

Kecskés András PhD

tanszékvezető, habilitált egyetemi docens, Pécsi Tudományegyetem, Állam- és Jogtudományi Kar, Gazdasági és Kereskedelmi Jogi Tanszék

Ügynökök és bennfentesek – A bennfentes kereskedelem és az ügynök–költség összefüggései[1]

Debreceni Jogi Műhely, 2016. évi (XIII. évfolyam) 1-2. szám (2016. július 31.)

Bevezetés

A bennfentes kereskedelem globális, európai és magyarországi jogi megítélése rendkívül kategorikus és egyértelmű: *a bennfentes kereskedelem tilos*. Ugyanakkor elmélyültebb szakmai párbeszéd során már nem olyan egyértelmű, hogy e szabályok a gyakorlatban tényleg olyan hatékonyan alkalmazhatók-e; azonosítható-e, bizonyítható-e a bennfentes kereskedelem? Magyarországon *a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény (Tpt.) 200. §-a* ugyanezt a megközelítést követi, de a bennfentes kereskedelem hazai gyakorlatáról mégis vajmi keveset tudunk (és érdemes megjegyezni, hogy alig többet a piacbefolyásolásról, melyet a *Tpt.* ugyanezen – hivatkozott – rendelkezése tilalmaz. A bennfentes kereskedelem olyan jéghegyre emlékeztet, amelynek valóban csak kis része látszik.

E tanulmányban a jogszabályi rendelkezések és nemzetközi szabályozási megoldások összevetése helyett arra teszünk kísérletet, hogy a bennfentes kereskedelem jogi szabályozásának átfogó koncepcióját és az annak háttérben meghúzódó gazdasági és motivációs tényezőket vizsgáljuk. Ennek kapcsán pedig szükségszerűen adódik a kérdés: jó megközelítés-e a bennfentes kereskedelem általános tilalma?

A jogtudományban és a közgazdaságtanban ugyanakkor számos – egymással ellentmondásban álló – megközelítés alakult ki a bennfentes kereskedelem megítéléséről. Ebből kifolyólag mind a mai napig heves viták tárgyát képezi, hogy a bennfentes kereskedelem milyen tényleges hatásokat gyakorol a tőkepiacra. Ez a körülmény teszi indokolttá, hogy a bennfentes kereskedelemmel összefüggő legfőbb elméleti kérdések bemutatásra kerüljenek ebben a tanulmányban, kiindulási alapot kínálva e jogterület szabályozási megoldásainak értékeléséhez. A szerző álláspontja szerint csakis ennek fényében lehet megérteni mindazokat a megfontolásokat, amelyek az ilyen tranzakciókat érintő jogi tilalmak kialakulásához vezettek.[2]

A bennfentes kereskedelem problémakörével foglalkozó *Laura Nyantung Beny*[3] professzor asszony szerint a szakmai álláspontok alapvetően két elméleti megközelítés körül épülnek fel, amelyek egyrészt a bennfentes kereskedelem *ügynökség* kérdésköre felől, másrészt a *piaci folyamatok* felől közelítik meg a jelenséget.[4]

E tanulmány a továbbiakban arra tesz kísérletet, hogy körbejárja az ügynökség alapú elméleteket és értékelje azok következtetéseit.

A bennfentes kereskedelem a jogtudományban

Az *Egyesült Államok Fellebbviteli Bírósága (United States Court of Appeals for the Second Circuit)* kiemelkedő jelentőségű ítéletet hozott az *1968-ban* tárgyalt *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*[5] ügyben. Ennek keretein belül égbekiáltó csalárdságként értékelte, hogy a társaság bennfentesei – a vállalat tisztségviselői, a munkavállalók, valamint más hozzájuk

kötődő személyek– értékpapír-ügyletekből nyereségre tettek szert a többi befektető rovására. Ugyanis a vállalat bennfentesinek birtokában levő lényeges — a nyilvánosság által még nem ismert – információra alapozott kereskedési tevékenység felülírta az értékpapírpiacon szereplőinek azon jogos elvárását, mely szerint az tőzsdéken minden befektető hozzávetőleg azonosan jut hozzá a lényegi információkhoz.[6] Ennek az ítéletnek a hatására kapott tehát széleskörű figyelmet a bennfentes kereskedelem kérdésköre és szabályozása.

A jogtudomány a bennfentes kereskedelem magatartásai formáival összefüggésben több elméletet dolgozott ki.

A *klasszikus elmélet* szerint a bennfentes kereskedelem akkor valósul meg, amikor egy bennfentes személy megszegi a *fennálló bizalmi kötelezettségét (fiduciary duty)* jással, hogy a bennfentes pozíciójából adódóan szerzett lényeges, nem-nyilvános információk alapján a társaság értékpapírjaival kereskedik.[7]

Ugyanakkor a bennfentes kereskedelem megvalósulhat egy – gyakran használt angolszász üzleti zsargonnal élve –, *„tippet adó”* és azt elfogadó személy viszonylatában is (*„Tipper-Tippee” Theory*), ha az alábbi feltételek teljesülnek:

a tippet adó személy megszegte a részvényesek felé fennálló bizalmi kötelezettségét azáltal, hogy elárulta a lényeges, nem-nyilvános információt a tippet elfogadó személynek;

a tippet elfogadó személy tudta, vagy tudnia kellett volna, hogy a bizalmi kötelezettség megszegésére került sor;

a tippet elfogadó személy továbbá a tudomására jutott információt egy értékpapír-ügylettel kapcsolatban felhasználja, és a tippet adó személy cserébe valamilyen személyes előnyhöz jut.[8]

Emellett a bennfentes kereskedelem megvalósulhat az információk *„hűtlen kezelésével”* is (*„Misappropriation Theory”*). Ilyen esetben egy bennfentesnek nem minősülő személy ugyan jogszerűen kerül birtokába lényeges nem-nyilvános információnak, viszont megszegi az információ bizalmas kezelésére vonatkozó kötelezettségét. Ez megtörténhet úgy, hogy a megszerzett bennfentes információ alapján kereskedik, vagy az értesüléseit továbbadja más személynek, amellyel később ő kereskedik.[9]

Az Egyesült Államok Fellebbviteli Bírósága (*United States Court of Appeals for the Second Circuit*) 2009-ben egy további, újszerű tényállás kapcsán ítélte megvalósultnak a bennfentes kereskedelem tényállását, amit a tudomány *„Outsider Trading”* vagy más néven *„Affirmative Misrepresentation”* elméletként interpretált. Ennek a megközelítésnek a különlegességét az adja, hogy a bizalmi kötelezettség megszegése nélkül is megállapítást nyerhet a bennfentes információval való visszaélés. Jól példázza ezt a *SEC v. Dorozhko* ügy is, amelyben a bíróság először mondta ki a bennfentes kereskedelem megvalósulását a *bizalmi kötelezettség megszegése nélkül*. Az ügy alapját az a tényállás képezte, hogy *Oleksandr Dorozhko* engedély nélkül behatolt a *Thomson Financial's* védett számítógépes rendszerébe, és így megszerezte az *IMS Health, Inc.* harmadik negyedéves jelentését annak közzététele előtt. A megszerzett információ birtokában kéthetes lejáratú eladási opciókat – angolul *put-option* – vásárolt a társaság részvényeire nagy tételben, majd a jelentés közzétételét követően jelentős nyereségre tett szert pozíciójának értékesítéséből. A fentiekkel összhangban a bíróság ebben az esetben is megvalósultnak látta a bennfentes kereskedelem tényállását, még hozzá fennálló bizalmi kötelezettségek nélkül is.[10]

