monopoleja. Arvopaperimarkkinoilla tämä merkitsee sitä, että kaikilla sijoittajilla on samanlainen mahdollisuus käydä kauppaa markkinahintaan.

¹⁰⁰ Oikeustaloustieteessä tästä käytetään käsitettä varallisuusosoikeuksien *siirtokelpoisuus* tehokkaan varallisuusosoikeusjärjestelmän edellytyksenä. Varallisuusosoikeuden haltijalla on oltava mahdollisuus luovuttaa myymällä tai muutoin kohteena oleva omaisuus jollekulle toiselle. Tällöin varallisuus voi päätyä sitä eniten arvostavalle taholle, jolloin voimavarat voivat allokoitua tehokkaasti. *Määttä*: Oikeustaloustieteen perusteet s. 113.

¹⁰¹ *Martikainen - Vaihekoski*: Yritysrahoituksen perusteet s. 14-15, 17-19.

3. Markkinat ovat informatiivisesti tehokkaat. Tällöin informaatio on maksutonta ja tavoittaa kaikki sijoittajat samanaikaisesti.

4. Kaikki sijoittajat maksimoivat rationaalisesti omat hyötynsä ja sijoittajat pitävät suurempaa rahamäärää parempana kuin pienempää.

Edellä olevat oletukset ovat teoreettisia eivätkä toteudu käytännössä millään markkinoilla. Kyseiset ihannemarkkinat luovat kuitenkin hyvän pohjan todellisten markkinoiden tehokkuuden arvioinnille. Kaikki poikkeamat täydellisten markkinoiden oletuksista merkitsevät etäännyttämisestä tehokkaista rahoitusmarkkinoista. Markkinoiden voidaan katsoa toimivan tehokkaasti silloin, kun ne heijastavat täydellisesti ja välittömästi kaikkea hinnanmuodostusprosessin kannalta olennaista tietoa.¹⁰²

Rahoitusmarkkinoiden toiminnan näkökulmasta tärkein tehokkuuden määritelmä on arvopapereiden hinnoittuminen ja informatiivinen tehokkuus. Informatiivisesti tehokkailla markkinoilla arvopaperit hinnoittuvat viiveettä oikein. Siten tehokkuuden määritelmä mittaa sitä, missä määrin ja kuinka nopeasti saatavilla oleva informaatio heijastuu arvopapereiden hintoihin. Näiden tehokkuuden määritelmien lisäksi markkinoiden tehokkuutta määrittää talusteoreettinen käsite yhden hinnan laista (Law of One Price), jonka mukaan yhdenvertaisten arvopapereiden on hinnoituttava tehokkailla markkinoilla yhdenmukaisesti. Tämä määritelmä johtaa rahoitusmarkkinoilla tehokkuutta tärkeästi kuvaavaan ilmentymään arbitraasin¹⁰³ mahdollisuudesta. Jos markkinat eivät ole tehokkaat, sijoittaja voi muodostaa riskittömän position (ostaa alhaisempaan hintaan ja samanaikaisesti myydä kalliimpaan hintaan) ja saada hyödyn hinnoittumisessa ilmenneestä tehottomuudesta. Markkinat voivat toimia tehokkaasti, vaikka ne eivät olisikaan täydelliset. Niinpä jos monopoliyrityksen osakkeet ovat noteerattuina pörssissä, niiden hinnoissa voi näkyä kaikki olennainen tieto.¹⁰⁴

Knüpferin ja Puttosen mukaan rahoitusmarkkinoiden tehokkuus ei edellytä, että arvopaperin markkinahinta olisi kokoajan sama kuin sijoituksen todellinen arvo. Markkinoiden tehokkuus tarkoittaa, että markkinahinnan poikkeamat todellisesta arvosta ovat satunnaisia. Markkinahinta voi olla oikean arvon ylä- tai alapuolella, mutta näiden poikkeamien tulee olla sattumanvaraisia ja siten mahdottomia ennustaa. Tehokkaat markkinat voidaan nähdä itsensä korjaava-

¹⁰² *Martikainen - Vaihekoski*: Yritysrahoituksen perusteet s. 14-15, 17-19, lisää markkinoiden informaatiotehokkuudesta esimerkiksi *Niskanen - Niskanen*: Yritysrahoitus s. 37-39 ja *Kallunki - Niemelä*: Osakkeen arvonnäytä s. 243-250.

¹⁰³ Arbitraasilla tarkoitetaan riskittömien voittojen tekemistä markkinoiden virheellisiä hintoja hyväksikäyttäen. *Vaihekoski*: Rahoitusalan sanasto.

¹⁰⁴ *Martikainen - Vaihekoski*: Yritysrahoituksen perusteet s. 14-15, 17-19 ja esimerkiksi *Niskanen - Niskanen*: Yritysrahoitus s. 22. Lisää rahoitusmarkkinoiden roolista kansantaloudessa katso esimerkiksi *Knüpfer - Puttosen*: Moderni rahoitus s. 51-54.

na mekanismina, jossa tehottomuuksia esiintyy säännöllisin väliajoin hävitäkseen melkein saman tien sijoittajien löytäessä ja hyödyntäessä ne välittömästi. Oikeastaan mikäli markkinat olisivat täydellisen tehokkaat, kaikki lopettaisivat analyysin teon sekä tehottomuuksien etsimisen ja markkinat muuttuisivat jälleen tehottomiksi.¹⁰⁵

Vahtera käsittelee kirjassaan tehokkaiden markkinoiden kritiikkiä ja tuo esille käyttäytymispainotteisen taloustieteen näkemyksen¹⁰⁶. Hänen mukaansa ajatus tehokkaiden markkinoiden olemassaolosta voidaan validisti kyseenalaistaa. Reaalimaailmassa arvopapereiden hinnoittelussa voidaan havaita systemaattisia virheitä, jotka osoittavat markkinatoimijoiden käyttäytymisen olevan rajoittuneesti rationaalista. Sinänsä lähes identtisten arvopapereiden hinnat saattavat käyttäytyä toisistaan poikkeavalla tavalla ja myös arvopapereiden markkina-arvo saattaa olla joissakin tapauksissa niihin sisältyvien omaisuuserien nettoarvon alapuolella. Rajoittunut rationaalisuus saattaa ilmetä myös sijoittajien psykologisina odotuksina, jotka poikkeavat täysin rationaalisenä pidettävästä käyttäytymisestä. Sijoittajat voivat olla esimerkiksi systemaattisesti yliluottavaisia omiin kykyihinsä, tai suhtautua ylioptimistisesti tulevaisuuteen. Rajoittuneen rationaalisuuden havaitseminen ei kuitenkaan luo mitään uutta mallia tehokkaiden markkinoiden hypoteesin tilalle, vaan ainoastaan osoittaa sen paikkansa pitämättömyyttä. Markkinahinta saattaa olla esimerkiksi arvopaperin hinnasta paras yleisesti hyödynnettävissä oleva malli, vaikka reaalimaailman markkinoilla voidaankin havaita rajoittuneesti rationaalisia poikkeavuuksia hinnoittelussa. Käyttäytymispainotteisen taloustieteen avulla voidaan parantaa ymmärtämystä näistä hinnoittelupoikkeavuuksista niiden haitallisten vaikutusten pienentämiseksi.¹⁰⁷ Markkinoiden poikkeaviin hinnoitteluolosuhteisiin perehdytään seuraavassa tarkemmin.

4.3 Osakkeen arvostuksen erityistilanteet hinnoittelukuplassa

Seuraavassa käsitellään markkinoilla ajoittain esiintyviä hinnoittelukuplia eli tavanomaisesta poikkeavia ylihinnoitteluja markkinoilla. Tämä siksi, että oikeustapauksissa myös tuomioistuimet ovat ottaneet huomioon esimerkiksi vuoden 2000 IT-kuplan. Taloustieteen nobelisti

¹⁰⁵ Knüpfel - Puttonen: Moderni rahoitus s. 170, 172.

¹⁰⁶ Akateemisessa taloustieteessä puhutaan deskriptiivisestä behavioristisesta koulukunnasta. Esimerkiksi behavioral finance on rahoitustutkimuksen osa, joka tutkii ihmisen käyttäytymisen vaikutusta markkinoiden toimintaan, *Vaihekoski*: Rahoitusalan sanasto. Lisätietoa esimerkiksi *Niskanen-Niskanen*: Yritysrahoitus s.170.

¹⁰⁷ *Vahtera*: Osakeomistuksen riski ja sääntely s. 45-46.

Joseph Stiglitz määrittelee vuoden 1990 artikkelissaan *Symposium on Bubbles*¹⁰⁸ markkinakuplan lyhyesti:

While the papers in the symposium present different formal definitions of what a bubble is, the basic intuition is straightforward: if the reason that the price is high today is only because investors believe that the selling price will be high tomorrow - when "fundamental" factors do not seem to justify such a price - then a bubble exists.

Hinnoittelukuplalle on olemassa useita muitakin määritelmiä, ja käytännössä kyse on sijoituskohteesta tavanomaisesti laskettavien tuottojen muuttumisesta sijoittajien odotuksissa epärealistisen korkeiksi. Yksi tunnetuimpia lähihistorian hinnoittelukuplia on vuoden 2000 globaalien osakemarkkinoiden IT-alan yhtiöiden huomattavan korkea arvostus.¹⁰⁹ Hinnoittelukupla on usein tunnistettavissa vasta jälkikäteen, jolloin on selvää, että arvostukset olivat epärealistisia. Kuplan syytä on kuitenkin vaikea määrittää. Taloustieteilijä ja –nobelisti Robert J. Shillerin mukaan IT-kuplan taustalla mahdollisesti vaikuttavia tekijöitä olivat muun muassa hyvä talouskasvu, internetin läpilyönti kuluttajamarkkinoille, materialististen kulttuuriarvojen korkea arvostus, veroleikkaukset pääomatuloista, liike-elämää koskevan uutisoinnin räjähdysmäinen kasvu, rahastosijoittamisen suosion voimakas kasvu, matala inflaatio sekä arvopaperikaupankäynnin nopeus ja sen volyymin huomattava kasvu.¹¹⁰

Myös taloushistorioitsija Lennart Schön selittää IT-kuplan syytä sillä, että internetin läpimurron myötä mahdollisuudet uudenlaiseen yhdentymiseen ja uusiin tuotteisiin lisääntyivät vyöryn tavoin. Yhdysvallat ja koko maailmantalous tuntuivat siirtyneen uuteen aikakauteen, jota luonnehti ”uusi talous”. Tämän ansiosta liikkuvuutta voitiin lisätä ja eri toimintoja sovittaa jatkuvasti uusiin olosuhteisiin ja keskeytymättömään talouskasvuun. Yhdysvalloissa ja muualla länsimaissa tietotekniikka-ala houkutteli puoleensa suuria pääomia, ja pörssikeinottelu synnytti nousukierteen, joka jatkui vuoden 2000 kevääseen asti.¹¹¹ Seuraavassa Nasdaq Composite –indeksin kuvaajassa etenkin kehittyneitä länsimaita koetellut IT-kupla näkyy voimakaimmin:

¹⁰⁸ *Stiglitz*: Journal of Economic Perspectives s. 13–18.

¹⁰⁹ *Shiller*: Myöhemmin talousnobelin saanut *Shiller* julkaisi jo kuplan aikana tammikuussa 2000 kirjan *Irrational Exuberance*, jossa hän kuvasi markkinoilla vallitsevan Yhdysvaltain historian suurimman markkinakuplan. Kirjan nimi on Yhdysvaltain keskuspankin Federal Reserven pääjohtajan Alan Greenspanin vuoden 1996 puheeseen käyttämä fraasi, jolla hän luonnehti tuonaikaista sijoittajien käytöstä osakemarkkinoilla.

¹¹⁰ *Shiller*: *Irrational Exuberance* s. 17-43.

¹¹¹ *Schön*: *Maaailman taloushistoria - Teollinen aika* s. 479-480.



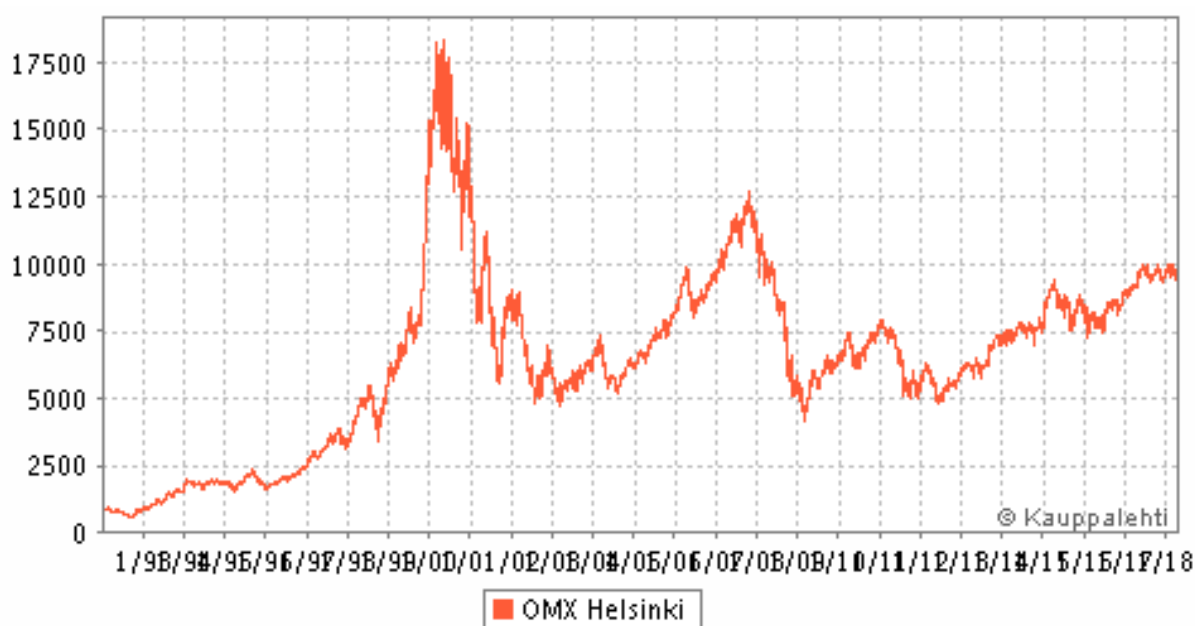
Kaavio 13: Nasdaq Composite -indeksi helmikuu 1998-maaliskuu 2002.¹¹²

Hinnoittelukuplien kohdalla tulee huomioida julkisten markkinoiden käytännön rooli niiden indikaattorina, sekä myös niiden teoreettinen kaksoisrooli syy-seuraus -ketjussa. Pörssiromahdus voidaan nähdä seurauksena markkinoiden luottamuksen romahtamisesta, mutta se voi olla myös syy joidenkin talousyksiköiden toiminnalle, esimerkiksi arvopapereiden joukkomyynnille. Kummassakin tapauksessa kupla on omiaan eskaloitumaan, jolloin sen seuraukset kumuloituvat, ja tämä on omiaan voimistamaan kuplan nousua ja laskua entisestään. Näin ollen pörssi indikoi markkinoiden tilaa ja luottamusta, mutta samalla jossain määrin myös itse ohjailee ja vaikuttaa toimijoihin.

