

Aikaisempien voittojen vaikutukset riskinottamiseen ja osaketuottoihin

Tuomo Haapalainen

Käyttäytymistaloustieteen (*behavioral economics*) tutkijat saivat pitkään odottamansa tunnustuksen, kun Daniel Kahneman ja myöhemmin Richard Thaler saivat taloustieteen Nobelin palkintonsa. Kahneman sai palkinnon vuonna 2002 rahoitusteorian ja käyttäytymistieteiden näkökulmien yhdistämisestä kuuluisassa lottoteoriassaan. Thaler on puolestaan erikoistunut käyttäytymistaloustieteen ja rahoituksen tutkimukseen. Hänet palkittiin juuri käyttäytymistaloustieteen kehittämistä. (Kahneman ja Tversky 1979; Thaler 1980; Thaler 1985.)

Käyttäytymistaloustiede on taloustieteen tutkimussuunta, jossa analysoidaan psykologisten, sosiaalisten, kognitiivisten sekä tunneperäisten tekijöiden vaikutusta ihmisten ja instituutioiden taloudelliseen päätöksentekoon sekä niiden seurauksia markkinoihin ja resursien jakoon. Käyttäytymistaloustiede selvittää,

mitä ihmisten taloudellisten päätösten takana on, ja tutkimukset paljastavat, että sieltä löytyy ainakin itsekurin ja rationalismin puutetta. (Nofsinger 2005.)

Behavioraalinen rahoitusteoria on se käyttäytymistaloustieteen osa-alue, joka pyrkii tarjoamaan psykologisia ja kognitiivisia selityksiä erilaisiin rahoitusmarkkinoilla esiintyviin anomaliaihin (Nofsinger 2005; Shefrin 2005). Behavioraalisen rahoitusteorian tutkimusasetelma pyrkii huomioimaan sen, ettei ihminen kykene tekemään päätöksiään puhtaan rationalismin vallassa. Vastoin rahoitustutkimuksen valtavirtänäkemystä, markkinoiden tehokkuuden koulukuntaa, behavioristinen rahoitus näkee, että sijoittajien järkevästä pyrkimyksestä huolimatta heidän rationaalisuutensa on parhaimmillaankin rajallista.

Perustuu Oulun yliopiston kauppakorkeakoulussa 19.10.2018 tarkastettuun rahoituksen väitöskirjaan *Essays on the effects of past gains on subsequent risk-taking and stock returns*. Vastaväittäjänä toimi apulaisprofessori Sami Torstila Aalto-yliopistosta ja kustoksena professori Jukka Perttunen Oulun yliopiston kauppakorkeakoulusta. KTT Tuomo Haapalainen (tuomo.haapalainen2@gmail.com) on tohtoritutkija Oulun yliopiston kauppakorkeakoulussa.

Etenkin niin kutsuttu prospektiteoria on onnistunut selittämään inhimillisten taloudellisten toimijoiden käyttäytymistä epävarmuuden vallitessa ja yhdistämään psykologiset vaikeudet rahoitusteorian perusteisiin (Kahneman ja Tversky 1979). Ihmiset eivät prospektiteorian mukaan kykene johdonmukaisesti arvottamaan riskikorjattuja tuottoja perinteisen rahoitusteorian mukaisesti ”täysin rationaalisesti”, vaan heidän ajatteluaan sumentavat tappioiden pelko sekä toiveajattelu. Käyttäytymistaloustieteelliset mallit sisältävätkin usein näkökulmia psykologiasta, neurotieteistä sekä mikrotaloustieteestä.

Väitöskirjan otsikko kertoo sen, että siinä on tutkittu aikaisempien voittojen vaikutuksia myöhempään riskinottamiseen ja osaketuottoihin. Väitöskirjan kaikkien kolmen osatutkimuksen voidaan katsoa sijoittuvan tuon otsakkeen alle. Kaksi ensimmäistä osatutkimusta tarkastelevat yksityissijoittajia, aikaisempia voittoja ja riskinottamista. Kolmannessa tutkimuksessa tarkastellaan aikaisempia sijoituksia ja myöhempiä osaketuottoja.

