



VAASAN AMMATTIKORKEAKOULU
UNIVERSITY OF APPLIED SCIENCES

Jaakko Jokioja

Kiinan osakemarkkinoiden analysointi hyödyntäen behavioristista taloustiedettä

Liiketalous
2016

TIIVISTELMÄ

Tekijä	Jaakko Jokioja
Opinnäytetyön nimi	Kiinan osakemarkkinoiden analysointi hyödyntäen behavioristista taloustiedettä
Vuosi	2016
Kieli	suomi
Sivumäärä	54
Ohjaaja	Mikko Ranta

Opinnäytetyön tarkoituksena on vastata kysymykseen, onko Kiinan osakemarkkinoilla havaittavissa behavioristisen taloustieteen käyttäytymismalleja tai -ilmiöitä. Lisäksi työssä pyritään selvittämään, onko Kiinan pörssin toiminta verrattavissa länsimaisiin pörssiin.

Teoriaosassa käydään läpi erilaisia behavioristisen taloustieteen käyttäytymismalleja ja -ilmiöitä, jotka vaikuttavat sijoittajien taloudelliseen päätöksentekoon. Näitä malleja hyödyntäen analysoidaan Kiinan osakemarkkinoiden viimeaikaisia tapahtumia. Analyysi pohjautuu tieteellisiin artikkeleihin ja eri lähteiden talousuutisointiin.

Analyysin mukaan Kiinan osakemarkkinoilla esiintyy sopuli-ilmiötä. Ilmiö on voimakkainta suurimpien yritysten osakkeilla ja ilmiö on voimakkaampaa laskumarkkinoilla kuin nousumarkkinoilla. Ilmiö on myös hyvin toimialakohtaista ja yleensä lyhytkestoista.

ABSTRACT

Author	Jaakko Jokioja
Title	Analysis of the Chinese Stock Markets Utilizing the Behavioral Finance
Year	2016
Language	Finnish
Pages	54
Name of Supervisor	Mikko Ranta

The thesis aims to answer the question of whether China's stock markets show behavior patterns or phenomena's from the field of behavioral economics. In addition, the study aims to examine whether the Chinese stock markets are comparable to the western ones.

The theoretical part includes a variety of behavioral patterns, models and phenomena's from the field of behavioral economics, which affects the financial decision making of the investors. The recent events of the China's stock markets are analyzed by utilizing the models from the theoretical part. The analysis is based on scientific articles and financial news coverage of various sources.

According to the analysis, herding effect does exist in the Chinese stock markets. The phenomenon is strongest in the shares of the largest companies and it is more pronounced in bear markets rather than in the bull markets. This phenomenon is also very industry-specific and usually short-lived.

Keywords China, Stock Markets, Behavioral Finance, Behavioral Economics, Herd Effect

SISÄLLYS

TIIVISTELMÄ

ABSTRACT

1	JOHDANTO.....	4
2	TALOUSHISTORIA JA -TEORIAT.....	5
	2.1 Pörssihistoriaa ja -kuplia.....	5
	2.2 Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi	13
	2.3 Odotetun hyödyn teoria.....	14
	2.4 Prospektiteoria	16
3	RISKIEN HAHMOTTAMINEN JA ILMIÖT	18
	3.1 Talon raha -ilmiö.....	18
	3.2 Riskien karttamisen -ilmiö.....	19
	3.3 Pyrkimys päästä omilleen -ilmiö	19
	3.4 Omistusvaikutus ja status quo -harha	20
	3.5 Liika itseluottamus.....	22
	3.6 Suuremman hölmön teoria.....	24
	3.7 Tammikuuilmiö ja puolen vuoden ilmiö.....	24
	3.8 Sijoitusriskin havainnointi	26
	3.9 Muisti ja sijoituspäätökset.....	27
	3.10 Kognitiivinen dissonanssi ja sijoittaminen	28
	3.11 Mentaali tilinpito.....	29
4	SOPULIKÄYTTÄYTYMINEN JA ANKKUROINTI.....	32
	4.1 Pörssin sopuli-ilmiö	32
	4.1.1 Ammattisopulit.....	33
	4.2 Ankkurointi.....	35
5	KIINAN OSAKEMARKKINAT	37
	5.1 Omistaja rakenne	38
	5.2 Kiinan valtion rooli	39
	5.3 Sopuli-ilmiö	41
	5.3.1 Päivänsisäinen sopuli-ilmiö ja ristiin listautuminen	44
6	POHDINTAA.....	48

6.1 Tutkijan oma pohdinta	48
6.2 Jatkotutkimusehdotukset.....	50
LÄHTEET.....	52

KUVIO- JA TAULUKKOLUETTELO

Kuvio 1. Subjektiiivinen hyötyfunktio. (Altman 2004)

Kuvio 2. Prospektiteorian hypoteettinen arvofunktio (Kahneman & Tversky 1979)

1 JOHDANTO

Opinnäytetyön tarkoituksena on tutustua erilaisiin behavioristisen taloustieteen käyttäytymismalleihin ja -ilmiöihin, jotka vaikuttavat sijoittajien taloudelliseen päätöksentekoon. Näitä malleja hyödyntäen analysoidaan Kiinan osakemarkkinoiden viimeaikaisia tapahtumia. Analyysi pohjautuu tieteellisiin artikkeleihin ja eri lähteiden talousuutisointiin.

Opinnäytetyön tarkoituksena on vastata kysymykseen, onko Kiinan osakemarkkinoilla havaittavissa behavioristisen taloustieteen käyttäytymismalleja tai -ilmiöitä. Lisäksi työssä pyritään selvittämään, onko Kiinan pörssin toiminta verrattavissa länsimaisiin pörssiin. Tältä osin työ keskittyy lähinnä Kiinan viranomaisten rooliin pörssissä.

Opinnäytetyön lähteinä käytetään tieteellisiä artikkeleja, oppikirjoja, talouden ammattilaisten kirjoja, sekä internetistä löytyviä julkaisuja, artikkeleita ja uutisia. Teoriaosassa käytetään pääasiassa oppikirjoja, talouden ammattilaisten kirjoja sekä tieteellisiä artikkeleita. Empiriaosassa käytetään tieteellisiä artikkeleita ja monipuolisesti eri internet lähteitä.

Työ jakautuu teoreettiseen ja empiiriseen osaan. Teoriaosuus muodostuu luvuista 2–4, jotka käsittelevät tutkimuksen kannalta keskeisimpiä asioita. Toinen luku käsittelee pörssihistoriaa ja etenkin pörssikuplien syntymistä ja niiden syitä eri aikoina. Luvussa käydään läpi myös kaksi keskeistä klassista talousteoriaa ja yksi merkittävä behavioristisen taloustieteen teoria, joka pyrkii kumoamaan klassiset talousteoriat. Kolmannessa luvussa käsitellään laajasti eri behavioristisen taloustieteen ilmiötä ja malleja. Neljännessä luvussa käsitellään empirian kannalta merkittävin ilmiö eli sopuli-ilmiö.

Empiirinen osuus alkaa viidennessä luvussa, jossa perehdytään ensin Kiinan osakemarkkinoihin. Tämän jälkeen siirrytään varsinaiseen analysointiin. Kuudes luku sisältää tutkijan omia pohdintoja ja havaintoja työstä, sekä jatkotutkimusehdotuksia.

2 TALOUSHISTORIA JA -TEORiat

2.1 Pörssihistoriaa ja -kuplia

Pörssitoiminta alkoi Suomessa noin 100 vuotta sitten, joten se on meillä varsin nuorta. Ulkomailla pörssitoimintaa on esiintynyt jo satojen vuosien ajan. Maailman ensimmäisen pörssin voidaan katsoa sijainneen Amsterdamissa, jossa alettiin käydä arvopaperikauppaa jo vuonna 1602. Pariisissa pörssi avattiin vuonna 1724, Wienissä 1771 ja Lontoossa käyty osakekauppa siirrettiin virallisesti perustettuun Lontoon pörssiin vuonna 1773. Italiassa ja Egyptissä oli jo tuhat vuotta sitten pörssitoimintaa muistuttavia kokoontumisia. (Lindström & Lindström 2011, 16–17; NASDAQ OMX 2013, 9)

Mitä hyötyä on paneutua entisaikojen täysin erilaisissa toimintaympäristöissä koettuihin pörssitapahtumiin? Vastaus on yksinkertainen: vaikka kaikki muu on muuttunut, ihminen on vuosisatojen ajan pysynyt samanlaisena epärationaalisenä olentona ja tunteittensa vankina. Jokainen sukupolvi toistaa uskollisesti edellisten sukupolvien virheet. Pörssihistoria on siksi täynnä opetuksia nykyajan sijoittajalle. Vaikka tietotekniikka ja laitteet olisivat kuinka edistyksellisiä tahansa, markkina-psykologia on edelleen avainasemassa jokapäiväisessä pörssikaupassa. (Lindström & Lindström 2011, 17; Lindström 2005, 16)

Moni saattaa muistaa teknokuplaksi tai IT-kuplaksi nimetyn kollektiivisen päätömyyden vuosituhannen vaihteessa. Kun pörssiyhtiö mainitsi tiedotteessaan sanan internet, osakkeen hinta ampaisi pilviin. Useampi muistaa varmasti muutaman vuoden takaisen finanssikriisin, jolloin pörssi ammattilaiset myivät paniikissa osakkeita pilkkahintaan. (Lindström & Lindström 2011, 17)

Kyse ei ole suinkaan hetkellisistä mielenhäiriöistä. Pörssihistoria on täynnä esimerkkejä romahduksista ja kuplista, vain näiden kohteet ja sijoittajat ovat vaihtuneet. Ympäristömme ja apuvälineemme muuttuvat jatkuvasti entistä monimutkaisemmiksi ja tietoa on enemmän ja helpommin saatavilla kuin koskaan ennen. Silti ihminen on sijoituspäätöksissään toiminut ensisijaisesti tunteidensa vallassa. Ihmisen harkintakyky pettää hänen innostuessaan ja joutuessaan hurmostilaan. Ah-

neuden tai pelon iskiessä ihminen haluaa tehdä päätökset välittömästi, hätäisesti ja harkitsematta. Tilanteen rauhallinen ja yksityiskohtainen analysointi tuntuu ajan tuhlaukselta. Täten historia toistaa itseään. (Lindström & Lindström 2011, 17–18; Lindström 2005, 17)

Amerikkalainen taloustieteilijä Charles P. Kindleberger kertoo kirjassaan ”Manias, Panics and Crashes; A History of Financial Crises” IT-kuplan varhaisesta edeltäjästä, ”tulppaani maniasta”. Tämä tulppaanisipuleihin liittyvä kupla syntyi ennen kuin nykymuotoista osakekauppaa oli olemassa. Jo ennestään suosittujen tulppaanien kysyntä alkoi rajusti kasvaa Hollannissa vuonna 1636. Hintojen nousuvauhti kiihtyi, kun äkkirikastumisesta unelmoivat sijoittajat tulivat kuvioon mukaan. (Lindström & Lindström 2011, 18)

1600-luvulla ei ollut vielä pankkiluottoja, vaan elettiin pääasiassa luontoistaloudessa. Oli kuitenkin mahdollisuus ostaa tulppaaneja joko käteisellä toimituksen yhteydessä tai termiinkaupalla. Jotkut sijoittajat myivät talonsa ja ostivat kauppahinnalla tulppaanisipuleita. Neljä lehmää riitti käteismaksuksi eräästä tavallisesta 525 floriinin arvoisesta lajikkeesta. Harvinaisesta Viceroy-lajikkeesta joutui pulittamaan 2500 floriinia. Semper Augustus oli kaikkein kallein ja halutuin tulppaanilajike, jota ei tahtonut saada edes rahalla. (Lindström & Lindström 2011, 18; Lindström 2005, 18)

Tulppaanikupla puhkesi yhtä nopeasti kuin se oli syntynytkin. Hinnat alkoivat romahtaa, kun usko loputtomaan arvonnousuun yhtäkkiä katosi ja kaikki pyrkivät paniikissa pääsemään sipuleista eroon. Yhtäläisyydet vuosituhannen vaihteen teknotuplaan ovat erittäin selvät. (Lindström & Lindström 2011, 18)

Teknologiset innovaatiot näyttävät säännönmukaisesti synnyttävän pohjatonta innostusta ja siihen liittyvän rajun kurssinousun. Kaupan käydessä ylikierroksilla, paluu arkeen on yleensä tuskallista. Rautatieosakkeilla keinoteltiin jo vuonna 1845 Englannissa Railway Maniaksi kutsutussa ilmiössä. Sama toistui vuosina 1857 ja 1873 erityisesti Yhdysvalloissa ja Ranskassa. Keinottelun seurauksena Ohio Life Insurance and Trust Company meni nurin 1857, mikä synnytti mahdollisesti ensimmäisen kansainvälisen finanssikriisin lukuisine konkurssineen. 1873

syntyi vielä pahempi kriisi, kun epäonnistuneet osakekaupat kaatoivat arvostetun pankkiiriliikkeen Jay Cooke and Companyn. Tapaus pakotti sulkemaan New Yorkin pörssin kymmeneksi päiväksi. Erityisesti saksalaiset olivat ihastuneet amerikkalaisiin rautatieosakkeisiin, minkä seurauksena kriisi levisi Keski-Eurooppaan ja myöhemmin vielä Englantiin ja Venäjälle. (Lindström 2005, 19)

1920-luvulla Wall Street koki historiansa sekä riemukkaimmat, että synkimmät hetket. Taloudellinen kehitys oli ollut suotuisaa, ja uudet keksinnöt kuten autot ja radiot alkoivat tulla tavallisen kuluttajan ulottuville. Osakekurssit lähtivät jyrkkään nousuun vuonna 1923. Nousua kesti noin kuusi vuotta. Mitä enemmän osakkeet kallistuivat, sitä innokkaammin suuri yleisö tuli mukaan osakemarkkinoille. Arvopaperin välittäjät alkoivat aktiivisesti markkinoida palveluitaan myös piensijoittajille. Wall Streetistä tuli pyhiinvaelluskohde, ja lainarahaa alettiin yleisesti käyttää osakkeiden hankintaan. Samaan aikaan pörssissä esiintyi runsaasti lieveilmiöitä kuten kurssimanipulaatiota ja sisäpiirikauppaa. (Lindström 2005, 20)

Pörssikupla puhkesi ”mustana torstaina” 24.10.1929, kun osakevaihto nousi ennätysellisen korkealle ja kurssit lähtivät jyrkkään laskuun. Viisi päivää myöhemmin ”mustana tiistaina” tehtiin vaihtoennätys, jota ei pystytty ylittämään 39 vuoteen. Tuolloin kurssit romahtivat keskimäärin 11 prosenttia. 1930-luvun laman katsotaan alkaneen tästä. Pankkien konkurssit ja henkilökohtaiset konkurssit johtivat siihen, että osakkeita jouduttiin realisoimaan pakolla, koska osakeostoja oli rahoitettu voimakkaasti velkarahalla. Pakkorealisoinnit kiihdyttivät entisestään kurssilaskua. (Lindström 2005, 20)

Työttömyys nousi ennätysellisiin lukuihin ja taloudellinen toiminta lamaantui. Osa vaikutusvaltaisista sijoittajista oli kuitenkin muita paremmin informoituja. He alkoivat myydä lyhyeksi osakkeita eli shortata. Tällöin sijoittajat myyvät osakkeita joita he eivät vielä omista. Jotta he voivat toimittaa myymänsä osakkeet ostajalle, heidän täytyy ensin lainata osakkeet kolmannelta taholta. Sijoittajat arvelevat tällöin saavansa hankittua osakkeita vielä halvemmalla takaisin, ennen kuin heidän täytyy palauttaa osakkeet takaisin kolmannelle taholle. Tämä kiihdytti entisestään laskukierrettä. Julkisuuteen tultuaan tämä toiminta herätti yleistä paheksun-

taa. Se johti tutkimuksiin joista kävi ilmi, että monet sijoittajat eivät olleet maksaneet veroja vuosikausiin, ja jotkut olivat jopa myyneet omistamiaan pankkeja ennen niiden konkurssia. Yleinen mielipide kääntyi jyrkästi Wall Streetiä vastaan. Tässäkin suhteessa historia antoi viitteitä tulevasta, sillä finanssikriisin aikana lähes 80 vuotta myöhemmin toistui sama ilmiö. (Lindström 2005, 20–21; Lindström & Lindström 2011, 21; Nordnet 2016)

Vasta 1932 heinäkuussa saavutettiin aallonpohja, johon mennessä Dow Jonesin teollisuusindeksi oli laskenut 89 prosenttia vuoden 1929 huipusta. Tämä johti siihen, että yhdysvaltojen ensimmäinen arvopaperilaki säädettiin vuonna 1933. Seuraavana vuonna perustettiin SEC (The Securities and Exchange Commission) ohjaamaan ja valvomaan markkinoiden toimintaa. (Lindström 2005, 21)

Lähi-idässä sodittiin jälleen vuonna 1973. Öljyntuottajajärjestö OPEC korotti rajusti öljyn hintaa, mikä hidasti talouden kasvua länsimaissa, kiihdytti inflaatiota, kasvatti työttömyyttä ja aiheutti vaihtotaseongelmia. Pörssikurssit laskivat maailmanlaajuisesti, mutta New Yorkin pörssin tavoin useimmat toipuivat nopeasti. (Lindström 2005, 24)

