

## Varför förbjuda insiderhandel?\*

*Under 1990 talet har insiderhandel varit föremål för omfattande reglering i såväl Sverige som inom EU. Trots upprepade lagskärpningar är det emellertid fortfarande oklart varför och hur insiderhandel skall regleras. Detta är aktuellt icke minst mot bakgrund av det nyligen mycket uppmärksammade Pinkerton-målet, där flera personer dömdes för insiderbrott. Från ett ekonomiskt perspektiv är det långtifrån entydigt att det är önskvärt med ett förbud. Denna artikel granskar kritiskt effekterna av insiderlagstiftningen utifrån ett rättsekonomiskt perspektiv.*

Under de senaste årtiondena har finansmarknaden genomgått stora strukturomvandlingar samt internationaliserats, vilket bidragit till en snabb tillväxt. Bara på Stockholms fondbörs har omsättningen under 1990-talet mer än tiodubblats. Internationaliseringen har också inneburit att antalet utländska aktörer på den svenska värdepappersmarknaden har ökat (Finansinspektionen 1999). Aktiemarknaden har fått ekonomisk betydelse för en stor del av den svenska befolkningen. Utvecklingen har lett till att värdepappersmarknaden har kommit att betraktas som samhällsekonomiskt allt viktigare. Samtidigt har insiderhandel under det senaste decenniet blivit föremål för en omfattande reglering från statens sida. I USA har, till skillnad från Europa, insiderhandel varit förbjudet sedan länge. Redan under 1930-talet påbörjades regleringen och har sedan utvecklats genom s k *case law*. Det var dock först under 1960-talet som insiderhandel blev direkt förbjudet. Den amerikanska rättsutvecklingen har senare kommit att påverka den europeiska hanteringen av insiderhandel. Före 1990-talet saknade de flesta länder

i Europa förbud mot insiderhandel, vilket förändrades först i och med ett EU-direktiv, The European Community Insider Trading Directive (1989). EU-direktivet föreskriver en straffrättslig hantering, men hindrar inte komplementär civilrättslig hantering. Några år senare hade samtliga EU-länder förbjudit insiderhandel.<sup>1</sup>

I Sverige påbörjades den rättsliga regleringen under 1970-talet, men det var först 1985 som insiderhandel blev kriminaliserat. 1990 harmoniserades Sveriges lagstiftning med anledning av EU-direktivet. År 2001 skärptes lagstiftningen och Sverige fick den nu gällande insiderstrafflagen (2000:1086) samt lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument. Insiderstrafflagen innehåller dessutom ett förbud mot otillbörlig kurspåverkan. Lag (2000:1087) utgörs av två delar; dels skall individer med insynsposition anmäla detta, dels hindras insiders från att göra kortsiktiga transaktioner på värdepappersmarknaden (Ds 2000:4).

Utvecklingen visar på en tydlig trend mot en allt strängare syn på insiderhandel. Erfa-

*JOHAN EKLUND är doktorand i nationalekonomi vid internationella handels-högskolan i Jönköping och forskar inom rättsekonomi.*

Johan.Eklund@ihh.hj.se

\* Jag är tacksam för värdefulla synpunkter från Per-Olof Bjuggren, Göran Skogh och Bo Södersten. Artikeln bygger på en uppsats skriven vid Linköpings universitet.

<sup>1</sup> Hetzler (2001). För en internationell översikt se Bhattacharya och Daouk (2002).

renheten från de länder som har förbjudit insiderhandel visar emellertid att lagstiftningen har haft liten preventiv effekt, samtidigt som misstänkta insiderbrott har visat sig mycket svåra att beivra. Under 1990-talet har ett 40-tal misstänkta insiderbrott upptäckts per år. Av dessa går endast ett ringa antal till åtal och ännu färre fälls för insiderbrott (se tabell 1 och 2). Det nyligen mycket uppmärksammade Pilkerton-målet är ett av få exempel på fällande domar. Svårigheterna att beivra insiderbrott är en orsak till de upprepade lagskärpningarna i Sverige. Fortfarande ställs dock krav på strängare lagstiftning, i syfte att underlätta

beivrandet av insiderbrott (se t ex Holmquist och Nordgren 2001).

Regleringen av insiderhandel är unik såtillvida att fokus inte ligger på det avtalsrättsliga förhållandet mellan insider och företagets aktieägare, utan lagstiftningen avser istället att skydda själva marknaden och framförallt allmänhetens förtroende till den (Ds 2000:4). Detta bygger i sin tur på ett antagande om att skada uppstår som ett resultat av insiderhandel. I de flesta länder med förbud mot insiderhandel har skydd av allmänhetens förtroende för marknaden varit det dominerande argumentet för att kriminalisera insiderhandel (Hetzler 2001). Detta

**Tabell 1** Finansinspektionens statistik över misstänkta insiderbrott 1997-2002

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Ingående balans	20	28	27	75	59	39
Öppnade	40	38	80	45	56	47
Avslutade	32	39	32	61	79	41
Utgående balans	28	27	75	59	36	45
Anmält till åklagare	3	3	7	8	3	8