Az ügynökségelméleti megközelítés

Az *ügynökség-elméleten (agency-theory)* alapuló megközelítés ama hatást vizsgálja, amelyet a bennfentes kereskedelem a vállalaton belül jelenlévő klasszikus *ügynökség-problémára* gyakorol. Az ügynökség-probléma középpontjában a vállalat vezetése és a

részvényesek közötti érdekellentét, valamint ezzel összefüggően a vállalati hatékonyság áll. Az *ügynökség-elmélet* középpontjában pedig az úgynevezett *ügynök-költség* (*agency-cost*) áll, mely a részvényesi deficit azon része, amely a vállalati vezetők javadalmazását fedezi. E megközelítéssel összefüggésben a legfőbb kérdés, hogy a bennfentes kereskedelem segíthet-e ennek az ellentétnek a feloldásában, avagy éppen ellenkezőleg, tovább mélyíti azt.[11] Ezáltal körvonalazódik, hogy az *ügynökség-elméleten* alapuló megközelítés jellemzően a probléma *mikroökonómiai*, – vállalati szinten leképeződő – vetületeit elemzi.[12] Az ilyen elemzési szempont alapjai meglehetősen egyértelműek és az *ügynöki költségek* mértékével mutatnak szoros összefüggést. Eszerint, ha a bennfentes kereskedelem csökkenti a vállalati vezetők és a részvényesek érdekei közötti különbséget, akkor az csökkenti az *ügynök-költséget* is, ha viszont mélyíti az érdekellentétet, azzal az *ügynök-költség* is növekszik. A bennfentes kereskedelem szabályozását ellenzök az előbbi megközelítést, míg az ilyen ügyletek szabályozását támogatók sokkal inkább az utóbbi álláspontot vallják magukénak.[13]

A bennfentes kereskedelem, mint az *ügynök-költséget* csökkentő tényező

A bennfentes kereskedelem szabályozását ellenzök a bennfentes kereskedelmet, mint az *ügynök-költséget* csökkentő hatékony *kompenzációs mechanizmusra* tekintenek. Közéjük tartozik Henry G. Manne[14] professzor, aki az 1966-ban megjelent *Insider Trading and the Stock Market*[15] című könyvében a bennfentes kereskedelem szabályozása ellen foglalt állást.[16] Könyvében három alapvető közgazdasági érvet sorakoztatott fel a bennfentes kereskedelem jogi szabályozása (tilalma) ellen. Ezek közül az *első* arra vonatkozott, hogy a bennfentes kereskedelem nem okoz jelentősebb veszteségeket a hosszú távon befektető részvényeseknek. A *második* érve a bennfentes kereskedelem hatékony *kompenzációs* funkcióját emelte ki. A *harmadik* érve szerint a pontosabb tőkepiaci árak kialakítását segíti elő a bennfentes kereskedelem.[17]

A *kompenzációs* vagy – az egyértelmű megfogalmazás kedvéért – *javadalmazási* érve szerint a bennfentes kereskedelem gazdaságilag hatékony, mert ösztönzi a vállalkozói innovációt azzal, hogy a bennfentes kereskedelemből *extrajövedelemre* lehet szert tenni. Manne professzor a vállalkozói innováció alatt nemcsak a vállalkozás megalapítását értette, mivel az üzleti tevékenység folytatása során számos esetben található ki újításokat akár pénzügyi területen, akár technológiai téren.[18] Ezért ő abból indul ki, hogy nehéz az igazi vállalkozókat, (*üzletembereket*) a teljesítményüknek leginkább megfelelő módon javadalmazni. Ennek oka abban rejlik, hogy a tőketulajdonosokkal és az előre meghatározott mértékű javadalmazással rendelkező munkavállalókkal ellentétben nehéz előzetesen felismerni az újításokra képes valódi üzletembereket. Egy vállalat életében ugyanis az egyszerű munkavállalóktól a vezető menedzserekig bárki képes lehet nyereséggel kecsegtető innovációt létrehozni, ami megnehezíti az újításra képes üzletemberek fizetségének *előzetes meghatározását*. További nehézség forrása, hogy a valódi innovációt nem lehet előre jelezni, ezért a beárazására csak kitalálás és az alkalmazás időpontjában kerül sor. Ebből következik tehát az innováció dinamizmusának ama sajátossága, mely a gyakorlatban lehetetlenné tesz bármiféle előzetes szerződéskötést.[19]

Manne professzor azonban még tovább megy, és kifejti, hogy a bennfentes kereskedelem egy olyan módszer, melynek segítségével elkerülhető az a hatékonysági deficit, melyet az említett tényezők egyébként okoznának. A bennfentes kereskedelem segítségével ugyanis a vállalkozókat az általuk létrehozott innovációkkal arányosan – és egyidejűleg – lehet jutalmazni, ami a bennfenteseket további újításokra ösztönzi, ezzel javítva a társaság teljesítményét.[20] A vállalati innováció ugyanis értékes új információt hoz létre, amit kihasználva a bennfentes személy képes lesz nyereségre szert tenni a társaság részvényeinek megvásárlásával. Ha ugyanis a bennfentes személy az információ nyilvános felbukkanása

előtt vásárol a társaság részvényeiből, akkor a kedvező hírek hatására bekövetkező árfolyam-emelkedés hasznából is részesül. Ebbe a gondolatmenetbe azonban kevésbé illeszkedik, amikor az újító számára saját vagyoni helyzete nem teszi lehetővé (vagy éppen csak meglehetősen korlátozott mértékben) részvények vásárlását. *Manne* professzor elmélete ezt azzal a lehetőséggel hidalja át, hogy az információ birtokosa értesüléseit egyszerűen továbbértékesítheti mások számára. Ebből kiindulva a bennfentes kereskedelem egy meglehetősen közeli kapcsolatot hoz létre a javadalmazás, a profit és az innováció között azzal, hogy maximalizálja az innovációra való ösztönzést.[21]