TJ Groupin oikeuskäsittelyssä Helsingin käräjäoikeus on tuonut rikoksentekoaajan hintakuplan esille. Käräjäoikeudessa esitetyn International Data Corporationin julkaisun mukaan internetkäyttäjien määrän arvioitiin nousevan vuoden 2000 noin 200 miljoonasta viisinkertaiseksi vuoteen 2005 mennessä. Toimialan palveluiden markkinoiden ennustettiin kasvavan 7,8 miljardista eurosta vuonna 2000 yli kymmenkertaiseksi vuoteen 2003 mennessä. Asiassa kulttu-

¹¹² Nasdaq Composite - 45 Year Historical Chart. Lähde: www.macrotrends.net. Yhdysvaltain pörssi-indeksi Nasdaq Composite, joka sisältää monia teknologiayrityksiä, ylitti 9.3.2000 ennätysellisesti 5000 pistettä, laski toukokuussa 3400 pisteeseen ja vielä joulukuuhun mennessä 2470 pisteeseen. Lähde: nasdaq.com. Helsingin pörssin kaikkien aikojen huippu 18 331 pistettä saavutettiin 2.5.2000 ja sitä seuraavan laskukauden pohjalukema 4 702 pistettä koettiin vasta 10.3.2003. Koko Helsingin pörssin arvostuksessa tulee ottaa huomioon Nokian suuren markkina-arvon korostunut merkitys. OMX Helsinki Cap -indeksin, missä yksittäisen yhtiön osuus on rajoitettu kymmeneen prosenttiin, huippu 5 511 pistettä saavutettiin kuukautta aiemmin 3.3.2000, mutta pohjalukema 2148 pistettä koettiin vasta hieman myöhemmin 31.3.2003. www.nasdaqomxnordiq.com.

jen asiantuntijatodistajien ja kirjallisten todisteiden selvityksen mukaan internet-toimialan liiketoiminnan kasvuennusteet olivat vuoden 1999 lopulla hyvin suuret. Useat kansainväliset markkinatutkimuslaitokset ennustivat samansuuntaista markkinoiden kehitystä. Käräjäoikeuden mukaan todisteilla on riidattomasti selvitetty, että internet-yhtiöiden osakekurssit kohosivat maailmanlaajuisesti jyrkästi tammikuun lopun 2000 aikana ja nousu huipentui helmikuun alkupuolelle 2000. Helmi-maaliskuussa 2000 puolestaan alkoi jyrkkä käänne kurssilaskuun, joka jatkui tasaisempaan koko vuoden 2000 ajan.¹¹³ Globaali hinnoittelukupla näkyi hyvin selvästi Helsingin pörssi-indeksissä, osittain siksi että hyvin suuri osa markkina-arvoon perustuvasta indeksistä koostui IT-alan yhtiöistä Nokiasta ja Sonerasta. Alla oleva kuvaaja havainnollistaa hinnoittelukuplan suuruutta.

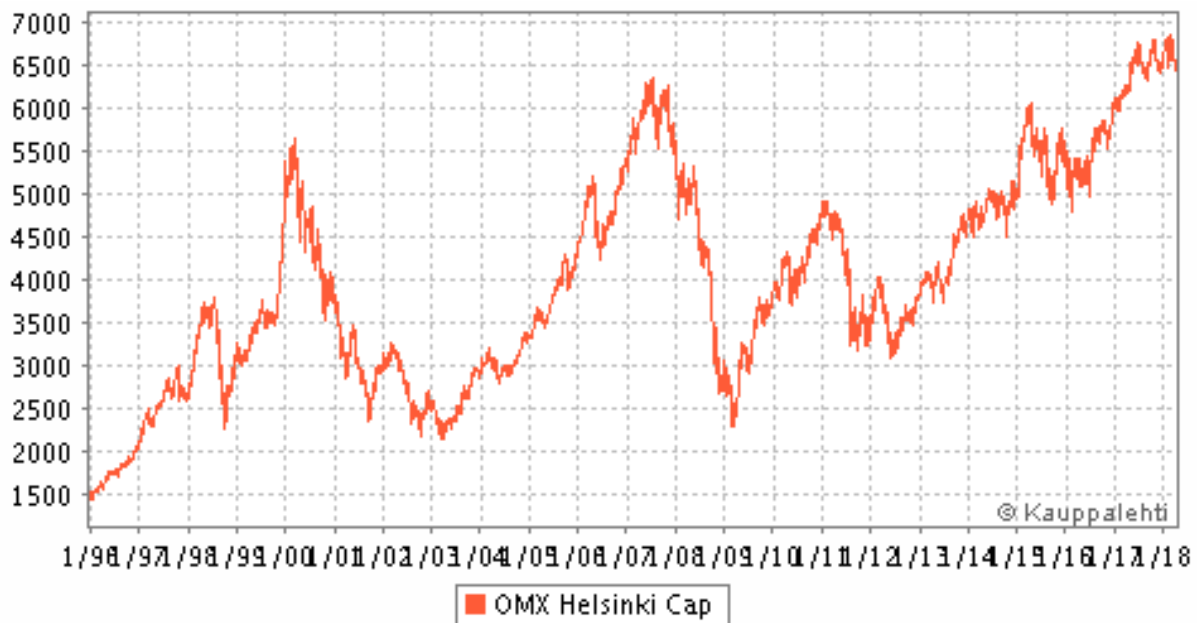


Kaavio 14: Helsingin pörssi-indeksi 1993-2018.¹¹⁴

Hinnoittelukupla on selvästi matalampi, mikäli yksittäisten yhtiöiden vaikutus indeksissä on laskettu maksimissaan kymmeneen prosenttiin. Siltikin hinnoittelukupla on selkeästi näkyvässä ja Helsingin pörssissä historiallisesti merkittävä. Tämä on havaittavissa alla olevassa kuvaajassa.

¹¹³ Helsingin käräjäoikeuden tuomio 26.1.2006, s. 56.

¹¹⁴ www.kauppalehti.fi, Pörssi-Kurssit-Indeksit.



Kaavio 15: Helsingin pörssin cap-indeksi 1996-2018. Yksittäisen yhtiön (osakesarjan) korkein mahdollinen painoarvo on 10 prosenttia.¹¹⁵

Hinnoittelukuplat voidaan nähdä rahoitusmarkkinoiden rakenteesta johtuvana, ja ennen kaikkea ne eivät ole globaaleilla markkinoilla kenenkään yksittäisen tahon täysin ennustettavissa tai kontrolloitavissa. Tästä johtuen on ymmärrettävää, että myös korkein oikeus on ottanut vuoden 2000 IT-kuplan huomioon. TJ Groupin tapauksessa heti rikoksen tekoajan jälkeen Helsingin pörssissä koettiin sen historian yksi kovimpia pörssiromahduksia, jolloin rahoitusmarkkinoiden toiminnan ja niiden luonteen vuoksi olisi epäoikeudenmukaista jättää se huomiotta rikoshyödyn mittauksessa. Vaikka rikos on tehty silminnähden korkean arvostuksen aikana sisäpiirintietoa hyödyntäen, ei tuolloin kukaan ole tarkkaan pystynyt ennustamaan maailmanlaajuisista IT-alan osakkeiden hintaromahduksen toteutumista, sen ajankohtaa tai romahduksen syvyyttä.

4.4 Rahoitusteorian keskeiset arvonmäärittämenetelmät

Yleisesti osakkeen arvonmäärittäminen kuuluu talous- ja kauppatieteisiin ja rahoitustutkimuksen alaan joten seuraavassa käydään läpi keskeiset talous- ja rahoitusteorian sekä kansainvälisiin arvonmäärittäkäytäntöihin¹¹⁶ perustuvat arvonmäärittäsmallit yhtiön osakkeelle. Osakkeen

¹¹⁵ www.kauppalehti.fi, Pörssi-Kurssit-Indeksit.

¹¹⁶ Seppänen: Yrityksen arvonmäärittäminen s. 19.

arvonmäärityksen kohdalla voidaan näkökulmasta riippuen puhua myös yrityksen arvonmäärityksestä, joka on yrityksen osakkeen hinta kerrottuna osakkeiden lukumäärällä.¹¹⁷

4.4.1 Tuottoarvomenetelmä

Rahoitusteorian mukaan yrityksen arvo perustuu sen kykyyn tuottaa taloudellista hyötyä omistajilleen tulevaisuudessa. Tämä voidaan määritellä tuottoarvona yrityksen tulevaisuudessa omistajille tuottamien odotettujen kassavirtojen nykyarvona arvonmäärityshetkellä. Nykyarvo saadaan arvioitua, kun omistajien yrityksestä odottamat kassavirrat diskontataan arvonmäärityshetkeen omistajien tuottovaatimuksella. Tuottovaatimus kuvastaa rahan aika-arvon lisäksi odotettujen kassavirtojen toteutumiseen liittyvää riskiä. Rahoitusteoria olettaa, että rationaaliset sijoittajat käyttävät tuottoarvomenetelmää arvioidakseen yrityksen arvon markkinoilla. Tilanteessa, jossa markkinat ovat avoimet, aktiiviset, toimivat ja tehokkaat, tuottoarvo on sama kuin arvopaperin markkinahinta. Tuottoarvossa arvonmääritys kulminoituu kolmeen seikkaan: yhtiön kannattavuuteen, kasvuun ja riskiin tulevaisuudessa.

Tuottoarvon laskennassa sovellettavia laskukaavoja ovat esimerkiksi 1950-luvulla kehitetty vakiokasvun eli Gordonin malli¹¹⁸, jossa kassavirta perustuu osinkoon ja sen kasvuun; sekä hieman kehittyneempi 1990-luvulla kehitetty lisäarvomenetelmä, jossa huomioidaan myös osakkeen oma pääoma. Lisäarvomenetelmää on Seppäsen lisäksi kuvannut ja soveltanut tarkkaan Vaihekoski.¹¹⁹ Kyseessä on tietyltä ajalta laskettavien osakkeen tuloksien ja tuottovaatimuksen erotuksen tuoma lisäarvo, ja sen diskonttaus tämän hetken osakkeen arvoon. Haasteena kaikissa tuottoarvoon perustuvissa menetelmissä on subjektiivisesti asetettu sijoittajan tuottovaatimus¹²⁰. Mikäli tätä menetelmää käytettäisiin tuomioistuimessa, tulisi tuottovaatimuksen todennäköisesti perustua yleiseen, mahdollisimman laajaan kyseiseen sijoitusinstrumenttiin liittyvään markkinoiden tuottovaatimukseen, johon vaikuttaisi näin ollen yleinen keskuspankkikorkotaso, valtionlainojen korko ja muu niin sanottu riskitön tuotto, sekä osakemarkkinoiden keskimääräinen arvostustaso. Silti markkinoiden tuottovaatimuksen kattava määrittely olisi hyvin vaikeaa, ja yhtä oikeaa yhtiön osakkeen tuottoarvoa olisi hyvin vaikea osoittaa. Sijoittajia on erilaisia ja erilaisilla sijoitushorisonteilla toimivia, jolloin tuottovaatimukset voivat vaihdella paljon.

¹¹⁷ *Kallunki - Niemelä*: Osakkeen arvonmääritys s. 272.

¹¹⁸ *Seppänen*: Yrityksen arvonmääritys s. 95-96, 244.

¹¹⁹ *Vaihekoski*: Excel ja rahoitusalan sovellukset s. 161-163 ja 111-112.

¹²⁰ Katso tuottovaatimuksesta tarkemmin *Kallunki - Niemelä*: Osakkeen arvonmääritys s.137-183.

4.4.2 Markkina-arvomenetelmä

Rahoitusteorian mukaan yrityksen hinta markkinoilla määräytyy kysynnän ja tarjonnan lakien perusteella. Mikäli markkinat ovat avoimet, aktiiviset, toimivat ja tehokkaat, markkinahintaan sisältyy kaupankäynnin kautta kaikki yrityksen arvoon olennaisesti vaikuttava tieto. Avoimilla markkinoilla markkinaosapuolet keräävät ja analysoivat tietoa yrityksestä ja kaupankäynti yhdistää kaiken tämän tiedon yhdeksi arvon piste-estimaatiksi eli markkinahinnaksi. Yksittäinen markkinaosapuoli ei voi vaikuttaa markkinahintaan vaan se muodostuu markkinaosapuolien konsensusena. Lisäksi saman arvopaperin arvo on sama kaikilla markkinapaikoilla, ja kaikki identtiset yritykset on hinnoiteltu identtisesti samoilla markkinoilla (arbitraasiehto). Ehtona objektiivisen ja tarkan markkinahinnan muodostumiselle ovat:

- 1) Tehokkaat markkinat: Kaikki yrityksen arvoon olennaisesti vaikuttava tieto sisältyy markkinahintaan joka hetki.
- 2) Yhden hinnan laki: Kaikki identtiset yritykset on hinnoiteltu markkinoilla identtisesti.

Käytännössä oikeilla markkinoilla on poikkeuksia näistä periaatteista, eikä markkinahinta ole välttämättä objektiivinen ja tarkka arvon indikaatio. Yleisiä syitä tähän ovat markkinoiden puuttuminen tai alhainen kaupankäynnin määrä tai se, että markkinaosapuolet eivät toimi rationaalisesti (esimerkiksi kysynnän ja tarjonnan välillä vallitsee epätasapaino).¹²¹

4.4.3 Kustannusarvomenetelmä

Taloudellisena periaatteena kustannusarvomenetelmässä on se, että yrityksen ostaja ei maksa siitä enempää kuin mikä on yhtiön liiketoiminnassa vaadittavien varallisuuserien eli resurssien jälleenhankintameno arvonmäärityshetkellä. Hankintameno viittaa siis kustannuksiin, jotka syntyvät arvonmäärityksen kohdeyrityksen perustamisesta eli resurssien hankinnasta ja rakentamisesta niin, että ne ovat arvonmäärityshetken mukaisessa tilassa. Menetelmän heikkoutena on se, ettei yhtiön käytöstä saatavaa taloudellista hyötyä eli tuottoarvoa huomioida. Kustannusarvomenetelmän vahvuus on se, että sillä voidaan määrittää yhtiölle arvo vaikka sille ei olisi olemassa markkinahintaa, tai vaikka se ei tuottaisi taloudellista hyötyä kassavirtojen muodossa. Edellä kuvattu kustannusarvomenetelmä perustuu osien osto- eli hankinta-arvoon. Toinen kustannusarvomenetelmä on laskea yhtiön arvo myytäessä osat erikseen (likvidaatioarvo). Kustannusarvo edustaa yrityksen arvoa, kun sen erillisten varallisuuserien arvot lasketaan yhteen ja niistä vähennetään velkojen arvot. Kustannusarvomenetelmää kutsutaan

¹²¹ *Seppänen*: Yrityksen arvonmääritys s. 93-94.

yleisesti myös oikaistun taseen menetelmäksi, varallisuuserämenetelmäksi tai substanssiarvomenetelmäksi.¹²²

Kustannusarvoon perustuva menetelmä ei ole lähtökohtaisesti ensisijainen yrityksen arvonnäilyksessä. Menetelmän käyttö edellyttää usein, että yrityksen arvoa ei voida arvioida yrityksen oman markkina-arvon tai tuottoarvon perusteella. Tärkein jako kustannusarvomenetelmissä on se, oletetaanko yhtiön toiminnan jatkuvan (going-concern) vai oletetaanko toiminnan loppuvan. Näiden menetelmien mukaisesti kustannusarvomenetelmää voidaan soveltaa erityisesti startup-yrityksiin, sijoitusyhtiöihin ja holding-yhtiöihin sekä yrityksiin, joiden liiketoiminta lopetetaan ja yritys puretaan.¹²³ Menetelmä soveltuu huonosti matalan aineellisen pääoman yhtiöiden arvostukseen, esimerkiksi IT-yhtiöihin, joiden arvo koostuu aineettomasta pääomasta kuten henkilöstön korkeasta osaamisesta ja innovaatioista.

4.5 Arvonnäilytysmenetelmien vertailu yhtiön toimialan mukaan

Rahoitusteorian arvonnäilytysmenetelmien avulla rikoshyöty voidaan edellä kuvatuksi laskea monella eri tavalla. Eri arvonnäilytysmenetelmissä on vahvuuksia ja heikkouksia. Tuottoarvomenetelmää käytettäessä vaaditaan kassavirran ja diskonttauskoron arviointia. Erityisen ongelmallista menetelmän käyttö on mikäli yritys on tappiollinen, jolloin tuottoarvoa ei voi laskea edes arvonnäilytyshetkelle huomioimatta puhtaasti ennustamiseen perustuvaa arviota tulevasta kasvusta. Lisäksi sijoittajan oma tuottovaatimus voi olla vaikea määrittää objektiivisesti. Markkina-arvomenetelmän käyttö edellyttää että markkinahinta on muodostunut avoimilla, aktiivisilla, toimivilla ja tehokkailla markkinoilla ja että transaktio on tapahtunut riippumattomien osapuolien välillä. Tämä edellyttää muun muassa vapaata ja yhdenvertaista pääsyä osakkeeseen olennaisesti vaikuttavaan tietoon. Arvopaperimarkkinarikokset horjuttavat nimenomaan tätä edellytystä, joten rikoksen aikana pelkän markkina-arvon luotettavuus voidaan kyseenalaistaa. Kustannusarvomenetelmä soveltuu lähinnä tietyn tyyppisten yritysten arvonnäilytyskseen, joiden varallisuuserille on saatavissa luotettavat markkina-arvot ja joiden varallisuuserien yhteisestä käytöstä ei ole saatavissa merkittäviä synergiaetuja.¹²⁴

Alla olevassa taulukossa on lueteltu alaluvussa 3.4 esitellyt oikeustapaukset, ja niille on arvioitu rahoitustieteellisin perustein arvonnäilytyskseen parhaiten soveltuvat menetelmät. Erottelussa on tuottoarvoon perustuen selvitetty sitä, onko yhtiön tulos kannattava ja positiivinen;

¹²² *Seppänen*: Yrityksen arvonnäilytys s. 97.