Källa: Finansinspektionen 2003

**Tabell 2** Åtalsanmälda insiderärenden 1991-1999

	Åtalsanmälan		Väckta åtal		Fällande domar	
	Fall	Personer	Fall	Personer	Fall	Personer
1991	1	4	0	0	0	0
1992	2	15	0	0	0	0
1993	5	7	1	1	1	1
1994	2	5	1	2	0	0
1995	1	1	1	1	1	1
1996	4	13	1	3	0	0
1997	1	2	0	0	0	0
1998	5	19	1	1	1	1
1999	6	25	3	12	3	8
Totalt	27	91	8	20	6	11

Källa: Wesser 2001

”skyddsargument” ligger bakom såväl EU-direktivet, som den svenska lagstiftningen (Wesser 2001). I propositionen (1999/2000: 109, s 39-40) till insiderstrafflagen framgår detta på följande sätt: ”De bestämmelser som är till för att upprätthålla allmänhetens förtroende för de finansiella marknaderna bör vara anpassade till de krav som kan ställas på en välfungerande marknad med finansiella instrument och även vara förenliga med utvecklingen av denna handel. Otilllåten insiderhandel påverkar allmänhetens förtroende för de finansiella marknaderna på ett mycket negativt sätt. Det får därför antas finnas ett gemensamt intresse för såväl lagstiftare och myndigheter som aktörer på de finansiella marknaderna att komma till rätta med sådan handel.”

## 1. Debatten kring regleringen

Trots utvecklingen under 1990-talet är det fortfarande oklart varför och hur insiderhandel skall regleras. Det förs en livlig debatt mellan främst jurister och ekonomer. Båda disciplinerna utgår från en uppfattning om hur en välfungerande marknad skall vara organiserad. Juristerna framhåller vanligen rättviseargument till förmån för insiderreglering. Utifrån detta perspektiv har rättsdoktriner utvecklats baserade på ”marknadsrättvisa” vars innebörd är att alla marknadsaktörer skall ha tillgång till samma information samtidigt. Användandet av insiderinformation ses även som en form av bedrägeri gentemot aktieägarna (Hetzler 2001).

Ekonomerna å andra sidan framhåller effektivitetsargument. Det har bl a visat sig svårt att entydigt föra i bevis att insideraktivitet åsamkar någon nämnvärd skada på aktiemarknaden och det är långt ifrån entydigt att det ligger i allmänhetens intresse att hindra insiderhandel. Ofta beskrivs insiderbrott som ”offerlösa” där eventuell skada sprids ut bland investerare. Det saknas empiriska belägg för att insiderhandel som sådant skadar allmänhetens förtroende och investeringsbenägenhet (Manne 1992).<sup>2</sup> Hur

investeringsbenägenheten faktiskt påverkas av insiderinformation är därför en intressant fråga för framtida empirisk forskning.

Insiderhandel kan dessutom ha positiva effekter på marknadens funktionsätt och på företagets interna effektivitet. Insiderhandel bidrar till att information når marknaden snabbt och bidrar därigenom till marknadens priseffektivitet. Insiderreglering kan hindra viktig information från att nå marknaden.

Kostnaderna för att upprätthålla regleringen är heller inte obetydliga i sammanhanget samtidigt som frågetecken kan resas om lagstiftningens effektivitet. Erfarenheten från både USA och Europa visar att sannolikheten för upptäckt är försvinnande liten och att kriminaliseringen inte har reducerat insiderhandeln nämnvärt. Under senare tid har även varnande röster höjts för att rättsäkerheten hotas som en följd av svårigheterna att avgränsa och beivra brotten (se bl a Levander 2001). Sammantaget kan detta tolkas som att det är tveksamt huruvida insiderhandel bör vara förbjudet överhuvudtaget.

## 2. Begreppen insider och insiderhandel

När en individ med tillgång till värdefull icke offentlig information köper eller säljer värdepapper betecknas detta som insiderhandel. Förutsättningen för insiderhandel är att insiderinformation utnyttjas. I allmänhet definieras insiderinformation som icke offentlig information eller allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligen påverka kursen på ett värdepapper (Insiderstrafflag 2000: 1086). Traditionellt har begreppet ”insider” betecknat individer med insynsposition i företag och därmed omedelbar och regelbunden tillgång till företagsspecifik information. Utnyttjandet av detta informationsövertag har förbjudits både i USA och Europa. Hanteringen av insiderhandel skiljer sig dock åt

<sup>2</sup> Det är viktigt att inte förväxla insiderhandel med annan ekonomisk brottslighet, som t ex rena bedrägerier.

mellan Europa och USA. Till skillnad från USA har lagstiftarna i Europa definierat insiderhandel. I USA har istället förbudet mot insiderhandel utvecklats genom s k *case law* (Hetzler 2001).