A bennfentes kereskedelem javadalmazási eszközként való használata azért is figyelemre méltó, mert alternatívaként szolgálhat a *részvény-alapú javadalmazási eszközökkel* szemben, melyeknek fontos szerepe volt a *2000-es évek* vállalati botrányaiban.[22] Ha ugyanis a bennfentes kereskedelem kizárásával elsődlegesen a részvény-opciókat használják a vállalatok a menedzsment ösztönzésére, akkor a vállalati vezetők pénzügyi fókuszja szükségszerűen a könyvelésben megjelenő eredményekre, például az éves, negyedéves jelentésekre fog összpontosítani. A könyvelés azonban nem tudja megjeleníteni a jövőbeni profittal kapcsolatos várakozásokat, ebből kifolyólag a vállalatok vezetői ellenállhatatlan csábítást érezhetnek arra, hogy jobb színben tüntessék fel a társaság eredményeit. A könyvelésből kiolvasható képet tehát összhangba hozzák a vállalat kilátásairól alkotott saját – elfogult vagy elfogulatlan – álláspontjukkal.[23] *Manne* professzor szerint a bennfentes kereskedelem mentes ezektől a hátrányoktól, mivel lehetővé teszi a bennfenteseknek, hogy az innováció megvalósulásával majdnem egyidejűleg szerezzék meg az abból eredőhasznokat. Az ösztönzés tehát azonnali és pontos, emellett soha nem keveredik össze azokkal az árfolyam-mozgásokkal, amelyeket nem a menedzsment idézett elő.[24]

Manne professzor fontos érvként emelte ki azt is, hogy ha a létrehozott innovációk ellentételezéseként az üzletemberek részére a jogalkotó engedélyezné, hogy bennfentesen kereskedjenek, akkor ez további innováció forrásaként szolgálhatna, ami tehát a részvény-opcióknál hatékonyabbá tenné ezt a javadalmazási módot.[25] Nagy hátránya ugyanis a *részvény-opcióknak*, hogy az általános iparági vagy piaci részvényár-emelkedés vállalatspecifikus teljesítmény nélkül is növeli a menedzsment számára nyújtott kifizetést, amit csakis bonyolult *indexálással* lehet elkerülni.[26] A bennfentes kereskedelem, mint javadalmazási eszköz használatával viszont kiküszöbölhetők a *részvény-opciók* esetében jelentkező egyes technikai nehézségek.[27]

A bennfentes kereskedelemnek, mint javadalmazási eszköznek azonban nem csak előnyei lehetnek. Egyik fontos hátrulatója, hogy a javadalmazási csomag részeként nem lehetne előre tervezni, mivel a kifizetés mértékét nehéz lenne előzetesen felbecsülni. Másik jelentős hátránya lehetne, hogy az értékes információk olyan, a társaságon belüli, vagy akár azon kívüli személyek kezébe kerülhetnek, akiket semmi esetre sem kellene javadalmazni, mert például egyáltalán nem vettek részt az innováció – és az ezen alapuló értékes új információ – létrehozatalában. Az új információ értéke pedig nem minden esetben feleltethető meg egyértelműen egy adott személy személyes közreműködésének mértékével, mivel annak valódi hasznát sokkal jobban meghatározza a bennfentes információ alapján kereskedő személy pénzügyi helyzete, vagy az információ gazdasági értékének szubjektív megítélési képessége.[28]

Manne professzor téziseit *Dennis W. Carlton*[29] és *Daniel R. Fischel*[30] professzorok alkalmazták *ügynökség-elméleti* megközelítésben, melynek alapján arra következtetésre jutottak, hogy a bennfentes kereskedelem hatékonyan csökkenti az *ügynök-költségeket*. [31] Abból indultak ki, hogy a részvényesek menedzsment számára gyakran tulajdonosi részesedést biztosítanak a társaságban, ugyanakkor ez nem minden esetben alkalmas a kívánt motivációs hatás kifejtésére. Előfordulhat ugyanis, hogy a menedzsment éppen kockázatkerülő magatartása miatt mutat kisebb hajlandóságot személyes vagyonának

valamint emberi erőforrásai jelentős részének beruházására/ befektetésére. Ezt *Carlton* és *Fischel* professzorok azzal magyarázzák, hogy amíg egy menedzser nem tulajdonolja teljes mértékben a társaságot, addig az érdekkülönbség is fennmarad a társaság és a menedzser között. Az érdekkülönbség csökkentése érdekében ezért szokták a vállalatok bevezetni a teljesítmény-alapú javadalmazást, amely azonban a kívánt hatást csak abban az esetben fejti ki, ha az elért eredményt könnyű számszerűsíteni. Míg például egy gyári munkás esetében egyszerűbb meghatározni a normatív célokat, amelyek alapján a teljesítményét értékelni lehet, addig a menedzserek esetében ez már sokkal bonyolultabb feladat. Természetesen ki lehetne kötni, hogy milyen eredményeket kell elérnie a vállalat vezetésének, azonban további nehézségeket okoz, hogy az eredményeket a menedzser teljesítményén kívül számos vállalaton belüli és a vállalaton kívüli, az egész ágazatra kiható tényezők is befolyásolhatják.[32]

Tény, hogy alternatívát jelenthetnek az olyan javadalmazási szerződési csomagok, melyek a ráfordított erőfeszítések és eredmények fényében időszakonként utólagos lehetőséget biztosítanak az újraértékelésre és az újratárgyalásra. Az erőfeszítések és az azokból származó eredmények azonban nem mérhetők teljes pontossággal, különösen nem az egyes menedzserek és vállalati vezetők szintjén, ami befolyásolja az újratárgyalások eredményességét. A tárgyalási folyamat pedig önmagában is költséges, így a társaságok igyekeznek elkerülni. A tapasztalata azonban azt mutatja, hogy amennyiben az újratárgyalásokra túlságosan ritkán került sor, az a vállalat számára költségnövekedést eredményezhet, mert kevésbé valószínű, hogy megfelelő (illetve optimális) ösztönzést képes kifejteni a javadalmazási megállapodás.[33] A bennfentes kereskedelem épp erre az *újratárgyalási költség-problémára* adhat megoldást. Páratlan előnye abban ragadható meg, hogy lehetővé teszi a menedzserek számára javadalmazási csomagjuk megváltoztatását az új információk fényében, amivel elkerülhetők a folyamatos újratárgyalások, és az azokhoz kapcsolódó költségek.[34] Ez a továbbiakban is erősíti a menedzserek ösztönzését értékes információk megszerzésére és hasznosítására, ezzel megerősítve elkötelezettségüket a vállalatspecifikus ismereteik és szaktudásuk bővítésére. A bennfentes kereskedelem előnyei megjelenhetnek abban az esetben, amikor egy menedzser egy értéknövelő egyesülés, vagy egy lehetséges új technológiai megoldás lehetőségét észleli. A bennfentes kereskedelem engedélyezése esetén erőteljesebb az ösztönzés a lehetőség megragadására, mivel az ebből származó értéknövekedést később lekereskedheti, ezzel mintegy megjutalmazva saját magát az érdekért. További alternatívát jelenthet, ha tájékoztat másokat a lehetőségről és meggyőzi őket arról, hogy – akár többlet-erőfeszítés árán is – érdemes kiaknázni ezt a lehetőséget. Fontos annak a kockázata, hogy a haszonból való részesedése bizonytalan, hiszen csak utólag reménykedhet bármilyen ellentételezésben.[35]

