



Vaasan yliopisto
UNIVERSITY OF VAASA

Toni Mäki

Kauppalehden osakeanalyysien yhteys osakkeiden hintoihin ja vaihdon määrään

Tarkastelussa Small Cap ja First North -yhtiöt

Laskentatoimen & Rahoituksen
akateeminen yksikkö
Taloustieteen Pro gradu -tutkielma
Taloustieteen maisteriohjelma

Vaasa 2023

VAASAN YLIOPISTO**Laskentatoimen & Rahoituksen akateeminen yksikkö**

Tekijä:	Toni Mäki		
Tutkielman nimi:	Kauppalehden osakeanalyysien yhteys osakkeiden hintoihin ja vaihdon määrään : Tarkastelussa Small Cap ja First North -yhtiöt		
Tutkinto:	Taloustieteiden maisteri		
Oppiaine:	Taloustieteen maisteriohjelma		
Työn ohjaaja:	Petri Kuosmanen		
Valmistumisvuosi:	2023	Sivumäärä:	92

TIIVISTELMÄ:

Tutkielma pyrkii selittämään millainen vaikutus Suomen suurimmalla talousmedialla ja sen tekemillä osakeanalyysillä on Helsingin pörssin Small Cap- ja First North -yhtiöiden osakkeisiin. Lisäksi tarkastelun aiheena on myös selvittää ovatko Kauppalehden analyysit pidemmällä aikavälillä myös oikeassa, vai saavatko ne aikaan pääosin lyhyen aikavälin reaktioita. Mielenkiintoisen tarkastelusta tekee se, että itse analyysit eivät tuo mitään uutta tietoa sijoittajalle, vaan ovat pelkästään huolellisesti yhtiön läpikäytyjä kokonaisuuksia ja perustuvat julkisesti kaikkien tiedossa oleviin tunnuslukuihin. Mikäli sijoittajat toimivat rationaalisesti markkinoilla, on analyysin kohteena olevan yhtiön osakkeen hinta jo sille kuuluvalla tasolla eikä vanhan tiedon esittämisen uudelleen tulisi aiheuttaa merkittäviä kurssireaktioita. Teoreettista pohjaa tutkielmaan on haettu ihmisten käyttäytymiseen vaikuttavista psykologisista tekijöistä sekä aiemmista talousjournalismin vaikutuksiin keskittyvistä tutkimuksista.

Tutkielma tarjoaakin syvempää pohdintaa ja jatkoa aiemmalle kandidaatintutkielmalleni samasta aiheesta. Aineisto koostuu Kauppalehdessä julkaistuista analyyseista aikavälillä 1.1.2019–31.12.2021 ja se luokitellaan tekstianalyysin perusteella positiivisiin, neutraaleihin ja negatiivisiin osiin. Yhteensä tutkielma kattaa aineiston, joka koostuu 108 yksittäisestä osakeanalyysistä ja niihin liittyvästä datasta. Empiirinen tutkimus todistaa, että analyyseillä on suuri vaikutus erityisesti lyhyellä aikavälillä osakkeiden kurssivaihteluihin. Varsinkin vaihtomäärältään pieniä yhtiöitä koskevat positiivissävytteiset analyysit saavat aikaan keskivertoa korkeamman positiivisen kurssireaktion. Kuitenkin muutaman päivän kuluttua vaikutus näyttää hiipuvan pois kaikilla aineiston osilla. Pitkällä aikavälillä ennustukset eivät näytä olevan erityisen paikkansapitäviä ja moni tutkimuksen pohjana ollut aiempi kirjallisuus ei saa vahvaa empiiristä tukea tutkimukseni tuloksista. Esimerkiksi hyvinä aikoina markkinat eivät näytä reagoivan keskimääräistä voimakkaammin negatiivisiin analyyseihin, eivätkä myöskään positiivisiin analyyseihin huonoina aikoina.

Tutkielma pyrkii myös arvioimaan ja pohtimaan sitä, onko kyseinen analyysi sisäpiiritietoa joutuksen kurssivaikutuksesta ja sitä kirjoittavan toimittajan ilmeisestä hyötymismahdollisuudesta. Moni positiivissävyisen analyysin kohteena ollut yhtiö onkin saanut suhteellisen suuria vaihdon määrän muutoksia osakkeen analyysia edeltävänä kaupankäyntipäivänä. Tarkempaa tutkimusta yksittäisistä kaupankäyjistä ei kuitenkaan voitu tutkielmaa varten tehdä, koska ne eivät ole julkista tietoa. Tietenkin tutkielman löydökset herättävät kysymyksiä siitä, onko nykyinen tilanne, jossa toimittajat itse rajoittavat itseään sopiva uskottavan talousjournalismin kanalta.