Den rättsliga utvecklingen under de senaste decennierna har resulterat i en successiv vidgning av insiderbegreppet. Handelsförbudet har utvidgats från att enbart ha omfattat individer med insynsposition till att även omfatta individer som tipsats eller på annat sätt erhållit informationen. Lagstiftningen omfattar inte bara traditionella företagsinsiders, som t ex styrelseledamöter, högre chefer och tjänstemän, utan en bredare grupp. Vem som är att betrakta som "insider" bestäms nu, till skillnad från tidigare, av ursprunget på informationen. Av denna anledning görs vanligen en distinktion mellan två typer av insiders; primärinsiders och sekundärinsiders. Primärinsiders avser individer som har insynsposition och regelbunden tillgång till insiderinformation. Med sekundärinsiders (s k tippies) avses individer vilka inte har insynsposition, utan istället otillbörligt erhållit informationen. De individer som handlar med värdepapper enbart på basis av allmänt tillgänglig information går vanligen under benämningen outsiders (Wesser 2001).

Från ett ekonomiskt perspektiv är insiderinformation synonymt med asymmetrisk information. Det vill säga parterna i en transaktion har olika mycket information om varan i fråga. Informationsasymmetri av detta slag är inte på något sätt ovanligt, utan bör betraktas som mera eller mindre vanligt förekommande på alla marknader. Den relevanta ekonomiska frågan är huruvida asymmetrin är tillräckligt allvarlig för att förorsaka ett marknadsmisslyckande (se Akerlof 1970). Även utan insiderinformation torde situationer med asymmetrisk information uppstå regelbundet. Det faktum att individer har olika förmåga att tolka och analysera allmänt tillgänglig information ger upphov till asymmetrisk information på en mängd marknader.

### 3. Kursutveckling och insiderhandel

Vid en diskussion kring insiderhandelns påverkan på olika grupper och aktörer är det nödvändigt att utgå från en analys av insiderhandelns effekter på aktiemarknaden. En av de första ekonomerna att analysera insiderhandelns effekter på aktiemarknaden var Henry Manne (1966). Följande diskussion bygger till stora delar på Mannes numera klassiska analys av insiderhandel.

För att analysera insiderhandelns effekter på kursutvecklingen är det nödvändigt att göra några förenklande antaganden. Till att börja med antas prisstabilitet, dvs priset befinner sig i jämviktsläge och inga exogena faktorer, vid sidan om insiderinformationen, inverkar på priset. Vidare antas att det inte råder någon osäkerhet kring värdet av ny information, utan aktörerna på marknaden förmår att tolka relevant information och fastställa dess värde. Dessa två antaganden är mycket starka, men nödvändiga för att illustrera insiderhandelns principiella effekter på aktiemarknaden. I det följande beskrivs först prisförändringar där insiderhandel är tillåten, därefter beskrivs hur prisförändringen sker utan insiderhandel.

För att illustrera: Pondera att ett företag gör högre vinst än förväntat. Det är naturligtvis för aktiekursen positiv information. Ett rimligt antagande är att insiders erhåller värdefull information i ett tidigare skede än allmänheten. Empiriska studier från företräddelsevis USA ger stöd åt hypotesen att insiders kan förutsäga kursrörelser (se Seyhun 1989 samt Iqbal och Shetty 2002).

Anta att aktierna i ett företag initialt värderas till priset:  $P_1^*$ . Nyheten om den högre vinsten gör att värdet på aktien stiger och det nya jämviktspriset sätts till:  $P_2^*$ . Det nya jämviktspriset kommer dock inte att uppnås omedelbart, utan prisanpassningen sker successivt. Vid jämviktspris på aktiemarknaden är efterfrågan och utbudet fullständigt elastiskt. Notera att informationen ofta inte är objektiv till sin natur utan subjektiv, vilket

ger utrymme för tolkning. Denna osäkerhet leder till ett inslag av "brus" i prisbilden. Osäkerheten gör att man i verkligheten kan förvänta sig ett oscillerande förlopp kring "jämviktspriset".

Figur 1 visar hur insiderhandel påverkar kursutvecklingen över tiden. Den vertikala axeln visar priset, och den horisontella axeln visar tiden. Hur snabbt det nya priset uppnås beror dels på hur snabbt informationen sprids bland gruppen av insiders, dels på huruvida "marknaden" kan observera och tolka insiders agerande.

Ju svårare marknaden har att observera insideraktivitet desto längre tid kommer anpassningsprocessen att ta. När individer med insynsposition börjar handla torde detta signalera till marknaden att aktierna är fel värderade. När insiders börjar genomföra transaktioner stiger volymen och prisanpassningen påbörjas. Hur stor volymökningen är och hur snabbt prisförändringen sker kommer att variera från gång till annan. Om det är möjligt för outsiders att observera insideraktiviteten på börsen kommer detta accelerera anpassningsprocessen till det nya jämviktspriset.

Ett plausibelt antagande är att utan ett handelsförbud skulle insiders börja handla omedelbart när ny information uppstår. Detta

skulle innebära att ny information omedelbart startade en anpassningsprocess mot ett "korrekt" pris.