Ebből a gondolatmenetből kiindulva a bennfentes kereskedelem további előnyös tulajdonsága is megnyilvánul: képes értékes információkat nyújtani a cégek számára a leendő menedzserekről. Alapvetően ugyanis nehéz azonosítani a társaságoknak azokat a személyeket, akik menedzserként egyszerre képesek keményen dolgozni és mernek kockázatot is vállalni a befektetési projektek kiválasztása során. A bennfentes kereskedelem azokat a menedzsereket jutalmazza leginkább, akik értékes információt hoznak létre és kellően bátrak, vagyis azok számára nyújt megfelelő motivációt, akik az előbbi feltételeknek egyszerre felelnek meg. Ezért a bennfentes kereskedelemmel összefüggő önszelekció csökkenti a megfelelő menedzserek felkutatásának, a kockázatkerülő menedzserek ellenőrzésének költségét, és a nem megfelelő befektetési döntésekből eredő alternatíva-költséget.[36] Összefoglalva, a bennfentes kereskedelemről elmondható, hogy bizonyos esetekben képes csökkenteni az ügynök-költséget, ezért jogszabályi úton történő tilalma ellen kétségtelenül lehet érveket felhozni. Lényeges utalnunk azonban arra, hogy ezek koránt sem kizárólagos érvek és nem is tekinthetők döntőnek a szabályozás szükségességét megalapozó érvekkel szemben.

Ugyanakkor gondolatébresztő jellegük vitathatatlan és hosszabb távon megalapozhatnak egy – ha nem is jogszabályi tilalmaktól mentes, de – árnyaltabb megközelítést a bennfentes kereskedelem szabályozási koncepciója tekintetében.

A bennfentes kereskedelem, mint *ügynök-költséget* növelő tényező

A bennfentes kereskedelem szabályozásának (tilalmazásának) támogatói viszont a bennfentes kereskedelemhez kapcsolódó *járadékszerzés* lehetőségét emelik ki. Vagyis a jelenséget a vállalat feletti irányításból származó – nem kellőképpen hatékony – egyéni haszonszerzéseként értelmezik, amely a menedzsmentnél és más bennfenteseknél jelenik meg a részvényesek költségére. Álláspontjuk szerint a bennfentes kereskedelem nem garantál olyan ösztönző rendszert, mely közelíti egymáshoz a menedzseri és a részvényesi érdekeket. Sőt, ellenkezőleg, a jelenség növelheti az *ügynök-költségeket* azáltal, hogy torzítja a vállalatvezetői javadalmazás kialakításának amúgy is bonyolult folyamatát. A menedzserek ugyanis a bennfentes kereskedelem alkalmazásával utólag is képesek lehetnek arra, hogy megkerüljék a kiemelkedő teljesítményt jutalmazó, hatékony javadalmazási megállapodásokat. Ennek eredményeként a vállalatoknak utólag kellene ellenőriznie a menedzserek kereskedési tevékenységét, ami felemésztheti a bennfentes kereskedelem javadalmazási eszközként való használatával elérhető feltételezett költség-megtakarítást.[37]

Másik lényeges hátránya a bennfentes kereskedelemnek, hogy nem biztos, hogy az értékes információkat felhasználva valóban az előnyök tényleges előállítói/megalapozói jutnak nyereséghez. Ez egy sajátos, úgynevezett *potyautas-problémában* jelentkezik, hiszen egyre többen próbálhatnak meg rákapcsolódni az információval elérhető előnyökre. Ez arra sarkallhatja a társaságban jelenlévő valódi újítókat, hogy megtartsák maguknak a náluk keletkező információkat, mert csak így biztosíthatnák bennfentes kereskedelem útján elérhető profit feletti monopóliumot. Azonban valódi újítók a többi bennfentes szemben nem tudják maguknál tartani az újításból származó előnyöket, ami végső soron csökkenti az újításra való ösztönzést, negatívan befolyásolva a társaság teljesítményét. Az információk megtartására irányuló szándék pedig lerontja a vállalaton belüli információáramlást, csökkentve ezzel a társaság általános szervezeti hatékonyságát.[38]

A bennfentes kereskedelem ellenzői szintén kiemelik, hogy a bennfentes információn alapuló kereskedés lehetősége ösztönzést nyújthat a menedzsment számára a *túlzott kockázatvállalásra*, vagy kifejezett értékcsökkenést okozó projektek megvalósítására. Számukra ugyanis mellékesé válhat a részvény árfolyam elmozdulásának iránya, így akár a *short pozíciók* felvétele után – tehát a vállalat részvényeinek értékcsökkenésére spekulálva – később szándékosan bedönthetnék a részvény piaci értékét. Ez a feltételezés szintén abba az irányba mutat, hogy a bennfentes kereskedelem nem csökkenti az ügynökköltséget.

A vállalatok vezetői közötti viszonyrendszert is erőteljesen torzíthatja a bennfentes kereskedelem engedélyezése, ami ezáltal hátráltathatja az optimális döntéshozatalt. Ennek a megállapításnak az alapját képezi, hogy a bennfentes kereskedelem engedélyezése esetén a vállalatok igazgatói között versenyhelyzet alakulhat ki a kereskedéssel megszerezhető profitért. Ez azonban olyan bizalmatlanságot szülhet, amely képes aláásni a döntéshozatalban közreműködő csoport – az igazgatóság, vagy az igazgatótanács– tagjai közötti összetartást, ami kihat a döntések megalapozott jellegére is. Az igazgatókat a profitlehetőség kiaknázása arra készítheti, hogy minél hatékonyabb információs összeköttetésekre tegyenek szert a vállalat alacsonyabb hierarchiaszintjei irányába, mivel a nyereséget jelentő információkhoz ott lehet hozzájutni. Ennek lehetséges következménye, hogy az igazgatók szövetségeket és megállapodásokat köthetnek a lehetséges informátorokkal. Az így megszerzett adatok valószínűleg azonnal megjelenének a tőzsdén, ami bár a tőkepiaci hatékonyságot növelné, de a bizalmatlanság és a folyamatos információ-fürkészés a vállalat eredményeit erőteljesen csökkenthetné.[39]

Mivel a fent ismertetett folyamatok eredményeként jelentkező bizalomhiány és opportunisták magatartás hátrányosnak tűnik a csoportszintű (és így vállalati szintű) hatékonyságra nézve, ezért az igazgatók számára jobb alternatívát jelenthet az együttműködés, tekintettel az elérhető nyereség mértékére, amelynek felosztásában előzetesen megállapodhatnak. Az igazgatók döntéseit nagyban befolyásolhatják az összefüggések az igazgatótanács működésének hatékonysága, a hivatali idő tartama és folyamatossága, valamint a nyereség és annak fenntartása között.