AVAINSANAT: Osakkeet, arvopaperimarkkinat, talousjournalismi, analyysi, sisäpiiritieto

Sisälllys

1	Johdanto	6
2	Sijoittajapsykologia ja median vaikutus osakkeisiin	11
2.1	Osakkeiden päivittäinen hinnanvaihtelu	11
2.2	Itsevarmuus ja sen merkitys sijoittajien käyttäytymiseen	11
2.3	Median ja uutisten luomat anomaliat osakemarkkinoissa	13
2.4	Talousjournalistien rooli osakkeiden hinnanvaihteluissa	14
3	Analyysit ja niiden vaikutukset osakkeisiin	17
3.1	Tutkimusaineiston esittely	17
3.2	Tutkimusmenetelmä	19
3.3	Koko aineiston analysointi	20
3.4	Positiiviset analyysit tarkastelussa	25
3.5	Neutraalit analyysit tarkastelussa	42
3.6	Negatiiviset analyysit tarkastelussa	49
3.7	Analyysit ja sisäpiiritieto	63
4	Johtopäätökset	70
	Lähteet	74
	Liitteet	77
	Liite. Lista aineistosta	77

Kuviot

Kuvio 1.	Frekvenssijakauma ensimmäisen päivän kurssireaktioista.	22
Kuvio 2.	Frekvenssijakauma toisen päivän kurssireaktioista.	23
Kuvio 3.	Frekvenssijakauma kolmannen päivän kurssireaktioista.	24
Kuvio 4.	Frekvenssijakauma neljännen päivän kurssireaktioista.	25
Kuvio 5.	Frekvenssijakauma positiivisen analyysin julkaisupäivän vaihdon muutoksesta suhteessa edellisen kuukauden vaihdon päivittäiseen keskiarvoon.	27

Kuvio 6.	Frekvenssijakauma positiivisten analyysien 1. päivän kurssireaktioista.	31
Kuvio 7.	Frekvenssijakauma positiivisten analyysien 2. päivän kurssireaktioista.	32
Kuvio 8.	Frekvenssijakauma positiivisten analyysien 3. päivän kurssireaktioista.	33
Kuvio 9.	Frekvenssijakauma positiivisten analyysien 4. päivän kurssireaktioista.	34
Kuvio 10.	Positiivisten analyysien julkaisupäivän kurssireaktio ja edeltävän kuukauden kurssikehitys.	35
Kuvio 11.	Positiivisten analyysien julkaisupäivän kurssireaktio ja edeltävän kuukauden OMXHPI kehitys.	36
Kuvio 12.	Positiivisten analyysien julkaisupäivän kurssireaktio ja edeltävän kuukauden keskimääräinen päivittäinen vaihto.	37
Kuvio 13.	Positiivisten analyysien julkaisupäivän kurssireaktio ja julkaisupäivän vaihdon määrän muutos suhteessa edeltävän kuukauden keskiarvoon.	38
Kuvio 14.	Positiivisten analyysien julkaisupäivän kurssireaktio ja kolmen kuukauden kurssikehitys analyysin julkaisun jälkeen.	40
Kuvio 15.	Positiivisten analyysien kurssikehitys analyysia ennen ja sen jälkeen.	41
Kuvio 16.	Neutraalien analyysien julkaisupäivän kurssireaktio ja niitä edeltäneen kuukauden kurssikehitys.	46
Kuvio 17.	Neutraalien analyysien julkaisupäivän kurssireaktio ja kolmen kuukauden kurssikehitys analyysin julkaisun jälkeen.	47
Kuvio 18.	Neutraalien analyysien julkaisupäivän kurssireaktio ja edellisen kuukauden OMXHPI kehitys.	48
Kuvio 19.	Frekvenssijakauma negatiivisen analyysin julkaisupäivän vaihdon muutoksesta suhteessa edellisen kuukauden vaihdon päivittäiseen keskiarvoon.	51
Kuvio 20.	Frekvenssijakauma negatiivisten analyysien 1. päivän kurssireaktioista.	54
Kuvio 21.	Frekvenssijakauma negatiivisten analyysien 2. päivän kurssireaktioista.	55
Kuvio 22.	Frekvenssijakauma negatiivisten analyysien 3. päivän kurssireaktioista.	56
Kuvio 23.	Negatiivisten analyysien julkaisupäivän kurssireaktio ja edeltävän kuukauden kurssikehitys.	57
Kuvio 24.	Negatiivisten analyysien julkaisupäivän kurssireaktio ja edeltävän kuukauden OMXHPI kehitys.	58