¹²³ *Seppänen*: Yrityksen arvonnäilytys s. 275, 282, 292-293.

¹²⁴ *Seppänen*: Yrityksen arvonnäilytys s. 128, 274, 279-281, 293-294.

markkina-arvon kohdalla sitä, onko kyseessä pörssi-yhtiö; ja kustannusarvomenetelmän kohdalla sitä, onko yritys esimerkiksi sijoitusyhtiö, purkautuva yhtiö tai vahvasti aineellisen pääoman valtainen yhtiö.

Yhtiö	Arvonmäärittäminen		
	Tuottoarvo	Markkina-arvo	Kustannusarvo
TJ Group Oyj		X	
Jippii Group Oyj		X	
Benefon Oyj		X	X
Conventum Oyj	X	X	X
Nordic Aluminium Oyj	X	X	
Tampereen Puhelin Oyj	X	X	
Oyj Liinos Abp	X	X	
HK Ruokatalo Group Oyj	X	X	X
Talentum Oyj	X	X	
Cencorp Oyj		X	

Taulukko 3: Arvonmäärittämenetelmien vertailu.

Tämä vertailu puoltaa kaikkien esitettyjen yhtiöiden kohdalla markkina-arvomenetelmän käyttöä sen kattavuuden vuoksi. Kolmen yrityksen kohdalla se on jopa ainoa järkevästi sovellettavissa oleva menetelmä. Kuitenkin markkina-arvoon perustuva menetelmäkin kohtaa ongelmia, mikäli markkina-arvoa ei ole saatavissa tai osakkeen vaihto on vähäistä.

4.6 Markkina-arvomenetelmä ja case TJ Group

Tutkittavaksi yhtiöksi on valittu TJ Group, joka on ainoa KKO:ssa arvopaperimarkkinarikoksen vuoksi lainvoimaisesti arvostettu yhtiö. KKO:n TJ Group -tuomioon on viitannut muun muassa Helsingin hovioikeus Jippii Groupin ja HK Ruokatalon tapauksissa. Tarkoituksena on havainnollistaa yksittäisen yhtiön arvostuksen prosessia ja lopputulosta markkina-arvomenetelmää käyttäen. Seuraavaksi käsiteltävä osakkeen arvonnääritysprosessi soveltuu parhaiten luvussa 3.3 esitellyn lainopillisen menetelmän 6 (mitä sijoittajat olisivat maksaneet jos heillä olisi ollut hallussaan sisäpiirintieto) piiriin, mutta kuten tutkielman johdantokappaleessa on selitetty, osakkeen oikea arvo määritetään käytännössä rikosshyödyn ohessa aina.

4.6.1 Markkina-arvomenetelmän soveltaminen käytännössä

Markkina-arvoon perustuvia arvonnäärityksen menetelmiä käytetään usein ja laajasti yritysten arvonnäärityksissä. Yrityksen tai osakkeen omaan markkinahintaan perustuvan lähestymistavan lähtökohtana on se, että yrityksen arvo voidaan määrittää havaittavissa olevien to-

teutuneiden transaktioiden markkina- ja kauppahintojen perusteella. Osakkeen oma markkinahinta on luotettava, tarkka ja objektiivinen yrityksen arvon indikaatio, koska se on muodostunut markkinoilla kysynnän ja tarjonnan lakien mukaisesti. Markkinahinta ei kuitenkaan ole vakio, vaan se vaihtelee vallitsevien olosuhteiden mukaan. Tämän vuoksi on perusteltua aina analysoida yrityksen markkinahinnan muodostumista ja sitä, kuinka hyvin se vastaa ja edustaa arvonmäärityksen tavoitetta ja käyttötarkoitusta. Seppäsen mukaan markkina-arvomenetelmän käyttö on prosessi, joka koostuu kolmesta eri vaiheesta:

1) Osakkeen hinta markkinoilla: arvonmäärityshetkellä, historiassa sekä kaupankäyntivolyymillä. Arvioidaan yrityksen arvonmäärityspäivän markkinahinnan edustavuutta suhteessa markkinahinnan mahdolliseen normaalitasoon.

2) Hintaan vaikuttavien tekijöiden analysointi ja normaali hintataso: uutiset, tapahtumat, kaupankäynnin osapuolet ja motiivit sekä vaihdon määrä. Miten markkinahinta on arvonmäärityshetkellä muodostunut, ja onko kaupantekopäivänä julkaistu uutta informaatiota. Huomioida tulee myös muiden markkinaosapuolien tekemät johtopäätökset (esimerkiksi markkinoiden spekulointi tulevan yrityskaupan mahdollisuudesta).

3) Johtopäätökset: markkinahinnan edustavuus, piste-estimaatti ja vaihteluväli. Johtopäätösten tekeminen arvon indikaatiosta ja mahdollisesti sen luottamusvälistä käytetyn aineiston ja tehdyn analyysin perusteella. Johtopäätöksessä tulee arvioida arvon indikaation luotettavuutta ja siihen vaikuttavia tekijöitä.¹²⁵

Kun arvioidaan markkinahinnan edustavuutta ja sitä, onko markkinahinta muodostunut normaalissa järjestyksessä tapahtuvan kaupankäynnin pohjalta, tulee arvioinnissa kiinnittää Seppäsen mukaan huomio myös seuraaviin seikkoihin:

Hintanoteeraus: Markkinahinnat vaihtelevat hetkittäin, ja valittavana on useita eri vaihtoehtoja: päivän avauskurssi, matalin ja korkein kurssi, päivän keskiarvo tai päätöskurssi.

Riippumattomat osapuolet: Markkinahinta ei välttämättä muodostu riippumattomien osapuolien välisissä transaktioissa, kun ne tapahtuvat yrityksen lähi- tai sisäpiirin keskinäisinä kaupoina tai kun toinen osapuoli kuuluu yrityksen lähi- tai sisäpiiriin.

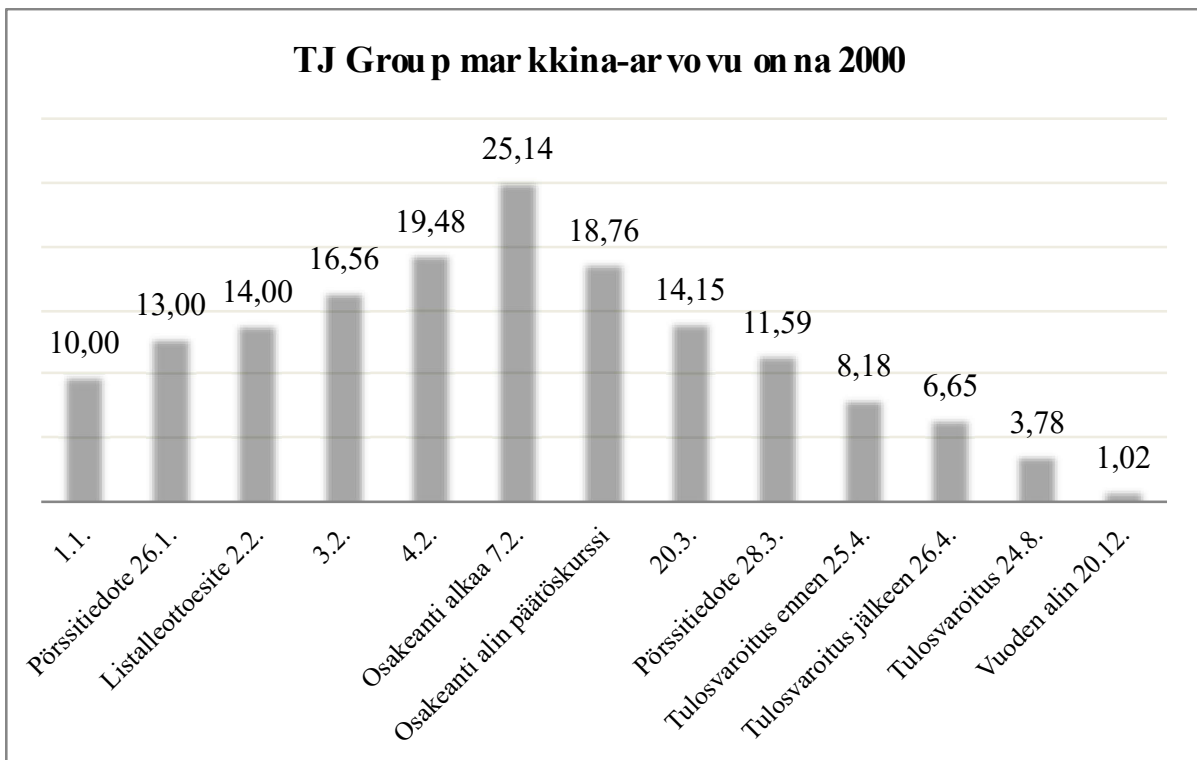
Normaalikaupankäynti: Normaaliin kaupankäyntiin eivät kuulu mahdolliset suuret ”blokkierät”, tavanomaisesta poikkeavat kaupankäynnin määrät tai muut erityisestä syystä tapahtuvat transaktiot, joilla on väliaikainen vaikutus hinnan muodostumiseen arvonmäärityshetkellä.

¹²⁵ *Seppänen*: Yrityksen arvonmääritys s. 112-117.

Markkinoiden tila ja sentimentti¹²⁶: Markkinoiden yleinen arvostustaso ja kaupankäynnin aktiviteetti heijastavat markkinaosapuolien odotuksia yritysten kannattavuudesta, kasvusta ja riskisyydestä. Markkinoiden hinnoittelutaso voi vaihdella merkittävästi markkinoiden sentimentin ja odotusten vaihdellessa.¹²⁷

4.6.2 Osakkeen oma markkina-arvo

Esimerkkitapaus TJ Groupin osakkeen hinta on vaihdellut julkisessa vaihdannassa hyvin paljon. Seuraavassa taulukossa on osakkeen arvostus 12 kuukauden ajalta erityisinä hetkinä, jotka Helsingin hovioikeuden tuomiossa on tuotu esille.¹²⁸



Kaavio 16: TJ Group markkina-arvo vuonna 2000.

TJ Groupin pörssihinta on vaihdellut vuoden 2000 aikana hyvin merkittävästi 25,14-1,02 euron vaihteluvälissä. Näiden vaihtelevien hintojen perusteella yksiselitteistä markkinahintaa TJ Groupin oman kurssivaihtelun perusteella on vaikea määrittää. Mahdollista on määrittää korkeintaan karkea vaihteluväli tiettyinä aikoina. Esimerkiksi osakeannin merkintäaika (rikoksen tekohetki) päätöskurssi vaihteli 25,14-18,76 eurossa, joten antihinta 17,6 euroa on jopa hieman alakanttiin asetettu. Lainvoimaisen tuomion mukaan ”oikea” antihinta olisi ollut 15,4 euroa.

¹²⁶ Käsitteellä tarkoitetaan markkinoiden mielentilaa tai yleisen markkinaluottamuksen tasoa.

¹²⁷ Seppänen: Yrityksen arvonmääritys s. 123-125.

¹²⁸ Helsingin hovioikeuden tuomio 5.7.2007 s.174-175.

4.6.3 Yleinen markkinatilanne ja indeksivertailu

Kuten kappaleessa 4.3 todettiin, Helsingin pörssi noudatti vuonna 1999-2001 hyvin vahvasti globaaleja korkeita IT-yhtiöiden nousu- ja laskutrendejä. Tästä kehittyneiden länsimaiden pörsejä ja etenkin IT-yhtiöitä koetelleesta kuplasta kuvaavin esimerkki on kaavion 13 Nasdaq Composite -indeksi, mikä koki kovan pudotuksen juuri maaliskokuussa 2000. Sama pudotus on havaittavissa TJ Groupin kurssissa. Helsingin pörssi-indeksiä kuvaavat kaaviot 14 ja 15 osoittivat selvästi, että globaali IT-kupla vaikutti voimakkaasti muutoinkin Helsingin pörssi-indeksiin.

Tämä markkinoiden yleistilanteen huomiointi tukee markkina-arvon käyttöä TJ Groupin osakkeen arvonmäärityshetkellä, jolloin normaalit fundamentit (tuotto ja riski), eivät kuvaneet tuon ajan IT-yhtiöiden osakkeen arvostusta. TJ Groupin osakeannin aikainen pörssihinta oli hyvin korkea, mutta se oli tuona ajankohtana tyypillistä kyseisen toimialan pörssi-yhtiöille globaalistikin. Lisäksi yhtiössä tapahtuneista rikollisista toimista riippumaton markkinakupla korostaa yhtiön tuon ajan kurssiheilahtelun huomioon ottamista rikoshyötyä mitatessa. TJ Groupin kurssipudotus helmikuusta toukokuuhun vuonna 2000 on hyvin suurelta osin globaaleista markkinoista, ei rikoksesta, johtuva.

4.6.4 Tunnuslukuvertailu

Mahdollinen ratkaisu markkina-arvomäärityksessä tilanteeseen, jossa osakkeen oma noteeraus ei ole selkeä indikaattori, on vertailu muihin yrityksen kanssa vertailukelpoisten (identtisten tai samanlaisten) yritysten markkinahintoihin tai transaktioiden kauppahintoihin¹²⁹. Tärkein motiivi verrokkimenetelmän käytölle on se, että arvonmäärityksen kohdeyrityksestä ei ole saatavissa sen omaa markkina- tai kauppahintaa arvonmäärityshetkeltä tai se ei ole edustava ja luotettava arvon indikaatio. Menetelmän antama arvonmäärityksen kohdeyrityksen arvon indikaatio estimoidaan verrokkirytysten markkinahintoihin tai verrokkitransaktioiden kauppahintoihin perustuvan hinnoittelukertoimen (tunnusluku) avulla. Tämä tapahtuu seuraavasti:

Yrityksen arvon indikaatio = Hinnoittelukerroin * Kohdeyrityksen arvoajurin arvo

$$\text{Hinnoittelukerroin} = \frac{\text{Verrokin markkinahinta}}{\text{Verrokin arvoajuri}}$$

Arvoajuri on suorituskyvyn mittari, joka kuvaa yrityksen kykyä tuottaa taloudellista hyötyä (kassavirtaa) tulevaisuudessa. TJ Groupin oman osakkeen markkinahinnan voimakkaan vaih-

¹²⁹ Tästä vertailusta voidaan käyttää myös nimitystä arvonmääritys arvostuskertoimilla, katso *Kallunki - Niemelä*: Osakkeen arvonmääritys s.189-210.

telun vuoksi sen edustavuus ja luotettavuus voidaan kyseenalaistaa. Tässä tapauksessa verrokkiyhtiöiden arvostuksen käytön motivaatio olisi juuri edustavuuden ja luotettavuuden arviointi, jolloin vertailua voidaan käyttää ainakin toissijaisena ja täydentävänä arvonmääritysmenetelmänä.

Verrokkeihin perustuvan arvonmääritysmenetelmän soveltamisessa kriittiset valinnat liittyvät kohdeyrityksen kanssa identtisten tai samanlaisten verrokkien valintaan, sekä hinnoittelukertoimien ja niissä käytettävien arvoajureiden estimointiin. Käytännössä identtisiä yrityksiä on mahdotonta löytää. Yrityksen strategisena tavoitteena on tyypillisesti juuri erottua kilpailijoista ja pyrkiä näin hankkimaan kilpailuetua sekä pienentämään kilpailun haitallisia vaikutuksia. Arvonmäärityksessä tuleekin harkita, mitkä kaikista mahdollisista verrokkiyrityksistä valitaan verrokkiotokseen ja mitkä otoksen verrokeista soveltuvat parhaiten kohdeyrityksen arvonmääritykseen. Yleensä suuri otos ja samanlaiset yritykset ovat vastakkaisia tavoitteita. Suuri otos johtaa erilaisten yritysten sisällyttämiseen otokseen ja mahdollisimman samanlaisten yritysten valitseminen johtaa pieneen otokseen.¹³⁰ TJ Groupin oikeusprosessissa Rahoitustarkastus (nykyinen Fiva) esitti verrokkiyhtiöinä Telian ja Nokian, jotka kuitenkin hylättiin laajasti asiantuntijoiden ja sen seurauksena myös tuomioistuimen toimesta. Tämän näkemyksen oikeellisuus on kohtalaisen kiistatonta, koska tuolloin TJ Groupin internet-toimialalla ei ollut edes omaa indeksiä vaan kyseiset verrokkit olivat tietoliikenne- ja elektroniikka –toimialan yhtiöitä, eivätkä siten toimialansa puolesta mitenkään vertailukelpoisia.