Suomen taloudellinen tila muodostui erityisen vaikeaksi moniin muihin verrattuna, vaikka pystyttiin maksamaan kasvaneet öljylaskut lisäämällä vientiä Neuvostoliittoon. Tärkeimmän nettoviejän, eli metsäteollisuuden kannattavuus heikkeni dramaattisesti vuosina 1976 ja 1977. Tällöin koettiin Helsingin pörssin sodanjälkeisen ajan siihen asti pisin ja rajuin alamäki. Vuoden 1973 huipusta vuoden 1977 lokakuun aallonpohjaan mennessä osakkeet olivat menettäneet keskimäärin yli puolet arvostaan. (Lindström 2005, 24)

Yhdysvaltojen budjettivaje yhdessä kauppaja- ja vaihtotaseen vajeiden kanssa kuuluvat sijoittajien kestohuoliin. Kun lokakuussa 1987 julkaistiin odotettua huonompi vaihtotaseluku, reaktio oli ennennäkemätön. Dow Jonesin teollisuusindeksi romahti yhden päivän aikana lähes 23 prosenttia, joka on edelleenkin Wall Streetin kaikkien aikojen hurjin päivälasku prosentuaalisesti. ”Musta maanantai” toistui samankaltaisena suurimmassa osassa kehittyneistä pörsseistä. Tämän jälkeen muut pörssit alkoivat enemmän ja vähemmän orjallisesti seurata New Yorkin

pörssin tapahtumia ja kurssiliikkeitä. Dramaattinen lasku meni kuitenkin nopeasti ohi, eikä siitä jäänyt juuri jälkiä. (Lindström & Lindström 2011, 24)

Suomessa pörssi oli 1980-luvun puoliväliin asti varsin pysähtyneessä tilassa. Samat yhtiöt olivat listalla vuodesta toiseen, eikä yrityskauppoja juuri ollut. Kurssi muutokset olivat myös pieniä. Kaikki muuttui 1980-luvun jälkipuoliskolla siirryttäessä kasinotalouteen. Pankkilainoja oli erittäin helppo saada ja takaajaksi kelpasi melkein kuka tahansa. Alkoi velkavetoisten sijoittajien esiinmarssi. (Lindström & Lindström 2011, 24–25)

Uusia yrityksiä alkoi 1980-luvun jälkipuoliskolla listautua pörssin päälistalle ja pienyhtiöille tarkoitettu OTC-listalle aikaisempaa enemmän. Varsinkin alkuvaiheessa listautujien joukossa oli useita vakavasti otettavia yrityksiä. Esimerkiksi sellaiset yritykset kuten Cramo, Finnlines, Lemminkäinen, Metso, Olvi, Outokumpu, Pohjola Pankki, Rautaruukki, Sampo, Talentum, Tulikivi, Uponor ja Vaisala ovat edelleen listalla. Mitä enemmän aikaa kului, sitä enemmän epämääräisiä yrityksiä halusi pörssi- tai OTC-listalle. (Lindström & Lindström 2011, 26)

Myönteistä oli kuitenkin listautujien runsas lukumäärä ja se että arvopaperikaukalle alkoi tulla lainsäädännöllisiä kehityksiä. Vuosina 1989 ja 1991 voimaan tulleet arvopaperimarkkinalaki ja arvo-osuusjärjestelmään liittyvät lait korjasivat pahimpia lainsäädännön puutteita. Nykyään Finanssivalvonta vastaa markkinoiden viranomaisvalvonnasta ja sen myötä valvonta on merkittävästi tehostunut. (Lindström & Lindström 2011, 26)

Lokakuun 1987 pörssiromahduksesta selvittiin Suomessa pienin tappion. Vuonna 1989 kehitysyhtiö Mancon, Wärtsilä Meriteollisuus ja perinteikäs välittäjä Bensow menivät konkurssiin. Tästä alkoi Suomen kaikkien aikojen syvin taloudellinen lama ja tähän asti hurjin pörssilasku. Vuosina 1989–1993 Suomen bruttokansantuote supistui peräti 11 prosenttia, mihin osaltaan vaikutti tietysti Neuvostoliiton hajoamisen aiheuttama idänkaupan luhistuminen. (Lindström & Lindström 2011, 26; Lindström 2005, 29)

Velkavetoisten osakesalkkujen pakkorealisoinnit pahensivat pörssilaskua. Pankkien luottotappiot olivat niin valtavia, että keskusteltiin jopa pankkiosakkeiden arvon nollaamisesta. Huhtikuusta 1989 aina syyskuuhun 1992 pörssiosakkeiden markkina-arvosta katosi keskimäärin melkein kolme neljäsosaa. Esimerkiksi aggressiivista pörssipeliä ostoillaan harjoittanut SKOP (Säästöpankkien Keskus-Osake-Pankki) meni konkurssiin. (Lindström & Lindström 2011, 26)

Sijoittajien masennuksesta johtuen, myös ensiluokkaisten yhtiöiden osakkeita myydään pilkkahintaan. Vuonna 1992 pahimman laman aikaan nähtiin osakekurseja, jollaisia tuskin muulloin on Suomen satavuotisen pörssihistorian aikana nähty. Vuoden lopussa vain joka kymmenennestä yrityksestä suostuttiin maksamaan kirjanpidollista nettovarallisuutta enemmän. Kuinkahan moni tajusi, että tuolloin oli ehkä Helsingin pörssin kaikkien aikojen paras ostotilaisuus? (Lindström & Lindström 2011, 26–27)

Markan kellutus päätös alkusyksystä 1992 piristi syvyyksissä olevaa pörssiä. Todellista vauhtia pörssiin tuli vasta seuraavana vuonna, kun osakkeiden ulkomaalaisrajoitukset poistettiin. Ulkomaalaisen sijoituspääoman tuleminen vuonna 1993 kasvatti pörssin osakevaihdon lähes viisinkertaiseksi edellisestä vuodesta ja nosti kurssitasoa peräti 87 prosenttia. Vuodesta 1993 tuli Helsingin pörssin historian kaikkien aikojen paras vuosi. Amerikkalaisten ja englantilaisten sijoitus- ja eläke-rahastojen aggressiivisesti toteutetut ostot ja myynnit, sekä nopeat mielenmuutokset, lisäsivät huomattavasti osakekurssien vaihtelevuutta. (Lindström & Lindström 2011, 27)

1990-luku oli myös Nokian vuosikymmen. Yhtiö oli saanut alkunsa vuoden 1966 suurfuusiosta, kun metsäteollisuusyritys Nokia, Suomen Kumitehdas ja Suomen Kaapelitehdas yhdistyivät. 1980-luvun lopulla yritys joutui vaikeuksiin kulutuselektroniikkansa ongelmien vuoksi. Vuonna 1992 Nokia päätti luopua kaikesta muusta liiketoiminnasta paitsi puhelinverkoista ja matkapuhelimista. Tämän strategiamuutoksen johdosta Nokiasta tuli lyhyessä ajassa alansa markkinajohtaja. (Lindström & Lindström 2011, 27)

1980-luvun viimeisinä vuosina Nokian kurssi laski jyrkästi. Alimmillaan vuonna 1991 etuoikeutetun eli A-sarjan osakkeen arvo oli 30 markkaa, joka vastaa vai-vaista 7,9 senttiä nykyrahassa, kun otetaan huomioon osakkeeseen tehdyt pilkko-miset eli splitit. Splitissä osakekanta jaetaan uudelleen ja esimerkiksi omistajille voidaan antaa kaksi uutta osaketta jokaista omistamaansa osaketta kohtaan. Osa-kepääoman arvo pysyy samana, koska yksittäisen osakkeen arvo laskee. Kesä-kuussa 2000 Nokian osakkeesta maksettiin parhaimmillaan 65 euroa. Yhdeksässä vuodessa Nokian kurssi oli parhaimmillaan yli 800-kertaistunut. Vastaavanlaisia nousuja on vaikea löytää maailmalta. (Lindström & Lindström 2011, 27; Lindström 2005, 31; Patentti- ja Rekisterihallitus 2016)

Nokian 1990-luvun osakekurssin jyrkässä nousussa on paljolti kyse psykologiasta. Sijoittajat alkavat pitää suotuisaa kurssikehitystä ikään kuin luonnonlakina, eivät-ikä uskalla myydä osakkeitaan, koska pelkäävät jäävänsä paitsi tulevista kurssivoi-toista. Hälytyskellojen olisi pitänyt soida viimeistään vuonna 2000, kun Nokian markkina-arvo oli 223 miljardia. Tuolloin Nokian osuus koko Helsingin pörssin arvosta oli 71 prosenttia, eli Nokian arvo oli yli kaksinkertainen verrattuna kaikki-en muiden suomalaisten pörssiyritysten yhteenlaskettuun markkina-arvoon. Kymmenen vuotta myöhemmin Nokian osuus Helsingin pörssin arvosta oli enää vain 18 prosenttia. (Lindström & Lindström 2011, 28)

Pörssiromahdukset ovat yleensä vastareaktio niitä edeltäneelle ylikierrosvaiheelle. Hurmosvaiheeseen liittyy usein jonkin uuden teknologisen innovaation ja keksin-nön voittokulku, kuten rautatiet, radio, puhelin, auto ja lentoliikenne. Vuosituhan-nen vaihteen lähestyessä näytti siltä, että taivas on vain rajana internetin tar-joamissa mahdollisuuksissa. (Lindström & Lindström 2011, 29)

Syksyllä 1999 innostus kaikkia vähänkin teknologiaan tai tietotekniikkaan viittaa-vien yritysten osakkeita kohtaan kiihtyi ennennäkemättömäksi ostoryntäykseksi koko maailmassa. Teknologiaosakkeiden hinnat nousivat perinteisten tunnusluku-jen mukaan täysin käsittämättömille tasoille. Kyseessä oli aidosti globaali ilmiö. Selitettiin, että perinteisen kansantalouden lait eivät päteneet tälle uudelle talou-

delle, eikä kasvuosakkeiden hinnoittelussa pidetty olennaisena tuloksetekokykyä tai osinkovirtaa. (Lindström & Lindström 2011, 30)

Kun usko uusien talousoppien julistajiin hiipui, kurssiromahdus oli tosiasia. IT-kuplan puhjettua monesta alan osakkeiden arvosta katosi seuraavina vuosina jopa 90–95 prosenttia huippukursseihin verrattuna. Erityisen haavoittuvia olivat vain internetissä toimivien yritysten osakkeet. Joitakin internetin voimalla maailmanvalloitusta suunnitelleet yhtiöt joutuivat lopettamaan liiketoimintansa kokonaan. (Lindström & Lindström 2011, 30)

Pörssihistorian tuntemus olisi ajoissa varoittanut monia teknokuplan riskeistä. Amerikkalainen talousalan aikakauslehti Fortune julkaisi marraskuussa 1999 Warren Buffettin haastattelun. Buffettia, maailman kolmanneksi rikkainta miestä, on myös tituleerattu maailman menestyksekkäimmäksi sijoittajaksi ja häntä kuunnellaan tarkkaan. Tavoistaan poiketen, Buffett varoitti tekno-osakkeiden yliarvostuksesta. Buffett huomautti, että kurssinousun edellyttämä voittojen kasvu olisi mahdollista vain, jos Yhdysvaltojen bruttokansantuote kasvaisi kaksinumeroisella prosenttiluvulla. (Lindström & Lindström 2011, 30)

Buffett käsitteli haastattelussaan ihmiskunnalle merkittävistä keksinnöistä kuten autoista ja lentokoneista saatua hyötyä sijoittajien kannalta. Hänen mukaansa Yhdysvalloissa oli ollut vähintään 2000 moottoriajoneuvojen valmistajaa. Valtaosa näistä valmistajista toimi autoilun alkuaikoina. Alalla oli tällöin jatkuvasti yrityskuolemia, ja haastatteluhetkellä jäljellä oli vain kolme valmistajaa, jotka eivät tarjonneet sijoittajille ilon aiheita. (Lindström & Lindström 2011, 30–31)

Buffett oli pannut myös merkille, että Yhdysvalloissa oli vuosina 1919–1939 noin 300 lentokoneiden valmistajaa. Haastatteluhetkellä niistä oli enää muutama jäljellä. Buffett oli listannut 129 lentokonevalmistajaa, jotka olivat menneet konkurssiin vuosina 1979–1999. Yhdysvaltojen kaikkien lentoyhtiöiden yhteenlaskettu taloudellinen tulos oli pyöreä nolla. Buffettin mukaan, Orville Wright oli ensimmäisellä lennollaan vuonna 1903 aiheuttanut enemmän vahinkoa maailman kapitalisteille kuin Karl Marx konsanaan. (Lindström & Lindström 2011, 31)

2.2 Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi

Markkinoita, joilla arvopapereiden hinnat heijastavat saatavilla olevaa informaatiota, kutsutaan tehokkaiksi (Fama 1970). Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi on ollut keskeinen väittämä talouselämässä jo yli 40 vuoden ajan. Hypoteesin mukaan todellisen maailman rahoitusmarkkinat, kuten Yhdysvaltojen obligaatio- tai osakemarkkinat, ovat tämän määritelmän mukaan tehokkaita. (Shleifer 2000, 1)

Tehokkaiden markkinoiden hypoteesin mukaan keskiverto sijoittaja ei voi johdonmukaisesti pitkällä aikavälillä voittaa markkinaindeksejä. Tämä tarkoittaa sitä, että osakkeiden analysointi, poiminta ja vaihtaminen ovat resurssien hukkaan heittämistä. Sen sijaan pitäisi passiivisesti pitää kiinni markkinaportfoliosta ja unohtaa aktiivinen sijoittaminen. (Shleifer 2000, 1)

Fama esitti tehokkaiden markkinoiden hypoteesista kolme eri vahvuista muotoa. Heikossa muodossa osakkeiden hinta heijastelee sitä tietoa mitä on osakkeen historiasta saatavilla, kuten esimerkiksi kurssihistoria ja vaihdon volyyymi. Keskivahva muoto sisältää lisäksi kaiken julkisesti saatavilla olevan informaation yrityksistä, esimerkiksi osavuosikatsaukset ja osakesplitit. Vahva muoto pitää sisällään kaiken edellä mainitun informaation ja lisäksi myös sisäpiiritiedon. (Fama 1970; Havia 2009)

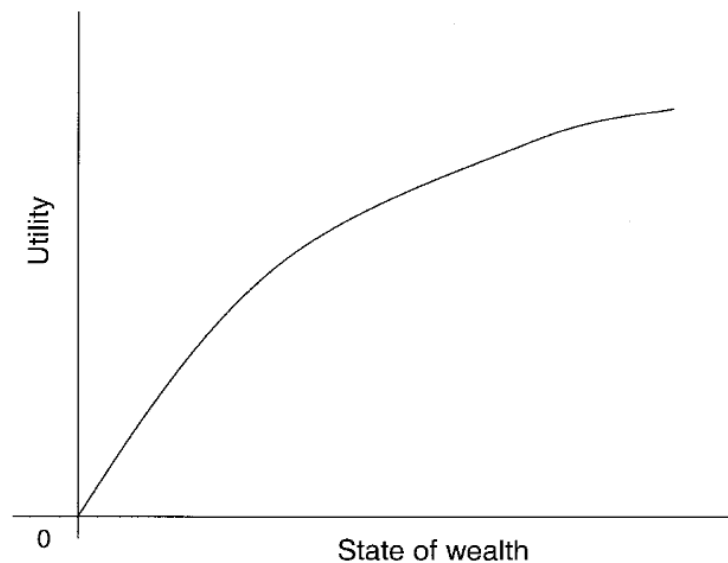
Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi nojaa kolmeen argumenttiin, jotka luottavat asteittain heikkeneviin oletuksiin. Sijoittajien oletetaan olevan rationaalisia ja siten arvostavan arvopaperit oikeaan arvoon. Siinä määrin kun jotkut sijoittajat eivät ole rationaalisia, heidän kaupankäyntinsä on sattumanvaraista. Näin ollen irrationaaliset sijoittajat kumoavat toisensa kaupat vaikuttamatta osakkeen hintaan. Jos taas sijoittajat ovat samalla tavalla irrationaalisia, niin markkinoille ilmestyy arbitraasin hyödyntäjiä, jotka eliminoivat irrationaalisten sijoittajien aiheuttaman hintojen vääristymisen. Arbitraasi tarkoittaa kahden samanlaisen tai olennaisesti samanlaisen arvopaperin ostoa kahdella eri markkinapaikalla kannattavasti eri hintaan. (Shleifer 2000, 2–3)

2.3 Odotetun hyödyn teoria

Sijoittajat suhtautuvat riskiin eri tavalla. Oletettu hyöty kuvastaa kuinka suuren riskin sijoittaja on valmis ottamaan oletetulla hyötymisellä. Usein eri valintatilanteissa voidaan laskea matemaattisesti eri vaihtoehtoista se, jolla on suurin tuotto-potentiaali eli määrittää riskille rahallinen arvo. Esimerkiksi annetaan kaksi eri vaihtoehtoa: a) sijoittaja voittaa varmasti 50 euroa tai b) sijoittajalla on 50 prosentin todennäköisyys voittaa 10 euroa ja 50 prosentin todennäköisyys voittaa 200 euroa. Vaihtoehto a:n hyötypotentiaali on 50 euroa ja b:n hyötypotentiaali on $0.50 \cdot 10\text{€} + 0.50 \cdot 200\text{€} = 105\text{€}$. Neutraali riskinottaja valitsisi vaihtoehto b:n, koska sillä on mahdollista voittaa enemmän ja sen oletettu hyöty on myös korkeampi. Jos sijoittaja tyytyy minimihyötyyn 40€ (50€-10€), eikä hän halua ottaa riskiä mahdollisesta 55 euron lisähyödystä (105€-50€) varman 50 euron tuoton päälle, valitsee hän vaihtoehto a:n. Jos mahdollisuus 105 euron oletettuun hyötyyn on houkuttelevampi kuin epäily 40 euron menettämisestä varmasta tuotosta, niin sijoittaja valitsee silloin vaihtoehto b:n. (Holt 2007, 47–48)