Kuvio 25. Negatiivisten analyysien julkaisupäivän kurssireaktio ja kolmen kuukauden kurssikehitys analyysin julkaisun jälkeen.	59
Kuvio 26. Negatiivisten analyysien julkaisupäivän kurssireaktio ja edellisen kuukauden keskimääräinen päivittäinen vaihto.	60
Kuvio 27. Kurssikehitys negatiivista analyysia ennen ja sen jälkeen.	61
Kuvio 28. Positiivisten analyysien vaihdon muutos päivä ennen analyysin julkaisua ja analyysin julkaisupäivän kurssireaktio.	67

Taulukot

Taulukko 1. Koko aineiston päiväkohtaiset muutokset analyysien jälkeen.	21
Taulukko 2. Päiväkohtaiset muutokset positiivisten analyysien jälkeen.	26
Taulukko 3. Positiiviset analyysit, niiden päivämäärät ja julkaisupäivän kurssireaktiot.	28
Taulukko 4. Päiväkohtaiset muutokset neutraalien analyysien jälkeen.	42
Taulukko 5. Neutraalit analyysit, niiden päivämäärät ja julkaisupäivän kurssireaktiot.	44
Taulukko 6. Päiväkohtaiset muutokset negatiivisten analyysien jälkeen.	49
Taulukko 7. Negatiiviset analyysit, niiden päivämäärät ja ensimmäisten päivien kurssireaktiot.	53

Lyhenteet

JSN = Julkisen sanan neuvosto

MAR = Markkinoiden väärinkäyttöasetus

OMXHPI = Helsingin pörssin yleisindeksi

1 Johdanto

Täydellisesti kilpailuiduilla markkinoilla, joilla toimivat täysin rationaaliset sijoittajat, ei osakeanalyysillä tulisi olla minkäänlaista vaikutusta osakkeen hintaan. Analyysissä kaikkien saatavilla olevat tiedot, tunnusluvut, tuloskasvutrendit ja odotukset vain sidotaan yhteen helposti luettavaan pakettiin. Mitään uutta ja salaista ei näistä pörssianalyyseistä kuitenkaan löydy, mikä voisi vaikuttaa analyysin kohteena olevan yhtiön fundamentteihin ja sitä kautta yhtiön arvoon. Kuitenkin standarditeoriaa täysin rationaalisesta sijoittajajoukosta markkinoilla on vuosien saatossa pyritty haastamaan ja siksi analyysi, joka ei tuo mitään uutta tietoa sijoittajille voisi kurssivaikutuksen omatessaan kyseenalaistaa tehokkaasti standarditeorian oletukset. Voisiko siis olla, että itse asiassa media-altistus, julkaisijan vahva status luotettavana media-alan toimijana tai toimittajan lennokka kielikäyttö ohjaa sijoittajien sijoituspäätöksiä itse osakkeiden fundamenttien pysyessä muuttumattomina.

Kauppalehti on 1898 perustettu suomalainen taloussanomalehti, joka tavoittaa kaikilla alustoillaan viikoittain noin 607 000 lukijaa (MediaAuditFinland, 2022). Teoriassa Kauppalehden suosituksilla voisi siis olla suurikin vaikutus osakkeen vaihtomäärään ja osakkeen arvoon, johtuen sen suuresta lukijakunnasta. Kauppalehden vahvan aseman vuoksi se on luonteva valinta aineistoksi edustamaan talousjournalismin vaikutusta sijoittajiin. Tutkielma perustuu Kauppalehdessä ilmestyviin osakeanalyysiin, jotka ilmestyvät joka lehden C-osiossa ensimmäisellä sivulla ja joissa tarkastellaan yhtä yritystä ja sen osaketta taloudellisten lukujen valossa. Analyysit lehdessä ovat pitkiä, huolellisia, faktoihin perustuvia sekä pituudeltaan yhden A3 sivun verran, joten mistään pintaraapaisusta ei ole kyse. Sama analyysi esiintyy aina myös internetissä, missä otsikko muotoillaan tyyppillisesti uudelleen houkuttelevammaksi, luultavimmin suurempien mainostulojen motivoivana. On mielestäni perusteltua selvittää hyödyttävätkö nämä analyysit todellisuudessa sijoittajia vai tapahtuuko ylipäättään kurseille merkittäviä muutoksia analyysin jälkeisinä päivinä. Mikäli kurssireaktioita tapahtuu, tutkielma pyrkii selvittämään, syyllisyyskö analyysin kirjoittajana toimiva toimittaja sisäpiiritiedon väärinkäyttöön, jos hän