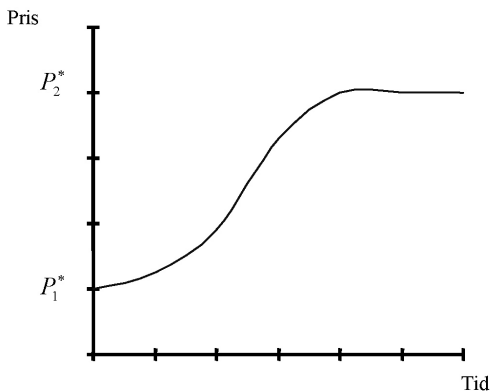
Om insiderhandel är illegal och lagstiftningen har en effektiv preventiv verkan kommer kursförändringarna vara annorlunda. Figur 2 visar kursanpassning utan insiderhandel.

Ett effektivt insiderförbud förutsätter att ingen handlar på icke publik information som är kursdrivande. Om ingen handel baserad på den kursdrivande informationen äger rum före offentliggörandet kommer priset att vara stabilt fram till tidpunkt  $t^*$ . När informationen har blivit allmänt känd kommer det inte längre vara möjligt att köpa aktier till ett lägre pris än  $P_2^*$ . I samband med offentliggörandet kommer priset att anpassa sig omedelbart till det nya jämviktsläget (Manne 1966).

#### 4. Insiderhandelns omfördelningseffekter

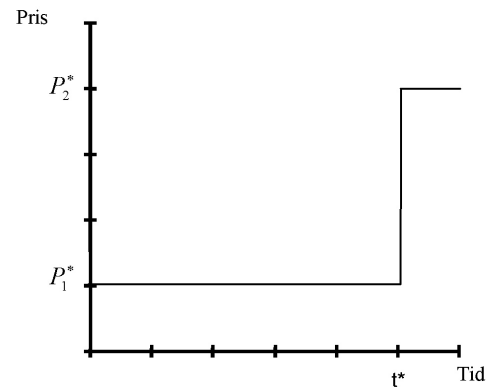
Insiderhandel leder till omfördelning av resurser från oinformerade till informerade aktörer på marknaden, vilket innebär att den förväntade avkastningen för outsiders reduceras. Men insiders kan inte fånga det totala värdet på informationen, utan endast en liten

**Figur 1** Kursanpassning med insiderhandel



Källa: Manne (1966)

**Figur 2** Kursanpassning utan insiderhandel



Källa: Manne (1966)

del omfördelas. Storleken på omfördelningen bestäms av två faktorer, dels hur snabbt prisförändringen sker, dels hur stor omsättningen är vid varje pris ( $P_i$ ). Omsättningen och takten i kursanpassningen bestämmer sammantaget storleken på omfördelningen. I normala fall kan omfördelningen antas utgöra endast en bråkdel av informationens totala värde och ju snabbare prisanpassningen sker, desto mindre lönsamt blir insiderspekulation.

Vanligen torde en liten omsättningsvolym kunna antas vara tillräcklig för att pressa priset till det nya jämviktsläget. Formellt uttryckt blir omfördelningen:

$$\sum_{i=1}^N (P_i^* - P_i) \times V_i \quad \text{där:} \quad P_1^* \leq P_i < P_2^*$$

och  $V_i$  = omsatt volym vid varje pris ( $P_i$ ).

Teoretiskt skulle ett effektivt insiderhandelsförbud innebära att omsättning och kursrörelser är opåverkade av informationen före  $t^*$  och därmed skulle omfördelningen bli lika med noll. Studier visar dock att såväl omsättning som kursanpassning sker före  $t^*$ . Detta är ett tydligt tecken på att insiderlagstiftningen inte fått avsedd effekt, i vare sig Sverige, EU eller USA (se t ex Finnerty 1976, Seyhun 1989, 1992 samt Iqbal och Shetty 2002). Storleken på omfördelningen är en relevant fråga för fortsatt empirisk forskning. Sannolikt har den inte varit opåverkad av den allmänna utvecklingen på aktiemarknaden. Ökad transparens och likviditet kan t ex ha förändrat möjligheterna att utnyttja insiderinformation.

## 5. Finns det något skäl till insiderreglering?

När staten intervenerar för att korrigera ett marknadsmisslyckande antas det vanligtvis vara i ett "allmänintresse", vilket gör ingripandet samhällsekonomiskt motiverat. Från ett samhällsekonomiskt perspektiv kan två krav ställas för att statligt ingripande och reglering skall vara motiverat. *Första* kravet

är att det föreligger ett marknadsmisslyckande eller "problem". Detta är ett nödvändigt, men inte tillräckligt, villkor för att motivera intervention. Det *andra* kravet är att staten kan lösa eller mildra problemet bättre än marknaden. Om marknaden och dess aktörer själva förmår hantera "problemet" finns det inget behov av statlig intervention. Vad "problemet" består i beror naturligtvis på vilket mål lagstiftaren har. Om intervention sker trots att dessa krav inte är uppfyllda resulterar det i ett politiskt misslyckande (Edqvist 1993).