Useisiin tarkoituksiin odotetun hyödyn teoria on hyvä perusta, johtuen sen oletuksista, että ihminen käyttäytyy rationaalisesti. Se on erityisesti käyttökelpoinen, jos mallin oletukset perustuvat yksinkertaisiin ja vankkoihin realiteetteihin tai jos malli koskee tarkasti harkittuja päätöksiä, joita informatiiviset ihmiset tekevät. Malli on myös käyttökelpoinen, jos selitetty ilmiö on vakiintunut käyttäytymistapa monien toistojen jälkeen. Huolimatta odotetun hyödyn teorian houkuttelevuudesta, on pitkään tiedetty teorian systemaattiset väärät oletukset koskien ihmisen käyttäytymistä, ainakin tietyissä oloissa. (Shiller, 1999, 3; Kahneman & Tversky 1979)

Odotetun hyödyn teoria vaatii, että rationaalinen toimija valitsee mahdollisuuden, joka maksimoi odotettua hyötyä, eikä odotettua arvoa. Rationaalisen toimijan odotetaan hyväksyvän uhkapeli, jossa on suurempi odotettu hyöty kuin hyöty, joka syntyy toimijan varallisuuden sen hetkisestä tilasta. Hyöty on varallisuuden tason funktio, jossa oletetaan varallisuuden tuoton vähentyvän. (Altman, 2004)



Kuvio 1. Subjekttiivinen hyötyfunktio. (Altman 2004)

Tyypillinen odotetun hyödyn teorian hyötyfunktio on esitetty kuviossa 1. Kuviossa horisontaalilla akselilla esitetään varallisuuden tason muutokset jotka kasvavat oikealle päin. Vertikaalisella akselilla esiintyy vastaava hyöty, joka kasvaa ylöspäin mentäessä. (Altman, 2004) Varallisuuden lisääntymisestä saatu hyöty vähennee sitä mukaan kun varallisuutta tulee lisää. Esimerkiksi, ensimmäisestä miljoonasta eurosta saatu hyöty, tuntuu suuremmalta kuin toisesta miljoonasta saatu hyöty.

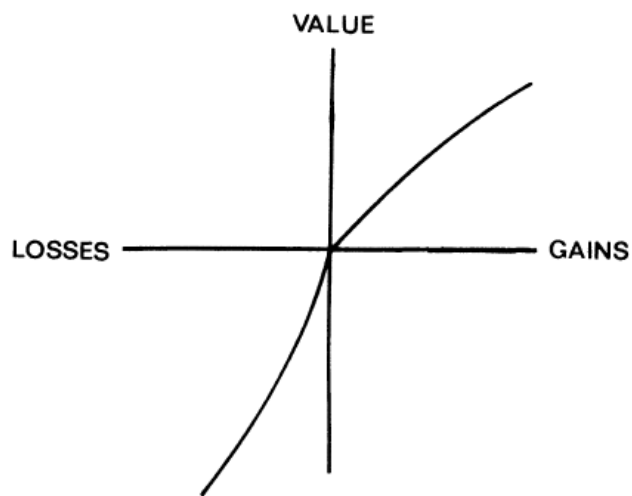
Kahneman ja Tversky osoittivat empiirisiä todisteita ihmisten käyttäytymisestä, jotka toimivat odotetun hyödyn teoriaa vastaan. Kun heidän tutkimuksensa koehenkilöiltä kysyttiin valintaa kahden arvannon välillä, joista ensimmäinen tarjoaa 25 prosentin mahdollisuuden voittaa 3000 dollaria ja toinen tarjoaa 20 prosentin mahdollisuuden voittaa 4000 dollaria, 65 prosenttia koehenkilöistä valitsi jälkimmäisen. Sen sijaan, kun koehenkilöiltä kysyttiin valintaa 100 prosentin mahdollisuuden voittaa 3000 dollaria ja 80 prosentin mahdollisuuden voittaa 4000 dollaria väliltä, 80 prosenttia valitsi ensimmäisen vaihtoehdon. Odotetun hyödyn teoria olettaa, että molemmissa tapauksissa valintojen tulisi olla sama, koska jälkimmäinen valinta on sama kuin ensimmäinen, lukuun ottamatta, että molemmat todennäköisyydet on kerrottu samalla vakiolla. Näyttäisi siltä, että todennäköisyyden

laskeminen 100 prosentista 25 prosenttiin on suurempi vaikutus kuin todennäköisyyden laskeminen 80 prosentista 20 prosenttiin. Tätä kutsutaan varmuus vaikutukseksi. (Shiller, 1999, 3; Kahneman & Tversky 1979)

2.4 Prospektiteoria

Prospektiteorialla on todennäköisesti ollut enemmän vaikutusta taloudelliseen tutkimukseen, kuin millään muulla käyttäytymisperustaisella teorialla. Prospektiteoria on erittäin vaikuttava huolimatta siitä, että monet taloustieteen ammattilaiset pitävät sitä vähäisemmässä arvossa kuin odotetun hyödyn teoriaa. (Shiller, 1999, 3) Daniel Kahnemanin taloustieteen Nobel-palkinto vuonna 2002 on kuitenkin vaikuttanut siihen, että behavioristinen taloustiede otetaan nykyään vakavammin. (Saarivaara & Salmenautio 2012, 10)

Prospektiteoria eroaa odotetun hyödyn teoriasta sillä, että voittoihin ja tappioihin suhtaudutaan eri tavoin. Henkilön olemassa olevaa varallisuutta ei oteta huomioon päätöksenteossa, vaan tarkkaillaan varallisuuden muutosta. Prospektiteoriassa arvioidaan myös tappioiden aiheuttamaa mielipahaa, jota ei odotetun hyödyn teoria ota huomioon. Arvofunktion kuvaaja on positiivisella puolella samalla lailla kove-
ra kuin odotetun hyödyn teoriassa. Funktion negatiivisella puolella kuvaaja on kupera, kuten kuviosta 2 voi havaita, jolloin saadaan S:n muotoinen arvofunktio. Kuvion keskikohta kuvastaa henkilön senhetkistä varallisuuden tilaa. Kuvion avulla on helppo huomata, että varallisuuden menettäminen aiheuttaa huomattavasti enemmän mielipahaa kuin varallisuuden saaminen. (Altman 2004)



Kuvio 2. Prospektiteorian hypoteettinen arvofunktiio (Kahneman & Tversky 1979)

S:n muotoinen funktio olettaa, että lopputuloksen ollessa epävarmaa, hyöty punnitaan enemmän päätöksen painoarvon mukaan, saatikka todennäköisyyden mukaan, kuten odotetun hyödyn teoria olettaa. Näin ollen epävarmoille tapahtumille annetaan liikaa painoarvoa ja vastaavasti kohtalaisia ja korkeita todennäköisyyksiä alipainotetaan. Arvofunktiolla on myös sellainen ominaisuus, jonka mukaan yksilöt ovat riskiä karttavia voittoja saadessaan ja riskin ottajia tappion edessä. (Altman 2004)

3 RISKIEN HAHMOTTAMINEN JA ILMIÖT

Harkitse tällaista vetoa kolikonheitossa: Kruunalla voitat 20 dollaria ja klaavalla häviät 20 dollaria. Ottaisitko riskin? Voitit muuten 100 dollaria aikaisemmin. Ottaisitko nyt riskin? Muuttuiko vastauksesi kun sait selville, että olit voittanut aikaisemmin? Mitä jos olisitkin hävinnyt 20 dollaria aikaisemmin? Olisiko se muuttanut suhtautumistasi riskiin? (Nofsinger 2011, 35)

Monet ihmiset ottaisivat riskin yhdessä tapauksessa, mutta ei toisessa. Mahdollisuus voittaa 20 dollaria pysyy samana kaikissa skenaarioissa. Kun kolikonheiton riski ja palkinto pysyy samana kaikissa tilanteissa, niin ihmisten reaktio riskiin täytyy muuttua. (Nofsinger 2011, 35)

Toinen esimerkki voisi olla tällainen. Olet Las Vegasissa menemässä kasinolle. Kasinolle päästyäsi laitat kolikon peliautomaattiin ja voitat heti 100 dollaria. Vaikuttaako tämä sinun loppuillan käytökseesi kasinolla? Otatko enemmän riskiä juuri saamillasi rahoilla, vaikka et normaalisti tekisi niin? (Thaler & Johnson 1990)

Ihmisten näkemys riskistä näyttää vaihtelevan. Yksi tärkeä tekijä nykyisen riskin arvioinnissa on edelliset tulokset. Ihmiset ottavat enemmän riskejä kun ovat ansainneet voittoa ja vähemmän riskejä kärsiessään tappiota. (Nofsinger 2011, 35)

Havainnollistaakseen tätä käytöstä, tutkimuksessaan Richard Thaler ja Eric Johnson pyysivät 95 kauppatieteiden opiskelijaa ottamaan sarjan kaksivaiheisia vetoja käyttäen oikeaa rahaa. Ensimmäisessä vaiheessa opiskelijoille annettiin rahaa tai heiltä otettiin pois rahaa. Toisessa vaiheessa opiskelijoilta kysyttiin ottaisivatko he esitetyn vedon vastaan. (Nofsinger 2011, 35) Thalerin ja Johnsonin havainnoista käyvät ilmi tässä luvussa esitetyt kolme ensimmäistä ilmiötä. Tämän jälkeen tutustutaan muihin behavioristisen taloustieteen teorioihin ja ilmiöihin.

3.1 Talon raha -ilmiö

Oletko halukkaampi ottamaan riskiä omalla rahalla vai vastustajan rahalla? Kun ihmiset ovat kokeneet voittoa, he ovat halukkaampia ottamaan riskiä. Koska uhkapeluri ei täysin sisällytä voittojaan hänen omiin rahoihinsa, hän käyttäytyy kuin

löisi vetoa kasinon rahoilla. Amatööriuhkapelurit eivät pidä uutta saavutettua voittoa omanaan ja kun he häviävät juuri saamaansa rahat, he ajattelevat että voitot vain pienenevät, eivätkä ajattele niitä tappioina. Uhkapelurit kokevat tällöin pelaavansa talon rahoilla. (Nofsinger 2011, 36; Thaler & Johnson 1990)

Olet juuri voittanut 15 dollaria. Nyt sinulla on mahdollisuus panostaa 4,50 dollaria kolikonheittoon. Asetatko vedon? 77 prosenttia taloustieteen opiskelijoista asetti vedon. Sen jälkeen kun opiskelijat olivat saaneet odottamattoman 15 dollarin voiton, suurin osa heistä oli valmis ottamaan riskin 4,50 dollarin menetyksestä. Toisaalta kun opiskelijoita pyydettiin panostamaan kolikonheittoon, ilman että he olivat saaneet 15 dollarin voittoa, vain 41 panosti, vaikka mahdollinen tulos oli molemmissa tapauksissa sama. Tästä johtuen opiskelijat olivat halukkaampia ottamaan taloudellista riskiä odottamattoman voiton jälkeen, vaikka he eivät normaalisti olisikaan taipuvaisia ottamaan riskiä sellaisissa tilanteissa. (Nofsinger 2011, 36; Thaler & Johnson 1990)

3.2 Riskien karttamisen -ilmiö

Ihmiset ovat haluttomampia osallistumaan uhkapeliin, sen jälkeen kun he ovat hävinneet rahaa tai kärsineet taloudellista tappiota. Opiskelijoita jotka olivat aluksi menettäneet 7,50 dollaria pyydettiin panostamaan 2,25 dollaria kolikonheitossa. Tällä kertaa 60 prosenttia kieltäytyi uhkapelistä. Hävittyään alkupääoman opiskelijoista oli tullut varovaisempia. Ihmisten kohdatessa epäonnea menettämällä rahaa, he tuntevat olevansa jatkossakin epäonnekkaita ja välttävät riskiä. (Nofsinger 2011, 36)

3.3 Pyrkimys päästä omilleen -ilmiö

Häviäjät eivät aina välttä riskiä. Useimmat tarttuvat mahdollisuuteen hyvittääkseen tappionsa. Hävittyään rahaa, valtaosa opiskelijoista hyväksyi ”tupla tai kuitti” tyyppisen kolikonheiton. Enemmistö opiskelijoista oli valmis hyväksymään tämän tyyppisen kolikon heiton, vaikka heille kerrottiin, että kolikon heitto ei olisi reilu ja heillä olisi alle 50 prosentin mahdollisuus voittaa. Pyrkimys päästä omilleen -

ilmiö näyttäisi olevan voimakkaampi kuin riskien karttamisen -ilmiö. (Nofsinger 2011, 36)

Hävittyään rahaa vedonlyönneissä raviradalla, uhkapelurit ottavat todennäköisemmin enemmän riskiä ja panostavat päivän loppupuolella hevosiin joilla on isommat kertoimet. 15:1 todennäköisyys tarkoittaisi sitä, että 2 dollarin panoksella voisi voittaa 30 dollaria. Tällaisen hevosen voitto on tosin epätodennäköistä. Tilanteessa jossa uhkapeluri ei ole hyväksynyt aiempia tappioitaan, hän ottaa todennäköisesti enemmän riskiä, vaikka hän ei normaalisti tekisi niin. (Nofsinger 2011, 36; Kahneman & Tversky 1979)

Mitä pidemmällä kilpailupäivä on, sitä suurempi osa vedonlyöntiin varatuista rahoista menee hevosille joilla on isommat kertoimet. Mitä isommat kertoimet hevosella on, sitä pienemmällä todennäköisyydellä se voittaa vedonlyöjien mielestä. Hävinneet uhkapelurit käyttävät mahdollisuutta päästä omilleen pienellä panoksella, vaikka tämän mahdollisuus olisikin pieni. Myös rahaa voittaneet uhkapelurit ottavat enemmän riskiä, koska he pelaavat mielestään ”talon rahalla”. Ne uhkapelurit jotka eivät ole saavuttaneet päivän aikana merkittäviä voittoja tai tappiota, ovat haluttomampia ottamaan riskiä. (Nofsinger 2011, 36)

3.4 Omistusvaikutus ja status quo -harha

Ihmiset vaativat enemmän rahaa esineistä kuin he itse olisivat valmiita maksamaan siitä. Tämä tunnetaan omistusvaikutuksena. Läheisesti tähän liittyvä käyttäytymismalli on status quo -harha, jossa ihmisillä on taipumus pitää saamansa esine mieluummin kuin vaihtaa se johonkin toiseen esineeseen. (Nofsinger 2011, 38)

Ekonomistit ovat tutkineet omistusvaikutusta suorittamalla kokeita heidän opiskelijoilleen. Yleinen kokeilu on antaa esine, kuten yliopiston kahvimuki, puolelle luokan oppilaista. Sitten luodaan markkinat jossa ne opiskelijat joilla on muki, voivat myydä ne toisille opiskelijoille joilla ei ole mukia, mutta he haluaisivat sellaisen. Perinteinen talousteoriat ennustaa, että markkinoiden selvityshinta kehittyvät siten, että puolet kahvimukeista vaihtaa omistajaa. Kokeet kuitenkin osoittivat

toistuvasti, että ne opiskelijat jotka omistivat mukin, pyysivät siitä tyypillisesti kaksi kertaa enemmän kuin ilman mukia olevat opiskelijat olivat valmiita siitä maksamaan. Tästä johtuen, vain muutama muki vaihtoi omistajaa. Sama ilmiö toistui myös kokeiluissa, joissa käytettiin eri esineitä. (Nofsinger 2011, 38)

Mikä luo tämän omistusvaikutuksen? Yliarvioivatko ihmiset omistamansa tavaran arvon, vai aiheuttaako esineestä luopuminen liikaa tuskaa? George Lowenstein ja Daniel Kahneman suorittivat opiskelijoille seuraavanlaisen kokeen. Opiskelijoita pyydettiin järjestämään kuusi palkintoa houkuttelevuuden mukaan järjestykseen. Vähiten houkutteleva palkinto eli kynä annettiin puolelle opiskelijoista. Toinen puoli luokasta sai valita kynän ja kahden suklaapatukan välillä. Vain 24 prosenttia heistä valitsi kynän. Niille opiskelijoille joille annettiin alun perin kynä, annettiin mahdollisuus vaihtaa kynä suklaapatukoihin, jos he halusivat. Vaikka suurin osa opiskelijoista arvosti suklaapatukat korkeammalle kuin kynän, niin 56 prosenttia heistä ei kuitenkaan vaihtanut kynää suklaapatukoihin. Ei kuitenkaan näytä siltä, että ihmiset yliarvioisivat omistamansa esineen vetovoimaa, vaan pikemminkin heihin vaikuttaa esineestä luopumisen aiheuttama tuska. (Nofsinger 2011, 38)