Ensimmäisen osatutkimuksen otsikko on *Gambling with the House Money in the Stock Market*. Sen tarkoituksena on tutkia yksittäisten sijoittajien taipumusta niin kutsuttuun ”talon rahoilla pelaamiseen”, toisin sanoen ihmisten taipumusta lisätä riskinottoa osakemarkkinoilla kokemiensa onnistumisten jälkeen (Thaler ja Johnson 1990). Siinä tarkastellaan erityisesti sitä, ovatko sijoittajat valmiita hankkimaan osakkeita, jotka lisäävät osakesalkun riskiä, kun heillä on realisoituja voittoja negatiivisen markkinakehityksen jälkeen. Mainittu yhdistelmä saatetaan ymmärtää omaksi ansioksi hyvän tuurin sijaan, mikä toki saattaa olla todennäköisempää taantuvilla markkinoilla. Toisin sanoen laskevilla markkinoilla ansaitut

voitot olisivat sijoittajan omaa ansiota tappioiden ollessa ulkoisten tekijöiden syytä. Tässä osatutkimuksessa on testattu myös sitä, lieventääkö kokemus ilmiön vaikutusta. Ainakaan täysin se ei sitä hävitä. Yhteenvedona voidaan todeta, että talon rahoilla pelaamista tapahtuu ja että talon rahoilla pelaaminen on pahasta sijoitustoiminnassa menestymisen kannalta. Tämä on vaikutus, jota ei ole aiemmin analysoitu osakemarkkinoiden yhteydessä.

Samaa teemaa tarkastellaan hieman eri näkökulmasta myös väitöskirjan toisessa osatutkimuksessa, jonka otsikko on *First Investment Outcomes and Subsequent Risk-Taking*. Erityispainon tutkimuksessa saa sijoittajan ensimmäisen osakesijoituskokemuksen menestyksellisyiden vaikutukset hänen myöhemmällä sijoittajan urallaan. ”Talon rahoilla pelaaminen” tulee todennettua tässäkin tutkimuksessa. Myöskään tätä ilmiötä ei ole aiemmin tutkittu osakemarkkinoiden yhteydessä. Arvopaperikeskuksen tietokannan avulla analysoidaan uusia sijoittajia, jotka tekevät ensimmäisen pörssi-investointinsa (Grinblatt ja Keloharju 2000). Tulokset osoittavat, että kummassakin tapauksessa, ensimmäiset tai toiset voitot, voittoefektit ovat voimakkaammat kuin voitto-dummy ja ensimmäisellä tasolla olevat voitot antavat suuremman vaikutuksen riskisyyteen. Kiinnostavaa on se, että tulo, joka kertoo, onko realisoitunut raha todennäköisemmin riski ensimmäisessä osakkeessa, on suurempi kuin riski muissa osakkeissa.

Kolmas osatutkimus *Capital Gains Overhang, Market States and Momentum* on kirjoitettu yhdessä. Siinä analysoidaan, missä määrin sijoittajien epärationaaliset käyttäytymismallit saattavat olla osakemarkkinoilla havaittavan momentum-ilmiön takana (Jegadeesh ja Titman 1993). Momentum-sijoittaminen perustuu

tekniseen analyysiin ja siinä pyritään hyötymään osakehintojen trendistä. Käytetty tutkimusaineisto mahdollistaa osakkeiden todellisten hankintahintojen määrittämisen markkinoiden tasolla, rakentaen markkinatason hankintahinta-arviota yksittäisten sijoittajien rekisteröityjen osakekauppojen pohjalta. Tämä tekee mahdolliseksi analysoida niin kutsutun dispositio-efektin roolia momentum-ilmiota synnyttävänä tekijänä (Grinblatt ja Han 2005). Dispositio-efektillä tarkoitetaan sijoittajien hallittomuutta myydä osakkeita hankintahintansa alhaisemmalla hintatasolla. Tämän osatutkimuksen tulokset osoittavat, että poikkeamat volyyymi- tai omistukseen perustuvasta viitehinnasta, eli niin sanottu myyntivoiton ylitys, voivat selittää momentumia. Tulokset viittaavat siihen, että disposition ja liiallisen itseluottamuksen ja harhaisen itse-attribuution jälkeen ei voida suurella todennäköisyydellä selittää momentumin epäsymmetriaa (Cooper, Gutierrez ja Hameed 2004).