Oikeuskäsittelyssä kuultu asiantuntija Puttonen on tuonut todisteena esille Evli Pankkiiriliikkeen 28.1.2000 laatiman analyysiraportin yhteenvedon, jossa on lista TJ Groupin ja sen verrokkiyritysten hinnoittelukertoimista eli tunnuslukuista. Huomioitavaa on että tunnuslukuina ei voitu käyttää esimerkiksi osakkeen arvo/tulos -lukua (Price/Earnings eli P/E-luku), koska suuri osa tuon ajan internetkonsultointiyrityksistä oli tappiollisia. Evlin analyysiraportissa on käytetty tunnuslukuina osakkeen hinta/liikevaihto (Price/Sales), osakkeen hinta/työntekijöiden määrä (Price/Employee) ja kasvuprosenttiennuste vuodelle 2001.¹³¹ Näitä tunnuslukuja voidaan käyttää tässä hyvin poikkeuksellisessa tapauksessa verokkiarvioinnissa osakkeen arvon indikaation selvittämiseksi. Hinnoittelukertoimiin perustuva arvonmääritysmenetelmä on siis suhteellinen menetelmä: kyseessä on kohdeyrityksen arvo suhteessa verrokkeihin. Seuraavassa taulukossa on lueteltu kyseiset tunnusluvut, joiden avulla suhteellinen vertailu muiden yhtiöiden hinnoittelutasoon on mahdollinen:

¹³⁰ *Seppänen*: Yrityksen arvonmääritys s. 129-130, 136-137.

¹³¹ *Puttonen*: KKO 2009:1 todiste TJ 84 s. 6.

Yhtiö	Hinta/Liikevaihto	Hinta/Työntekijä EUR	Kasvu %
TJ Group	12,4	1 959 000	103
Pohjoismaiset kilpailijat			
Framfab	18,2	2 438 000	74
Icon Medialab	11	1 556 000	84
Adera	4,9	908 000	43
Linne	9	1 171 000	78
Information Highway	11,1	1 851 000	73
Eur. kilpailijat ka. (6 yr itystä)	28,4	3 398 000	84
Integra (korkein arvostus)	42,6	4 633 000	104
Am. kilpailijat ka. (11 yr itystä)	15,2	3 094 000	53
Kilpailijoiden ka.	13,97	2 059 428	69,86

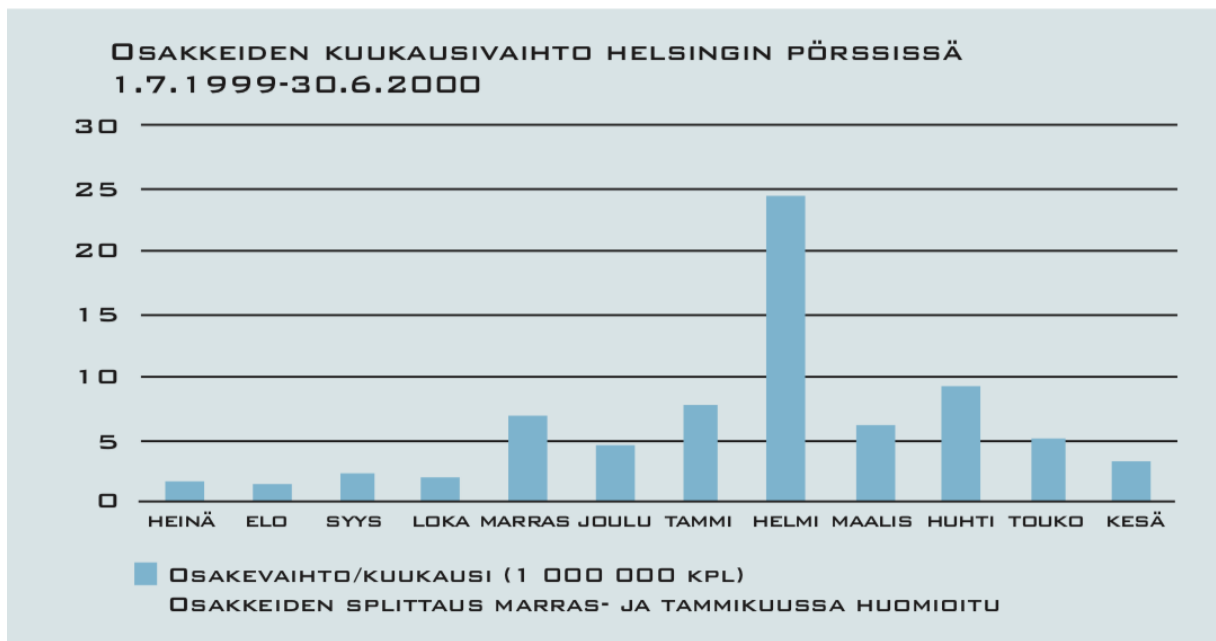
Taulukko 4 : TJ Group Oyj:n kilpailijayritykset ja käytetyt tunnusluvut.¹³²

Taulukosta voidaan havaita, ettei TJ Group ollut merkittävän yliarvostettu muihin saman toimialan yhtiöihin verrattaessa. Hinta/liikevaihto -luku verrattuna Pohjoismaihin on hieman keskiarvoa ylempänä, mutta ei korkeimmalla tasolla. Mikäli otetaan vertailuun mukaan myös muut eurooppalaiset sekä amerikkalaiset kilpailijat, jää tunnusluku alle keskiarvon. Sama seikka on havaittavissa myös hinta/työntekijä -tunnusluvun osalta. Ainoastaan kasvuprosenttiennuste on keskimääräistä ylempänä, kuitenkin muutoinkin korkealle arvostetun ranskalaisen Integran kasvuennuste oli vielä korkeampi. Verrokkiyhtiöiden tunnuslukuvertailun avulla voidaan arvioida, että TJ Groupin arvostus oli hyvin keskimääräistä tasoa, jolloin todellinen arvo olisi hyvin lähellä noteerattua markkinahintaa. Yhteenvetona tämä vertailu selvästi nostaa TJ Groupin oman markkinahinnan edustavuutta ja luotettavuutta arvonmäärityksessä.

4.6.5 Kaupankäynnin volyyymi

Vielä voidaan arvioida yksi Seppäsen esille tuoma tekijä markkina-arvonmäärityksessä: kaupankäynnin volyyymi. Arvioitavaksi tulisi erityisesti se, millainen kaupankäynnin volyyymi oli osakeantihetkellä, huhtikuussa 2000 tulosvaroituksen antamisen aikaan (rikoksen päättymishetki) sekä miten vertailukelpoinen on edellä tammikuussa 2000 laadittu Evlin analyysiraportti. TJ Groupin osakkeen kaupankäyntivolyyymi on kuvattu yhtiön vuosikertomuksessa tilikaudelta 1999-2000:

¹³² Puttonen: KKO 2009:1 todiste TJ 84 s. 6.



Kaavio 17: TJ Group Oyj osakevaihto 1999-2000.¹³³

Kaaviosta voidaan havaita, että osakkeen vaihdon määrä pörssissä oli ennätysellisen korkea osakeannin aikaan helmikuussa (noin 24 miljoonaa osaketta). Rahoitusteorian mukaan kaupankäynnin volyymin perusteella tuolloin olisi ollut koko vuoden paras mahdollisuus siihen, että kaikki yhtiöön liittyvä informaatio välittyisi tehokkaimmin osakkeen hintaan. Tämän arvon vakuuttavuutta kuitenkin laskee kaksi asiaa: 1) tuolloin osakkeita myytiin huomattavan paljon osakeannissa eli kaupankäynnin määrä oli ”normaalista” kaupankäynnistä poikkeavaa, sekä 2) sisäpiiri myi omia osakkeitaan erittäin suuret määrät ja yhtiön tuloksentelekykyyn liittyvää informaatiota oli salattu julkisuudelta.

Tulosvaroituksen 26.4.2000 aikaan, jolloin rikoksen katsotaan päättyneen, kaupankäynnin volyymi oli toiseksi korkeinta (noin 9 miljoonaa osaketta). Tämä määrä oli kuitenkin kaukana helmikuun huipputasosta. Silti voidaan olettaa, että tulosvaroituksen välittämä informaatio välittyi kohtalaisen kattavasti ja nopeasti osakkeen arvoon. Tämä nostaa tulosvaroituksen jälkeisen hinnan, 6,65 euroa, edustavuutta ja luotettavuutta, ja osoittaa siten kohtalaisen luotettavasti markkina-arvoperusteisen minimirajan osakkeen arvolle. Arvonmäärityksen osalta ongelmallista on kuitenkin ajoitus; tuomioistuimen tavoitteena on määrittää osakkeen arvo osakeantiaikana rikoksen tekohetkellä, jolloin tulosvaroituksen aikainen hinta ei ole yksinään vertailukelpoinen.

Edellisessä kaaviossa esille tuodun vertailevan tunnuslukuanalyysin laatimisen aikaan tammikuussa 2000 osakkeen vaihto on ollut kolmanneksi korkeinta (7-8 miljoonaa osaketta). Tämä

¹³³ TJ Group Oyj vuosikertomus 1999-2000 s. 41.

lisää omalta osaltaan käytetyn tunnuslukuanalyysin edustavuutta ja luotettavuutta arvonmäärittämisessä.

Kokonaisuudessaan TJ Groupin osakkeen kaupankäynnin korkea volyyymi merkittävien tapahtumien aikaan vuonna 2000 on rahoitusteorian mukaan omiaan nostamaan yhtiön oman osakkeen markkina-arvoon perustuvan arvonmäärittämisessä, sekä verrokkiyhtiöiden markkina-arvoon ja hinnoittelukertoimiin perustuvan arvonmäärittämisessä edustavuutta ja luotettavuutta TJ Groupin osakkeen arvonmäärittämisessä.

4.7 Yhteenveto havainnoista koskien rikoshyödyn mittaamista

Tästä luvusta voidaan yhteenvetona esittää se, mitä rikoshyödyn mittaamista palvelevia havaintoja saatiin rahoitustieteen avulla selville:

- 1) Tehokkailla markkinoilla saatavilla oleva informaatio siirtyy hintoihin nopeasti. Tapauksessa kaupankäynnin volyyymi on ollut korkea myyntihetkellä sekä rikoksen päättymishetkellä. Tämä tukee rikoksen tekohetken hinnan, ja rikoksen päättymishetken kurssimuutoksen merkitystä ja käyttökelpoisuutta rikosvaikutuksen ja rikoshyödyn määrän selvittämisessä.
- 2) Markkinahinta ei välttämättä ole kaikkina aikoina tuottoon tai riskiin perustuva, ja siksi tuleekin todellisen arvon sijaan kysyä, mitä osakkeesta olisi arvonmäärittämisohjelmalla maksettu. Rahoitusmarkkinoilla hinnat ovat välillä epärealistisia hinnoittelukuplissa. Markkinat ja hinnat muuttuvat ajassa ja markkina-arvo voidaan aina laskea vain tietylle arvonmäärittämisohjelmalle.
- 3) Rahoitusmarkkinoiden rakenteesta johtuva kurssivaihtelu voi olla hyvin voimakasta. Tämä tukee yleisen kurssivaihtelun huomioimista tekijästä riippumattomana seikkana.
- 4) Markkina-arvomenetelmä on ensisijainen arvonmäärittämisohjelma. Muita menetelmiä tulisi käyttää vain täydentävinä tai poikkeustapauksissa.

5 Rikoshyödyn mittaamisprosessin analysointi ja mallintaminen

5.1 Rikoshyödyn mittaamisprosessi ja rahoitustieteen osien liittäminen

Rikosoikeudenkäynneissä tuomioistuimen päättely noudattaa pääosin kaikelle tuomioistuin-käytännölle tunnusomaista analyttistä, vaiheittain loogisessa järjestyksessä etenevää päätte-lyä. Tällainen prosessinomainen lähestymistapa tulisi olla analogisesti sovellettavissa myös rikoshyödyn mittaamiseen. Aiemmin luvussa kolme kuvatusti arvopaperimarkkinarikos-hyödyn mittaamisen oikeuskäytännössä tuomioistuin on kuitenkin esittänyt asian selvittä-miseksi vaaditun kysymyksen hieman oman tavanomaisen päättelytapansa ohi: oikeuskäytän-nössä on pyritty suoraan selvittämään sitä, mikä on osakkeen oikea arvo tai mikä on rikos-hyödyn määrä. Huomioimatta ovat jääneet osakkeen arvonmäärityksen perustat, ja vain hata-rasti on selvitetty myöskään arvonmäärityksen tarkan ajankohdan merkitystä. Koska etsittävä vastaus on numeraalisesti ilmaistu lukuarvo, tulisi päättely olla myös matemaattisesti tarkkaa ja sillä perusteltavissa. Esimerkiksi TJ Group –tapauksessa esitettyyn kysymykseen osakkeen oikeasta arvosta ei ole saatu yksiselitteistä vastausta, ei syyttäjän eikä asiantuntijatodistajien esittämänä, jonka vuoksi tuomioistuin on arvioinut määrän. Helpotusta tämän arvonmääritys-ongelman ratkaisuun olisi mahdollista saada, mikäli tuomioistuimen itselleen asettama tehtävä olisi analyttisempi, ja tarkemmin loogisesti vaiheittain etenevä. Tuomioistuinten tulisi pel-kän rikoshyödyn määrän arvioinnin sijasta esittää itse kysymys eri tavalla: millaisella päätte-lyllä ja argumentoinnilla voidaan päätyä oikeudellisesti ja yleisesti hyväksytyllä tavalla mah-dollisimman kestäväan ja hyväksytyyn arvonmääritykseen ja rikoshyödyn mittaamiseen?

Tämän laajemman ja taustoittavan kysymyksenasettelun syynä on se, että rikoshyödyn mit-taaminen ei oikeuskäytännön perusteella koostu pelkästään yksittäisestä mittausmenetelmästä tai kaavasta, jonka avulla rikoshyöty voidaan havaita ja mitata. Sitä vastoin rikoshyödyn mit-taus voidaan nähdä *prosessina*, joka koostuu eri vaiheista, jotka suoritetaan loogisessa järjes-tyksessä vaiheittain etenevänä ketjuna. Mittausprosessin sisällä on mahdollista käyttää ta-pauskohtaisesti vaihtoehtoisia arvonmääritysmenetelmiä, joten prosessi ohjaa tukevasti tuo-mioistuimen päättelyä mutta ei myöskään ehdottomasti sido sitä mihinkään tiettyyn kapeaan menetelmään tai ratkaisuihin, ilman vahvoja loogisesti ja järjestelmällisesti eteneviä peruste-luja.

Tässä ja seuraavassa luvussa tuodaan esille pelkän menetelmähakuisen ratkaisutavan lisäksi prosessinomainen kattavampi lähestymistapa rikoshyödyn mittaukseen. Tässä vaiheessa tar-kenuksena tuodaan esille se, että kyse ei ole *oikeusprosessista* vaan rikoshyödyn *mittauspro-sessista*. Prosessi on kaavamainen päättelyketju, jota voidaan käyttää ja hyödyntää tuomiois-tuimessa rikoshyödyn mittaamista selkeyttävänä, nopeuttavana ja yhtenäistävänä välineenä. Lisäksi sen avulla on mahdollista tuoda lisäarvoa lainkäyttöön myös pedagogisesti, koska prosessi kattaa kaikki mittauksen osa-alueet ja se on helposti koulutettavissa edelleen.

Esitetyissä rikoshyödyn oikeustapauksissa mittauksen etenemisessä on havaittavissa vaiheita, joista osa on selvästi lainopin ja rikosoikeuden alaan kuuluvia, ja vastaavasti vaiheita, jotka kuuluvat rahoitustieteen tai yleisemmin taloustieteen alaan. Oikeusprosessin alkuvaiheessa rikoksen olemassaolon arviointi ja syyllisyys ovat luonnollisesti lainopin alaan kuuluvia, samoin mittausprosessin alussa rikostapahtuman ajankohtien määrittely. Siinä vaiheessa kun päättelyketjussa siirrytään yleisen kurssivaihtelun, yleisen markkinatilanteen ja osakkeen oikean hinnan arviointiin, astutaan rahoitus- ja taloustieteen alueelle.