Mitenkä tämä vaikuttaa sijoittajiin? Sijoittajilla on taipumus pitää ne sijoitukset jotka heillä on. Esimerkiksi William Samuelson ja Richard Zeckhauser pyysivät opiskelijoita kuvittelemaan, että he olivat juuri perineet suuren määrän rahaa. Opiskelijat voisivat investoida rahan erilaisiin portfolioihin. Vaihtoehtoina olivat kohtalaisenriskin yritykset, korkeariskiset yritykset, valtion velkasitoumukset tai kuntaobligaatiot. (Nofsinger 2011, 39)

Tästä kysymyksestä esitettiin monia eri versioita. Joissakin versioissa opiskelijoille kerrottiin, että perintö oli jo sijoitettu korkeariskisiin yrityksiin, kun taas toisissa tilanteissa, perintö oli sijoitettu eri sijoitusinstrumentteihin. Se kuinka perintö oli jo sijoitettu siihen mennessä kun opiskelijat saivat sen itselleen, vaikutti voimakkaasti siihen millaisen portfolion opiskelijat muodostivat perinnöstä. (Nofsinger 2011, 39)

Korkeariskiset yritykset olivat suosituimpia silloin kun perintöä oli jo alun perin sijoitettu niihin. Sama toistui myös valtion velkasitoumuksien kohdalla. Riskin ja

tuoton suhde on hyvin erilainen korkeariskisiin yrityksiin ja valtion velkasitoumuksiin sijoittaessa. Vallitseva tilanne kuitenkin vaikutti opiskelijoihin huomattavasti enemmän kuin heidän omat tuoton ja riskin tavoitteensa. (Nofsinger 2011, 39)

Sijoitusneuvojat kertovat, että heidän asiakkaansa ovat halukkaita laittamaan 100 000 dollarin vuosibonuksen osakkeisiin, mutta toisaalta taas 100 000 dollarin perintö laitetaan mieluummin talletustilille. Asiakkaat sanovat etteivät voi ottaa riskiä rahoilla joiden eteen omat vanhemmat ovat raatanee. (Nofsinger 2011, 39)

Status quo -harha lisääntyy sitä mukaa kun sijoitusmahdollisuudet lisääntyvät. Mitä vaikeammaksi päätöksenteko menee, sitä todennäköisempää on että sijoittaja päättää olla tekemättä mitään. Tosielämässä, sijoittajilla on kymmeniä tuhansia eri sijoitusvaihtoehtoja osakkeiden, obligaatioiden, futuurien, rahastojen, indeksien ja monien muiden vaihtoehtojen joukosta. Vaihtoehtojen määrä voi olla joillekin sijoittajille liikaa, koska silloin he usein päättävät olla tekemättä mitään muutoksia. Tämä voi olla ongelma etenkin silloin kun sijoitus on tappiollinen, koska sen myyminen aiheuttaa katumusta ja omistuksen menettämisestä aiheutuvaa tuskaa. (Nofsinger 2011, 39)

3.5 Liika itseluottamus

Psykologit ovat arvioineet, että liika itseluottamus saa ihmiset yliarviomaan taitonsa, aliarviomaan riskit ja liioittelemaan omia kykyjään tapahtumien hallinnasta. Liassa itseluottamuksessa on kaksi puolta: väärin kalibrointi ja parempi kuin keskimäärin- ilmiö. Väärin kalibroinnissa ihmisten todennäköisyysjakauma jollekin arvolle on liian kapea. Parempi kuin keskimäärin- ilmiössä ihmisillä on epärealistisen positiivinen kuva itsestään. He uskovat, että heidän kykynsä, tietämyksensä ja taitonsa ovat keskimääräistä henkilöä paremmat. (Nofsinger 2011, 11)

Ola Svensson tutkimuksessaan ”Are We All Less Risky and More Skillful Than Our Fellow Drivers?” vuonna 1981 esitti korkeakouluopiskelijoille kysymyksen: ”Oletko hyvä kuljettaja? Muihin liikenteessä kohtaamiisi kuljettajiin verrattuna oletko keskivertoa parempi, keskiverto vai keskivertoa huonompi kuljettaja?” Tu-

loksista kävi ilmi, että 82 prosenttia opiskelijoista arvio olevansa keskivertoa parempi kuljettaja. Jos tällaista liian itseluottamuksen ilmiötä ei olisi, niin vastausten pitäisi jakautua kaikkiin vaihtoehtoihin tasaisesti. Liika itseluottamus omiin ajotaitoihin ei välttämättä vaikuta elämään millään tavalla, mutta ihmisillä on taipumusta olla liian luottavaisia monissa eri asioissa, jotka voivat vaikuttaa heidän taloudelliseen tulevaisuuteen. (Nofsinger 2011, 11)

A.Cooper, C.Woo ja W.Dunkelberg esittää tutkimuksessaan ”Entrepreneurs’ Perceived Chances for Success” vuonna 1988 uusille yrittäjille kysymyksen heidän mahdollisuudesta onnistua yrittäjänä. Yrittäjien mielestä heillä oli 70 prosentin mahdollisuus onnistua, mutta kenellä tahansa samaa liiketoimintaa harjoittavalla oli yrittäjien mielestä vain 39 prosentin mahdollisuus onnistua. Tällä tavoin he syyllistyvät liialliseen itseluottamukseen. (Nofsinger 2011, 12)

Ihmiset ovat luottavaisempia silloin kun he pystyvät mielestään vaikuttamaan lopputulokseen, vaikka näin ei olisi. E.J.Langer huomasi tämän tutkimuksessaan ”The Illusion of Control” vuonna 1975, kun hän testasi kolikonheittoa ihmisillä. Jos ihmisiä pyydettiin panostamaan kruunaan tai klaavaan ennen kuin kolikko oli heitetty, niin heillä oli taipumus panostaa tällöin enemmän, saattika jos kolikko oli jo heitetty ja tulos kätketty panosta pyydettyäessä. Ihmiset toimivat ikään kuin heidän osallistuminen panostamalla jotenkin muuttaisi kolikonheiton lopputulosta. Tässä tapauksessa ihmisten tilanteen hallinnan tunne on selkeästi vain illuusio. Tämä käsitys esiintyy myös sijoittamisessa. Ihmiset uskovat, että heidän omistamat osakkeet tuottavat paremmin kuin osakkeet joita he eivät omista, vaikka heillä ei olisi mitään tietoa kyseisistä osakkeista. Osakkeen omistaminen antaa ihmiselle illuusion siitä, että he voisivat tällä tavalla vaikuttaa osakkeen suorituskäyttöön. (Nofsinger 2011, 12)

Ihmiset usein uskovat, että heillä on vaikutusvaltaa tapahtumien lopputulokseen, vaikka näin ei olisi. Avaintekijöitä jotka ruokkivat tätä illuusiota ovat: vaihtoehto, lopputulosten sarja, tehtävän tuttuus, informaatio ja aktiivinen osallistuminen. (Nofsinger 2011, 19)

Liika itseluottamus saa ihmiset tulkitsemaan väärin informaationsa tarkkuutta ja yliarvioimaan analysointitaitonsa. Tämä tapahtuu sen jälkeen kun on kokenut sijoitusmenestystä markkinoilla. Jos päätös osoittautuu hyväksi, niin silloin sen katsotaan johtuvan taidoista ja kyvyistä. Huonot päätökset taas nähdään johtuvan huonosta tuurista. Mitä enemmän ihmiset kokevat onnistumisia sijoitusmarkkinoilla, sitä enemmän he antavat painoarvoa omille kyvyilleen, vaikka suurimmaksi osaksi kyse olisi vain onnesta. Näin on etenkin nousevilla markkinoilla, mikä saa ihmiset tekemään riskipitoisempia sijoituksia ja käymään enemmän osakekauppaa. (Nofsinger 2011, 12,20)

3.6 Suuremman hölmön teoria

Teorian mukaan on mahdollista tehdä voittoa esimerkiksi osakkeella, vaikka se olisikin tavanomaisten mittarien mukaan kallis. Tämä edellyttää että on olemassa ”suurempi hölmö” joka sitten ostaa sinulta kyseisen osakkeen vielä korkeammalla hinnalla. Teoriaa sovelletaan yleensä silloin kun osakkeen ympärillä pyörii paljon spekulatioita tai sitä hehkutetaan paljon mediassa. Tällaisten osakkeiden arvo voi romahtaa hyvin nopeasti, kun ei enää löydy suurempaa hölmöä joka uskoisi myyvänsä osakkeen vielä kalliimmalla. Kun suuri osa sijoittajista siirryttyä myyntipuolelle samaan aikaan, aiheuttaa tämä osakekurssin nopean laskun. (Investopedia 2016; NASDAQ 2016)

3.7 Tammikuuilmiö ja puolen vuoden ilmiö

Liikkeellä olevan rahan määrä sekä sijoittajien odotukset pörssiyritysten osingon kehitystä kohtaan muokkaavat pörssikursseja. Tähän markkinavoimien kiertokulkuun liittyy säännönmukaisesti toistuvia tapahtumia, joiden tunnistaminen auttaa sijoittajaa. Voidaankin puhua säännönmukaisesti toistuvista kausivaihteluista, joita ei tehokkaiden markkinoiden hypoteesin mukaan pitäisi olla olemassa. Vaikka epäilijöitä on paljon, säännönmukaisten ilmiöiden avulla on pitkällä aikavälillä mahdollista saada lisätuottoa. (Saario 2012, 220; Polcyn 2015)

Tammikuuilmiö tarkoittaa sitä, että pörssikurssit nousevat tammikuussa, etenkin ensimmäisen viikon aikana. Ilmiö koskee lähinnä pieniä pörssiyrityksiä. Helsingin

pörssissä vuosina 1960–2010 eli 51 vuoden aikana, kurssit ovat nousseet tammikuussa 39 kertaa. Tämän perusteella voidaan sanoa, että tammikuun kurssinousun todennäköisyys on 76 prosenttia. Vastaavana ajankohtana syyskuussa pörssikurssit nousivat vain 18 kertaa, eli vain 35 prosentin todennäköisyys. Täytyy kuitenkin muistaa, että nämä ovat keskimääräisiä todennäköisyyksiä, eli vahvan yleisen pörssinousun aikana myös tilastollisesti heikommat kuukaudet ovat positiivisia ja vastaavasti yleisen laskun aikaan hyvätkin kuukaudet ovat negatiivisia. (Saario 2012, 226–227; Investing Answers, 2016)

Tammikuuilmiötä selitetään sillä, että suuret ammattisijoittajat myyvät huonosti menestyneiden pienien yhtiöiden osakkeita vuoden lopussa ja ostavat tilalle kalliimpia, kyseisenä vuonna hyvin menestyneiden yritysten osakkeita. Tällä tavalla saadaan vuosiraportit näyttämään paremmalta asiakkaiden silmissä. (Investing Answers, 2016) Tätä suursijoittajien käyttäytymistä käsitellään myös ammattisopuleista kertovassa osuudessa.

Toinen vaihtoehto on että sijoittajat myyvät tappiollisia osakkeita vuoden lopussa, jotta voitoista maksettava pääomavero olisi pienempi. Kun vuoden vaihtuessa nämä henkilöt palaavat takaisin osakemarkkinoille, niin osakkeiden kysyntä lisääntyy ja kurssit nousevat. Viimeisessä selityksessä, tammikuuilmiön voidaan katsoa johtuvan sijoittajien psykologiasta. Uuden vuoden alku on suosittu aika sijoittaa. Jotkut ovat voineet luvata uutena vuotena säästävänsä enemmän tai laittavansa vuosibonusensa tuottamaan. (Investing Answers, 2016)

Viime vuosina tammikuuilmiö on kuitenkin menettänyt tehoaan. Yhdysvalloissa ihmiset sijoittavat aikaisempia suurempia summia verosuojatuille eläketileille. Tämän takia tappiollisten sijoitusten myyminen vuoden lopussa veroja pienentääkseen ei ole enää niin suosittua. Lisäksi tammikuuilmiö on laajalti tiedossa, joten markkinat hinnoittelevat tämän nousun jo ajoissa kurssiin. Nykyään puhutaankin Santa-Claus Rallystä eli joulupukkirallista. Vaikka tammikuuilmiö onkin edelleen seurannan arvoinen, se ei takaa lyhyen aikavälin tuottoja. Ajan myötä on todennäköistä, että tällaiset kalenteriin perustuvat anomaliat voivat kadota tai ne korvaantuvat uusilla. (Investing Answers, 2016; Polcyn 2015)

Puolen vuoden ilmiön ajatuksena on, että sijoitetaan pörssiosakkeisiin lokakuun lopulla ja myydään nämä sijoitukset seuraavan vuoden huhtikuun lopulla. Tällä tavoin oltaisiin vain puolet vuodesta markkinoilla. Jos vuonna 1950 olisi lähdetty liikkeelle 10 000 dollarin sijoituksella ja sijoitettu vuosittain vain lokakuun lopulta huhtikuun loppuun Dow Jones -teollisuusindeksin mukaan, olisi pääoma kasvanut 527 388 dollariin vuoden 2010 huhtikuun loppuun mennessä. Eli pääoma olisi melkein 53-kertaistunut 61 vuoden aikana. Tälle ajanjaksolle osui ainoastaan 14 tappiollista kautta, jolloin menetykset ovat olleet suhteellisen pieniä. (Saario 2012, 220–221)

Jos pääoma olisi puolestaan sijoitettu huhtikuun lopulta lokakuun loppuun samalla tavalla 61 vuoden ajan, olisi 10 000 dollarin sijoituksesta jäljellä 9 526, eli tappiota olisi tullut noin 5 prosenttia. Havainto on erittäin mielenkiintoinen ottaen huomioon, että tuona aikana Dow Jones -indeksi nousi 225 pisteestä 9 526 pisteeseen eli noin 42-kertastui. Yhdysvaltalainen sanonta ”sell in May and go away” ei välttämättä ole täysin tuulesta tempaistu. (Saario 2012, 221)

Tarkastellaan seuraavaksi ilmiön esiintymistä Suomessa. Helsingin pörssin OMXH -indeksin mukaan vuosina 1995–2011 ja ajalle 30.4.–31.10. 100 euroa sijoittava olisi saanut 2011 lokakuussa vain 61 euroa takaisin, kun taas 31.10–30.4. välillä sijoittaneen 100 euroa olisi kasvanut 626 euroon. Venäjällä tämä ilmiö on ollut erittäin voimakas. RTS -indeksin mukaan sijoittava olisi samalla ajan jaksolla saanut vain 28 euroa takaisin 100 euron sijoituksesta välillä 30.4.–31.10. kun taas 31.10–30.4. sijoittavan henkilön 100 euroa olisi ollut 16 vuoden päästä peräti 7448 euroa. (Saario 2012, 222–226)

3.8 Sijoitusriskin havainnointi

Kuinka sijoitusala mittaa riskiä, entä yksittäinen sijoittaja? Ovatko sijoitusalan toimenpiteet ja sijoittajien määritykset samanlaisia, tai korreloivatko ne edes keskenään? Vastaukset näihin kysymyksiin ovat yhtäläillä tärkeitä sijoitusosalalle, sijoituskonsulteille ja ylipäätään tietämykselle sijoittajien käyttäytymisestä. (Nofsinger 2011, 39)

Sillä aikaa kun sijoitusala keskittyy ensisijaisesti keskihajonnan käyttöön riskin määrityksessä, yksittäiset sijoittajat saattavat pitää muitakin mittausvälineitä hyödyllisenä, kuten tappion todennäköisyyttä tai suuruutta. Simuloidakseen sijoituspäätöksen kaltaisia olosuhteita, toteutettiin kokeellinen uhkapelien sarja. Harkitse seuraavanlaista vetoa: sinulla on 50 prosentin mahdollisuus voittaa 200 dollaria tai hävitä 100 dollaria. Miltä tulosten jakauma näyttäisi, jos tämä veto toistettaisiin 50 kertaa? Mitkä ovat riskit? (Nofsinger 2011, 39–40)

Alexander Klos, Elke Weber ja Martin Weber tekivät samanlaisia toistuvia vedonlyöntejä tutkimuksessaan ”Investment Decisions and Time Horizon: Risk Perception and Risk Behavior in Repeated Gambles” vuonna 2005. Koehenkilöitä pyydettiin arvioimaan vedonlyöntien tappion mahdollisuutta ja suuruutta sekä keskihajontaa. Lisäksi koehenkilöitä pyydettiin arvioimaan vedonlyöntien riskipitoisuus asteikolla 1–100. (Nofsinger 2011, 40)

Tuloksista kävi ilmi, että koehenkilöt yliarvioivat tappion mahdollisuutta suuresti ja heillä oli vaikeuksia määrittellä tappion suuruutta. Koehenkilöt eivät menestyneet myöskään keskihajonnan määrittelyssä hirveän hyvin, vaikka systemaattista yli- tai aliarviointia ei esiintynyt. Vedonlyönnin riskipitoisuuden arvioinnilla oli kuitenkin positiivinen korrelaatio tappion mahdollisuuden ja suuruuden kanssa. Tämä viittaa siihen, että sijoittajat sisällyttävät nämä riskimittarit omassa riskin luokittelussaan. (Nofsinger 2011, 40)

Yleisesti ottaen, ihmiset eivät kuitenkaan osaa arvioida tilastollisia jakaumia. Tämä vaikuttaa ihmisten päätöksentekoon esimerkiksi eläkesäästöjään sijoittaessa. He eivät välttämättä ole tietoisia siitä, mitä seurauksia heidän toimintansa aiheuttaa. (Nofsinger 2011, 40)