I fråga om den svenska insiderlagstiftningen framstår det som tveksamt om båda villkoren är uppfyllda. Till att börja med är det, trots omfattande forskning och intensiv debatt, fortfarande oklart varför och hur insiderhandel skall regleras. Beroende på omständigheterna kan insiderhandel vara såväl positivt som negativt för marknaden (Leland 1992). Vidare har det, varken i Sverige eller något annat land, varit möjligt att effektivt stoppa insiderhandeln (se t ex Stenberg 2000). Mörkertalen kan antas vara mycket stora. Det är med andra ord inte möjligt för lagstiftaren att förbättra marknadsfunktionen till en låg kostnad.

Det samlade intrycket är att det välfärds-teoretiska argumentet till förmån för reglering är svagt och saknar ekonomisk teoretisk underbyggnad. Marknadsskadan av insiderhandel är sannolikt obetydlig, samtidigt som handeln faktiskt bidrar till en effektiv prisbildning. Även allmänintresset i att ha en insiderlagstiftning kan därför sägas vara tveksamt och ha svagt teoretiskt stöd.

På vilket sätt insiderhandel kan utgöra ett allvarligt hot mot allmänhetens förtroende för aktiemarknaden är vagt och ger utrymme för tolkningar. Insiderhandel antas i sig utgöra ett allvarligt hot mot förtroendet för aktiemarknaden. Mot bakgrund av tidigare fört resonemang är det emellertid svårt att se på vilket sätt insiderhandel kan utgöra ett allvarligt hot mot förtroendet. Det saknas mått på investerarnas och allmänhetens förtroende, men studier tyder på att allmänhetens



investeringsbenägenhet snarast är en funktion av aktiemarknadens historiska utveckling. Under perioder med positiv utveckling ökar allmänhetens investeringsbenägenhet och vice versa (Manne 1992). Faktum är att i stora delar av Europa betraktades länge insiderhandel som en rimlig kompensation till individer med tillgång till information (Hetzler 2001).

Om insiderhandel är ett naturligt och för aktiemarknaden nödvändigt beteende, blir argumenten till förmån för offentlig reglering svagare. Då det är tveksamt huruvida nyttan av lagstiftningen överstiger kostnaderna är det svårt att försvara insiderlagstiftningen från ett allmänt perspektiv. Sammantaget är det osäkert om insiderregleringen uppfyller Kaldor-Hicks kriteriet (Haddock och Macey 1987) som i princip säger att vinsterna av regleringen skall överstiga förlusterna. Mot denna bakgrund inställer sig frågan om hur insiderregleringen skall förklaras. Från ett ekonomiskt perspektiv finns det i princip två sätt att betrakta en offentlig marknadsreglering: dels går det att betrakta en offentlig reglering som motiverad utifrån ett allmänintresse, dels kan en reglering ses som ett resultat av särintressen (se bl a Stigler 1971). För att förstå lagstiftningen är det istället lämpligt att identifiera de grupper som vinner respektive förlorar på regleringen.

Distinktionen mellan outsiders och insiders är inte tillräckligt klar för att analysera insiderhandelns ekonomiska effekter på olika grupper. Dessa grupper kan på flera avgörande punkter inte antas vara homogent sammansatta. Från ett rättsligt perspektiv betraktas alla utan tillgång till insiderinformation som outsiders. Till denna grupp räknas alltså både den breda allmänheten och professionella marknadsaktörer. Det finns emellertid avgörande skillnader mellan olika aktörers förmåga att framgångsrikt delta på aktiemarknaden. Skillnader i kunskapsnivå (mängden information) kan användas för att dela in marknaden aktörer i tre olika grupper: outsiders, professionella marknadsaktörer samt traditionella insiders.

Den breda allmänheten kan rimligen antas sakna djupare kunskaper kring hur de finansiella marknaderna fungerar. Den överväldigande majoriteten av allmänheten har ingen möjlighet att införskaffa och analysera information och än mindre möjlighet att agera tillräckligt snabbt. När nyheter kommer till allmänhetens kännedom är det för sent att göra lönsamma transaktioner på marknaden; informationen är redan dränerad på sitt värde. För den stora majoriteten av investerare är det inte rationellt att lägga resurser på att göra bra investeringar. Det är helt enkelt inte möjligt att göra "överlägsna" investeringar.

Professionella marknadsaktörer, t ex analytiker på mäklarfirmor, är i en mycket bättre position att analysera händelseutvecklingen på aktiemarknaden. Definitionsmässigt tillhör de professionella aktörerna vanligtvis gruppen outsiders. Detta kan dock vara missvisande i många avseenden. Utöver distinktionen mellan outsiders och insiders är ytterligare en distinktion nödvändig för att tydliggöra att gruppen outsiders inte är homogen. De professionella aktörerna på värdepappersmarknaden kan betecknas som "kvasi-insiders" (Haddock och Macey 1986). Dessas förmåga att snabbt värdera och agera på ny information torde vara avsevärt mycket bättre än övriga outsiders; dels är information som når marknaden ofta av sådan natur att den är svårtolkad för icke professionella investerare, dels har marknadsproffsen en mycket snabbare tillgång till marknaden och kan genomföra transaktioner i det närmaste omedelbart. Sammantaget ger detta marknadsproffsen en överlägsen förmåga att snabbt agera på ny information. Den rättsliga regleringen påverkar med andra ord gruppens möjligheter att framgångsrikt agera på aktiemarknaden. Lagstiftningen hindrar insiders från att genomföra transaktioner, vilket lämnar fältet öppet för "kvasi-insiders" och "marknadsproffs". På välfungerande aktiemarknader kommer allmänhetens (outsiders) avkastning på investeringar sannolikt vara oberoende av omfattningen av insiderhandel (Ott och Schäfer 1992).