Rahoitusteoriaa koskevassa luvussa tuotiin jo aiemmin esille se, miten Seppänen esittää markkina-arvoperusteisen arvonmäärittämissä *arvonmäärittämissä*. Kuvattu prosessi on kolmivaiheinen ja se sisältää aineistonkeruun, hintaan vaikuttavien tekijöiden analysoinnin sekä johtopäätökset markkinahinnan edustavuudesta ja luotettavuudesta. Oikeuskäytännössä mittausprosessissa on havaittavissa esimerkiksi rikoksen ajankohtien määrittely, yleisen markkinatilanteen ja normaalin kurssivaihtelun huomiointi, sekä johtopäätöksenä arvio osakkeen oikeasta hinnasta. Tässä tutkielmassa on tähän mennessä saavutettu hyvin vahvaa perustaa sekä lainopillisesti että rahoitusteoreettisesti arvopaperin oman markkina-arvon käyttämiseksi sen arvonmäärittämissä ja rikoshyödyn mittaamisessa. Kaikissa esitetyissä oikeustapauksissa on käytetty omaan markkina-arvoon perustuvaa arvonmäärittämissä. Myös kartoitetuista rahoitusalan arvonmäärittämissä parhaiten pörssirikoksiin soveltuva on juuri markkina-arvomenetelmä. Myös prosessiekonomia tukee kyseisen menetelmän valintaa, ja vain poikkeustilanteissa tulisi käyttää muita menetelmiä, ja niitäkin lähinnä markkina-arvomenetelmää tukevana tai täydentävänä.

Muissakin rahoitusteoriaan perustuviissa arvonmäärittämissä käyttöohjeissa arvonmäärittämissä tapahtuu loogisesti etenevänä, vaiheittaisena prosessina, jolla varmistetaan mittaustavan hyväksyttävyyden ja edustavuuden. Lisäksi raportoidun päättelyketjun avulla kyetään jälkikäteenkin osoittamaan se, miten arvonmäärittämissä tulokseen päädyttiin. Myöskin tilanteessa, jossa saavutettu arvon indikaatio poikkeaa huomattavasti oletetusta arvosta, tai on selvästi virheellinen, voidaan arvonmäärittämissä päätelyketjua edetä päinvastaisessa järjestyksessä ja selvittää, missä prosessin vaiheessa poikkeavuus tai mahdollinen virhe tapahtui. Näiden tässä tutkielmassa tehtyjen havaintojen perusteella rahoitusteorian arvonmäärittämissä osat voidaan yhdistää oikeuskäytännössä havaittuun rikoshyödyn mittausprosessiin.

5.2 Mittausprosessi ja perusteluvollisuuden vaatimukset

Arvopaperin arvo on käytännössä aina laskettavissa, vain sen tarkkuus, vaihteluväli ja edustavuus voivat vaihdella. Rikoshyöty on täten myös aina laskettavissa, ja sitä tulisikin hyödyntää mittauksessa lähtökohtaisesti aina arvioinnin sijaan. Rikoshyödyn mittausprosessin ja valitun laskentamenetelmän tulee kuitenkin täyttää tietyt periaatteita ollakseen perusteltu ja oikeudenmukainen. Kokonaisuudessaan mittauksen tulisi täyttää ainakin seuraavat edellytykset; sen tulee olla lainmukainen, tarkoituksenmukainen, objektiivinen, selkeä ja toistettavissa. Käytännön ratkaisuvaihtoehtoja olisivat ainakin seuraavat:

Lainmukaisuus: Mittausprosessin tulee täyttää lain ja oikeusperiaatteiden vaatimukset. Todellinen rikoshyöty tulee olla tunnistettavissa ja poistettavissa, kuitenkin niin että perusoikeudet ja rikosoikeudelliset periaatteet toteutuvat (esimerkiksi omistusoikeuden suoja, elinkeinovaapaus, rikosoikeudellinen laillisuusperiaate ja syytetyn suosimisen periaate).

Tarkoituksenmukaisuus ja tarkkarajaisuus: Vain rikollisesta teosta johtuva taloudellinen rikoshyöty poistetaan.

Objektiivisuus ja selkeys: Rikoksella saavutetun taloudellisen hyödyn tarkka määrä tulee olla loogisen päättelyn avulla matemaattisesti laskettavissa. Menetelmä ja laskutapa tulee olla mahdollisimman ymmärrettävä ja tavanomainen, ei liian monimutkainen tai työläs, ottaen huomioon muun muassa prosessiekonomian.

Toistettavuus ja laaja käytettävyys: Yksittäistapauksessa laskettu mittaustulos tulisi pystyä osoittamaan oikeaksi esimerkiksi myöhemmässä lainopillisessa tutkimuksessa. Mittausprosessia ja siinä käytettyä mittausmenetelmää tulisi pystyä soveltamaan muissakin samankaltaisissa oikeustapauksissa mahdollisimman laajasti.

Myös oikeudellisen argumentaation teorian mukaan tuomio on paremmin perusteltu kun rikoshyöty lasketaan pelkän arvioinnin sijasta. Rikoshyöty on tässä tutkielmassa esitettyjen menetelmien avulla laskettavissa hyvinkin monella tavalla, ja päätöksenteko tulee tehdä vanhan menetelmän valinnan tai uuden muodostamisen osalta edellä luetellut näkökohdat huomioiden.

5.3 Markkinatilanteen ja yleisen kurssivaihtelun huomioiminen

Arvopapereiden kurssit ovat jatkuvassa muutoksessa, ja ne liikkuvat ylös tai alas riippumatta kenestäkään yksittäisestä toimijasta. Esimerkiksi Hakamiehen mukaan yleistä kurssien vaihtelua ei kuitenkaan tulisi huomioida rikoshyödyn mittauksessa, koska tekijän ei tule saada hyö-

tyä siitä. Hän puolustelee näkemystään oikeudenmukaisuus- ja yhdenvertaisuusargumenteilla: sisäpiiririkoksen tekijän kanssa samalla osastolla työskentelevä samaa sisäpiirintietoa hallussaan pitävä kollega saattaa kärsiä huomattavan tappion siitä syystä, että hän noudattaa lakia eikä myy osakkeitaan huolimatta markkinoiden yleisen kurssikehityksen voimakkaasta laskusta.¹³⁴

Hakamiehen argumentin kuitenkin kumoaa ensisijaisesti yleisen kurssilaskun ennakoimattomuus. Markkinoiden rakenteesta johtuen kurssilaskut ovat käytännössä ennalta arvaamattomia, jolloin myöskään tekijän hyötyminen yleisestä kurssilaskusta ei ole hänen ennakoitavissaan. Tekijältä puuttuu tällöin suunnitelmallisuus ja myös tahallisuus. Esimerkiksi TJ Groupin tapauksessa tulee kokonaisuuden kannalta huomioida se, että osakeannin ajoitus osui globaalien osakemarkkinoiden yliarvostuksen näkökulmasta kurssihuippuun, mutta tämä on kuitenkin käytännössä kokonaan sattumaa. Osakeannin jälkeinen globaali kurssiromahdus ei ollut osaavimmankaan yritysjohton ennakoitavissa. TJ Groupin johto ei voinut ennakoida koko maailman osakemarkkinoita koskevaa romahdusta, joten kurssilaskusta hyötyminen ei ollut suunnitelmallista eikä tahallista. Johto pyrki hyötymään vain osakekurssin jo havaitusta *noususta*. Tällöin rikoshyötynä tulee konfiskoida vain rikollisen teon tuottama hyöty, ja ennakoimaton kurssiromahdus tulee rikoksen tekijästä riippumattomana syynä ottaa huomioon. Tätä näkemystä vahvistaa vielä se, että markkinat muuttuivat tuona aikana hyvin dramaattisesti: markkinaluottamus IT-alan yhtiöihin rikoksen tekohetkellä on täysin erilainen kuin rikoksen päättymishetkellä, vaikka kulunut aika niiden välillä on lyhyt. Tämän vuoksi eri aikojen tapahtumia ei tule absoluuttisesti yhdistää kokonaan rikoshyödyksi, vaan ne tulee käsitellä erikseen kyseisen tapahtuman ajankohdan tilanne huomioiden. Rikoksen paljastumisen aiheuttama kurssimuutos tulee arvioida itsenäisesti tuona hetkenä, ja se tulisi siirtää vertailukelpoisesti rikoksen tekohetken aikaan huomioiden noiden ajankohtien välillä tapahtuneet rahoitusmarkkinoiden luonteesta ja rakenteesta johtuvat, rikoksen tekijästä riippumattomat muutokset.

Toiseksi Hakamiehen yhdenvertaisuusperustelu on ontuva siksi, että rikosoikeudessa nojautuminen pelkästään siihen argumenttiin, että rikoksentekijä ei saa hyötyä rikoksestaan *verrattuna muihin*, ei ole kestäväällä pohjalla. Esimerkiksi attentaatti voi edistää sen tekijän tavoittelemaa vallanvaihdosta teosta seuraavasta elinkautisesta vankeusrangaistuksesta huolimatta, mutta silti kyseinen voimakkaasti tuomittava teko ei oikeuta ketään tekemään samoin surmatun ei-toivotulle seuraajalle.

¹³⁴ *Hakamies*: Taloudellisen hyödyn menettämisestä arvopaperimarkkinarikoksissa s. 101-102.

Kolmanneksi Hakamies unohtaa yhdenvertaisuusargumentistaan myös rikosoikeudellisen rangaistuksen merkityksen: hänen kuvaamassa esimerkissä myynnistä pidättäytynyttä kollegaa ei kuitenkaan rangaista, toisin kuin tekijää, johon kohdistetaan rikoslain mukaiset rangaistusseuraamukset. Rangaistusseuraamukset ovat ratkaiseva ero näiden kahden esimerkkihenkilön välillä, jonka vuoksi on vaikea nähdä että henkilöt olisivat tapahtuneen jälkeen samassa asemassa. Kurssihyödyn huomioiminen rikoshyödyn mittaamisessa ei poista tai edes vähennä tekijälle tuomittua rangaistusta. Rikoshyötynä poistetaan vain rikoksella saavutettu todellinen hyöty, eikä siinä ole kyse rankaisemisesta tai yhdenvertaisuuden toteuttamisesta tekijöiden ja syyttömien välillä.

Näiden perustelujen vuoksi on tarkoituksenmukaista ottaa huomioon yleinen kurssivaihtelu rikoshyödyn määrää mitattaessa. Päivittäinen normaali kurssiheilunta ei ole rikoksen tekijästä johtuvaa, eikä sen ja paljastuneen rikoksen välillä ole olemassa minkäänlaista kausaalisuhdetta. Normaali ja tavanomainen kurssiheilunta on jo ehtinyt vaikuttaa siihen osakkeen hintaan, minkä sijoittajat olisivat siitä maksaneet ilman rikosta. Tästä johtuen koko osakkeen rikoksen jälkeinen kurssimuutos ei ole rikoksesta johtuvaa. Normaali päivittäinen kurssivaihtelu tulee ottaa huomioon, ja tämä huomioitava ajankohta tulee olla identtinen rikoksen aiheuttaman kurssimuutoksen mittaamisen kanssa sekä ajankohdan että ajanjakson pituuden suhteen. Jos rikoksen aiheuttama kurssimuutos lasketaan esimerkiksi rikoksen päättäneen tiedotteen julkistamista edeltävän päivän päätöskurssin, ja tiedotteen jälkeisen päivän päätöskurssin erotukseksi, on tästä erotuksesta vähennettävä kahden päivän normaali kurssivaihtelu. Tuomioistuimet ovat perustelleet rikoksen paljastumishetken kurssimuutoksen käyttöä juuri siksi, että sillä voidaan poistaa muu kurssivaihtelu hinnasta. Kuitenkaan *rikosvaikutuksen mittaushetken* normaalia kurssivaihtelua sekään ei poista, vaan kurssivaihtelu tulee erikseen vähentää.

Tehtyjen havaintojen perusteella mittausprosessissa tulee huomioida rahoitusmarkkinoiden rakenteesta johtuvat, tekijästä riippumattomat muutokset rikosvaikutuksen mittaushetkellä. Lisäksi tulee huomioida rikoksen tekohetken (kauppa) ja rikoksen päättymishetken (kurssimuutos) välisen ajanjakson muutokset. Tämä tapahtuu automaattisesti menetelmällä, jossa rikoksen päättymishetken rikosvaikutus siirretään rikoksen tekohetkeen. Tämän aikajakson muutoksia ei ole huomioitu tilanteessa, jossa rikosvaikutusta itsessään on käytetty rikoshyödyn mittana (kuten Nordic Aluminium -tapauksessa). Kurenmaan perustelun mukaan rikoksen päättymishetken kurssimuutos huomioimalla minimoidaan rikoksesta johtumattomat kurssimuutokset. Tämä ei kuitenkaan yksinään ole riittävä mittausmenetelmä, vaan rikoksen päättymishetken muutoksesta tulee vähentää päivittäinen kurssivaihtelu ja sen jälkeinen kurssimuutos tulee siirtää rikoshyödyn mittaushetkeen eli rikoksen tekohetkeen.

Käytännössä rahoitusmarkkinoilla ja osakekurseissa on aina heiluntaa, ja nämä muutokset tulee ottaa huomioon rikoshyödyn määrää mitattaessa. Nämä muutokset huomioon otettaessa taloudellisesta hyödystä poistetaan todella tehokkaasti kaikki lailliset tekijät, jotka vaikuttavat osakkeen kurssiin. Vain kuvitteellisessa muutoksen nollatilanteessa, jossa yhtiön osakkeen kurssi muun kuin rikosvaikutuksen kohdalla olisi horisontaalinen viiva, ei normaalia kurssimuutosta olisi olemassa. Tällöin markkinoista johtuvaa muutosta olisi tarpeetonta laskea, ja rikoshyöty olisi yhtä kuin rikosvaikutus kurssiin rikoksen päättymishetkellä.

5.4 Mitä osakkeesta olisi maksettu ilman rikosta?

Arvopaperimarkkinarikosten kohdalla markkina-arvoon perustuvassa arvonmäärityksessä ongelmana on kurssiin sisältyvä rikos, jonka nimenomaisena tarkoituksena on virheellisestä tai vääristellystä markkinahinnasta hyötyminen. Tämän vuoksi rikoksen päättymishetken markkinahinnan kurssimuutos on erityisen tärkeä. Sen voidaan nähdä johtuvan rikosvaikutuksen poistumisesta markkinahinnasta. Rikoshyödyn ja yleensä taloudellisen hyödyn tunnistamisesta on kiistelty akateemisessa tutkimuksessa. Esimerkiksi Korkka pitää absoluuttista kurssimuutosta rikoshyödyn syntymisen ehdottomana edellytyksenä.¹³⁵ Korkkan mukaan rikoshyötyä ei synny, mikäli kurssi ei muutu sisäpiirintiedon avulla tavoiteltuun suuntaan. Tätä esimerkkinä olisi tilanne, jossa sisäpiiriläinen ostaa yhtiön osakkeita sisäpiirintiedon aikana ja uskoo kurssin nousevan. Tiedon julkaisuhetkellä kurssi kuitenkin laskee, eikä absoluuttista rikoshyötyä muodostuisi. Korkkan ajatus pätee pääsääntönä, mutta ulkoisia vaikutuksia se ei kestä. Jos kurssin olisi pitänyt nousta tiedon julkitulon jälkeen, mutta samanaikaisesti negatiivinen tieto laski kurssia, olisiko kurssilasku ja sisäpiiriläisen kokema tappio ollut vielä voimakkaampi ilman sisäpiirintiedon julkituloa? Todennäköisesti näin olisi käynyt. Tätä voidaan havainnollistaa yksinkertaisella esimerkillä sisäpiirikaupan jälkeisen osingon irtoamisesta. Sisäpiirintiedon paljastuessa osakkeesta irtoaisi samalla 7 % osinko. Normaali kurssilasku olisi rahoitusteorian mukaan noin osingon (7 %) suuruinen. Tapauksessa kurssilasku olisi kuitenkin 3 %. Onko tällöin sisäpiirintiedolla vältetty 4 % tappio, ja saavutettu taloudellista hyötyä? Kuvatussa tapauksessa sisäpiiririkoksella hyötyisi kurssilaskusta huolimatta. Osinkoesimerkki tuo esille absoluuttisen kurssihyödyn ehdottomuuden ongelman. Positiivinen absoluuttinen kurssimuutos rikoshyödyn ainoana ehtona, miten Korkka tuo asian esille, ei ole kestävällä pohjalla. Kuten jo luvussa kolme on tullut esille, myös vältetty tappio on rikoshyötyä.