3.9 Muisti ja sijoituspäätökset

Muisti ei ole niinkään tapahtumien tosiasiallinen tallentaja, vaan sillä on oma näkemys psyykkisestä ja emotionaalisesta kokemuksesta. Tähän näkemykseen vaikuttaa se, kuinka tilanne kehittyy. Prosessi, joka tallettaa tapahtumia aivoihin, voi sisällyttää erilaisia piirteitä kokemuksesta. (Nofsinger 2011, 40)

Muisti on hyvin sopeutuva. Se määrittelee menneiden tapahtumien pohjalta, että kannattaako vastaavia tilanteita välttää vai haluta tulevaisuudessa. Esimerkiksi jos tapahtuma muistetaan pahempana kuin se oikeasti oli, niin todennäköisesti vastaavanlaisia kokemuksia pyritään välttämään. Positiiviset tapahtumat pyritään näkemään parempina, kuin ne todellisuudessa ovat olleet ja niiden eteen ollaan valmiita näkemään enemmän vaivaa. Aiempien havaintojen epätarkka muistaminen voi johtaa huonoihin päätöksiin. (Nofsinger 2011, 40)

Tämä ilmiö voi vaikuttaa myös sijoittajiin. Osakkeen hinnan muutoksen tapa voi vaikuttaa sijoittajan tuleviin päätöksiin. Tässä esimerkissä sijoittaja ostaa kahta eri osaketta, bioteknologian- ja lääkealan yrityksen. Molempien osakkeiden hinta on aluksi 100 dollaria. Vuoden aikana bioteknologiayrityksen osake on hitaasti luisunut 75 dollariin. Lääkealan yrityksen osake puolestaan pysyi vakaana vuoden loppupuolelle asti, kunnes se vuoden lopuksi laski yhtäkkiä 80 dollariin. Vaikka bioteknologian yritys menestyikin huonommin vuoden aikana, niin sijoittajalle lääkealan yrityksen osakkeen äkillinen syöksy aiheuttaa enemmän henkistä tuskaa, kuin hidas luisuminen. Tämän takia sijoittaja voi seuraavana vuonna olla yltiö pessimistinen lääkealan yrityksen osaketta kohtaan, vaikka se menestyikin paremmin kuin bioteknologiayrityksen osake. Muisti toimii myös samalla tavalla voittojenkin kohdalla, yliarvostaen rakettimaisia nousuja tasaisen tuoton sijasta. (Nofsinger 2011, 40–41)

3.10 Kognitiivinen dissonanssi ja sijoittaminen

Kognitiivisessa dissonanssissa aivot kamppailee kahden ristiriitaisen ajatuksen kanssa. Välttääkseen psykologista tuskaa, ihmisillä on taipumus sivuuttaa, torjua tai minimoida kaikki informaatio, joka on ristiriidassa heidän positiivisen minäkuvan kanssa. Tämä voi saada ihmiset muuttamaan uskomuksiaan eri asioista. (Nofsinger 2011, 41)

Ihmisten uskomukset voivat muuttua yhdenmukaisiksi aiempien valintojen kanssa. Ihmisillä on taipumus haluta tuntea, että he tekevät oikean päätöksen. Robert Knox ja James Inkster suorittivat raviradalla tapahtuvasta vedonlyönnistä kaksi koetta 141 henkilölle. Koehenkilöiden piti arvioida 7-asteisella asteikolla valitse-

mansa hevosen voittomahdollisuutta. Vedonlyöjät, joilta kysyttiin valitsemansa hevosen voittomahdollisuutta ennen kuin he olivat asettaneet panoksen, antoivat mediaani arvosanaksi 3,48. Ne vedonlyöjät, joilta kysyttiin vasta panoksen asettamisen jälkeen, antoivat mediaani arvosanaksi 4,81. Kun vedonlyöjät ovat tehneet päätöksensä panoksen asettamisesta, heidän uskomuksensa muuttuvat johdonmukaisemmiksi valintojen kanssa. (Nofsinger 2011, 41; Knox & Inkster 1968)

Kognitiivisen dissonanssin välttely voi vaikuttaa päätöksenteko prosessiin kahdella eri tavalla. Henkilö voi jättää tekemättä tärkeän päätöksen, koska sen ajatteleva on liian epämiellyttävää. Esimerkiksi, kun nuoremmat ihmiset ajattelevat säästävänsä eläkeikää varten, he voivat kuvitella itselleen näkymän seniilistä köyhästä vanhuksesta. Välttääkseen ristiriitaa, hyvän nykyisen itsetunnon ja tulevaisuuden minäkuvan kanssa, he päättävät olla säästämättä ollenkaan. Toiseksi, uuden informaation suodatus rajoittaa sijoittajan kykyä arvioida ja seurata sijoituspäätöksiään. Jos sijoittajat jättävät huomioimatta negatiivisen informaation, vaikka he voivat huomata, että heidän täytyy tehdä tarvittavia muutoksia portfolioihinsa. (Nofsinger 2011, 41)

Sijoittajat pyrkivät vähentämään psykologista tuskaa mukauttamalla käsityksiään aiempien sijoituspäätösten onnistumisesta. Esimerkiksi, sijoittaja tekee päätöksen ostaa sijoitusrahaston osuuksia. Ajan myötä, rahastosta saatu suorituskykyinformaatio saa sijoittajan joko vahvistamaan tai kyseenalaistamaan sijoituksen järkevyyden. Vähentääkseen kognitiivista dissonanssia, sijoittajan aivot suodattavat negatiivisen informaation osittain tai kokonaan ja takertuvat positiiviseen informaatioon. Tästä syystä, sijoittajan muistikuva rahaston aikaisemmasta suorituskyvystä on parempi, kuin mitä se oikeasti oli. Toisin sanoen, ihminen näkee itsensä hyvänä sijoittajana, joten muistikuva aikaisemmista sijoituksista mukautuu yhdenmukaiseksi itsetunnon kanssa. Tästä johtuen ihminen uskoo tehneensä hyvän sijoituksen, vaikka todellisuus voi olla toisenlainen. (Nofsinger 2011, 41–42)

3.11 Mentaali tilinpito

Mentaali tilinpito viittaa ihmisten taipumukseen erotella rahat eri tileille subjektiivisin perustein. Tällaisia perusteita on esimerkiksi rahan lähde tai tilin tarkoitus.

Teorian mukaan yksilöt määrittävät eri toimintoja eri omaisuuserille, jolla on usein haitallinen vaikutus kulutuspäätöksiin ja muuhun käyttäytymiseen. (Phung 2016b)

Tässä esimerkissä perhe on säästänyt 15 000 dollaria loma-asuntoaan varten. He toivovat ostavansa asunnon viidessä vuodessa. Perhe saa säästöilleen 4 prosentin korkoa rahamarkkinoilta. He myös ostivat juuri uuden auton 11 000 dollarilla, jonka he rahoittavat kolmen vuoden autolainalla jossa on 9 prosentin korko. (Nofsinger 2011, 55)

Esimerkin kaltaiset tapaukset ovat yleisiä. Ihmisillä on sekä matalan tuoton säästötilejä että korkeakorkoisia lainoja. Jos esimerkissä ollut perhe olisi ikään kuin lainannut 11 000 dollaria säästötililtään ja maksanut siten itselleen 9 prosentin korkoa, loma-asuntosäästötilillä olisi ollut kolmen vuoden jälkeen yli 1000 dollaria enemmän. (Nofsinger 2011, 55)

Miksi sitten ihmiset eivät toimi näin? Vastaus löytyy ihmisten arvomaailmasta tiettyjä omaisuuseriä kohtaan. Ihmisten mielestä asunnon ostoon tai lasten yliopistorahastoon sijoitettua rahaa ei voi käyttää mihinkään muuhun, esimerkiksi velan maksuun. Vaikka näiden varojen käyttö velan maksuun olisikin kokonaistaloudellisesti järkevää, emotionaalinen tuska ja ihmisten arvot estävät rahan käytön. Vaikka rahalla ei ole etikettejä, niin ihmiset silti haluavat laittaa niitä siihen. (Phung 2016b; Nofsinger 2011, 55)

Toinen näkökulma mentaalissa tilinpidossa on, että ihmiset kohtelevat eri lähteistä tullutta rahaa eri tavalla. Ihmisillä on taipumus käyttää ikään kuin saatua rahaa paljon harkitsemattomammin kuin ansaittua. Tällaista saatua rahaa ovat esimerkiksi veronpalautukset, töistä saadut bonukset ja lahjat. (Phung 2016b)

Loogisesti ajatellen, rahat pitäisi olla keskenään vaihdettavissa, riippumatta rahan alkuperästä. Käsittelemällä rahaa eri tavalla koska se on peräisin eri lähteestä, rikoo tätä lähtökohtaa. Sillä mistä rahat ovat peräisin, ei pitäisi olla vaikutusta siihen kuinka rahaa voi käyttää. Rahan käyttäminen edustaa varallisuuden laskua, oli ne sitten saatu millä tavalla tahansa. (Phung 2016b)

Sijoittamisessa mentaali tilinpito voi ilmetä siten, että sijoittaja jakaa sijoituksensa turvalliseen portfolioon ja spekulatiiviseen portfolioon. Tällä sijoittaja pyrkii ehkäisemään mahdollisen tappion vaikutusta spekulatiivisesta portfolioista koko portfolion tuottoon. Tämän käytännön ongelma on, että vaikka sijoittaja kuinka käyttäisi aikaa pitääkseen nämä kaksi portfolioa erillään toisistaan, hänen nettovarallisuutensa pysyy samana. Sijoittaja pääsisi helpommalla, jos hänellä olisi vain yksi portfolio. (Phung 2016b) Eli sijoituksia ei pitäisi käsitellä erillisinä osina, vaan yhtenä kokonaisuutena. (Nofsinger 2011, 60)

4 SOPULIKÄYTTÄYTYMINEN JA ANKKUROINTI

Jos sijoittajat käyttäytyisivät rationaalisesti ja osakkeiden arvo olisi aina ”oikea”, kenenkään ei pitäisi systemaattisesti voittaa osakeindeksejä vuodesta toiseen. Tällöinhän tehokkaiden markkinoiden hypoteesin pitäisi pitää paikkansa ja markkinapsykologialla ei olisi mitään merkitystä. Osakemarkkinoilla tämä ei näytä pitävän paikkansa. Mikäli osakkeet olisivat aina oikein hinnoiteltuja, indeksin ylittävää tuottoa ei pitäisi systemaattisesti saada ilman rikollisia menetelmiä. (Lindström & Lindström 2011, 97)

Vaikka sopulikäyttäytyminen onkin aiheellinen primitiivisissä hengenvaarallisissa tilanteissa, se on rahoituslalla epätarkoituksenmukaista ja sillä on kielteinen vaikutus taloudelliseen menestykseen. Tiedostamattomat impulssit, jotka ovat kehittyneet positiivisten arvojen saavuttamiseksi ja välttämään negatiivisia, kiihdyttävät laumakäyttäytymistä. Tämä tekee riippumattoman ja rationaalisen käyttäytymisen erittäin vaikeaksi ryhmätilanteissa. Negatiivisen palautteen kehä syntyy stressin lisääntyessä, joka lisää impulsiivista käyttäytymistä, joka taas taloudellisissa tilanteissa aiheuttaa yleensä lisää tappiota, joka taas kasvattaa stressin määrää. (Prechter Jr. 2001)

4.1 Pörssin sopuli-ilmio

Sijoittajan voidaan sanoa olevan laumaeläin, sillä hän yleensä välttää yksinoloa. Hän hakee muilta lauman jäseniltä vahvistusta omaan markkinanäkemykseen. Sijoittajat ovat mieluummin mahdollisimman monen kanssa väärässä, kuin yksin oikeassa. Tästä on sopuli-ilmiossa pohjimmiltaan kyse. Kun pelko tarttuu sijoittajiin, lähes kaikki siirtyvät myyntilaidalle. He tarjoavat osakkeita laidasta laitaan laskevilla markkinoilla, välittämättä siitä kuinka hyvin yhtiöillä oikeasti menee. Osakkeet pitää saada realisoitua, ennen kuin on liian myöhäistä, oli yrityksen taloudellinen tilanne millainen tahansa. Vastaavasti kaikki osakkeet kelpaavat euforian aikana, kun hintatietoisuus katoaa. (Lindström & Lindström 2011, 103)

Pörssitunnelma nousee sitä keskeisemmäksi asiaksi, mitä lyhyemmästä ajanjaksoista puhutaan. Päivittäiset kurssinousut ja laskut ovat täysin sattumanvaraisia.

Markkinapsykologia selittää kurssiliikkeet joilla ei näytä olevan mitään logiikkaa. Joskus uutinen voi aiheuttaa aivan päinvastaisen kurssireaktion kuin mitä saattoi odottaa. Erinomaisen tuloksen tehneen yhtiön osakekurssi voi laskea, mikäli sijoittajien odotukset olivat vieläkin korkeammalla kuin toteutunut tulos. Harvoin kuitenkaan tiedetään, mitkä ovat kyseisen yrityksen ennako-odotukset tuloksen osalta ja ovatko odotukset edes realistisia. (Lindström & Lindström 2011, 97–98)

Yksittäisen osto- tai myyntipäätöksen takana voi olla mitä erikoisimpia vaikuttimia. On hyvin todennäköistä, että suuri osa näistä vaikuttimista ei mitenkään liity yritykseen tai sen taloudelliseen suorituskykyyn. Rahantarve on varsin tavallinen syy myydä osakkeita. Myös markkinahuhut vaikuttavat osaltaan osto- ja myyntipäätöksiin. Mitä useampi ihminen uskoo markkinahuhuihin, sitä enemmän ne vaikuttavat pörssikursseihin. Kurseihin saattaa olla leivottuna tulevaisuuden odotuksia, joissa ei ole mitään järkeä, kuten vuosituhannen IT-kupla osoitti. (Lindström & Lindström 2011, 98)

Keskivertosijoittaja kaihtaa yksinoloa ja rohkaistuu, kun mahdollisimman moni muu sijoittaja on samaa mieltä sijoituksesta. Tämä onkin pörssin keskeisiä paradokseja. Mitä suurempi osa sijoittajista on samaa mieltä jostakin tietyistä sijoituskohteesta tai markkinoista kokonaisuudessaan, sitä suuremmalla todennäköisyydellä nämä sijoittajat ovat väärässä. Tämä sijoittajien tunteilu saattaakin tarjota mielenkiintoisia ansaintamahdollisuuksia. (Lindström & Lindström 2011, 98)

4.1.1 Ammattisopulit

Vaikka yksityissijoittajia on lukumääräisesti paljon, on heidän painoarvonsa kuitenkin kohtuullisen pieni. Kurssikehityksen kannalta paljon tärkeämpää on ammattisijoittajien toiminta. Tähän ryhmään lukeutuu muun muassa eläkelaitosten, vakuutusyhtiöiden ja sijoitusrahastojen palkattujen salkunhoitajien toiminta. Nämä Helsingin pörssissä toimivat salkunhoitajat ovat pääasiassa ulkomaalaisia. Heillä on käytössään parhaat mahdolliset apuvälineet sijoitusten tekemiseen sekä heillä on ammattitaitoa ja kokemusta. Toisin kuin yksityissijoittajat, ammattilaiset ovat riippuvaisia ympäristön paineista, jopa siinä määrin että heidän on melkein pakko toimia lyhytjänteisesti, eli sopulimaisesti. Viime finanssikriisin aikana ko-

timaiset yksityissijoittajat hyötyivät tästä ja saivat ammattilaisten markkinoille laskemia osakkeita pilkkahintaan. (Lindström & Lindström 2011, 106)

Sijoitusrahastoja verrataan jatkuvasti niiden vertailuindekseihin. Tämä painostaa salkunhoitajaa siirtymään osakkeiden ostopuolelle, heti kun kollegatkin ostavat. Vastaavasti pitää myydä jos on aihetta epäillä, että kollegat ovat siirtymässä myyntipuolelle. Salkunhoitajien seurattessa toistensa tekemisiä, markkinoista tulee hyvin levottomat. Kaikki haluavat olla ensimmäisenä liikkeellä, kun siirrytään ostopuolelta myyntipuolelle tai päinvastoin. Tämän jatkuvan toisten tarkkailun seurauksena ”ammattisopuli lauma” voi lähteä liikkeelle hyvinkin mitättömistä syistä ja aiheuttaa osakekurssien voimakasta heilahtelua. (Lindström & Lindström 2011, 107–108)

Indeksivertailu saa salkunhoitajan ostamaan lyhyellä aikavälillä nousussa olevia osakkeita, joissa sanotaan olevan momentumia. Tällainen osake on yleensä indeksipainoltaan suuri, jota on myös paljon kilpailevilla salkunhoitajilla. Tällaisen niin sanotun muotiosakkeen lyhyen aikavälin ostopaine ruokkii itse itseään ja kurssi nousee yli osakkeen todellisen arvon. Vastaavasti harva salkunhoitaja ostaa sellaisia osakkeita, joilla ei ole hirveän hyvää imagoa, eivätkä muutkaan salkunhoitajat ole halunneet niitä. Tällaisten osakkeiden arvo voi laskea hyvin alhaiselle tasolle, vaikka yrityksen liiketoiminta olisi kannattavaa. (Lindström & Lindström 2011, 108)

