

# Subjekttiivisten ominaisuuksien vaikutus sijoituskäyttäytymiseen

**Helinä Saarela**

Yksityishenkilöiden sijoituskäyttäytymistä selvittävässä tutkimuksessa on havaittu, että ns. objektiivisilla ominaisuuksilla kuten sukupuolella, koulutustaustalla, ammatilla, varallisuuden määrällä, iällä ja jopa perhesuhteilla voi olla merkitystä sijoituskäyttäytymiseen. Tästä tyypillinen esimerkki on, että naisten on havaittu olevan varovaisempia sijoitustoiminnassaan kuin miesten. Sijoittajaa kuvaavien subjektiivisten ominaisuuksien (Dorn ja Huberman 2005) vaikutusta sijoituskäyttäytymiseen on tutkittu selkeästi vähemmän. Subjektiiivisilla ominaisuuksilla tarkoitetaan itse miellettyjä arvioita ja käsityksiä esimerkiksi omasta riskinsietokyvystä, sijoituskokemuksesta, taloutta ja sijoituksia koskevasta osaamisesta, sijoitustiedon keräämisen aktiivisuudesta ja luottamuksesta omiin sijoittajakykyihin. Nämä ovat seikkoja, joita ei voida yksiselitteisesti mitata. Mittaaminen perustuu sijoittajille esitettäviin sanallisiin kysymyksiin, joihin hän vastaa oman subjektiivisen näkemyksensä perusteella.

Väitöskirjani pyrkii lisäämään tietoa näistä suhteellisen vähän tutkituista sijoittajan subjektiivisista ominaisuuksista. Tulokset osoittavat, että subjektiiviset ominaisuudet oikeasti selittävät sijoituskäyttäytymisen eroavaisuuksia. Täten subjektiiviset ominaisuuksien huomioon ottaminen on tärkeää sijoituskäyttäytymistä kuvaavia teorioita ja malleja kehitettäessä.

Tutkimuksen painoarvoa lisää varsin harvinaislaatuinen tutkimusaineisto. Olen pystynyt keräämään aineistooni kuuluvista sijoittajista useita subjektiivisia ja objektiivisia ominaisuuksia kuvaavia asioita ja yhdistämään nämä ominaisuudet heidän todellista sijoituskäyttäytymistä kuvaavaan tietoon. Vain harvoin subjektiivisia ominaisuuksia on voitu testata sijoittajien todellista sijoituskäyttäytymistä kuvaavalla aineistolla. Tutkimusaineistoon kuuluvat sijoittajat ovat suomalaisia sijoittajia, mikä lisää tulosten kiinnostavuutta erityisesti Suomessa.

Sijoituskäyttäytymisen ymmärtäminen on tärkeää, koska osakeriskiä sisältävien sijoitus-

Kirjoituksessa esitellään Oulun yliopiston kaupparakorkeakoulussa 7.11.2014 tarkastettu rahoituksen alaan kuuluva väitöskirja "The influence of self-perceived, subjective attributes on investment behavior". Väitöstilaisuudessa vastaväittäjänä toimi professori Markku Vieru Lapin Yliopistosta ja kustoksena toimi professori Jukka Perttunen Oulun Yliopiston Kaupparakorkeakoulusta. KTT Helinä Saarela (helina.saarela@op.fi) on johtaja OP Osuuskunnan Ryhmäohjaus - toiminnossa Helsingissä.

tuotteiden kysyntä kasvaa kaiken aikaa. Tämä on seurausta keskiluokkaistumisesta, mikä merkitsee sitä, että tuloista jää entistä enemmän varoja myös säästämiseen ja sijoittamiseen. Monissa maissa kansalaiset voivat itse vaikuttaa omien eläkesäästöjensä sijoituskohteisiin. Myös rahoitusteoria antaa tukea sijoituskäyttäytymisen ymmärtämisen tärkeydelle. Rahoitusteorian mukaisesti jokaisen tulisi sijoittaa osa varallisuudestaan osakemarkkinoille, koska osakkeiden tuotto-odotus on korkosijoituksia korkeampi. Näin ollen osakemarkkinoille sijoitetut varat näkyvät korkeampana varallisuuden määränä. Suuremmalla varallisuudella on kerrannaisvaikutuksia myös muualle talouteen, koska suurempi kysyntä tarkoittaa hyvää myös tuotteiden ja palvelujen myyjille.

Väitöskirja pyrkii omalta osaltaan lisäämään sijoituskäyttäytymisen ymmärrystä. Tutkimus koostuu kolmesta osasta, jotka tarkastelevat sijoituskäyttäytymistä eri näkökulmista. Yhteistä niille on se, että jokaisessa osassa keskityn erityisesti sijoittajaa kuvaaviin subjektiivisiin ominaisuuksiin sijoituskäyttäytymisen selittämisessä.