Kahden ensimmäisen osatutkimuksen tuloksilla on tärkeitä implikaatioita sijoittajille ja sijoitusneuvonnalle. Tutkimustuloksista tulisi oppia, kuinka aikaisemmat sijoituskokemukset saattavat väärällä tavalla vaikuttaa sijoittajan päätöksentekoprosessiin. Menestys ei ole aina taitoa, se saattaa olla tuuriakin. Ammatillaiset, kuten sijoitusneuvojat ja managerit voisivat käyttää tuloksia asiakkailleen, sijoittajille, varoittaakseen heitä potentiaalisista sudenkuopista sijoittamisessa. Tieteellinen kontribuutio tulee siitä faktasta, että mitään reaali-markkinoihin liittyvää ”talon rahoilla pelaamisen” efektiä ei ole vielä todennettu osakemarkkinoilla. Tulokset antavat implikaatioita siitä, että pidempi sijoitushorisontti kuin futuuri-markkinoilla tarjoaa hedelmällisen ympäristön ”talon rahoilla pelaamisen” tutkimiseksi. Tätä

aihetta voitaisiin siis tutkia vieläkin yksityiskohtaisemmin.

Kolmas osatutkimus laajentaa ymmärrystämme markkinoiden hinnanmuodostuksesta ja antaa aiempaa analyttisemmän kuvan momentum-ilmioista. Siinä on käytetty menetelmää, jota ei ole aikaisemmin sovellettu momentum-symmetrian tutkimukseen. Tulokset osoittavat, että poikkeamat volyyymi- tai omistukseen perustuvasta viitehinnasta, eli niin sanottu myyntivoiton ylitys, voivat selittää momentumia. Tulokset viittaavat myös siihen, että disposition ja liiallisen itseluottamuksen ja harhaisen itse-attribuution jälkeen ei voida suurella todennäköisyydellä selittää momentumin epäsymmetriaa (Cooper, Gutierrez ja Hameed 2004).

Pitäytyessään täysin rationaalisten sijoittajien oletukseen perinteinen rahoitusteoria on jättänyt tutkimuksissaan vähälle huomiolle sijoittajien tosiasiallisen käyttäytymisen. Behavioristinen rahoitusteoria on syntynyt osittain vastaamaan puutteisiin, joita perinteisessä rahoitusteoriassa on matkan varrella havaittu. Sijoittajien rationaalisuuden oletuksesta on luovuttu ja rahoitusmarkkinoiden toimintaan vaikuttava sijoittajien harhainen ja irrationaalinen käyttäytyminen on otettu vähitellen huomioon. □

Kirjallisuus

- Cooper, M., Gutierrez, R. ja Hameed, A. (2004), “Market states and momentum”, *Journal of Finance* 59: 1345–1365.
- Grinblatt, M. ja Han, B. (2005), “Prospect theory, mental accounting and momentum”, *Journal of Financial Economics* 78: 311–339.

- Grinblatt, M. ja Keloharju, M. (2000), "The investment behavior and performance of various investor types: A study of Finland's unique data set", *Journal of Financial Economics* 55: 43–67.
- Jegadeesh, N. ja Titman, S. (1993), "Returns to buying winners and selling losers: implications for stock market efficiency", *Journal of Finance* 48: 65–91.
- Kahneman, D. ja Tversky, A. (1979), "Prospect theory: An analysis of decision under risk", *Econometrica* 47: 263–291.
- Nofsinger, J. (2005), *The Psychology of Investing*, Pearson Education.
- Shefrin, H. (2005), *A Behavioral Approach to Asset Pricing*, Elsevier Academic Press.
- Thaler, R. (1980), "Toward a positive theory of consumer choice", *Journal of Economic Behavior and Organization* 1: 39–60.
- Thaler, R. (1985), "Mental accounting and consumer choice", *Marketing Science* 4: 199–214.
- Thaler, R. ja Johnson E. (1990), "Gambling with the house money and trying to break even: The effects of prior outcomes on risky choice", *Management Science* 36: 643–660.