Salkunhoitajat kyllä ymmärtävät, ettei toisten sijoitusten matkiminen ole pitkällä aikavälillä järkevää sijoitustoimintaa. Vertailuindeksille häviämisen riski lyhyellä aikavälillä voi kuitenkin olla tällä tavalla pienempi. Jos sijoitus osoittautuu epäonnistuneeksi, niin tällöin salkunhoitaja voi sanoa muidenkin ammattilaisten epäonnistuneen. Lyhytnäköisellä toiminnallaan salkunhoitaja voi turvata työpaikkansa. Se voikin olla hänelle tärkeämpää kuin maksimaalisen tuoton puristaminen sijoitussalkusta. Työpaikan menettämisen pelko ajaa osaltaan salkunhoitajia sopulikäyttäytymiseen. (Lindström & Lindström 2011, 108)

Salkunhoitajille näyttäisi olevan myös tärkeää, että sijoitussalkun osakkeiden koostumus on mahdollisten asiakkaiden silmissä hyvä. Riippuahan salkunhoitajan

palkka hänen salkkuunsa sijoitetun rahan määrästä. Vaikka salkun tuotto jäisikin näin huonommaksi, niin työpaikka ei vaarannu kun ostaa suosittuja osakkeita ja asiakkaat ovat tyytyväisiä osakevalintoihin. (Lindström & Lindström 2011, 108)

Vaatii salkunhoitajalta paljon rohkeutta ostaa epäsuosittuja osakkeita, joita kollegat ja esimiehet pitävät huonoina sijoituksina. Riksi on sen verran suuri, etteivät mahdollisesta onnistumisesta saadut kiitokset korvaa sitä. Vaikka salkunhoitaja ostaisikin näitä hyljeksittyjä osakkeita, niin viimeistään ennen vuodenvaihdetta tai muuta raportointiajankohtaa hän myy nämä osakkeet, jos ne eivät ole suoriutuneet hyvin. Tilalle ostetaan aiemmin hyvin menestyneitä osakkeita, vaikka nämä olisivatkin kalliita. Tällä pyritään luomaan mielikuva, että salkunhoitaja olisi onnistunut osakevalinnoissaan. (Lindström & Lindström 2011, 108–109)

4.2 Ankkurointi

Ankkuroinnilla tarkoitetaan kognitiivista harhaa, joka kuvaa sijoittajien taipumusta ylipainottaa ensimmäistä havaintoa tai tietoa ja suhteuttaa päätöksentekonsa siihen. Osakkeen ostohinta on hyvin tyypillinen ankkuroinnin kohde. (Lindqvist 2014) Eli osakkeelle määritetään niin sanottu referenssipiste, johon tulevia kurssimuutoksia verrataan, vaikka sillä ei olisi mitään loogista relevanssia. (Phung 2016a)

Sijoittaja saattaa ankkuroitua oman osakkeen ostohintaan tai menneeseen hintaan, jolloin tätä hintaa alempi hinta tuntuu halvalta. Todellisuudessa se voi olla täysin oikea hinta osakkeesta, koska yhtiön tilanne on muuttunut. Vastaavasti paljon korkeampi hinta kuin sijoittajan oma ostohinta tai menneisyydessä ollut hinta, saattaa saada sijoittajan myymään osakkeensa tai jättämään sen ostamatta koska osake tuntuu tähän ankkuroituun hintaan nähden kalliilta. Todellisuudessa osake voi edelleen olla aliarvostettu ja sen myynti ei olisi kannattavaa. (Lindqvist 2014)

Yleisin käsityksen mukaan timanttikihlasormus pitäisi maksaa noin kahden kuukauden palkan verran. Tämä ”standardi” on yksi ankkuroinnin epäloogisimmista esimerkeistä. Vaikka kahden kuukauden palkkaa voi käyttää vertailuarvona, se on

koruteollisuuden luoma referenssipiste heidän voittojensa maksimoimiseksi. (Phung 2016a)

Kahneman ja Tversky suorittivat vuonna 1974 tutkimuksen ”Judgment Under Uncertainty: Heuristics And Biases”. He tekivät kokeen, jossa ensin pyöritettiin pyörää, jonka numeroarvo tuli sattumanvaraisesti 1-100 väliltä. Koehenkilöt saivat nähdä tämän tuloksen. Tämän jälkeen koehenkilöiltä kysyttiin onko YK:n jäsenen prosenttiosuus kaikista Afrikan maista suurempi vai pienempi kuin pyörän antama tulos. Lopuksi koehenkilöitä pyydettiin antamaan arvio kuinka monta prosenttia Afrikan maista oli YK:n jäsenvaltioita. Huomattiin, että täysin sattumanvarainen luku vaikutti koehenkilöiden antamiin arvioihin. Esimerkiksi, kun pyörän luvuksi tuli 10, keskimääräinen koehenkilöiden antama arvio oli 25 prosenttia, kun taas pyörän luvuksi tuli 60, keskimääräinen arvio oli 45 prosenttia. Koehenkilöt näyttivät tarrautuvansa näkemäänsä lukuun joko tietoisesti tai epätietoisesti ja antoivat sen vaikuttaa arvioonsa, vaikka kyseisellä luvulla ei ollut mitään tekemistä esitetyn kysymyksen kanssa. (Phung 2016a; Lindqvist 2014)

5 KIINAN OSAKEMARKKINAT

Kansainvälisen valuuttarahaston mukaan, Kiinan pääomamarkkinat kuusinkertaisuivat vuosina 2002–2007. Globaalit pääomamarkkinat kasvoivat samassa ajassa vain kaksinkertaisesti. Kiina on nykyään yksi maailman suurimpia talouksia ja se on ollut alueellisen ja globaalin talouskasvun pääosassa 2007 talouskriisin jälkeen. (Lai & Zhang 2015)

Kiinan osakemarkkinat eroavat huomattavasti muista kehittyneistä osakemarkkinoista. Valtion sääntely on tiukempaa kuin muualla ja ulkomaalaisten osuus pörssin vaihdosta on pieni, vaikka ulkomaalaisia koskevia rajoituksia on purettu viime vuosina. Pääasiallisia sijoittajia ovat siis kiinalaiset yksityishenkilöt, joilla ei ole mahdollisuutta sijoittaa ulkomaalaisiin osakkeisiin. Kiinassa osakesijoittajien määrä on noussut jo 90 miljoonaan. Monet näistä yksityissijoittajista ovatkin rahoittaneet pörssitoimintansa lainarahalla (Wessman 2015). Tammikuussa 2016 kiinalaisten lainakanta oli ennätyselliset 2,51 triljoonaa yuania, eli noin 380 miljardia yhdysvaltojen dollaria. (Long 2016)

Kiinan osakemarkkinat ovat olleet viimeisten vuosien aikana kovassa myllerryksessä. Loppuvuodesta 2014 alkanut huima osakekurssien nousu päättyi kesäkuussa 2015. Yhden kuukauden aikana, esimerkiksi Shanghai SE Composite -indeksin arvo laski noin 30 prosenttia, Shenzhen Component -indeksi vieläkin enemmän. (Wessman 2015; Asia-Pacific Stock Indexes 2016)

Vuosi 2016 alkoi Kiinan pörssissä todella huonosti ja heti vuoden ensimmäisenä päivänä kurssit kääntyivät laskuun. Tammikuun loppuun mennessä laskua oli tullut yli 20 prosenttia eri indekseissä. Tammikuuilmiö ei ole ainakaan tänä vuonna toteutunut. Vuonna 2015 näyttäisi olleen viitteitä tammikuuilmiöstä, kun osakekurssit nousivat tammikuun kahden ensimmäisen viikon ajan, jonka jälkeen tuli noin 10 prosentin notkahdus ennen kuin kevään huima pörssinousu alkoi. (Asia-Pacific Stock Indexes 2016)

5.1 Omistaja rakenne

Kiinassa on suhteessa muihin kehittyneisiin markkinoihin verrattuna paljon yksityissijoittajia. Nämä 90 miljoonaa yksityissijoittajaa käy todella ahkerasti kauppaa. State Streetin lähteitten mukaan kiinalaisista sijoittajista 81 prosenttia käy osakekauppaa kuukausittain. Huomattavasti pienempi osa ihmisistä käy kuukausittain osakekauppaa Yhdysvalloissa. Siellä vastaava luku on 53 prosenttia ja Ranskassa vain 32 prosenttia. (Egan 2015; Wessman 2015)

Vilkaalla osakekaupan käynnillä sanotaan olevan negatiivinen vaikutus portfolion kokonaistuottoon. Sijoittajilla on taipumus ostaa jo aikaisemmin hyvin menestyneitä osakkeita, jotka ovat kalliita ja myydä vastaavasti sillä hetkellä huonosti menestyneet osakkeet halvalla. Myös kaupankäynnistä aiheutuvat kulut syövät sijoittajien tuottoja. (Egan 2015)

Mikä saa kiinalaiset käymään osakekauppaa vilkaammin kuin muut? Tämä voi johtua kulttuurieroista. Yhdysvaltalaisista monet sijoittavat täydentääkseen eläkettään, kun taas Kiinassa ja muissa Aasian maissa ihmiset sijoittavat koska se on miellyttävää. Ukkapelaaminen on virallisesti kiellettyä Kiinassa, tosin Macaon alue Etelä-Kiinassa on poikkeus. Sijoittamisesta on tullut monille harrastus Kiinassa, etenkin isoissa kaupungeissa. Eläkeläisten keskuudessa sijoittaminen on hyvin yleistä, sillä heidän mielestään osakekaupankäynti ja markkinoiden seuraminen on hyvää ajanvietettä. (Egan 2015)

Prudential Brokeragen apulaisjohtaja Alvin Cheung sanoo, että ihmiset tulevat päivittäin hänen Hongkongissa sijaitsevaan toimistoonsa käymään osakekauppaa. Hänen mukaansa ihmiset ovat hyvin huolissaan osakemarkkinoista. Hongkongissa yhteiskunta kannustaa sijoittamiseen jo nuorena. Kiinan talous on kasvanut huomattavasti 2007 finanssikriisin jälkeen, mutta osakemarkkinat eivät ole seuranneet tätä kehitystä. Vasta vuonna 2014 osakemarkkinat lähtivät nousuun. Pörssi onkin joillekin sijoittajille vain paikka pelata uhkapeliä ja he panostavat vain lyhyellä tähtämellä. (Egan 2015)

China Household Finance Survey -tutkimuksen mukaan, loppuvuodesta 2014 yli 30 prosenttia uusista osakesijoittajista ei ole suorittanut alakoulun jälkeen mitään koulutusta. Vastaava osuus on aikaisemmin ollut alle 10 prosenttia. Osakekaupasta voidaan sanoa tulleen koko kansan hupia ja se näkyi hinnoissa. (Norrington 2015)

5.2 Kiinan valtion rooli

Kiinan osakemarkkinat ovat hyvin nuoret verrattuna länsimaihin. Shanghain pörssi perustettiin 26.12.1990 ja Shenzhenin pörssi 11.4.1991. (Lai & Zhang 2015) Tämä voi osaltaan selittää sitä miksi valtio haluaa olla edelleen tiukasti mukana pääomamarkkinoilla ja kehittää mitä erikoisimpia keinoja markkinoiden vakauttamiseksi.

Osakemarkkinoiden huimaa nousua vuosina 2014–2015 tuki hallituksen viestintäkampanja. Sen tarkoituksena oli rohkaista kansalaisia sijoittamaan osakemarkkinoille. Hallitus kehui Kiinan talouden vahvuutta ja käytännössä lupasi sijoittajille tekevänsä kaikkensa pitääkseen kiinalaiset yritykset vahvoina. (Best 2016)

Velaksi ostaminen helpottui vuonna 2010, kun Kiinan viranomaiset alkoivat vapauttaa arvopaperimarkkinoiden sääntelyä. Tammikuussa 2015 China Securities Regulatory Commission (CSRC) huomasi arvopapereiden velkaostojen kiihtyneen. Finanssivalvoja CSRC kielsi tällöin Kiinan kolmea suurinta osakevälittäjää avaamasta uusia velalla rahoitettuja arvopapereiden säilytystilejä kolmeen kuukauteen. (Liimatainen 2015)

Huhtikuussa 2015 viranomaiset puolestaan helpottivat kaupankäyntiä antamalla yksittäisten ihmisten avata enintään 20 arvopapereiden säilytystiliä. Aikaisemmin vain yksi tili oli sallittua. Tämän helpotuksen jälkeen tilejä avattiin neljän miljoonan viikkovauhtia ennen kesäkuun pörssiromahdusta. Yhteensä yli 38 miljoonaa uutta arvopapereiden säilytystiliä avattiin noin kahden kuukauden aikana ennen romahdusta. Kesällä 2015 CSRC taas tiukensi retoriikkaansa, mikä oli yksi pääsyyistä markkinoiden laskuun. Paniikkia rauhoittaakseen finanssivalvojan täytyi taas helpottaa velkaostoksia. Tällainen toiminta tuskin saa aikaan vakautta markkinoilla. (Liimatainen 2015; Best 2016)

Heinäkuussa 2015 CSRC kielsi osakkeenomistajia myymästä osakkeitaan kuuteen kuukauteen, jos heillä oli yli 5 prosentin omistus yhtiön osakkeista. Tämä oli seurausta kesäkuussa 2015 alkaneesta jyrkästä pörssilaskusta. Kielto koski myös pörssiyhtiöiden johtajia ja avainhenkilöitä. Valtionyhtiöt määrättiin pitämään tai lisäämään omistustaan, eivätkä yksityisetkään yhtiöt saaneet myydä omistuksiaan. Tämä kiihdytti entisestään osakkeiden myyntiä, sillä pelättiin että hallitus keksii uusia määräyksiä osakkeiden myynnin estämiseksi tai rajoittamiseksi. (Xie & Cao 2015)

Ehkä dramaattisin liike estää sijoittajia myymästä osakkeitaan on ollut paikallisten pörssien antamat luvat pysäyttää ainakin 1331 yrityksen osakkeella käytävä kauppa. Bloombergin tilastojen mukaan 8.7.2015, jopa yli 70 prosenttia kaikista osakkeista oli suljettu kaupankäynnin ulkopuolelle. Kaupankäynti keskeytyy, jos osakkeen kurssi joko heikkenee tai vahvistuu yli 10 prosenttia. (Xie & Cao 2015; Liimatainen 2015)

Tammikuun ensimmäisenä kaupankäyntipäivänä 2016, CSI 300 -indeksi laski 7 prosenttia, joka laukaisi circuit breakerin käyttöön oton. Sen tarkoituksena oli pysäyttää kaupankäynti 15 minuutiksi, jotta markkinat rauhoittuisivat. 15 minuutin tauon jälkeen kurssit kuitenkin laskivat vielä 5 prosenttia, joka laukaisi circuit breakerin toiseen kertaan, lopettaen kaupankäynnin siltä päivältä. Sama toistui muutamaa päivää myöhemmin, jolloin kaupankäynti kesti yhteensä vain 14 minuuttia. Tämän jälkeen finanssivalvoja CSRC poisti circuit breakerin käytöstä, koska sillä ei saavutettu haluttua vaikutusta. Viranomaiset myönsivät, että tämä mekanismi saattoi vain lisätä markkinoiden heilahtelua, eikä vähentää sitä. (Best 2016; The Economist 2016)

Kiinan valtio myös sääntelee pörssiin listautumista. Viranomaiset käytännössä määräävät pörssiin haluavien yhtiöiden listautumishinnan estämällä liian suuret hintapyynnöt. Osakkeen hinta on yleensä asetettu liian pieneksi, joten sen hinta nousee lähes aina sallitun enimmäismäärän eli 44 prosenttia listautumispäivänä. Koska osakkeen kallistuminen on lähes taattu, kaikki sijoittajat haluavat osallistua arpajaisiin, joissa jaetaan mahdollisuuksia osallistua osakeanteihin. Eli sääntely

vähentää yhtiöiden saamaa rahoituksen määrää listautumisessa ja vääristää markkinoita, koska rahat ohjautuvat normaalista kaupankäynnistä listautumisasihin. Anneista saaduilla osakkeilla on lyhyt myyntikielto markkinoiden hillitsemiseksi. (Liimatainen 2015)

Viranomaiset jäädyttivät listautumisannit vuoden 2012 lopussa 15 kuukaudeksi, kun melkein tuhat yritystä odotti pääsyään pörssiin. Tauko kasvatti innostusta uusia sijoituskohteita kohtaan. Vuoden 2015 alussa pörssiin listautui Nordean mukaan 98 uutta yhtiötä. Kiinan keskushallinto tietää, että nykyiset listautumiskäytännöt eivät voi jatkua. Talousasioista vastaava pääministeri Li Keqiang totesi parlamentille maaliskuussa 2015, että sääntöjä pitää uudistaa siten, että markkinat määräävät osakkeiden hinnat. (Liimatainen 2015)

Kiinan keskuspankki on puolestaan laskenut ohjauskorkoa ja pankkien varanto-vaatimuksia kesän 2015 pörssiromahduksen jälkeen. Keskuspankki rahoitti myös China Securities Finance Corporation -instituutiota, jotta se voisi ostaa osakkeita suoraan markkinoilta. Tämän tarkoituksena oli elvyttää osakemarkkinoita. Elvytys kuitenkin aloitettiin jo alkuvuodesta 2015, jolloin sen tehtävänä oli lainata rahaa osakevälittäjille, jotka puolestaan lainasivat sitä eteenpäin saadakseen ihmiset tekemään osakekauppoja velaksi. Tämä osaltaan vaikutti osakekupan syntymiseen. (Liimatainen 2015)