¹³⁵ *Korkka*: Liiketoimintarikoksen tuottaman hyödyn mittaaminen s. 231-232.

Kysymys ”mitä osakkeesta olisi maksettu ilman rikosta?” on selkeä, yksinkertainen ja argumentatiivisesti validi peruste ja lähtökohta rikoshyödyn mittaamiselle, ja sillä kattaa kaikki arvopaperimarkkinarikokset. Alaluvussa 3.3 esitetyistä lainopin mittaamenetelmistä se on lähellä menetelmää 6, ja sitä on käytetty mittauksen perusteena muun muassa TJ Group -tapauksessa. Rikoshyödyn poistamisen jälkeen jäljelle jää se hinta, jonka sijoittajat olisivat osakkeesta maksaneet, mikäli heillä olisi ollut käytettävissään samat tiedot kuin tekijällä. Huolimatta esimerkiksi sisäpiiririkosten kaupankäyntikiellosta, koko myyntisummaa ei pidä tuomita rikoshyötynä menetettäväksi, koska alkupääoma ja muu taloudellinen hyöty on laillisesti hankittu ja sitä turvaa omistusoikeuden suoja. Koko myyntisumma konfiskoimalla kriminalisoitaisiin myös laillisesti hankittu alkupääoma ja laillinen taloudellinen hyöty. Osakkeen arvonmääritys ilman rikosvaikutusta, ja sen avulla selvitettävä todellisen taloudellisen rikoshyödyn tuomitseminen menetettäväksi, toteuttaa kolmea oikeudellista päämäärää:

- 1) rikollisella teolla saavutettu todellinen taloudellisen rikoshyödyn määrä tuomitaan menetettyksi;
- 2) kunnioittaa syytetyn muuhun omaisuuteen kohdistuvaa omistusoikeuden suoja;
- 3) toteuttaa rikosoikeudellista syyttömyysolettamaa, koska kaikki muu kuin rikoksella hankittu hyöty oletetaan lailliseksi.

Yhteenvetona rikoshyödyksi tulee tuomita vain rikollisesta teosta johtunut taloudellinen hyöty, ja kausaalisuhde tulee olla todennettavissa. Vastavuoroisesti tällä menetelmällä selvitetään se, mikä osakkeen arvo olisi ollut mikäli rikosta ei olisi tapahtunut. Tällöin tulee selvittää arvopaperin hinta rikosta ennen ja hinta rikoksen jälkeen. Tämä ero voidaan havainnollistaa sekä suhteellisesti että absoluuttisesti. Lisäksi tulee ottaa huomioon markkinoiden yleisen tilan ja ajankohdan merkitys. Tarkastellaan seuraavaksi rikoshyödyn mittaamisprosessia kronologisesti vaiheittain etenevänä tapahtumaketjuna.

6 Rikoshyödyn mittaamisprosessin vaiheet

6.1 Rikoksen ajankohtien täsmennys

Ensimmäiseksi mittaamisprosessissa tulee selvittää ja määrittää rikoksen tekoajanjakso. Tähän sisältyy rikoksen alkamisajankohdan ja rikoksen päättymishetken määrittäminen. Nämä on oikeuskäytännössä pystytty määrittämään selkeästi ja ongelmitta, eikä käytäntöön sinänsä ole

muutoksen tarvetta. Rikoksen alkamishetkellä tarkoitetaan sitä hetkeä, kun rikollinen toiminta tai teko alkaa, eli:

- 1) vääristelty, puutteellinen tai virheellinen tieto on tullut julkiseksi tai
- 2) totuudenmukainen tieto olisi pitänyt tulla julkiseksi, tai
- 3) sisäpiirikauppa on tehty, tai
- 4) arvopaperin kurssiin vaikuttava muu teko on aloitettu.

Rikoksen päättymishetkellä tarkoitetaan sitä hetkeä, kun rikollinen toiminta tai teko loppuu, eli:

- 1) vääristelty, puutteellinen tai virheellinen tieto on paljastunut ja tullut julkiseksi tai
- 2) totuudenmukainen tieto on tullut julkiseksi, tai
- 3) sisäpiirikauppa on tehty, tai
- 4) arvopaperin kurssiin vaikuttava muu teko on lopetettu,

ja järkevä sijoittaja on ehtinyt reagoimaan tähän tietoon.

Vaihtelevuutta oikeuskäytännössä on ollut siinä arviossa, miten nopeasti uusi informaatio tavoittaa järkevän sijoittajan. Oletetaanko hänen seuraavan pörssitiedotteita ja -uutisia herkeämättä? Mikäli käytettäisiin automaattisesti tiedotuspäivän päätöskurssia, tämä edellyttäisi, että järkevä sijoittaja on aamulla ennen pörssin aukeamista tietoinen kaikista eilisen tiedotteista ja uutisista mitkä osakkeeseen liittyvät. Käytännössä täyspäiväistä pörssiseurantaa ja kaupankäyntiä tekevät meklarit ovat tällöin tietoisia, mutta välttämättä muun työn ohella osakesäästämistä harjoittava sijoittaja ei. Tosin nykyaikana merkittävät pörssitiedotteet myös ylittävät talousalan lehtien uutiskynnyksen herkästi, ja ovat mediassa näkyvillä vaikka pörssitiedotteita ei seuraisikaan.

Oikeuskäytännössä kyseinen vaikutusaika on huomioitu käyttäen tiedon julkistamista seuraavan päivän päätöskurssia. Tiedon siirtymistä koskevan aikajakson määrittely tuleekin jättää tuomioistuimen tapauskohtaiseen harkintaan. Mikäli pörssitiedote annetaan aamulla ennen pörssin avautumista klo 7:00, voi päivän päätöskurssi olla jo käyttökelpoinen. Mikäli tiedote annetaan ennen pörssin sulkeutumista klo 18:00, ei päivän päätöskurssi ole käyttökelpoinen. Tämä rikoksen päättymis- ja alkamishetken määrittely ei ole kuitenkaan oikeuskäytännössä ollut mittausprosesseissa mikään kynnyskysymys.

6.2 Rikosvaikutuksen selvittäminen ja normaalin kurssivaihtelun poissuljenta

Rikosvaikutus on parhaiten todennettavissa rikoksen päättävän tiedon julkaisuhetken kurssimuutoksesta. Oikeustiede ja oikeuskäytäntö tukevat tätä kurssimuutoksen merkitystä, ja myös rahoitusteorian mukaan informaatio imeytyy kurssiin nopeasti. Rikoksen päättymishetken kurssimuutos indikoi selvästi rikosvaikutuksen poistumista kurssihinnasta, ja kausaliiteetti kurssimuutoksen ja rikoksen päättymisen välillä on vahvasti todennettavissa. Pörssiosakkeen kohdalla tapahtuma on laskettavissa kurssin hintaerosta rikoksen paljastumista ennen ja sen jälkeen. Kurssimuutoksessa on kuitenkin mukana myös normaali kurssivaihtelu, joka tulee laillisena hyötynä erotella rikoshiödystä. Mikäli rikos on tehty juuri ennen tiedon paljastumista, tämä mittausmenetelmä yksinään on riittävä rikoshiödyn mittaukseen, kun kurssimuutoksesta vähennetään tavanomainen kurssimuutos.

Yhtiön *tavanomaisen päivittäisen kurssimuutoksen* selvittämiseksi tulee ensin arvioida sen aikajakson pituus, jolta normaali kurssivaihtelu lasketaan. Tähän vaikuttaa yhtiön kurssin heilahtelut (volatiliteetti) ja myös ulkoiset markkinamuutokset. Normaalin kurssivaihtelun selvittäminen jälkikäteen *ex post* on toimenpide, jossa havainnoidaan kyseisen arvopaperin jo tapahtunutta kurssivaihtelua, eikä sitä tarvitse ennustaa tai arvioida kuten sijoitustoiminnassa. Perussääntönä voidaan sanoa, että huomioitava ajanjakso on sitä lyhyempi, mitä poikkeuksellisempi tilanne on markkinoilla. Tällöin poikkeustilanne, esimerkiksi pörssiromahdus, voidaan kattavimmin huomioida ja erottaa laillisena hyötynä rikoshiödystä. Vertailtavalla ajanjaksolla ei luonnollisestikaan saa olla tapahtunut rikoksen aiheuttamaa kurssimuutosta, vaan kurssivaihtelu tulee huomioida rikoksen paljastumista ennen ja paljastumisen jälkeen, esimerkiksi kuukausi ennen ja kuukausi jälkeen rikosvaikutuksen. Ennen rikosta tapahtuneessa ajanjaksossa kurssimuutos voi kuitenkin olla keskimääräistä voimakkaampaa, mikäli tietoa rikoksesta tihkuu jotain kautta markkinahintaan. Harkintaa tulee siis olla siinä, miltä ajanjaksolta vertailu tehdään, että kurssivaihtelu on vertailukelpoinen rikoksen paljastumishetken normaaliin kurssivaihteluun.

Yleisen markkinatilanteen selvittämiseksi on mahdollista käyttää yleistä Helsingin pörssin indeksiä, 25 vaihdetuimman yhtiön indeksiä OMXH 25, tai yhtiökohtaisesti painorajoitettua indeksiä OMXH Cap. Vertailukohtaa on mahdollista hakea myös tarvittaessa globaalisti, esimerkiksi Yhdysvaltojen käytetyimmistä indekseistä, joita ovat Dow Jones Industrial Avera-

ge¹³⁶ Standard&Poor's 500¹³⁷ ja Nasdaq Composite. Indeksien vertailujen tarkoituksena on selvittää se, onko markkinoilla käynnissä tavanomainen tai loiva nousu- tai laskusuhdanne, vai onko rikoksen tapahtuma-aikana ollut havaittavissa huomattavan korkeaa nousua tai laskea markkinoilla. Tasaisessa markkinakehityksessä ja hitaan nousun tai laskun aikana normaali kurssivaihtelu voidaan huomioida pidemmältä ajalta etenkin, mikäli kurssissa on tyypillisesti heiluntaa.

Varsinaiseen normaalin kurssivaihtelun mittaamiseen ei enää tarvitse vertailla muita yhtiöitä tai pörssi-indeksejä. Kun ajanjaksot on valittu, lasketaan arvopaperin kurssitaulukosta keskimääräinen päivittäinen kurssimuutos, tai se voidaan selvittää prolangoimalla¹³⁸ kurssimuutos kyseisiltä ajanjaksoilta ennen ja jälkeen rikoksen päättymisen jälkeen. Prolongoinnin tavoitteena on selvittää normaali rikoksesta johtumaton päivittäinen prosentuaalinen kurssivaihtelu seuraavan kaavan avulla:

$$\sqrt[d]{\frac{b}{a}} - 1 * 100$$

a= hinta ajanjakson alussa

b = hinta ajanjakson jälkeen

d = pörssipäivien määrä

Kurssin normaali päivittäinen kurssimuutos huomioidaan *rikosvaikutuksen mittaushetkellä*, koska markkinat muuttuvat sinäkin aikana. Ajanjakso on lyhyt ja oikeuskäytännön mukaan se on vakiintunut kahdeksi pörssipäiväksi. Tällöin rikosvaikutuksesta tulee vähentää kahden päivän normaali kurssimuutos.

6.3 Rikoksen päättymishetken kurssimuutoksen siirto rikoksen tekohetkeen

¹³⁶ Indeksi koostuu Yhdysvaltojen pörsseissä listatuista 30 suuryrityksestä.

¹³⁷ Indeksi koostuu Yhdysvaltojen pörsseissä listatuista 500 suuryrityksestä.

¹³⁸ Prolongointi on diskonttauksen vastakohta, jolla rahalle voidaan laskea myöhempää ajankohtaa vastaava arvo. *Vaihekoski*: Rahoitusalan sanasto.

6.3.1 Absoluuttinen ja suhteellinen laskutapa

Rikoksen päättymishetken markkinahinnan muutoksesta selvitetty rikosvaikutus tulisi pystyä siirtämään rikoksen tekohetken eli varsinaisen rikoshyödyn mittaushetken aikaan. Aika näiden kahden tapahtuman välillä voi olla pitkä, ja välissä markkinahinnat ja markkinasentimentti muuttuvat. Rikosvaikutuksen siirto voidaan tehdä kahdella tavalla: absoluuttisesti rahamääräisenä muutoksena tai suhteellisesti prosentuaalisena muutoksena. Oikeuskäytännössä on käytetty kumpaakin tapaa rikosvaikutuksen määrän havainnollistamiseen. Kuitenkin varsinaisessa rikoshyödyn mittauksessa vain Jippii Groupin tapauksessa on laskettu suhteellinen muutos, TJ Groupin tapauksessa rikoshyöty arvioitiin suhteellisesti ja kaikissa muissa rikoshyöty laskettiin absoluuttisesti (euromääräisesti).

Kahden eri ajankohdan ja muuttuvien markkina- ja hinnoitteluolosuhteiden vuoksi siirto on huomattavasti vertailukelpoisempi ajassa suhteellisesti tehtynä. Käytännössä suhteelliseen siirtomenetelmään sisältyy aina myös absoluuttinen rikoshyödyn määrä. Lisäksi se huomioi implisiittisesti normaalin yhtiöstä ja markkinoista johtuvan kurssimuutoksen rikoksen alkamisen ja päättymisen välillä.

6.3.2 Kauppahinta ja sijoituksen tuotto

HK Groupin tuomiossa rikoshyötynä huomioitiin pelkkä rikosvaikutuksen aiheuttama kurssi-muutos. Tämä mittaustapa vaikuttaa kyseisessä tuomiossa toimivalta ratkaisulta, eikä se ole tuottanut ongelmia myöskään muutoksenhakutuomioistuimessa. Tapauksessa sisäpiirikauppoja oli tehnyt vain yksi taho. Nordic Aluminiumin tapauksessa laskutapa oli sama, mutta ostajia ja hankintahintoja oli kaksi. Tämä tuo esiin ongelman siinä, tuleeko myös hankintahinta huomioida rikoshyödyn mittaamisessa. Tapauksesta saatettiin huomata, että aiemmin matalammalla hinnalla ostaneelle jäi rikoshyötyä poistamatta. Mikäli tapauksessa oltaisiin käytetty rikoksen päättymishetken ja ostohinnan erotusta, olisi aiemmin ostaneelle rikoshyöty muodostunut huomattavasti suuremmaksi. Nordic Aluminium -tapaus tuo hyvin esille erilaisten kauppahintojen ongelman, mutta sen ratkaisemisessa ei ole kyse yhdenvertaisuuden toteuttamisesta, vaan kauppahinnalla on tosiasiallista merkitystä sijoituksen tuotossa ja sen määrässä.

Sijoitustoiminnassa sijoittajilla on tarkoitus saada osakemarkkinoilta sijoitukselleen tuottoa. Tuotto voidaan ilmaista rahamääräisenä tai prosentuaalisena tuottona. Tätä havainnollistetaan seuraavalla esimerkillä:

1) Sijoittaja A sijoittaa 100 000 euroa X-osakkeeseen, jonka tuottoprosentti on 1. Sijoitus tuottaa 1000 euroa vuodessa.

2) Sijoittaja B sijoittaa 10 000 euroa Y-osakkeeseen, jonka tuotto prosentti on 10. Sijoitus tuottaa 1000 euroa vuodessa.

Sijoittaja A ja B saavat absoluuttisesti saman tuoton 1000 euroa, mutta suhteellisesti tuotto on A:lla 1 ja B:llä 10 prosenttia. B:n sijoitus on kymmenen kertaa tuottavampi; jos hän olisi myös sijoittanut 100 000 euroa, hänen absoluuttinen vuosituotto olisi ollut 10 000 euroa. Sijoittajan sijoitukselleen saamalla tuotto prosentilla on näin ollen suuri merkitys.

Tuotto prosentilla voidaan kuvastaa myös tuoton saamista sisäpiirintiedon avulla. Seuraavassa esimerkissä kahdella sisäpiiriläisellä on käytössään 10 000 euroa, ja rikoshyöty lasketaan ostohinnan ja rikoksen päättymishetken erotuksena. Ennen rikoksen päättymistä osakkeen hinta on 4 euroa ja rikoksen päättymisen jälkeen se nousee 6 euroon:

1) Sisäpiiriläinen A ostaa 10 000 eurolla 2 euroa per osake, eli 5000 osaketta. A saa voittoa 20 000 euroa ja tuotto prosentti on 200.