Példának okáért, a független igazgatók egy ideális esetet feltételezve, ösztönözve érezhetnék magukat, hogy döntéshozatali funkcióikon túl a vállalat vezetésének felügyeletét is ellássák. Ugyanakkor e feltételezett ideális állapotot beárnyékolhatná, ha egyes ügyvezető igazgatósági tagok – nagyobb arányú közreműködésükre hivatkozva – nagyobb részesedést követelnének az elért haszonból. Az elnök-vezérigazgató (*Chief Executive Officer – CEO*), mint a vállalat első számú menedzsere, tipikusan ilyen szerepben található magát, hisz az információs láncban betöltött szerepe kulcsfontosságú, de rajta kívül számos más operatív igazgató is kiharcolhatja magának a többiekénél előnyösebb pozíciót. Ebben az esetben viszont máris elmozdulna az érzékeny egyensúly, mely az igazgatósági/ igazgatótanács döntéshozatal során ideális hatalommegosztás irányából a koncentrált döntési autoritás felé terelné a folyamatokat. Az igazgatóság/ igazgatótanács tagjainak mellérendelt pozíciója megszűnne, az ebből származó kontroll funkciók hatékony érvényesülésével együtt.[40] A bennfentes kereskedelem jogszabályi tilalmát támogatók szerint féltő, hogy az ilyen folyamatok úgy érnének véget, hogy a független igazgatók függő helyzetbe kerüljenek. Az igazgatótanácsokkal kapcsolatos széles körű eljárás, hogy többségében független tagokból álljanak. Erre szolgáltatnak példát a *The UK Code of Corporate Governance* rendelkezései, melyek általános érvennyel kimondják, hogy az igazgatótanácsokban megfelelő összetételben kell ügyvezető és nem-ügyvezető igazgatóknak (és különösen *független* nem-ügyvezető igazgatóknak) helyet foglalniuk, hogy egy személy vagy csoport se tudja döntő befolyást kifejteni az igazgatótanács döntéshozatalára.[41] Tehát a *Londoni Értéktőzsdén* jegyzett társaságok igazgatótanácsaiban a tagok legalább felének (az igazgatótanács elnökét ide nem számítva) olyan nem-ügyvezető igazgatókból kell állnia, akiket az igazgatótanács függetlennek ítél. Ez alól kivételt képeznek a kisebb társaságok,[42] viszont legalább két független nem-ügyvezető igazgatót esetükben is megkövetel a szabályozás.[43] Szintén kiemeli a *The UK Code of Corporate Governance*, hogy az igazgatótanács elnökének is meg kell felelnie a függetlenség követelményének.[44] Hazánkban a *Budapesti Értéktőzsde Felelős Társaságirányítási Ajánlásai (BÉT – FTA)* ezzel kapcsolatban csak azt a követelményt támasztják, hogy az igazgatótanács / felügyelőbizottság pártatlanságának biztosításához elegendő számú, a társasággal, annak menedzsmentjével és meghatározó tulajdonosaival semmiféle kapcsolatban nem álló, független tagokat is javasolt megválasztani.[45] Ugyanakkor hatályos *Polgári törvénykönyvünk* kimondja, hogy az igazgatótanács tagjai többségének független személynek kell lennie. Semmis az alapszabály olyan rendelkezése, amely a független tagok arányát alacsonyabban határozza meg.[46] Amennyiben pedig a társaság kétszintű irányítási rendszert működtet, akkor az igazgatótanács független tagjainak arányára és függetlenségére vonatkozó szabályokat a felügyelőbizottságra kell alkalmazni.[47] Ez a két példa jól alátámasztja a független igazgatók kiemelt szerepét Európában.

Az *Egyesült Államok* felelős társaságirányítási rendszerében szintén fontos szerep jut a független nem-ügyvezető igazgatótanács tagoknak, hiszen ők ellensúlyozzák a *CEO*-k jelentős befolyását az igazgatótanácsok operatív tagjaira, valamint tevékenységére. Az igazgatótanács ugyanis az Egyesült Államokban is egyenrangú tagokból álló testületként működik, melyben a *CEO* az „első az egyenlők között”. Ez a struktúra lehetővé teszi, hogy a független tagok ellenőrizzék a *CEO* és az operatív tagok tevékenységét, elősegítve a helyes

üzleti döntések meghozatalát.[48] Azonban a bennfentes kereskedelem engedélyezésével az eddig független igazgatótanácsi tagoknak jelentős személyes érdekeltségük képződne a társaság ügyeiben. Ennek folyamánya a függetlenségük elvesztése lenne, tehát maguk is operatív, ügyvezető igazgatókként viselkednének, miáltal nem tudnák betölteni független ellenőrző, kontrolláló szerepüket a menedzsment felé.[49]

Rá kell mutatni azonban arra is, hogy nem csupán a vállalat szervezeti hierarchiájának csúcsán hozhat létre *ügynök-költséget* a bennfentes kereskedelem. A helyes üzleti döntéshozatal ugyanis közvetlenül a döntés alapjául szolgáló információ pontosságán, minőségén, és időszerűségén múlik. A nagy, tőzsdén működő részvénytársaságokban az információ számos szervezeti szinten halad át, míg végül eljut a döntéshozókhöz. Ez azonban magában hordozza az információ deformációjának lehetőségét. Tovább nehezíti a döntéshozatalt, hogy egy hierarchikus szervezetben minden küldő (alárendelt) és fogadó (felettes) személynek meglehetnek az elfoglaltságai és saját érdekei, melyek tovább torzíthatják az átadott információt.[50] Amennyiben a bennfentes kereskedelem útjában nem állnának jogi akadályok, akkor a társaság munkavállalói, tisztségviselői és igazgatói kereskedhetnének a társaság részvényeivel azon lényegi – nem nyilvános – információk alapján, melyet tevékenységük során ismernek meg. Ez valószínűleg hátrányosan érintené a társasági döntéshozatalt a társaságok szervezeti rendszerének minden szintjén, mert például az alsóbb döntési szinteken dolgozó munkavállalók halogatnák a kiemelt fontosságú információk továbbítását a felsőbb hierarchia-szintek felé. Elképzelhető, hogy megpróbálnának nagyobb haszonra szert tenni, miközben részvényeket vásárolnának, ha a társaság kedvező kilátásaira vonatkozó információkat kapnának, míg kedvezőtlen hírekre a részvények eladásával, illetve *short pozíciók* létesítésével reagálnának. Ez a magatartás versenyhelyzetet teremthet a többi bennfentesel, hiszen ezeket a tranzakciókat még az előtt kell végrehajtaniuk, mielőtt mások tudomást szereznek a bennfentes információkról. Amennyiben ugyanis nőne a bennfentesek száma, akkor részvényvásárlásaikkal felhajtánák a piaci árat a kedvező hírek ismeretében, míg a kedvezőtlen kilátásokra utaló információk birtokában csökkenést idéznének elő. Ez amiatt befolyásolná kedvezőtlenül a bennfentes információk eredeti birtokosainak helyzetét, mert nem tudnák az árfolyamaljakon megnyitni vételi, illetve az árfolyamcsúcsokon megnyitni eladási pozícióikat.[51]