5.3 Sopuli-ilmiö

Päätöksentekoprosessin ymmärtäminen on kautta aikojen ollut haastava tehtävä tutkijoille. Perinteiset teoriat tehokkaista markkinoista olettavat, että ihmiset tekevät rationaalisia päätöksiä ja uusi informaatio otetaan välittömästi huomioon osakkeiden hinnassa yhtenevällä tavalla. Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi onkin kyseenalaistettu monelta taholta, koska se ei mallinna tosielämän arvopapereiden tuottoa. Sopuli-ilmiö onkin nykyään suosittu behavioristinen selitys liialliselle markkinoiden volatiliteetille eli vaihtelulle. Sopulikäyttäytyminen aiheuttaa osakkeen hinnan erkaantumisen sen todellisesta arvosta ja se saa aikaan seakanusta osakkeen hinnoittelumalleihin ja sijoitus-strategioihin. Tästä syystä se onkin saanut paljon huomiota viime vuosina. (Yao, Ma & He 2014)

Juan Yao, Chuanchan Ma ja William Peng He tutkivat sijoittajien sopulikäyttäytymistä Kiinan osakemarkkinoilla kymmenen vuoden ajalta.1.1.1999–31.12.2008. Tutkimuksessa kävi ilmi, että sopuli-ilmio oli voimakkaampaa B-sarjan osakkeilla kuin A-sarjan ja etenkin kaikista suurimpien ja pienempien yhtiöiden osakkeilla. Ilmiö oli myös voimakkaampi laskevilla kuin nousevilla markkinoilla, sekä vaikutti enemmän kasvuosakkeisiin kuin arvo-osakkeisiin. Sopulikäyttäytyminen näyttää kuitenkin vähentyneen ajan myötä, joka voi johtua lainsäädännön uudistuksista, joilla pyritään saamaan markkinainformaatio läpinäkyvämmäksi. (Yao ym. 2014)

Tutkimuksen perustana käytettiin Christie & Huang (1995) kehittämään cross-sectional standard deviation of returns menetelmää, joka mittaa tuottojen hajontaa. Sopuli-ilmion pitäisi vähentää tätä tuottojen hajontaa. Tutkijat tekivät kuitenkin muutoksia tähän menetelmään, esimerkiksi he lisäsivät riippuvaan muuttujaan yhden päivän viipeen ja lisätermin toiseen selittävään muuttujaan, joka vähentää keskivirhettä. Tutkimuksessa käytetty data jaettiin osanäytteisiin, kahteen viiden vuoden periodiin ja viiteen kahden vuoden periodiin tulosten luotettavuuden arvioimiseksi. Myös sopulikäyttäytymisen asymmetrisuutta tutkittiin eri markkinatilanteissa, etenkin tuottojen vaihdellessa. (Yao ym. 2014)

Deskriptiivisestä eli kuvailevasta statistiikasta käy ilmi, että keskimääräinen osakemarkkinoiden päivittäinen tuotto vaihteli -0,0354 % ja 0,0205 % välillä. Huonoin tuotto 1.1.1999–31.12.2008 aikavälillä oli Shenzhenin A-sarjan osakkeilla ja paras oli Shanghaiin B-sarjan osakkeilla. B-sarjan osakkeilla oli johdonmukaisesti korkeammat keskiarvot ja suuremmat keskihajonnat. Tämä aiheuttaa sen, että osakesarjojen välinen korrelaatio heikkenee. Tulokset ovat yhtenevät Chang, Cheng & Khorana (2000) tekemän tutkimuksen kanssa, jonka mukaan Aasian markkinoilla osakesarjojen välinen korrelaatio on heikompi kuin Yhdysvalloissa. (Yao ym. 2014)

Regressio analyysi osoittaa, että B-sarjan osakkeilla ilmenee yhtenäisesti korkeampia sopulikäyttäytymiseen viittaavia tekijöitä. Shanghaiin ja Shenzhenin γ_2 arvon kertoimet B-sarjan osakkeille olivat -0,0597 ja -0,0606, kun taas A-sarjan

osakkeiden vastaavat luvut olivat $-0,0379$ ja $-0,0258$. Voimakkaampi sopulikäyttäytyminen B-sarjan osakkeilla on yllättävää ottaen huomioon, että ne perustettiin alun perin palvelemaan ulkomaisia sijoittajia. Suurin osa aikaisemmista tutkimuksista ei ole pystynyt osoittamaan sopuli-ilmiön olemassa oloa kehittyneillä markkinoilla. Tällöin luonnollinen oletusarvo olisi, että B-osakkeiden markkinat pitäisi olla samanlaiset kuin kehittyneiden talouksien markkinat. Tan, Chiang, Mason & Nelling (2008) osoittaa tutkimuksessaan, että sijoittajat käyvät todennäköisesti eri tavalla osakekauppaa kotimarkkinoilla ja ulkomarkkinoilla, etenkin jos ulkomarkkinoilla on nousevan markkinan piirteitä. Esimerkiksi Etelä-Koreassa on tehty tätä tukevia havaintoja. (Yao ym. 2014)

Eri osakesarjojen välistä korrelaation vähyyttä voi ainakin Kiinassa selittää informaation epäsymmetria. Aiemmat empiiriset todisteet osoittavat, että A-sarjan osakkeiden sijoittajat ovat paremmin informoituja kuin B-sarjan osakkeiden, esimerkiksi Chakravarty, Sarkar, & Wu (1998); Chiang, Nelling, & Tan (2008); Yao (2013). Finanssipolitiikan segmentoinnin vähentäminen ja vapauttaminen vuonna 2001, on kuitenkin vähentänyt informaation epäsymmetrisuutta. (Yao ym. 2014)

Markkinatasolla sopulikäyttäytyminen ei ole läheskään yhtä merkittävää kuin yksittäisen toimialan sisällä. Kaikkiaan 15 eri toimialalla 21:stä oli tilastollisesti merkittävä negatiivinen γ_2 estimaatti. Tulokset viittaavat siihen, että sijoittajien laumakäyttäytymistä esiintyy enemmän toimialatasolla. Tähän voi vaikuttaa se, että samassa ryhmässä toimivat sijoittajat tekevät homogeenisempiä päätöksiä. Sosiaalialan ja media-alan yrityksillä havaittiin olevan eniten alakohtaista sopuli-ilmiötä, kun taas maanviljely- ja kaivosalalla ei näyttäisi olevan ollenkaan tätä ilmiötä. Eri osakelajien osuus kustakin toimialasta ei näyttäisi merkittävästi vaikuttavan sopulikäyttäytymiseen, tosin yhdelläkään toimialalla ei ollut yli 20 prosentin osuutta B-osakesarjan osakkeita. (Yao ym. 2014)

Yrityksen koko näyttäisi vaikuttavan sopuli-ilmiön määrään huomattavasti. Voimakkainta ilmiö on suurimmilla yrityksillä, γ_2 kerroin $-0,0568$. Tähän vaikuttaa se, että suurilla yrityksillä on suuremmat vaihtovolyymit, analyytikot seuraavat niitä enemmän ja uutiset vaikuttavat osakekurssiin nopeammin. Myös toiseksi

suurimpien yritysten ja kaikista pienimpien yritysten sopulikäyttäytymiseen viittaavat γ_2 kertoimet olivat tilastollisesti merkittävät -0,0197 ja -0,0193. Sen sijaan keskikokoisilla yrityksillä, ei tutkimuksen mukaan ollut viitteitä sopuli-ilmiöstä. Ainoastaan kaikista pienimpien yritysten joukossa oli merkittävästi B-sarjan osakkeita 27,8 prosenttia. Muissa ryhmissä näiden osuus jäi alle 2 prosenttiin. (Yao ym. 2014)

Tilastoaineisto jaettiin kahteen viiden vuoden periodiin 1.1.1999–31.12.2003 ja 1.1.2004–31.12.2008. Ensimmäisellä periodilla γ_2 negatiiviset kertoimet olivat tilastollisesti merkittävät Shanghai ja Shenzhenin molemmilla osakesarjoilla. Toisella periodilla A-sarjan osakkeiden kertoimet muuttuivat positiivisiksi ja B-sarjojen negatiiviset kertoimet eivät olleet yhtä merkittäviä. Tulokset viittaavat siihen, että sopulikäyttäytyminen on vähentynyt tarkastelujakson aikana. Sijoittajista on tullut rationaalisempia hinnoittelumallien käyttäjiä. Muutos on ollut merkittävämpi A-sarjan osakkeilla käydyssä kaupassa. Tämä selittää sen, miksi A-sarjojen osakkeiden γ_2 arvot eivät ole tilastollisesti merkittäviä kymmenen vuoden periodilla. Kiinan hallituksen tekemät markkinoiden vapautustoimet, näyttävät vähentäneet pääomamarkkinoiden taipumusta yhdentyä markkinoiden konsensuseseen. (Yao ym. 2014)

Sopulikäyttäytymisen asymmetrisia malleja on dokumentoitu paljon. Christie ja Huang (1995) havainnoivat tutkimuksessaan, että tuottojen hajaantuminen lisääntyi merkittävästi enemmän jyrkän nousukauden kuin -laskukauden aikana. Myös Chang, Cheng & Khorana (2000) sekä Demirer & Kutan (2006) huomasivat, että tuottojen hajonta on suurempaa nousumarkkinoilla kuin laskumarkkinoilla. Heidän arvionsa mukaan tähän vaikuttaa osaltaan sijoittajien siirtyminen vähemmän riskiä sisältäviin sijoitustuotteisiin, kuten valtion joukkovelkakirjalainoihin eli obligaatioihin laskukauden aikana. (Yao ym. 2014)

5.3.1 Päivänsisäinen sopuli-ilmiö ja ristiin listautuminen

Suuri osa sopuli-ilmiöön keskittyvistä tutkimuksista tarkastelee ilmiön toteutumista päivittäisen, viikoittaisen tai kuukausittaisen informaation avulla. Teknologinen kehitys ja ennen kaikkea internetin käyttö ovat tehneet osakekaupasta hektisem-

pää. Kaikki markkinaosapuolet ovat jatkuvasti tietoisia maailman tapahtumista ja mitä kauppoja toiset tekevät. Päivittäisestä informaatiosta ei käy selvästi ilmi toisten sijoittajien ja rahastonhoitajien tarkkailuun perustuva laumakäyttäytyminen, jonka voi laukaista yksittäisen toimijan tekemä kauppa. (Lai & Zhang 2015)

Rose Lai ja Yang Zhang ovat tutkineet nimenomaan päivänsisäisen kaupan ja Manner-Kiinan ja Hongkongin välisen ristiin listautumisen sopuli-ilmiötä. Tutkimuksen perustana käytettiin Chang, Cheng & Khorana (2000) kehittämää cross-sectional absolute standard deviation menetelmää. Tutkimuksesta käy ilmi, että sopulikäyttäytymistä esiintyy Shanghaiin, Shenzhenin ja Hongkongin osakemarkkinoilla. Sopuli-ilmiön esiintyminen vaihtelee markkinatilanteen mukaan. Tulokset osoittavat myös ristiin listautumisen vaikuttavan sopulikäyttäytymiseen. Etenkin Shanghaiin markkinoiden tuotto vaikuttaa Hongkongissa toimivien sijoittajien laumakäyttäytymisen muodostumiseen. Tämä koskee osakkeita, jotka ovat listattuna molemmilla markkinoilla. (Lai & Zhang 2015)

Tutkimuksessa tarkasteltiin kolmea eri markkinapaikkaa: Shanghaiin, Shenzhenin ja Hongkongin pörssijä. Shanghaiin ja Hongkongin välillä ristiin listautuneita yrityksiä oli tutkimuksessa mukana 70 ja Shenzhenin ja Hongkongin välillä 16. Markkinainformaatio hankittiin Bloombergiltä aikaväliltä 18.9.2013–2.4.2014. Päivänsisäistä informaatiota analysoitiin 60 minuutin intervalleilla. (Lai & Zhang 2015)

Tutkimuksessa testattiin sopulikäyttäytymisen epäsymmetrisuutta, markkinoiden volyymin ja tuoton vaihdellessa. Kaikki markkinat näyttivät negatiivisia γ_2 arvoja sekä nousu- että laskumarkkinoilla. Tosin Shenzhenin ja Hongkongin nousumarkkinoiden negatiiviset arvot eivät olleet merkittäviä. (Lai & Zhang 2015)

Sopulikäyttäytymisen välistä epäsymmetrisuutta nousu- ja laskumarkkinoilla arvioitiin Wald -testillä. Shanghaiin ja Shenzhenin pörsseistä tätä epäsymmetrisuutta ei löydetty. Hongkongissa sen sijaan sijoittajien sopulikäyttäytyminen oli voimakkaampaa laskevilla markkinoilla. (Lai & Zhang 2015)

Myös markkinoiden indeksihuippuja käytettiin sopulikäyttäytymisen epäsymmetrian havainnoimiseksi. Tällä tavalla saatujen tulosten negatiiviset kertoimet olivat tilastollisesti merkittävät Shenzhenin ja Hongkongin pörsseissä, mutta ei Shanghaissa. Sopuli-ilmiö oli voimakkaampaa Shenzhenissä nousevilla markkinoilla ja Hongkongissa laskevilla markkinoilla. Tulosten mukaan, sopulikäyttäytymisen epäsymmetria on näkyvämpää Hongkongin pörssissä ja näennäisempää Shanghain pörssissä. Myöskään Shenzhenin pörssistä ei löydetty viitteitä epäsymmetriasta ennen ja jälkeen indeksihuippujen. (Lai & Zhang 2015)

Kaupankäynnin volyyymi eli määrä vaihtelee markkinainformaation ja sijoittajien odotusten mukaan. Saatavilla olevan tiedon määrän voidaan katsoa vaikuttavan kaupankäynnin määrään ja sijoittajien käyttäytymiseen. Suuri kaupankäynnin määrä saattaa olla osoitus suuremmasta tiedon määrästä, jonka pitäisi vähentää sopuli-ilmiön esiintymistä. (Lai & Zhang 2015)

Tulosten mukaan kaikilla markkinoilla esiintyy tilastollisesti merkittävää sopulikäyttäytymistä, paitsi Shenzhenin pörssin kaupankäynnin ollessa vähäistä. Shanghain pörssissä sopulikäyttäytyminen oli voimakkaampaa kaupankäynnin ollessa vähäistä. Ero vilkkaaseen kaupankäyntiin oli merkittävä ja tämä viittaa markkinainformaation puutteen lisäävän sopulikäyttäytymistä. Hongkongissa puolestaan sopuli-ilmiö oli voimakkaampaa vilkkaan kaupankäynnin aikana, mutta tämä epäsymmetria ei ollut merkittävä. Tämä voi johtua siitä että Hongkongissa on enemmän ulkomaalaisia sijoittajia, jotka tukeutuvat samoihin tietolähteisiin markkinoiden aktiivisuudesta riippumatta. Tästä syystä kaupankäynnin määrä ei olennaisesti vaikuta Hongkongin pörssin sopuli-ilmiön esiintymiseen. (Lai & Zhang 2015)

Alueellisten rahoitusmarkkinoiden integraatio on lisääntynyt. Eri sijoitustoiminnat tulevat väistämättä olemaan sidoksissa toisiinsa, etenkin niiden osakkeiden osalta joita on listattu useammalla markkinapaikalla. Pörssiutinen voi saada aikaan samanlaista liikettä osakkeessa, joka on myös listattu toisella puolella maapalloa. (Lai & Zhang 2015)

Ristiin listautumisen vaikutus sopulikäyttäytymiseen oli tilastollisesti merkittävää Hongkongin ja Shanghain välillä. Hongkongin ja Shenzhenin välinen korrelaatio

oli hyvin pientä, eikä siten tilastollisesti merkittävää. Tuloksista käy ilmi, että Hongkongin ja Shanghaiin välinen sopulikäyttäytyminen ilmenee nimenomaan Shanghaiin pörssissä. (Lai & Zhang 2015)

Tulosten mukaan, sijoittajat seuraavat myös saman osakkeen listautumista toisaalla. Näin ollen, sijoittajat saattavat syyllistyä sopulikäyttäytymiseen tahattomasti eri markkinoiden välillä. Valuuttakurssien heilahtelu oli todella pientä tarkastelujakson aikana eikä se vaikuttanut analyysin luotettavuuteen. (Lai & Zhang 2015)

Kun Lai ja Zhang olivat selvittäneet, että sopuli-ilmiötä esiintyy markkinoilla, niin he tutkivat vielä mitenkä sijoittajat voisivat tästä hyötyä. Parhaan höydyn sopuli-ilmiöstä näyttäisi saavan, kun sijoittaa Hongkongin pörssin pieniin kaupanalan tai finanssialan yrityksiin 4–5 päivän aikajänteellä ilmiön alkamisesta. Shanghaiin ja Shenzhenin pörsseissä ei tulosten mukaan ollut toimialaa jolta saisi poikkeavia tuottoja. (Lai & Zhang 2015)

Kiehtovaa tästä tekee sen, että Hongkongissa olevat sijoittajat näyttäisivät olevan irrationaalisempia kuin Manner-Kiinassa olevat. Pitää kuitenkin muistaa, että sopulikäyttäytyminen tarkoittaa laajemmassa merkityksessään, että sijoittajat tekevät samansuuntaisia sijoituksia. Jos toiminta itsessään johtaa lisätuottoon, niin sivistyneet sijoittajat tekevät niin. Joten epänormaalit tuotot voivat vihjata, että Hongkongin sijoittajat ovatkin keskimääräistä sivistyneempiä ja siksi tekevät samansuuntaisia sijoituksia, mikä vain johtaa sopulimaiseen käyttäytymiseen. (Lai & Zhang 2015)

6 POHDINTAA

Opinnäytetyön tarkoituksena oli analysoida Kiinan osakemarkkinoita ja havainnoida mahdollisesti siellä esiintyviä behavioristisen taloustieteen käyttäytymismalleja ja -ilmiöitä. Lisäksi työn tarkoituksena oli perehtyä Kiinan pörssin poikkeavuuksiin ja etenkin Kiinan valtion rooliin osakemarkkinoilla. Tässä luvussa opinnäytetyön tekijä esittää omia näkemyksiään sen aineiston pohjalta johon on perehtynyt ja lopuksi esitetään jatkotutkimusehdotuksia.