## 6. Vem tjänar på insiderregleringen?

Enligt hypotesen om effektiva marknader återspeglas all tillgänglig information i priset på aktier. Således är det inte möjligt att göra "övervinster" genom att analysera historisk information. Enda sättet att systematiskt uppnå en högre avkastning än den genomsnittliga marknadsavkastningen är att agera på information om den framtida marknadsutvecklingen som ännu inte är allmänt känd. Diskussionen kring insiderregleringen handlar därför i själva verket om vem som skall tilldelas äganderätten till värdefull information.

Antagandet om prisstabilitet (se avsnitt 4) är mycket orealistiskt; vanligen råder genuin osäkerhet kring värdet på information och ofta är det svårt att avgöra vad som är relevant information. Marknadsproffs som specialiserat sig på att söka information och kunskap kring specifika företag, industrier, branscher etc, kan rimligen antas ha ett övertag. Utöver detta kan dessa individer genomföra marknadstransaktioner mycket snabbt innan andra aktörer har dränerat informationen på dess värde (se Haddock och Macey 1986).

Individer som specialiserat sig på informationssökning tjänar på att aktiemarknaden inte är fullt effektiv<sup>3</sup>. Möjligheterna att lyckas med informationssökning ökar då aktiemarknaden inte är fullständigt effektiv; ju effektivare aktiemarknaden är desto snabbare anpassar sig priserna till ny information, vilket i sin tur gör det mindre lönsamt att aktivt söka efter ny information. Om aktiemarknaden vore starkt effektiv skulle aktiv informationssökning inte löna sig. Handelsförbudet kommer med andra ord huvudsakligen påverka fördelningen av vinster mellan insiders och marknadsproffs.

Den svenska lagstiftningen innehåller, vid sidan om förbudet mot utnyttjandet av insiderinformation, även ett förbud mot korttidshandel. Oavsett om transaktionerna är genomförda på basis av insiderinformation eller ej, förbjuder lagstiftningen insiders att

kortsiktigt handla med finansiella instrument (Lag 2000:1087). Korttidshandelsförbudet hindrar ett stort antal traditionella insiders (primära) från att aktivt delta på aktiemarknaden och fylla en "arbitragefunktion". Till skillnad från de professionella marknadsaktörerna har insiders sakkunskapen kring företag och marknader som en biprodukt av ordinarie verksamhet. Insiders skulle kunna tillhandahålla en arbitragefunktion på motsvarande sätt som professionella aktörer, men till en lägre samhällsekonomisk kostnad. De behöver inte specialisera sig utan utnyttjar redan befintlig kunskap. Utan korttidshandelsförbudet är det plausibelt att förvänta att en mängd insiders aktivt skulle bidra till en effektiv prisbildning på marknaden. Utan förbudet skulle marknadsproffsens möjligheter till specialisering minska.

## 7. Diskussion och slutsatser

På vad sätt insiderhandel utgör ett allvarligt hot mot aktiemarknaden är oklart. Informationsasymmetrin till följd av insiderhandel är inte tillräckligt svårt för att orsaka ett marknadsmisslyckande. Det har inte varit möjligt att på ett övertygande sätt visa på vilket sätt marknaden skadas av insiderhandel.

Det regleringspolitiska argumentets ekonomisk teoretiska underbyggnad är svag, vilket gör det svårt att ge insiderregleringen en välfärdsteoretisk motivering. Samtidigt visar erfarenheten från de länder som förbjudit insiderhandel att det inte varit möjligt att stoppa användandet av icke publik information. Sammantaget gör detta att det blir svårt att förklara lagstiftningen utifrån ett allmänintresseperspektiv. Förklaringen till den rättsliga utvecklingen får istället sökas bland en mängd olika särintressen och politiska faktorer.

<sup>3</sup> Hur effektiva priserna är bestäms av hur väl dessa speglar bakomliggande information. Vanligen skiljer man mellan tre former av effektivitet; svag, halvstark och stark effektivitet. Stark effektivitet sägs råda då såväl privat som allmänt tillgänglig information återspeglas i priserna.