Nem kizárt, hogy a bennfentes kereskedelemben rejlő profitlehetőség kiaknázásához szükséges tranzakciók csak kisebb késedelmet és fennakadást okoznak az információk áramlásában. Azonban egy profitmaximalizálásra törekvő magatartás már egyértelműen más eredményre vezetne, mert ennek érdekében a bennfentes személy igyekezhet minél több részvényt megvásárolni, még akkor is, ha ez túlmutat saját pénzügyi lehetőségein. Ehhez azonban hitelre van szükség, amelynek megszerzése *időigényes*. Emellett a bennfentesek ilyen esetben továbbadhatják a bennfentes információkat hitelezőik számára, nem kizárt, hogy kedvezőbb hitel-kondíciókat remélve. Amíg a bennfentes személyek az elérhető hozam maximalizálásával vannak elfoglalva, addig az információk áramlása elakad a vállalati hierarchia szintjei között. Nem nehéz belátni, hogy ha ez minden szervezeti szinten csekély késedelmet okoz is, egy tőzsdei részvénytársaság összetett és sokrétű hierarchiájában összesítve jelentős fennakadást eredményezhet.[52] Ilyen esetekben a hagyományos szervezéstudományi ellenintézkedések is jó eséllyel csődöt mondanak.[53]

A gyakorlatban ugyanis meglehetősen nehéz biztosítani, hogy az értékes információk (vállalkozói innováció) megalapozói legyenek a vállalati struktúrán belül az egyetlenek, akik az innovációból profitálhatnak. Amennyiben viszont nem lehet kizárni más bennfenteseket a bennfentes nyereségszerzésből, akkor ez csökkenteni fogja a valódi innovációra való ösztönzést. Viszont a bennfentes kereskedelemről származó profit kizárólagosságának hiánya arra ösztönözheti a társasági innováció valódi letéteményeseit, hogy elrejtsek információikat a

bennfentes kereskedelemről származó profit kizárólagos megszerzése érdekében. Ez pedig akadályozza a társaságon belüli információáramlást és a hatékony működést.[54]

Természetesen a bennfentes információval rendelkező személyeknek is érdeke, hogy az információ (előbb-utóbb) eljusson a döntéshozókhoz, hiszen a kereskedés során elérhető profitra csak úgy tehetnek szert, ha az információ alapján vezetői döntések születnek, illetve azok nyilvánosságra kerülnek. Azonban a bennfentes kereskedelem lehetősége ebben a tekintetben is aggályos. Akik ugyanis a vállalat legfelsőbb szervezeti szintjéhez tartoznak, a bennfentes információt megszerelve önmaguk is kereskedni fognak. Sőt, pozíciójukból és komolyabb pénzügyi háttérükből adódóan hatékonyabban és még nagyobb nyereséggel lehetnek képesek felhasználni az információkat, ami a társaság szervezeti keretein belül demoralizáló hatást válthat ki.[55]

A bennfentes információk használatával történő kereskedés engedélyezése ellen fontos érv lehet, hogy kedvezőtlen információkat könnyebb előállítani, mint kedvezőeket. Emellett az Egyesült Államokban a *CEO-k* jelentős része idősebb a többi menedzsernél, nem ritkán átlépve a nyugdíjkorhatárt. Őket bőkezű végkielégítések – úgynevezett *arany ejtőernyők* – várhatják a vállalattól való távozás esetén. Ez közgazdasági értelemben azt jelenti, hogy a társaság és a társaság vezetőjének a tervezési időhorizontja nem esik egybe. Így a kedvezőtlen információk alapján történő kereskedés és az általa okozott hátrányok nem feltétlenül érintik a vállalati vezetők e csoportjának személyes ambícióit.

Összegezve tehát, ha a bennfentes kereskedelem nem volna tilos, akkor a bennfentes információ pozitív vagy negatív előjelétől függetlenül alkalmas lenne a vállalati vezetők egyéni haszonszerzésének megalapozására.

Következtetések

E tanulmány azt a célt tűzte ki, hogy bemutassa a bennfentes kereskedelem mára univerzálissá vált szabályozási hátterének (tilalmazásának) indokait. A különböző elméletek vizsgálata során kiderül, hogy a bennfentes kereskedelem engedélyezése mellett szóló érvek árnyalhatják ugyan a szabályozásról alkotott képünket, de mégsem kerültek túlsúlyba és nem győzhetik meg a jogalkotót arról, hogy engedélyezze a bennfentes információkkal történő kereskedést.

Az *ügynökség-probléma* irányából vizsgálódva igazolható ugyan, hogy a bennfentes információk hasznai képesek motiválni az innovációt. Vitatható azonban, hogy ez tényleg az innováció valódi letéteményeseit jutalmazná-e. A bennfentes információ ugyanis gyorsan kikerülhet ebből a körből, érdemtelen személyeket juttatva busás haszonhoz. Ez egyrészt ronthatja a vállalat javadalmazási politikájának hatékonyságát, másrészt feszültségekhez vezethet a javadalmazásra érdemesek, és a bennfentes információra rácsatlakozó „*potyautasok*” között. Szintén komoly problémát okozhat a bennfentes információval rendelkező személyek minél nagyobb haszonra való törekvése. Emiatt ugyanis fontos információkat késleltethetnek vagy tarthatnak vissza. Ez komoly bizalmatlansághoz vezethet a társaságban kulcspozíciót betöltő vezetők között is.

A bennfentes kereskedelem engedélyezése azt a téves üzenetet közvetítené a társaság szakemberei és vezetői számára, hogy a bizalmas információival elérhető hozam szabad préda tárgyát képezi, mint a javadalmazás egyik rugalmas eleme. Így a vállalati vezetők munkaidejük jelentős részét fordítanák a bennfentes információk felkutatására (és lehetőség szerinti monopolizálására), elhanyagolva többi feladatukat. A bennfentes kereskedelem tehát egy olyan javadalmazási eszköz lenne, ami számtalan kockázatot hordozna magában. Viszont ugyanez igaza részvényárfolyamhoz kötött – illetve részvény-opciókat biztosító –

javadalmazási eszközökre is.[56] És bár a bennfentes kereskedelmet a jogalkotók világszerte tiltják, megvalósulása nagyon nehezen bizonyítható.

Summary – Agents and Insiders – The Relationship Between Agency Costs and Insider Trading

This paper examines insider trading regulation regulations from the viewpoint of agency costs. An overview is given regarding the different definitions of insider trading in jurisprudence which helps establishing the essence of this behaviour. The author also aims to give an insight to the agency problem and agency costs which arise in a business organisation with separate ownership and management. Only through that can be the effects of insider trading demonstrated on agency costs. The article aims to give a balanced overview by enumerating reasons whether insider trading increases or decreases agency costs. If it raises agency costs then prohibition is justified. If it decreases agency costs, e.g. it serves as a more efficient compensation mechanism, then allowing insider trading might be more beneficial.

[1] A tanulmány a Bolyai János Kutatási Ösztöndíj támogatásával készült.

[2] Lásd HUGHES, Laura E., *The Impact of Insider Trading Regulation on Stock Market Efficiency: A Critique of the Law and Economics Debate and a Cross-Country Comparison*, Temple International & Comparative Law Journal, Vol. 23. No. 2. (2009) 481-482. old.

[3] Laura Nyantung Benya University of Michigan Law School jogászprofesszora.