Tutkimuksen ensimmäisessä osassa osoitetaan, että sijoittajan riskinsietokyky voidaan varsin luotettavasti mitata yksinkertaisilla kysymyksillä, jotka kartoittavat asiakkaan tuotto-odotusta ja suhtautumista sijoitusten arvovaihteluihin. Suomalaisessa pankissa asiakkaan tulee täyttää EU:n määräysten mukainen kyselylomake, jolla kysytään näitä asioita. Asiakas valitsee viidestä vaihtoehdosta itselleen parhaiten soveltuvan tuottotavoitteen yhdistettynä kyseisen tuottotavoitteen mukaiseen arvovaihteluun. Vaihtoehtojen ääripäät ovat seuraavat: *”Tavoittelen parasta mahdollista tuottoa pitkällä juoksulla ja olen valmis ottamaan paljon riskiä”* ja *”Tavoittelen pientä tuottoa ja ha-*

*luan pääomani olevan turvassa”*. Asiakkaan vastauksen perusteella pankin järjestelmä luokittelee hänet yhteen viidestä riskinsietokykyluokasta eli riskiprofiilista. Kun asiakkaan riskiprofiilia verrataan hänen todellisen varallisuutensa jakaumaan (osakeriskin suhteelliseen osuuteen), havaitaan, että mitä korkeampaan riskiprofiiliin sijoittaja on itsensä määritellyt, sitä suuremman osan varallisuudestaan hän on todellisuudessa sijoittanut osakeriskiä sisältäviin tuotteisiin. Tulokset vahvistavat, että EU:n määräysten mukainen vaade selvittää sijoittajan riskinsietokyky on merkityksellinen. Kun asiakkaan riskinsietokyky on pankin tiedossa, asiakkaalle osataan suositella hänen riskinsietokykynsä parhaiten sopivia tuotteita ja palveluita. Tämä parantaa sijoittajasuojaa, joka on ollut EU:n lainsäätäjien tarkoituskin.

Ensimmäisessä osassa tutkitaan myös tekijöitä, jotka vaikuttavat riskiprofiilin valintaan. Tulokset osoittavat, että mitä kokeneempi sijoittaja on, mitä aktiivisemmin hän seuraa taloudellisia tapahtumia tai mitä halukkaampi hän on tekemään itse omat sijoituspäätöksensä sen sijaan että tukeutuisi sijoitusneuvojen konsultointiin, sitä korkeampaan riskiprofiiliin hän itsensä luokittelee.

Tutkimuksen toisessa osassa tutkitaan sijoittajien käyttäytymistä finanssi- ja velkakriisin aikana. USA:n pankkisektorilta liikkeelle lähtenyt vuoden 2008 finanssikriisi levisi hyvin nopeasti myös muualle maailmaan ja sai osakemarkkinat romahtamaan. Tämän jälkeen osakemarkkinoilla nähtiin pari vuotta kestänyt nousu, joka päättyi joidenkin Euroopan valtioiden velkakriisistä sytykkeensä saaneeseen toiseen kurssilaskuun.

Tutkimuksessa tarkastellaan suomalaisten yksityissijoittajien osake- ja yhdistelmärahasto-sijoituksia näiden kriisien aikana ja selvitetään,

myivätkö sijoittajat rahasto-osuuksiaan, ostivatko he niitä lisää vai pidättäytyivätkö he myynneistä ja ostoista. Käyttäytymistä selittävinä tekijöinä testataan sijoittajien taloudellista oppineisuutta (Calvet ym. 2009; Dorn ja Huberman 2005) kuvaavia ominaisuuksia, jotka ovat väitöskirjan tutkimusongelman mukaisesti sekä subjektiivisia että objektiivisia ominaisuuksia. Korkeampi taloudellinen oppineisyys yhdistetään korkeampaan koulutukseen, tulotasoon, varallisuuden määrään, ikään, sijoituskokemukseen ja riskiprofiiliin. Lisäksi taloudellista oppineisuutta kuvaa halu tehdä omat sijoituspäätökset itsenäisesti sijoitusneuvojan suositusten sijaan, taloudellisten asioiden seuraamisen aktiivisuus sekä miessukupuoli. Aiemmissä tutkimuksissa on havaittu, että miehet ottavat osakeriskiä enemmän ja seuraavat taloudellisia asioita aktiivisemmin kuin naiset. Tämän johdosta oletetaan, että miehet olisivat taloudellisesti oppineempia. Taloudellisesti oppineiden sijoittajien oletetaan kykenevän tekemään osaavampia sijoituspäätöksiä voimakkaan kurssilaskun tilanteessa kuin vähemmän oppineiden sijoittajien. Tällöin taloudellisesti oppineet sijoittajat välttäisivät paniikkimyynettä ja jopa hyödyntäisivät matalia osakekursseja ostaakseen lisää rahasto-osuuksia.