6.1 Tutkijan oma pohdinta

Kiinasta on lyhyessä ajassa tullut yksi maailman merkittävimmistä maista, niin talouden kuin politiikankin näkökulmasta. Muun muassa Kiinan kotimaisen kasvun kasvu ja korkean jalostusarvon tuotteiden vienti on vauhdittanut talouskasvua. Kiinassa valtion päämiehet ovat huomanneet globalisaation hyödyt ja ovat pyrkineet tekemään maastaan houkuttelevampaa sijoittajille.

Vaikka ulkomaalaisia sijoittajia koskevia rajoituksia on purettu, niin ulkomaalaisen yksityishenkilön on edelleen erittäin vaikea tehdä suoria osakesijoituksia Manner-Kiinan pörssiin. Käytännössä vain isoilla toimijoilla on pääsy Kiinan osakemarkkinoille. Yksityishenkilön kannalta helpoin tapa päästä osaksi Kiinan osakemarkkinoita on rahastosijoitukset.

Kiinan vaurastumisen myötä, myös osakesijoittaminen on alkanut kiinnostamaan kansalaisia. Kun suuri osa rahasta ei menekään enää pakollisiin menoihin, niin ihmisillä on ylipäättään varaa sijoittaa ja lainaa saa helpommin. Toinen asia liittyy kiinalaiseen kulttuuriin. Kiinassa on vuosituhansien ajan harrastettu uhkapelaamista. Tällä hetkellä uhkapelaaminen on virallisesti kiellettyä, Macaon aluetta ja valtion lottoja lukuun ottamatta. Kun laillisia uhkapelaamisen muotoja on vähän, niin sijoittaminen vaikuttaa hyvältä vaihtoehdolta.

Kun viranomaiset helpottivat lainan saantia ja vielä rohkaisivat ihmisiä sijoittamaan viestintäkampanjallaan, ei pitäisi tulla yllätyksenä että osakemarkkinat lähtivät huimaan nousuun. Yhtäläisyys Yhdysvaltojen vuoden 1929 lamaan on ilmei-

nen. Molemmissa tapauksissa osakemarkkinoiden mahdollisuuksia markkinoitiin suurelle yleisölle voimakkaasti, mikä johti osakkeiden ylisuureen kysyntään. Tämä puolestaan nosti hintoja. Yhteistä on myös velkarahan käyttö. Koska osakemarkkinat nousivat jyrkästi, niin lainarahaa sai helposti osakkeiden ostoon. Oletuksena oli että sama kehitys jatkuisi tulevaisuudessakin.

Kun usko loputtomaan nousuun hiipuu, osakemarkkinoilla tapahtuu nopea käänne. Kiinassa ei ainakaan vielä ole nähty ennätysellisiä työttömyyslukuja tai taloudellisen toiminnan lamaantumista kuten Yhdysvalloissa vuonna 1929. Tähän vaikuttaa Kiinan osakemarkkinoiden irrallisuus reaalityaloudesta. Vaikka osakemarkkinoilla on tapahtunut suurta heiluntaa viimeisin kahden vuoden aikana, niin bruttokansantuotteen kasvu on pysynyt suhteellisen tasaisena. Tästä syystä Kiinan osakemarkkinat eivät ole täysin vertailukelpoisia länsimaihin nähden. Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa osakemarkkinoiden kytkös reaalityalouteen on vahvempaa, mutta ei kuitenkaan kiistatonta.

Kiinan valtion rooli Shanghain ja Shenzhenin pörssissä on hyvin erilainen verrattuna länsimaisten valtioiden rooliin pörssissään. Kiinassa valtiolla on paljon suurempi mahdollisuus vaikuttaa pörssin kehitykseen kuin muilla kehittyneillä valtioilla. Kiinassa valtio on myös käyttänyt tätä valtaansa, tosin tulokset eivät aina ole vastanneet odotuksia. Yleensä tapahtuu juuri päinvastoin kuin valtio haluaisi. Kun se yritti hillitä markkinoita circuit breakerilla, osakkeiden myyntipaine kasvoi. Kuuden kuukauden myyntikielto suuromistajille puolestaan vain siirsi ongelmaa, eikä ratkaissut sitä. Jotta Kiinan osakemarkkinat pääsisivät kehittymään, tulisi Kiinan valtion ottaa opikseen aikaisemmista virheistään. Osakemarkkinoilla esiintyisi vähemmän heiluntaa, jos Kiinan valtion tekemät päätökset olisivat johdonmukaisemmat.

Sopuli-ilmiö on nykyään suosittu termi määrittelemään markkinoiden irrationaalista käytöstä. Se haastaa perinteiset talousteoriat, joiden mukaan ihminen tekee vain rationaalisia päätöksiä. Kiinan osakemarkkinat on hyvä paikka testata tätä teoriaa, koska siellä on suhteessa enemmän yksityisiä sijoittajia kuin muilla markkinoilla.

Vaikka monet tutkimukset sopuli-ilmioistä ovatkin ristiriidassa keskenään, jonkinlaista näyttöä ilmiön esiintymisestä on. Tutkimustuloksiin vaikuttaa aina käytetty ajanjakso, informaation mittaussväli ja laskentakaava. Tärkein yksittäinen asia on mittaussväli: Käytetäänkö päivänsisäistä, päivittäistä, viikoittaista tai peräti kuukausittaista dataa. Käytetyllä ajanjaksolla on myös suuri merkitys, esimerkiksi osuuko juuri sille jaksolle jokin suuri romahdus tai nousukausi.

Suuri osa sopuli-ilmioistä on hyvin lyhytikäisiä, joko yhden pörssipäivän sisäisiä, tai korkeintaan muutaman päivän kestäviä. Näitä on vaikea havainnoida ilmiön aikana, ja monesti vasta jälkikäteen voidaan sanoa, oliko kyseessä sopuli-ilmiö vai ei. Ilmiön hyödyntäminen on siksi todella vaikeaa.

Viikkoja tai kuukausia kestävät sopuli-ilmiot ovat harvinaisia ja niihin liittyy yleensä uusien kokemattomien sijoittajien tulo markkinoille. Vuosituhannen vaihteen IT-kuplan voidaan sanoa olleen tällainen pitkäkestoinen sopuli-ilmiö. Myös viime keväänä suuri yleisö alkoi kiinnostua osakemarkkinoista Kiinassa. Tosin tämä oli yleisellä tasolla, eikä kohdistunut tiettyyn toimialaan.

Yao, Ma ja He sekä Lai ja Zhang havaitsivat tutkimuksissaan toimialan vaikuttavan sopuli-ilmion esiintymiseen. Esimerkiksi maataloudessa suuria mullistuksia on jo tapahtunut ja uusien kehittäminen kestää todella kauan. Ala ei ole myöskään kovin herkkä talouden suhdanteille, joten sijoittajien on vaikea innostua maataloutta harjoittavista yrityksistä.

Media-ala on puolestaan murroksessa digitalisaation takia. Printtimedian kulutus vähenee ja ihmiset ovat haluttomia maksamaan internetissä olevasta sisällöstä. Yrityskuolemia ja yritysten sulautumisia voi olla edessä. Tällaiset asiat kiinnostavat sijoittajia paljon enemmän ja muutosta tapahtuu nopeammin kuin maatalouden alalla. Kun suuri joukko sijoittajia kiinnostuu samasta yrityksestä samaan aikaan, se johtaa sopulikäyttäytymiseen.

6.2 Jatkotutkimusehdotukset

Tässä opinnäytetyössä keskityttiin nimenomaan Kiinan, koska siellä on paljon yksityissijoittajia suhteessa ammattilaisiin. Olisi mielenkiintoista tutkia ammat-

tisopulien olemassa oloa. Ammattilaisten pitäisi tiedostaa tällaiset ilmiöt, mutta kuten teoriasta käy ilmi, näin ei välttämättä aina ole. Tämän voisi tehdä kyselytutkimuksena esimerkiksi jonkun pankkikonsernin salkunhoitajille. Vaihtoehtoisesti voisi analysoida salkunhoitajien historiallista dataa ja tutkia ovatko he tehneet samanlaisia sijoituksia samaan aikaan.

Toinen jatkotutkimusehdotus on keskittyä Kiinan valtion rooliin osakemarkkinoilla. Eli voisi tutkia kuinka Kiinan valtion tekemät osakemarkkinoita koskevat päätökset vaikuttavat sijoittajien käyttäytymiseen. Kuinka paljon sijoittajat ennakoivat valtion tekemiä päätöksiä tai esiintyykö spekulatiota paljon, joka ilmenee heiluntana markkinoilla. Vaihtoehtoisesti voisi vertailla Kiinan valtion roolia osakemarkkinoilla johonkin toiseen valtioon ja etsiä eroavaisuuksia. Tällöin voisi myös tutkia eri valtioiden samanlaisten toimien vaikutusta eri markkinoilla. Esimerkiksi reagoivatko markkinat eri tavalla valtion osakeosto-ohjelmaan tai myyntikieltoihin eri valtioissa.

LÄHTEET

Altman M. 2004. The Nobel Prize in behavioral and experimental economics: a contextual and critical appraisal of the contributions of Daniel Kahneman and Cernon Smith, *Review of Political Economy*, 16, 1, 3-41. Viitattu 27.1.2016. <http://dx.doi.org/10.1080/0953825032000145445>

Asia-Pacific Stock Indexes. 2016. Bloomberg Business. Viitattu 10.3.2016. <http://www.bloomberg.com/markets/stocks/world-indexes/asia-pacific>

Best R. 2016. 4 Consequences of Government Intervention in China's Markets. Investopedia. Viitattu 11.4.2016. <http://www.investopedia.com/articles/investing/022716/4-consequences-government-intervention-chinas-markets.asp>

Egan M. 2015. Chinese investors trade way more often than Americans. CNN Money. Viitattu 24.2.2016. <http://money.cnn.com/2015/04/01/investing/investing-stock-market-china/index.html>

Fama E. 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*. 25, 2, 383–417. Viitattu 19.11.2015. <http://www.e-m-h.org/Fama70.pdf>

Havia P. 2009. Tehokkaat markkinat. Viitattu 19.11.2015. <http://www.taloudellinenriippumattomuus.com/2009/12/tehokkaat-markkinat.html>

Holt C. 2007. *Markets, Games, & Strategic Behavior*. Boston. Pearson Addison Wesley

Investing Answers. 2016. January Effect. Viitattu 15.3.2016. <http://www.investinganswers.com/financial-dictionary/stock-market/january-effect-967>

Investopedia. 2016. Greater Fool Theory. Viitattu 1.3.2016. <http://www.investopedia.com/terms/g/greaterfooltheory.asp>

Kahneman D. & Tversky A. 1979. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica* 47, 2, 263-292. Viitattu 12.1.2016. http://www.jstor.org/stable/1914185?seq=1#page_scan_tab_contents

Knox R. & Inkster J. 1968. Postdecision Dissonance at Post Time. *Journal of Personality and Social Psychology*. 8, 4, 319–323. Viitattu 19.2.2016. https://www.uni-muenster.de/imperia/md/content/psyifp/aeechterhoff/wintersemester2011-12/vorlesungskommperskonflikt/knoxinkster_postdecidiss_jpsp1968.pdf

Lai R. & Zhang Y. 2015. Intraday Herding on Cross-Listed Stocks – Spillover and Abnormal Return. ResearchGate. Viitattu 31.3.2016.
https://www.researchgate.net/publication/280717211_

Liimatainen K. 2015. Kiinan pörssit ovat markkinatalouden irvikuvia – sääntely vääristää osakekauppaa. Helsingin Sanomat. Viitattu 11.4.2016.
<http://www.hs.fi/talous/a1436759614058>

Lindström K. 2005. Menesty osakesijoittajana. 2. painos. Helsinki. Talentum.

Lindström K. & Lindström T. 2011. Onnistu osakemarkkinoilla. Helsinki. Talentum.

Lindqvist K. 2014. Rahoituksen käyttäytymistiede ja sijoittaminen – näin tunteet ohjaavat sijoittajaa. Viitattu 7.3.2016.
<http://www.salkunrakentaja.com/2014/09/rahoituksen-kayttaytymistiede-ja-sijoittaminen-nain-tunteet-ohjaavat-sijoittajaa/>

Long H. 2016. China's debt mountain is growing fast. CNN Money. Viitattu 10.3.2016. <http://money.cnn.com/2016/02/17/investing/china-debt-gets-bigger/>

NASDAQ. 2016. Greater Fool Theory. Viitattu 1.3.2016.
<http://www.nasdaq.com/investing/glossary/g/greater-fool-theory>

NASDAQ OMX. 2013. Opi osakkeet. Uudistettu 7. painos. Helsinki. NASDAQ OMX Helsinki.

Nofsinger J. 2011. The Psychology of Investing. Fourth Edition. International Edition. Prentice Hall.

Nordnet. 2016. Lyhyeksi myynti. Viitattu 23.2.2016.
<https://www.nordnet.fi/mux/page/hjalp/hjalp.html?id=213>

Norring A. 2015. Kiinan pörssikurssit menevät ylös ja alas, vaikuttaako se mihinkään? Euro&Talous, Suomen Pankki. Viitattu 11.4.2016.
<http://www.eurojatalous.fi/fi/blogit/2015-2/kiinan-porssikurssit-menevat-ylös-ja-alas--vaikuttaako-se-mihinkaan/>

Patentti- ja Rekisterihallitus. 2016. Osakkeiden splittaus. Viitattu 18.3.2016.
<https://www.prh.fi/fi/kaupparekisteri/osakeyhtio/muutokset/osakkeet/osakkeidensplittaus.html>

Phung A. 2016 a. Behavioral Finance: Key Concepts - Anchoring. Investopedia. Viitattu 7.3.2016.
http://www.investopedia.com/university/behavioral_finance/behavioral4.asp

Phung A. 2016 b. Behavioral Finance: Key Concepts - Mental Accounting. Investopedia. Viitattu 8.3.2016.
http://www.investopedia.com/university/behavioral_finance/behavioral5.asp

- Polcyn D. 2015. Capitalizing On Seasonal Effects. Investopedia. Viitattu 17.3.2016. <http://www.investopedia.com/articles/05/seasonaltrends.asp>
- Prechter Jr. R. 2001. Unconscious Herding Behavior as the Psychological Basis of Financial Market Trends and Patterns. *Journal of Psychology and Financial Markets*. 2, 3, 120–125. Viitattu 29.3.2016. http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1207/S15327760JPFM0203_1
- Saario S. 2012. Miten sijoitan pörssiosakkeisiin. 10. painos. Helsinki. Sanoma Pro Oy.
- Saarivaara S. & Salmenautio N. 2012. Ammattikorkeakouluopiskelija sijoittajana. Jyväskylän Ammattikorkeakoulu. Viitattu 27.1.2016. <https://www.theseus.fi/bitstream/handle/10024/46882/Salmenautio%20Niina%20Saarivaara%20Suvi.pdf?sequence=1>
- Shleifer A. 2000. *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*. Norfolk. Oxford University Press.
- Shiller R. J. 1999. Human behavior and the efficiency of the financial system. *Handbook of Macroeconomics* 1, 20, 1305–1340. Elsevier. Viitattu 20.1.2016. <http://www.e-m-h.org/Shill98.pdf>
- Thaler R. & Johnson E. 1990. Gambling with the House Money and Trying to Break Even: The Effects of Prior Outcomes on Risky Choice. *Management Science*. 36, 6, 643–660. Viitattu 16.12.2015. <http://www.jstor.org/stable/2631898>
- The Economist. 2016. China crashes its stockmarket with circuit-breakers meant to save it. Viitattu 11.4.2016. <http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2016/01/chinas-broken-stockmarket>
- Wessman R. 2015. Kiinan osakemarkkinat elävät omaa elämäänsä. Arvopaperi. Viitattu 10.3.2016. http://www.arvopaperi.fi/blogiareena/roger_wessman/kiinan-osakemarkkinat-elavat-omaa-elamaansa-6146031
- Xie Y. & Cao B. 2015. China Bans Stock Sales by Major Shareholders for Six Months. Bloomberg. Viitattu 11.4.2016. <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-07-08/china-bans-stock-sales-by-major-shareholders-for-six-months>
- Yao J., Ma C. & He W. 2014. Investor herding behaviour of Chinese stock market. *International Review of Economics and Finance*. 29, 12–29. Viitattu 29.3.2016. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1059056013000191>