2) Sisäpiiriläinen B ostaa 10 000 eurolla 4 euroa per osake, eli 2500 osaketta. B saa voittoa 5000 euroa ja tuotto prosentti on 50.

A maksaisi rikoshyötyä 20 000 euroa ja B 5000 euroa. Esimerkissä rikoksen aiheuttama kurssivaikutus on absoluuttisesti 2 euroa ja suhteellisesti 50 prosenttia. A:lla on alemman ostohinnan vuoksi huomattavasti korkeampi tuotto prosentti kuin B:llä. Jos mittauksena käytettäisiin pelkkää tiedotteen aiheuttamaa kurssimuutosta, kumpikin maksaisi rikoshyötynä 5000 euroa. Näyttäisi vahvasti siltä, että A:n ja B:n saavuttama todellinen taloudellinen hyöty on eri kokoinen, ja että A on saanut taloudellista hyötyä siitä, että hän on ostanut osakkeet alemmalla hinnalla. Kuitenkaan osakkeen normaali hinnanmuutos 2 eurosta 4 euroon ei ole ainakaan kokonaan rikoksen aiheuttamaa. A on saanut alemmalla ostohinnalla selvästi lisätuottoa tuon 15 000 euron verran verrattuna B:hen. Mikä osuus siitä on rikoshyötyä?

6.3.3 Kauppahinnan lisäarvo ja rikoshyöty

Edellisessä esimerkissä A:n saama taloudellinen hyöty verrattuna B:hen on alemmasta hankintahinnasta johtuva lisäarvo. Alemman hankintahinnan avulla A on pystynyt korottamaan kokonaishyödyn tuotto prosenttia verrattuna B:hen. Tätä voidaan havainnollistaa tilanteessa, jossa kummallakin on yhtä suuri kappalemäärä osakkeita ja tilanne markkinoilla on sama kuin edellisessä kappaleessa:

1) Sisäpiiriläinen A ostaa 2000 osaketta hintaan 2 euroa per osake kokonaissummaltaan 4000 euroa. Voitto on absoluuttisesti 8000 euroa, suhteellisesti 200 prosenttia.

2) Sisäpiiriläinen B ostaa 2000 osaketta hintaan 4 euroa per osake kokonaissummaltaan 8000 euroa. Voitto on absoluuttisesti 4000 euroa, suhteellisesti 50 prosenttia.

Nyt voidaan nähdä, että A on saavuttanut suuremman taloudellisen voiton alhaisemmalla alkupääomalla. A on säästänyt ostohetkellä 4000 euroa verrattuna B:hen, ja saanut lopuksi sen verran enemmän voittoa kuin B. Lopussa kummallakin on 12 000 euron arvosta omaisuutta. Tästä voidaan tehdä havainto, että A:lla lopputilanteessa olleesta omaisuudesta suurempi osa (8000 euroa) on ollut kauemman rikollisessa toiminnassa sidottuna kuin B:llä (4000 euroa). Kummaltakin tulee vähentää selvästi rikoksen aiheuttama absoluuttinen kurssimuutos 4000 euroa, mutta A:lle jää tämän jälkeen erotuksena 4000 euroa (ja B:lle 0 euroa). Tälle rikokseen sidotulle omaisuudelle on tuona aikana kuitenkin kertynyt normaalin kurssinousun myötä myös laillista tuottoa.

Kyseisestä rahamäärästä rikollinen osuus voidaan poistaa suhteellisen rikosvaikutuksen kurssimuutoksen avulla. Kyseinen rahamäärä 4000 euroa on ollut rikokseen sidottuna, ja jälkikäteen tarkasteltuna sille on kertynyt rikoksen päättymishetken kurssimuutoksen määräinen suhteellinen tuotto. Koska rikoksen päättymishetken kurssimuutoksesta todettu suhteellinen rikosvaikutus on ollut 50 prosenttia, tämä on myös tuotto rikokseen sijoitetulle pääomalle. Rikoksen päättymistä edeltävän hetken 4 euroa (mikä on myös B:n ostohinta) ja A:n ostohinnan 2 euroa erotuksesta on ollut A:lle rikollisena lisäarvona hyötyä tuon 50 prosentin verran:

$$(4-2)*0,5=1$$

Rikoshyötynä A:lle tulisi tuomita absoluuttinen rikoksen jälkeinen kurssimuutos (2 euroa) lisättyinä alemmalla ostohinnalla saavutetulla rikoksesta johtuvalla lisäarvolla 1 euroa, eli A:n rikoshyöty on yhteensä 3 euroa per osake. B:n rikoshyöty on rikoksen aiheuttama absoluuttinen kurssimuutos eli 2 euroa per osake. Tämä absoluuttisen rikoshyödyn ja kauppahinnan lisäarvon summa on *suhteellinen rikosvaikutuksen siirto* rikoksentekehetkeen.

6.3.4 Suhteellinen rikosvaikutuksen siirto

Pelkän absoluuttisen rikoshyödyn laskemisen sijaan koko rikosvaikutus voidaan siirtää suhteellisesti rikoksen paljastumishetkestä rikoshyödyn mittaushetkeen *ex post*. Tämä *suhteellinen rikosvaikutuksen siirto*, johon implisiittisesti sisältyy edellä esitelty kauppahinnan lisäarvo, voidaan esittää matemaattisena kaavana, jossa rikoshyödyn määrä rikoksen tekohetkellä lasketaan seuraavasti:

$$RH = |p_a - p_b| + \left| \frac{(p_b - p_c)(p_a - p_b)}{p_b} \right|$$

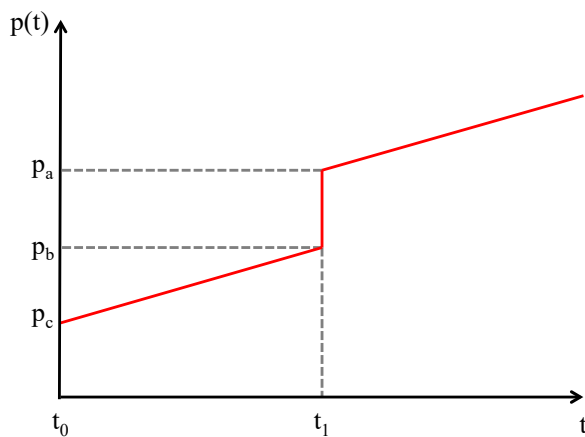
RH = rikoshyöty

p_a = hinta rikoksen päättymisen jälkeen

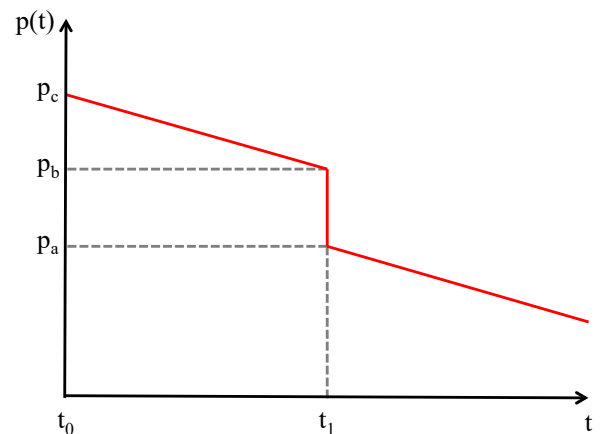
p_b = hinta juuri ennen rikoksen päättymistä lisättyä tai vähennettynä tiedon imeytymisajan normaalilla kurssivaihtelulla

p_c = osto- tai myyntihinta

Kaava on sovellettavissa kaikissa markkinatilanteissa, joissa on selvitettävissä kyseiset kolme hintatekijää. Kaava koostuu yhteenlaskumerkin (+) vasemmalla puolella absoluuttisesta rikoshyödystä, ja yhteenlaskumerkin oikealla puolella on kyse kauppahinnan ja rikoksen päättymistä edeltävän hinnan erotuksesta johdetusta lisäarvosta. Kaavan tekijät voidaan havainnollistaa kuvaajassa hinta ajan funktiona nousevassa ja laskevassa kurssissa, kun sisäpiirintieto paljastuu kohdassa t_1 :



Kaavio 18: Mittaustekijät kurssinousussa.



Kaavio 19: Mittaustekijät kurssilaskussa.

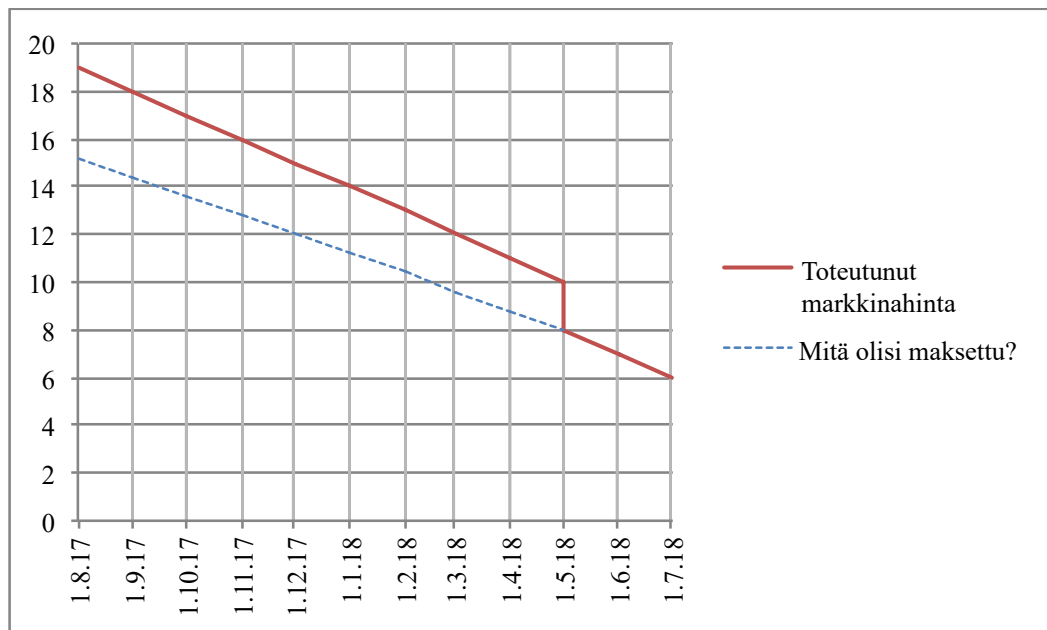
Kaava on mahdollista sieventää kurssinousussa tai -laskussa, jolla voidaan osoittaa, että sen käyttö on hyvin yksinkertaista. Sievennettynä kaava on seuraavanlainen:

Kurssinousu:
$$RH = \frac{(p_a - p_b)}{p_b} * (2p_b - p_c)$$

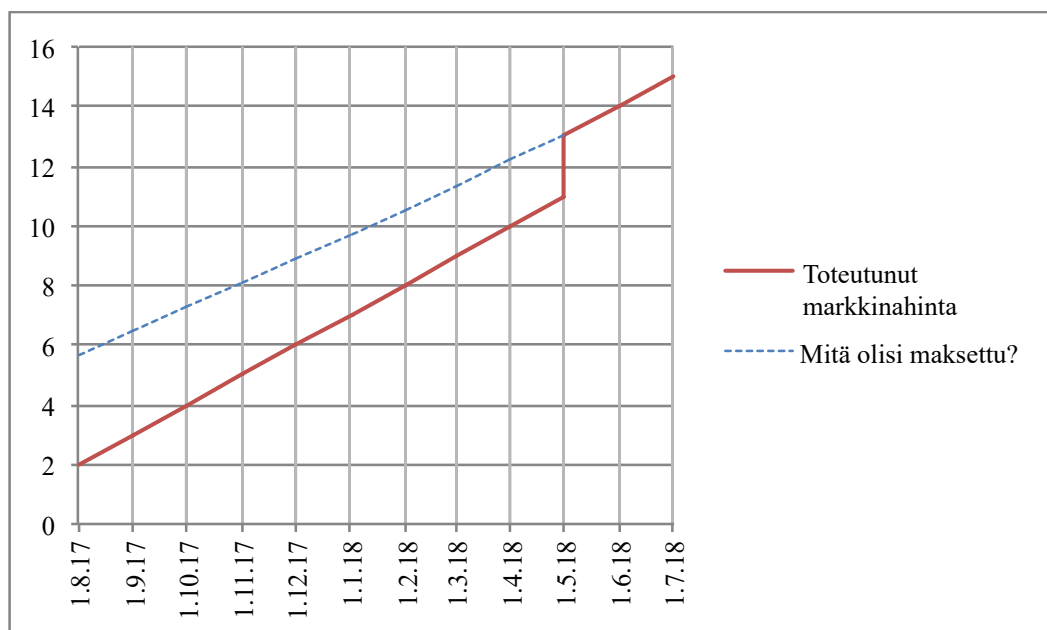
Kurssilasku:
$$RH = \frac{(p_b - p_a)}{p_b} * p_c$$

Kaavan avulla mitattu rikoshyöty on laskettu kuvitteelliseen esimerkkilaskelmaan alla olevissa kaavioissa. Kaaviossa punainen viiva on toteutunut markkinahinta, ja sininen katkoviiva on hinta, mikä osakkeesta olisi maksettu mikäli sisäpiirintieto olisi ollut markkinoiden käytettä-

vissä. Näiden viivojen väliin muodostuu rikoshyöty. Kuvitteellisessa laskelmassa sisäpiirintieto on tullut julkiseksi 1.5.18:



Kaavio 20: Kurssilasku. Toteutunut markkinahinta ja hinta, mikäli sisäpiirintieto olisi ollut julkinen.



Kaavio 21: Kurssinousu. Toteutunut markkinahinta ja hinta, mikäli sisäpiirintieto olisi ollut julkinen.

6.4 Rikoshyödyn mittaaminen: case TJ Group Oyj

Seuraavassa lasketaan tämän tutkielman havaintojen perusteella muodostetun rikoshyödyn mittaamisprosessin avulla TJ Groupin osakkeen arvo ja rikoshyödyn määrä rikoksen tekohetkellä.

Ensin määritellään rikoksen kannalta merkitykselliset ajankohdat ja kurssit. Rikos on tehty osakeannin merkintäaikana (7.2.-11.2.2000), joten rikos on tehty antihintaan 17,6 euroa. Koska rikos on tapahtunut toteutuneella kaupalla, ei tarkalla ajankohdalla ole tässä tapauksessa merkitystä kun tekohetken myyntihinta on tiedossa. Rikos on päättynyt tulosvaroitukseen 26.4.2000, jonka jälkeisen päivän päätöskurssi on 6,65 euroa. Sijoittajille on huomioitu reagointiajaksi tulosvaroituksen jälkeisen päivän loppuun asti. Kurssi ennen tulosvaroitusta 25.4.2000 oli 8,18 euroa. Kurssimuutos oli -18,70 prosenttia, ja tämä muutos on selkeästi osittain rikoksen aiheuttama. Seuraavaksi poistetaan tästä muutoksesta normaali kurssivaihtelu.

Kun huomioidaan aiemmin tässä tutkielmassa esitetyt indeksit Helsingin pörssissä, sekä globaali osakemarkkinoiden romahdus vuonna 2000, voidaan havaita että pudotus oli jyrkkä ja nopea. Tämän vuoksi normaali kurssivaihtelu tulee tässä tapauksessa huomioida tämän globaalien kurssipudotuksen ajalta. Tarkoituksena on huomioida nimenomaan yleinen kurssiin kohdistuva vaihtelu, ja se, että kyseinen vuosi oli markkinoilla hyvin tavallisuudesta poikkeava. Tämän vuoksi riittävää on, että kurssipudotus huomioidaan kuukausi (30 päivää) ennen ja kuukausi jälkeen tulosvaroituksen ja näiden avulla määritetään normaali kurssipudotus rikoksen vaikutusajalta eli 25.-26.4. Tämä käsittää kaksi pörssipäivää, ja niiden ajan kurssimuutoksesta tulee siis vähentää kahden päivän normaali kurssivaihtelu. Tämä tapahtuu laskemalla ennen ja jälkeen havaittujen päivämuidosten keskiarvo ja se vähennetään koronlaskulla rikoksen paljastumisajankohdan päivien määrän osalta.