Etukäteisoletuksista poiketen tulokset osoittivat, että kokeneet, aktiivisesti markkinoita seuraavat ja omiin sijoituspäätöksiinsä luottavat, ns. taloudellisesti oppineet sijoittajat, voivat olla herkempiä myymään rahastosalkkunsaa kurssilaskun tilanteessa kuin vähemmän oppineet sijoittajat. Tällöin lyhyen aikavälin tappiot realisoituvat ja sijoittaja altistuu salkun uudelleen rakentamisen mukanaan tuomalle ajoitusriskille. Myynnin mahdollista vääräaikaaisuutta voimistaa tulos, jonka mukaan sijoittaja myydessään rahasto-osuuksiaan tyypillisesti

myy koko salkkunsaa eikä vain osaa siitä. Tulokset osoittavat, että sijoittamiseen liittyvää koulutusta ja opastusta tulee suunnata kaikille sijoittajille, ei pelkästään aloittelijoille. Tästä havainnosta on käytännön hyötyä sijoitusosaimista kouluttaville tahoille sekä pankeille ja muille sijoituspalveluita tarjoaville yrityksille.

Kansainvälisissä tutkimuksissa on havaittu, että sijoittajat ovat taipuvaisia luottamaan liikaa sijoittajakykyihinsä (*overconfidence*) (Griffin ja Tversky 1992; Odean 1998). Tämä voi kannustaa liian aktiiviseen osakekaupankäyntiin tai osakesalkun puutteelliseen hajautukseen. Tutkimuksen kolmannessa osassa selvitetään, onko tällainen ylikuottamus ominaista myös suomalaisille yksityissijoittajille.

Sijoittajien luottamusta omiin sijoittajakykyihinsä arvioitiin käyttämällä yksinkertaisia ja subjektiivisen arvion pohjalta vastattavia kysymyksiä, kuten esimerkiksi: ”*Olen tyypillisesti osunut oikeaan, kun minun on pitänyt arvioida osakkeiden tulevaisuuden hintakehitystä*” tai ”*Onnistumiseni sijoitustoiminnassa ovat tyypillisesti johtuneet henkilökohtaisista sijoituskyvyistäni ja sijoitustiedostani*”. Kumpaankin kysymykseen sijoittaja valitsee vastauksensa viisiportaisesta asteikosta, jossa vaihtoehtojen ääripäitä olivat vastaukset ”*Täysin eri mieltä*” ja ”*Täysin samaa mieltä*”.

Vastauksia verrattiin sijoittajien todellisiin sijoituspäätöksiin koskien heidän osakekaupankäyntinsä aktiivisuutta ja osakesalkkunsaa hajautusastetta. Tulokset kertovat, että mitä vahvemmin sijoittaja luottaa omiin kykyihinsä, sitä aktiivisemmin hän käy kauppaa osakesalkullaan. Hyvin aktiivinen kaupankäynti voi altistaa sijoittajan kauppoihin, jotka osoittautuvat huonoiksi päätöksiksi.

Sen sijaan toinen ylikuottamuksen mahdollinen heijastusvaikutus eli osakesalkun puut-

teellinen hajautus ei juuri saa tukea tuloksista. Kuitenkin osalla sijoittajista on taipumus ajatella, että he osaavat ennustaa osakemarkkinoiden liikkeitä ja vetäytyä markkinoilta ennen kurssilaskua. Tällöin he saattavat jättää osakesalkkunsu puutteellisesti hajautetuksi, koska he näkevät mahdollisuuden vetäytyä markkinoilta vaihtoehtoisena tapana salkun hajautukselle.

Sijoittajan usko kykyyn vetäytyä osakemarkkinoilta ennen kurssilaskua yhdistyy taipumukseen suosia ns. on off-liikkeitä, jolloin myydään koko osakesalkku. Tämä havainto toistaa tutkimuksen toisessa osassa tehdyn havainnon, jonka mukaan rahastosijoituksensa myyvät sijoittajat tyypillisesti myyvät koko rahastosalkkunsu eikä vain osaa siitä.

Sijoittajien luottamusta omiin sijoittajakykyihinsä koskevillä tuloksilla on käytännön merkitystä paitsi sijoittajille itselle myös varainhoitajille, jotka hoitavat asiakkaidensa

varallisuutta. Mikäli sijoittajien ja varainhoitajien luottamusta omiin kykyihin mitattaisiin yksinkertaisilla kysymyksillä, havaittaisiin mahdollinen taipumus yliluottamukseen. Tällöin osattaisiin paremmin varoa yliluottamuksen vaaroja sijoituspäätöksiä tehtäessä. □

## Kirjallisuus

- Calvet, L., Campbell, J. ja Sodini, P. (2009), "Measuring the financial sophistication of households", *American Economic Review* 99: 393-398.
- Dorn, D. ja Huberman, G. (2005), "Talk and action; what individual investors say and what they do", *Review of Finance* 9: 437-481.
- Griffin, D. ja Tversky, A. (1992), "The weighting of evidence and the determinants of confidence", *Cognitive Psychology* 24: 411-435.
- Odean, T. (1998), "Volume, volatility, price and profit when all traders are above average", *Journal of Finance* 53: 1887-1934.