Det finns inga tecken på att allmänhetens förmåga att framgångsrikt delta på marknaden har påverkats nämnvärt av insiderlagstiftningen. Informationsasymmetrin är ett naturligt fenomen och hanteras väl av marknaden via prismetanismen. Det faktum att aktiemarknaden kommer den idealt fungerande marknaden mycket nära talar mot att insiderhandel utgör ett hot mot allmänhetens förtroende. De transaktionskostnader och medföljande likviditetskostnader som finns är mycket små och troligen opåverkade av insiderlagstiftningen.

Ett vanligt implicit antagande är att ett effektivt förbud mot insiderhandel leder till att de vinster som insiders skulle ha gjort, istället fördelas sig slumpmässigt över hela gruppen av investerare. Detta bygger i sin tur på antagandet om att utan insiderhandel ges alla aktörer samma förutsättningar att delta på aktiemarknaden. För att kunna agera på information och analysera aktiemarknaden krävs specialisering och omfattande sakkunskap. Det är inte realistiskt att förvänta sig att gruppen av outsiders är homogent sammansatt och har samma förutsättningar att framgångsrikt agera på aktiemarknaden. På aktiemarknaden är information en värdefull vara, som är avgörande för att framgångsrikt kunna genomföra kortsiktiga transaktioner. Lagstiftningen har förmodligen framgångsrikt stoppat primärinsiders från att genomföra kortsiktiga transaktioner på aktiemarknaden. Det är dock föga sannolikt att lagstiftningen nämnvärt reducerat utnyttjandet av insiderinformation. Den värdefulla information exploateras fortfarande, med det är inte längre enbart traditionella primärinsiders som gör insideraffärer, utan förmodligen även "kvasi-insiders" och sekundärinsiders. Genom att hindra insiders från att agera på information ges professionella marknadsaktörer en "särställning" i att analysera och värdera aktier.

Det är möjligt att lagen har minskat insiderhandel bland primärinsiders, men den har inte lyckats hindra utnyttjandet av ej offentliggjord information. Då informationen som

bestämmer värdet på aktier är av subjektiv natur innebär det att trots insiderhandelsförbudet så kommer informationsasymmetrin på marknaden att kvarstå. Lagstiftningen omfördelar värdefull information från primärinsiders till professionella aktörer ("kvasi-insiders"). För professionella investerare, analytiker och marknadsgaranter som handlar mot egen portfölj saknar informationseffektiva marknader ett egenvärde. Tvärtom ökar möjligheterna att framgångsrikt specialisera sig på aktiemarknaden då den inte är fullständigt effektiv.

Sammanfattningsvis skall dock betonas att allmänhetens förtroende för aktiemarknaden inte bygger på rationella argument utan är av subjektiv natur. Insiderhandel uppfattas av allmänheten som något mycket negativt och betraktas i det närmaste som bedrägeri. Det är rimligt att förmoda att allmänhetens kunskap kring finans- och aktiemarknaderna är begränsad. Finansbranschen och media bidrar till att skapa en "naiv" bild av aktiemarknaden. För allmänheten finns det ingen anledning att söka kunskap och information kring aktiemarknadens funktion; de förlitar sig istället på "experternas aktietips". Den allmänna okunskapen kring aktiemarknadernas funktionssätt gör det enklare för regleringsförespråkare att få gehör. Skadeargumentet blir något av en självuppfyllande profetia, som driver på lagstiftningen. Insiderlagstiftningen kan sägas fylla ett "allmänintresse" såtillvida att det sannolikt finns en allmän uppfattning om att insiderhandel är något negativt och således bör vara förbjudet. Detta förklarar dock inte framväxten och utvecklingen i sin helhet. Utan starka intressen, internationella påtryckningar och EU-direktivet hade förmodligen flera länder i Europa aldrig förbjudit insiderhandel under 1990-talet.

Starka särintressen som ställer sig bakom lagstiftningen kombinerat med allmänhetens okunskap och negativa syn på de finansiella marknaderna i allmänhet gör det mycket svårt att mobilisera ett motstånd mot insiderlagstiftningen. Utöver detta ses lagstiftning-

en i USA samt EU-direktivet som ett "bevis" för att insiderlagstiftningen är nödvändig för att garantera aktiemarknadens funktion. De som är negativa till lagstiftningen tvingas argumentera mot en intuitivt tilltalande lag.

För svenskt vidkommande kan avslutningsvis tre olika faktorer, som varit och är av betydelse för den rättsliga utvecklingen, urskiljas. För det första tjänar lagstiftningen sannolikt särintressen. För det andra har aktiemarknaden kommit att bli fördelningspolitiskt betydelsefull, vilket har skapat ett behov av myndighetskontroll av spelreglerna på aktiemarknaden. Slutligen är insiderhandel inte en fråga som enbart kan hanteras nationellt, utan kräver internationell samordning. Sverige kan inte helt på egen hand välja formerna för regleringen av aktiemarknaden eller finansmarknaderna i stort. Dessa faktorer samverkar och driver regleringsprocessen framåt. Sammantaget är det emellertid svårt att se det faktiska behovet av insiderlagstiftningen. Principen måste vara att förespråkarna för en lag måste visa varför den är nödvändig och inte vice versa. Så har emellertid inte fallet varit med insiderlagstiftningen.