[4] Lásd BENY, Laura Nyantung, *Insider Trading Laws and Stock Markets Around the World: An Empirical Contribution to the Theoretical Law and Economics Debate*, The Journal of Corporation Law, Vol. 32. No. 2. (2007) 241. old.; HUGHES, Laura E., *The Impact of Insider Trading Regulation on Stock Market Efficiency: A Critique of the Law and Economics Debate and a Cross-Country Comparison*, Temple International & Comparative Law Journal, Vol. 23. No. 2. (2009) 482. old.

[5] SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968) (en banc), *cert. denied*, 394 U.S. 976 (1969).

[6] Lásd JALIL, James P., *Proposals for Insider Trading Regulation After the Fall of the House of Enron*, Fordham Journal of Corporate & Financial Law, Vol. 8. Issue 3. (2003) 689-690. old.

[7] Lásd BONDI, Bradley J., Lofchie, Steven D., *The Law of Insider Trading: Legal Theories, Common Defenses, and Best Practices for Ensuring Compliance*, NYU Journal of Law & Business, Vol. 8, Issue 1. (2011) 157. old.

[8] Lásd BONDI, Bradley J., Lofchie, Steven D., *The Law of Insider Trading: Legal Theories, Common Defenses, and Best Practices for Ensuring Compliance*, NYU Journal of Law & Business, Vol. 8, Issue 1. (2011) 157. old.

[9] Lásd BONDI, Bradley J., Lofchie, Steven D., *The Law of Insider Trading: Legal Theories, Common Defenses, and Best Practices for Ensuring Compliance*, NYU Journal of Law & Business, Vol. 8, Issue 1. (2011) 158. old.

[10] Lásd BONDI, Bradley J., Lofchie, Steven D., *The Law of Insider Trading: Legal Theories, Common Defenses, and Best Practices for Ensuring Compliance*, NYU Journal of Law & Business, Vol. 8, Issue 1. (2011) 158-160. old.

[11] Lásd BENY, Laura Nyantung, *Insider Trading Laws and Stock Markets Around the World: An Empirical Contribution to the Theoretical Law and Economics Debate*, The Journal of Corporation Law, Vol. 32. No. 2. (2007) 241. old.

- [12] Lásd HUGHES, Laura E., *The Impact of Insider Trading Regulations on Stock Market Efficiency: A Critique of the Law and Economics Debate and a Cross-Country Comparison*, Temple International & Comparative Law Journal, Vol. 23. No. 2. (2009) 482. old.
- [13] Lásd BENY, Laura Nyantung, *Insider Trading Laws and Stock Markets Around the World: An Empirical Contribution to the Theoretical Law and Economics Debate*, The Journal of Corporation Law, Vol. 32. No. 2. (2007) 241-242. old.
- [14] Henry G. Manne, élt 1928-2015-ig. A George Mason University School of Law emeritus professzora és dékánja. , a jogi és közgazdaságtani szemlélet (Law and Economics School) egyik alapítója. , a jogi és közgazdaságtani szemlélet (Law and Economics School) egyik alapítója.
- [15] Lásd MANNE, Henry G., *Insider Trading and the Stock Market*, (New York, Free Press, 1966) 1-274. old.
- [16] Lásd MANNE, Henry G. *Insider Trading: Hayek, Virtual Markets, and the Dog that Did Not Bark*, The Journal of Corporation Law, Vol. 31. Issue 1. (2005) 167-186. old.; MANNE, Henry G., *Insider Trading and Property Rights in New Information*, Cato Journal, Vol. 4. Issue 3. (1985) 933-944.
- [17] Lásd MANNE, Henry G. *Insider Trading: Hayek, Virtual Markets, and the Dog that Did Not Bark*, The Journal of Corporation Law, Vol. 31. Issue 1. (2005) 168.old.
- [18] Lásd MANNE, Henry G. *Entrepreneurship, Compensation, and the Corporation*, The Quarterly Journal of Austrian Economics Vol. 14. Issue 1. (2011) 3-24. old.
- [19] Lásd BENY, Laura Nyantung, *Insider Trading Laws and Stock Markets Around the World: An Empirical Contribution to the Theoretical Law and Economics Debate*, The Journal of Corporation Law, Vol. 32. No. 2. (2007) 242. old.; MANNE, Henry G., *Insider Trading and the Stock Market*, (New York, Free Press, 1966) 133-138. old.
- [20] Lásd BENY, Laura Nyantung, *Do Investors in Controlled Firms Value Insider Trading Laws? International Evidence*, Journal of Law, Economics & Policy, Vol. 4. Issue 2. (2008) 271. old.
- [21] Lásd MANNE, Henry G., *Insider Trading and the Stock Market*, (New York, Free Press, 1966) 138-141. old.; BENY, Laura Nyantung, *Insider Trading Laws and Stock Markets Around the World: An Empirical Contribution to the Theoretical Law and Economics Debate*, The Journal of Corporation Law, Vol. 32. No. 2. (2007) 242. old.
- [22] Lásd MANNE, Henry G. *Insider Trading: Hayek, Virtual Markets, and the Dog that Did Not Bark*, The Journal of Corporation Law, Vol. 31. Issue 1. (2005) 171.old.; PADILLA, Alexandre, *How Do we Think About Insider Trading? An Economist's Perspective on the Insider Trading Debate and Its Impact*, Journal of Law, Economics & Policy, Vol. 4. Issue 2. (2008) 242-243. old.
- [23] Lásd MANNE, Henry G. *Insider Trading: Hayek, Virtual Markets, and the Dog that Did Not Bark*, The Journal of Corporation Law, Vol. 31. Issue 1. (2005) 171-172. old.
- [24] Lásd MANNE, Henry G. *Insider Trading: Hayek, Virtual Markets, and the Dog that Did Not Bark*, The Journal of Corporation Law, Vol. 31. Issue 1. (2005) 172.old.
- [25] Lásd PADILLA, Alexandre, *How Dowe Think About Insider Trading? An Economist's Perspective on the Insider Trading Debate and Its Impact*, Journal of Law, Economics & Policy, Vol. 4. Issue 2. (2008) 242-243. old.
- [26] Lásd FERRARINI, Guido, MOLONEY, Niamh: *Executive Remuneration and Corporate Governance in the EU: Convergence, Divergence, and Reform Perspectives*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 3. (2004.) 264–266, 274-275. old.; BEBCHUK, Lucian Arye, FRIED, Jesse M., WALKER, David I.: *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*, University of Chicago Law Review, Vol. 69. Issue 3. (2002.) 799–801. old.