Huomioidaan päätöskurssit 30 päivää ennen ja jälkeen tulosvaroituksen ja lasketaan prolongoimalla päiväkohtainen normaali prosentuaalinen muutos:

$$\sqrt[d]{\frac{b}{a}} - 1 * 100$$

Ajalla 27.3.– 25.4. hinta 11,4 - 8,18 euroa, pörssipäiviä 19 kappaletta.

$$\sqrt[19]{\frac{8,18}{11,4}} - 1 * 100 = -1,731 \dots \approx -1,73 \%$$

Ajalla 27.4. – 26.5. hinta 6,65 - 4,18 euroa, pörssipäiviä 20 kappaletta.

$$\sqrt[20]{\frac{4,18}{6,65}} - 1 * 100 = -2,294 \dots \approx -2,29 \%$$

Lasketaan päiväkohtainen keskiarvo:

$$\frac{-1,73 + -2,29}{2} = -2,01 \%$$

Tulos paljastaa sen, että normaalitilanteessa, täysin ilman rikosta tai sen paljastumista, osakekurssi laski päivittäin keskimäärin kaksi prosenttia. Mikäli tulosvaroitusta ei olisi annettu, 27.4. osakkeen päätöskurssi olisi ollut kahden päivän aikana tavanomaisella koronlaskulla laskettuna:

$$K = k * \left(1 + \frac{p}{100}\right)^t$$

k = alkupääoma

p = korkoprosentti

t = korkokausien määrä

$$8,18 * \left(1 + \frac{-2,01}{100}\right)^2 = 7,8544 \dots \approx 7,85\text{€}$$

Pelkästään rikoksen paljastavasta tulosvaroituksesta johtuva kurssimuutos oli siten euromääräisesti:

$$7,85 - 6,65 = 1,2\text{€}$$

ja suhteellisesti:

$$\frac{6,65 - 7,85}{7,85} * 100 \approx -15,286 \dots = -15,29 \%$$

Tämä tiedote on KKO:n mukaan saattanut kaiken lailla säädetyn informaation sijoittajien ulottuville, joten tämä kurssimuutos on merkittävin ero rikollisen ajan ja rikoksettoman ajan välillä. Tuota tiedotetta ennen oli syyllistytty kurssin vääristämiseen tuottamalla vääristettyä informaatiota ja pidättäytymällä tulosvaroituksen tiedottamisesta. Lisäksi tuona ajankohtana ei ole tullut esille mitään muuta markkinoita tai yhtiötä koskevaa informaatiota, joka olisi voinut vaikuttaa kurssiin noin voimakkaasti. Kyseinen tulosvaroitusta päätti rikollisen ajan, joten kurssimuutos, vähennettynä tavanomaisella päivittäisellä kurssimuutoksella, on havaitavan kausaliteetin perusteella rikoksesta johtuva. Kun arvioidaan nimenomaan rikoksen vaikutusta kurssiin, joka jatkui tulosvaroitukseen asti, ei käytännössä mitään muuta muutosta ole

perusteltua huomioida. Ajankohtana 27.4. osakkeen oikea markkina-arvo oli 6,65 euroa, ja rikoksella vääristelty markkina-arvo oli 7,85 euroa.

Seuraavaksi tämä muutos tulee siirtää rikoksen tekohetken ajankohtaan, jossa rikollinen taloudellinen hyöty on todellisesti saavutettu. Tässä tapauksessa se tarkoittaa kyseisen kurssi-muutoksen siirtämistä rikoksen tekohetken osakkeen hintaan. Rikollinen teko, eli osakkeiden myynti sisäpiirintiedon aikana, on tapahtunut 7.-11.2. hintaan 17,6 euroa. Toteutuneesta myyntihinnasta voidaan vähentää 27.4. havaittu rikoksen vaikutus kurssiin suhteellisesti prosentuaalisena muutoksena. Rikoshyödyn määrä on kurssilaskussa suhteellisen rikosvaikutuksen siirtomenetelmän kaavan mukaan:

$$RH = \frac{(p_b - p_a)}{p_b} * p_c$$

$$RH = \frac{(6,65 - 7,85)}{7,85} * 17,6 = -2,690 \dots \approx -2,69\text{€}$$

Kurssilaskussa tulos on negatiivinen, koska kyseessä on vältetty tappio. Osakkeen oikea osakeantihinta, eli se hinta minkä sijoittajat olisivat maksaneet osakkeesta ilman rikosta, olisi ollut antihinnasta suhteellinen rikoshyöty huomioiden:

$$17,6 - 2,690 \dots = 14,909 \dots \approx 14,91\text{€}$$

Tällä mittausmenetelmällä rikoshyödyn määräksi saadaan 2,69 euroa. Tämä hinta on näin ollen hieman suurempi kuin mihin hovioikeus on päätenyt (2,2 euroa). Sinällään ero lasketun summan ja lainvoimaisen tuomion summan välillä on kohtalaisen pieni, kun verrataan määrittämissä käytettyjen aikajaksojen pituuksia: tuomioistuin on huomionut rikosvaikutuksena yli kahden kuukauden aikajakson osakeannin ja rikoksen päättymisen välillä. Tässä suhteellisessa rikosvaikutuksen siirtomenetelmässä rikosvaikutus on huomioitu vain kahden päivän ajalta, ja tuo muutos on siirretty suhteellisesti rikoksen tekohetkeen.

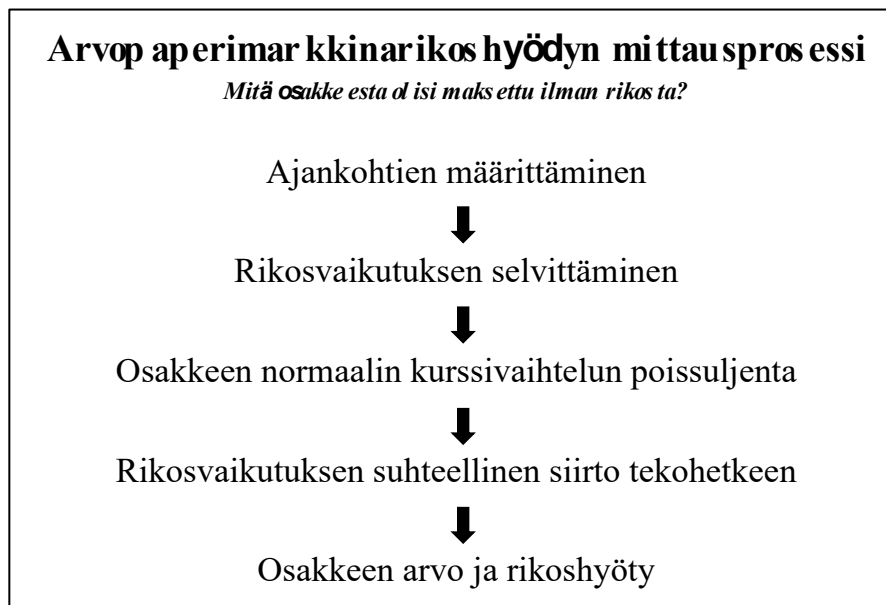
7 Tutkimustulokset ja yhteenveto

Tässä tutkielmassa on tutkittu useita mahdollisia tapoja mitata rikoshyödyn määrä arvopaperimarkkinarikoksissa. Lainopillisten menetelmien, oikeuskäytännön ja rahoitusteorian arvonnäilytysmenetelmien analysoinnin perusteella saavutetun rikoshyödyn mittausprosessin avulla on varmistunut tieto siitä, että pelkän arvioinnin sijaan rikoshyöty on mitattavissa, ja mittausprosessin avulla myös vakuuttavasti perusteltavissa. Seuraavassa kaaviossa havainnollis-

tetaan esitetyn tutkimuksen ja havaintojen perusteella muodostettu *arvopaperimarkkinarikoshyödyn mittausprosessi*, joka on:

- 1) kuvaus mittauksen kokonaistoimituksen etenemisestä, mutta myös
- 2) ohje ja kaava sen tekemiseen, sekä
- 3) selkeä ja yksinkertainen koulutus- ja opetusväline rikoshyödyn mittaamiseen.

Mittausprosessia edeltää luonnollisesti se, että rikos on todettu ja rikoshyötyä on vaadittu syytteessä menetetyksi:



Kaavio 22: Arvopaperimarkkinarikoshyödyn mittausprosessi.

Tutkielmassa esitetty *suhteellinen rikosvaikutuksen siirtomenetelmä* on lain- ja tarkoituksenmukainen rikoshyödyn mittausmenetelmä, jota voidaan soveltaa arvopaperimarkkinarikoshyödyn mittaukseen mittausprosessin osana. Menetelmä perustuu oikeustieteeseen, oikeuskäytäntöön ja rahoitustieteelliseen tutkimukseen, ja sen käyttöönotolla olisi mahdollista yhtenäistää hyvin hajanainen vallitseva tuomioistuinkäytäntö. Kyseisen mittausmenetelmän eri osakohtia on sovellettu oikeudenkäynneissä aiemminkin, mutta käyttö on ollut summittaista eikä tarkkaan tutkimukseen tai testauksiin perustuvaa. Merkittävää suhteellisen rikosvaikutuksen siirtomenetelmän soveltamisessa on myös sen käyttökohteiden laajuus; sitä voidaan käyttää kaikissa arvopaperimarkkinarikoksissa, ja se toimii nousu- ja laskumarkkinoilla. Lisäksi menetelmä on objektiivinen ja puolueeton, koska sen ainoa tarkoitus on poistaa rikoksen johdosta muodostunut todellinen taloudellinen hyöty loogisen päättelyn ja matemaattisen laskutoimituksen avulla.

Kyseisellä mittausmenetelmällä saavutetussa tuloksessa on kyse numeraalisesti ilmaistusta rikoshyödyn määrän lukuarvosta. Rikoshyödyn tuomitseminen tulisikin perustua pelkän arkiarvioinnin sijasta matemaattisesti todennettuun analyysiin ja mittaus-tulokseen. Spekulaatiiviseen arvaukseen ja tavanomaiseen harkintaan perustuva arvonmääri-tyksen osuus on tällä menetelmällä minimoitu. Rikoshyödyn mittausprosessi on tällä mene-temällä matemaattisesti objektiivisesti todennettavissa sekä koska tahansa toistettavissa. Mit-taus on mahdollista toteuttaa aina, kun osakkeesta on olemassa pörssi-arvostus rikoksen teko-hetken ja rikoksen päättymistä edeltävältä ja seuraavalta ajankohdalta. Lisäksi normaali päi-vittäinen kurssivaihtelu tulee olla havaittavissa, jolloin vertailu normaalitilanteen ja rikoksen välillä on mahdollista.

Tuomioistuimen ratkaisema rikoksen päättymishetken määrittävä tiedonanto päättää rikoksen ja paljastaa tiedon, mikä on rikollisella tavalla pidetty julkistamattomana tai sitä on vääristel-ty. Kun osakkeet ovat julkisessa vaihdannassa ja vaihtovolyymi on korkea, rahoitusteorian mukaan informaatio välittyy tehokkaasti ja nopeasti osakkeen hintaan. Tämän vuoksi rikoksen päättävän tiedonannon aiheuttama kurssimuutos voidaan analogisesti todentaa indikoivan rikoksen vaikutuksen poistumista osakkeen arvosta. Rikoksen paljastava tiedote imeytyy kurssiin lähes välittömästi, jolloin rikoshyöty voidaan mitata tästä muutoksesta. Tästä johtuen rikosvaikutuksen arvioinnissa ainoastaan rikoksen päättävän tiedonannon aiheuttama kurssi-muutos tulisi ottaa huomioon.

Osakekaupankäynnissä sijoittajat, ja myös tietokoneet, voivat tehdä osto- ja/tai myyntipäätök-siä nouseviin, laskeviin tai tasaisiin kurssiin. Todennäköisesti jonkinlainen muutos kurssis-sa tai informaatiossa on monessa tapauksessa toimeksiantopäätöksen takana. Kurssimuutos voidaan havaita suhteellisena (prosentteina) tai absoluuttisena (valuuttamääräisenä) hintana. Pörssi myös viestii käytännössä kaikkialla muutokset sekä suhteellisena että absoluuttisena määränä. Etenkin pörssi-indeksi on yksinkertaista ilmoittaa prosenttimuutoksina, vaikka ar-vostus on todennettavissa myös absoluuttisesti sovitulla pisteytyksillä. Pörssin voimakkaat heilahtelut ja pörssiromahdukset määritellään ja ilmoitetaan yleensä prosentuaalisena muutok-sena tietyllä aikavälillä. Tämän vuoksi ei voida varmuudella todeta sitä, onko sijoituspäätök-sen ja osakkeen kaupankäynnin syynä hinnan absoluuttinen vai suhteellinen muutos, mistä johtuen on perusteltua että kumpikin muutoksen tapa otetaan rikoshyödyn määrän arvioinnis-sa huomioon.

Suhteellisen rikosvaikutuksen siirtomenetelmä on riippumaton muiden yhtiöiden kurssikehi-tyksestä, koska vain arvonmääri-tyksen kohdeosakkeen oma normaali kurssivaihtelu huomioi-daan. Tämä tuo varmuutta ja edustavuutta arvonmääri-tykseen sekä tehostaa oikeusproses-

siekonomiaa. Vaadittavat laskutoimitukset on minimoitu ja ne ovat yksinkertaisia, koska laajaa tilastollista vertailua ei tarvita. Normaali markkinoiden vaihtelu otetaan tässä menetelmässä huomioon osakkeen oman tavanomaisen kurssivaihtelun kautta. Tällä tavalla kurssihinnasta poistetaan kaikki muut tekijät kuin rikosvaikutus. Tämä tapahtuu ilman työlästä ja epätarkkaa vertailuprosessia muihin indekseihin tai verrokkikursseihin.

Lainopillisesti ja rikosoikeudellisesti esitetty menetelmä toteuttaa taloudellista hyötyä tavoittelevan rikollisen toiminnan ennaltaehkäisyä, ja saavutetun taloudellisen rikoshyödyn eliminointia. Lisäksi menetelmä turvaa tekijän omistusoikeutta, sekä laillista sijoitustoimintaa. Menetelmä myös korostaa rikoshyödyn ja rangaistuksen välistä eroa, koska rikoshyöty erotetaan siinä tarkasti ja objektiivisesti laillisesta taloudellisesta hyödystä ilman mitään rankaisufunktiota.

Esitetyn mittausmenetelmän käytön haasteena on se, mikäli rikoksen päättävän kurssipudotuksen hetkellä markkinoilla on joku muu tieto joka pudottaa kurssia. Menetelmän taustalla on tarve muiden markkinapudotusten tai häiriöiden huomioimiseen ja minimoimiseen. Tämä voi vaatia esimerkiksi tarkempaa verrokkiyhtiöiden kurssien tarkastelua tai globaalien yleisindeksien havainnointia. Haasteena on myös se, mikäli sisäpiirintietoa imeytyy kurssiin jotain kautta jo ennen tiedon julkistamista. Tällöin voidaan jättää huomiotta tiedotetta edeltävä huomattava kurssivaihtelu, jolloin tekijän asema heikkenee pienemmän normaalin kurssimuutoksen vähentäessä rikoshyötyä vähemmän. Lisäksi mikäli on osoitettavissa että sisäpiirintieto on imeytynyt kurssiin eri tiedotteiden kautta osissa, tulee jokaisen tiedotteen kohdalla suorittaa erillinen laskutoimitus ja laskea ne yhteen.

Nämä kaikki haasteet on kuitenkin mahdollista ratkaista tapauskohtaisella tuomioistuimen harkinnalla. Esitettyssä mittausprosessissa kantavana ajatuksena on ollut vahvojen loogisten päättelyketjujen hahmottaminen ja suuntaviivojen luominen, säilyttäen koko ajan tuomioistuinten vapaa tapauskohtainen harkinta. Esitetty suhteellisen rikosvaikutuksen siirtomenetelmä on osa tätä mittausprosessia, ja se on riippuvainen tietyistä oikeustapahtumista, kuten rikoksen päättymishetken tunnistamisesta. Mikäli yksittäistapauksessa kyseistä menetelmää ei jostain syystä olisi mahdollista hyödyntää, voidaan mittausprosessia kuitenkin edetä korvaamalla mittausmenetelmä jollain toisella menetelmällä.

Arvopaperimarkkinarikoshyödyn mittausprosessin ja suhteellisen rikoshyödyn siirtomenetelmän kantavana päämääränä on juuri tarkoituksenmukaisuus: miten selvitetään ja mitataan rikollisella teolla muodostunut, mutta vain rikoksesta itsestään johtuva taloudellisen hyödyn määrä arvopaperimarkkinarikoksissa.