## Referenser

- Akerlof, A G (1970), "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, vol 84, s 488-500.
- Bhattacharya, U och H Daouk (2002), "The World Price of Insider Trading", *Journal of Finance*, vol 57, s 75-108.
- Ds (2000:4), *Ny insiderlagstiftning, m m*, Finansdepartementet.
- Edqvist, C (1993), "Innovationspolitik för förnyelse av svensk industri", Tema T Rapport 33, Linköpings Universitet.
- EU:s insiderdirektiv (1989), "Rådets direktiv 89/592/EEG av den 13 november 1989 om samordning av föreskrifter om insiderhandel".
- Finansinspektionen (1999), *Översyn av insiderlagstiftningen*, 1999:5, Rapport den 9 juli 1999.
- Finansinspektionen (2003), Statistik över miss-tänkta insiderbrott, (2003-01-03) <http://www.fi.se/insiderlistan/insiderstatistik.asp> (2003-03-12).
- Finnerty, J (1976), "Insiders and Market Efficiency", *The Journal of Finance*, vol 31, nr 4, s 1114-1148.
- Haddock, D D och J R Macey (1986), "Controlling Insider Trading in Europe and America: The Economics of The Politics", i Graf von der Schulenburg, J M och G Skogh (red), *Law and Economics & The Economics of Legal Regulation*, International Studies in Economics and Econometrics, vol 13, Kluwer Academic Publishers, Holland.
- Haddock, D D och J R Macey (1987), "Regulation on Demand: a Private Interest Model, With an Application to Insider Trading Regulation", *Journal of Law and Economics*, vol 30, s 311-352.
- Hetzler, A (2001), "Insiderbrott och regleringen av värdepappersmarknaden – en värdefråga?", i Appelgren, L och H Sjögren (red), *Ekonomisk brottslighet och nationalstatens kontrollmakt*, Gidlunds förlag.
- Holmquist, R och C Norgren (2001), "Ekobrottsmyndigheten och Finansinspektionen vill vässa lagstiftningen: Insiderbrott skall svida i plånboken", *Dagens Nyheter*, 2001-12-04.
- Insiderstrafflag (2000:1086), [http://www.riksdagen.se/debatt/\(03-03-11\)](http://www.riksdagen.se/debatt/(03-03-11)).
- Iqbal, Z och S Shetty (2002), "An investigation of causality between insider transactions and stock returns", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, vol 42, s 41-57.
- Lag (2000:1087), Om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument, [http://www.riksdagen.se/debatt/\(03-03-11\)](http://www.riksdagen.se/debatt/(03-03-11)).
- Leland, H E (1992), "Insider Trading: Should it Be Prohibited?", *Journal of Political Economy*, vol 100, s 859-887.
- Levander, M (2001), "Ekobrott tar allt längre tid att utreda", *Dagens Industri*, 2001-11-26.
- Manne, H G (1966), *Insider Trading and the Stock Market*, Collier-MacMillan Limited, London, Storbritannien.
- Manne, H G (1992), "Insider Trading", i Newman, P, M Millgate och J Eatwell (red), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, The MacMillan Press Limited, London, Storbritannien.
- Ott, C och H-B Schäfer (1992), "Economic Effects of EEC Insider Trading Regulation Ap-

- plied to Germany”, *International Review of Law and Economics*, nr 12, s 357-375.
- Regeringens proposition (1999/2000:109), *Ny insiderlagstiftning, m m.*
- Seyhun, H N (1992) “The Effectiveness of Insider-Trading Sanctions”, *The Journal of Law & Economics*, vol 35, s 149-182.
- Seyhun, H N (1989), “Insider Trading and Market Efficiency”, *Journal of Financial Economics*, vol 25, s 189-211.
- Stenberg, K (2000), ”Nya insiderlagen ett slag i luften”, *Dagens Industri*, 19 juni 2000.
- Stigler, G J (1971), “The Theory of Economic Regulation”, *Bell Journal of Economics and Management Science*, vol 2, s 3-21.
- Wesser, E (2001), ”Har du varit ute och shoppat Jacob?” *En studie av Finansinspektionens utredning av insiderbrott under 1990-talet*, doktorsavhandling, Lund Dissertations in Sociology 45, Lunds universitet.

## Annonsera i **ekonomisk debatt**

Priser: 1/1-sida: 5 300 kr, 1/2-sida: 3 200 kr, 1/3-sida: 2 300 kr, 1/4-sida: 1 900 kr.  
Priserna gäller svartvita annonser i inlagan.

### Bokningstider

Nr	6	7	8
Bokning	10/9	14/10	14/11
Material lämnas	16/9	20/10	20/11
Utgivning	7/10	11/11	9/12

Annonsbokning: Ekonomisk Debatt, c/o Elisabeth Gustafsson,  
IUI, Box 5501, 114 85 Stockholm. Tel: 08-665 45 03, Fax: 08-665 45 99,  
E-post: [elisabethg@iui.se](mailto:elisabethg@iui.se). Lämna gärna annonserna som pdf-filer.