- [27] Lásd MANNE, Henry G. *Insider Trading: Hayek, Virtual Markets, and the Dog that Did Not Bark*, The Journal of Corporation Law, Vol. 31. Issue 1. (2005) 172.old.
- [28] Lásd MANNE, Henry G. *Insider Trading: Hayek, Virtual Markets, and the Dog that Did Not Bark*, The Journal of Corporation Law, Vol. 31. Issue 1. (2005) 173.old.
- [29] Dennis W. Carltona University of Chicago Booth School of Business közgazdaságtan professzora. Kutatási területe felöleli különösen a mikroökonómiát, az iparági szervezettant és a trösztellenes kutatásokat.
- [30] Daniel R. Fischel jelenleg a University of Chicago Law School professzor emeritusa, illetve 1999 és 2001 között dékánja.
- [31] Lásd BENY, Laura Nyantung, *Insider Trading Laws and Stock Markets Aroundthe World: An Empirical Contribution to the Theoretical Law and Economics Debate*, The Journal of Corporation Law, Vol. 32. No. 2. (2007) 242-243. old
- [32] Lásd CARLTON, Dennis W., FISCHEL, Daniel R., *The Regulation of InsiderTrading*, Stanford Law Review, Vol. 35. (1983) 869-870. old.
- [33] Lásd CARLTON, Dennis W., FISCHEL, Daniel R., *The Regulation of InsiderTrading*, Stanford Law Review, Vol. 35. (1983) 870. old.
- [34] Lásd CARLTON, Dennis W., FISCHEL, Daniel R., *The Regulation of InsiderTrading*, Stanford Law Review, Vol. 35. (1983) 870-871. old.
- [35] Lásd CARLTON, Dennis W., FISCHEL, Daniel R., *The Regulation of InsiderTrading*, Stanford Law Review, Vol. 35. (1983) 871. old.
- [36] Lásd CARLTON, Dennis W., FISCHEL, Daniel R., *The Regulation of InsiderTrading*, Stanford Law Review, Vol. 35. (1983) 871. old.
- [37] Lásd BENY, Laura Nyantung, *Insider Trading Laws and Stock Markets Aroundthe World: An Empirical Contribution to the Theoretical Law and Economics Debate*, The Journal of Corporation Law, Vol. 32. No. 2. (2007) 243-244. old
- [38] Lásd BENY, Laura Nyantung, *Insider Trading Laws and Stock Markets Aroundthe World: An Empirical Contribution to the Theoretical Law and Economics Debate*, The Journal of Corporation Law, Vol. 32. No. 2. (2007) 244. old
- [39] Lásd HAFT, Robert J., *The Effect of Insider Trading Rules on the Internal Efficiency of the Large Corporation*, Michigan Law Review, Vol. 80. (1982) 1062-1063. old.
- [40] Lásd HAFT, Robert J., *The Effect of Insider Trading Rules on the Internal Efficiency of the Large Corporation*, Michigan Law Review, Vol. 80. (1982) 1061.,1063-1064. old.
- [41] The UK Corporate Governance Code (September 2014.) B.1. The Composition of the Board, Supporting Principles Elérhető: <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-2014.pdf>
- [42] Ezek azon társaságok, melyek a felelős társaságirányítási jelentés készítésének évét közvetlenül megelőző évben egész évben kívül esnek az FTSE 350 társaságok körén.
- [43] The UK Corporate Governance Code (September 2014.) B.1.2. Elérhető: <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-2014.pdf>
- [44] The UK Corporate Governance Code (September 2014.) A.3.1. Elérhető: <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-2014.pdf>
- [45] Felelős Társaságirányítási Ajánlások, 2.5.1. Készítette a Budapesti Értéktőzsde Zrt. Felelős Társaságirányítási Bizottsága, Hatálybalépés dátuma: 2012. december 1. Elérhető: https://www.bet.hu/topmenu/kibocsatok/tarsasagiranyitas/felelos_tars_ir.html?page_num=2
- [46] 2013. évi V. törvény a Polgári Törvénykönyvről 3:286. § (3)
- [47] 2013. évi V. törvény a Polgári Törvénykönyvről 3:290. § (1)

- [48] Lásd HAFT, Robert J., *The Effect of Insider Trading Rules on the Internal Efficiency of the Large Corporation*, Michigan Law Review, Vol. 80. (1982) 1061.,1063-1064. old.
- [49] Lásd HAFT, Robert J., *The Effect of Insider Trading Rules on the Internal Efficiency of the Large Corporation*, Michigan Law Review, Vol. 80. (1982) 1064. old.
- [50] Lásd HAFT, Robert J., *The Effect of Insider Trading Rules on the Internal Efficiency of the Large Corporation*, Michigan Law Review, Vol. 80. (1982) 1053-1054. old.
- [51] Lásd HAFT, Robert J., *The Effect of Insider Trading Rules on the Internal Efficiency of the Large Corporation*, Michigan Law Review, Vol. 80. (1982) 1054-1055. old.
- [52] Lásd HAFT, Robert J., *The Effect of Insider Trading Rules on the Internal Efficiency of the Large Corporation*, Michigan Law Review, Vol. 80. (1982) 1055. old.
- [53] Lásd HAFT, Robert J., *The Effect of Insider Trading Rules on the Internal Efficiency of the Large Corporation*, Michigan Law Review, Vol. 80. (1982) 1055. old.
- [54] Lásd BENY, Laura Nyantung, *Do Investors in Controlled Firms Value Insider Trading Laws? International Evidence*, Journal of Law, Economics & Policy, Vol. 4. Issue 2. (2008) 272. old.
- [55] Lásd HAFT, Robert J., *The Effect of Insider Trading Rules on the Internal Efficiency of the Large Corporation*, Michigan Law Review, Vol. 80. (1982) 1057. old.
- [56] Lásd MCCAHERY, Joseph A., RENNEBOOG, Luc: *Managerial Remuneration: The Indirect Pay-For-Performance Relation*, Journal of Corporate Law Studies, Vol. 1. Issue 2. (2001) 324–327. old.; FERRARINI, Guido, MOLONEY, Niamh: *Executive Remuneration and Corporate Governance in the EU: Convergence, Divergence, and Reform Perspectives*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 3.(2004.) 268.old.; HILL, Jennifer G.: *Regulatory Responses to Global Corporate Scandals*, Wisconsin International Law Journal, Vol. 23. Number 3.(2005) 408.old; HALL, Brian J.: *The Pay to Performance Incentives of Executive Stock Options*, Working Paper 6674, National Bureau of Economic Research (August 1998) 24-25. old. Elérhető: (28 March 2011): <http://www.nber.org/papers/w6674.pdf>, MCCAHERY, Joseph A., RENNEBOOG, Luc: *Managerial Remuneration: The Indirect Pay-For-Performance Relation*, Journal of Corporate Law Studies, Vol. 1. Issue 2. (2001) 326–327. old.; LOEWENSTEIN, Mark J., *The Conundrum of Executive Compensation*, Wake Forest Law Review, Vol. 35. Issue 1.(2000) 13.old.; HILL, Jennifer, YABLON, Charles M.: *Corporate Governance and Executive Remuneration: Rediscovering Managerial Positional Conflict*, University of New South Wales Law Journal, Vol. 25. Issue 2. (2002) 308–309. old.; PERRY, Tod, ZENNER, Marc: *CEO Compensation in the 1990's: Shareholder Alignment or Shareholder Expropriation?*, Wake Forest Law Review, Vol. 35. Issue 1.(2000) 141.old; SALAMON, Gerald L., SMITH, Dan E.: *Corporate Control and Managerial Misrepresentation of Firm Performance*, Bell Journal of Economics, Volume 10. No. 1. (1979) 319–320. old.