esimerkiksi ennen positiivisen analyysin julkaisua ostaa kyseisen analyysin kohteena olevaa osaketta ennen analyysin julkaisua.

Tutkielma vertaa myös tuloksiaan aiempaan tutkimukseeni (Mäki, 2021) samasta aiheesta, jossa vaikutuksen todettiin olevan todellinen. Nyt otanta on suurempi, tutkittavia muuttujia enemmän sekä analyysi monipuolisempaa, joten onkin mielenkiintoista nähdä toistuvatko aiemman tutkielmani tulokset, vai onko laajemmalla aineistolla tulokset toisenlaisia.

Portfolioteorian mukaan osaketta voisi hankkia tehokkaalta rintamalta oikealla tuotto-riski-suhteella. Mitä korkeampi osakkeen tuottovaatimus on, sitä korkeampi myös riskin on oltava (Markowitz, 1952). Myös portfolioteorian vaikutuksen edesauttamana kehittyneen CAP-mallin mukaan rationaalisesti toimiva sijoittaja pyrkii sijoituksissaan siirtymään tehokkaalle rintamalle piirrettyyn pääomamarkkinasuoran pisteeseen, jossa tuottoriskisuhde maksimoituu (Sharpe, 1964), (Lintner, 1965), (Mossin, 1966). CAP-mallia käytetäänkin arvopaperin oletetun tuottoasteen laskemiseen ja sen lähtöoletukset ovat myös motivoineet tämän tutkielman lähtökohtia. Mallissa nimittäin oletetaan sijoittajien olevan rationaalisia ja turhia riskejä karttavia sekä markkinoilla vallitsevan täydellisen kilpailun. Näiden lähtöoletuksien mukaan arvopapereiden hinnanmuodostuksen tulisi olla tehokasta myös analyysien kohteina olevien yritysten pörssikurssien osalta. Lisäksi analyyseilla ei siis tulisi olla vaikutusta, sillä kyseinen tieto on jo rationaalisten sijoittajien hallitsemilla markkinoilla.

Tutkielmassa lähtökohtainen hypoteesi on, että erityisesti vähän kauppaa käytävien osakkeiden hinnanmuodostus ei ole tehokasta. Tällöin analyysit saattavat heilauttaa arvopaperin hintaa erittäin voimakkaasti. Tutkielma keskittyykin Kauppalehden Helsingin pörssin Small Cap- sekä First North -yhtiöitä koskeviin analyyseihin. Tarkoituksena on selvittää, millaisia vaikutuksia analyyseilla on osakkeiden kaupankäyntimääriin, kurssireaktioihin ja miten niiden kurssit kehittyvät analyysin jälkeen pidemmällä aikavälillä.

Lisäksi tutkielma pyrkii selvittämään, milloin vaikutus on voimakkaimmillaan, ja milloin taas hinta ei merkittävästi muutu.

Jennifer Conrad, Bradford Cornell ja Wayne R. Landsman (2002) osoittivat omassa tutkimuksessaan osakkeiden hinnan reagoivan voimakkaammin negatiivisiin uutisiin mitä enemmän markkinat nousevat. Osakkeiden hinnat myös reagoivat heidän tutkimukseensa sitä heikommin positiivisiin uutisshokkeihin, mitä korkeammaksi markkina nousi. Lisäksi Pietro Veronesi (1999) osoitti tutkimuksessaan osakkeiden hintojen ylireagoivan huonoihin uutisiin hyvinä aikoina sekä alireagoivan hyviin uutisiin huonoina aikoina.

Median roolia osakemarkkinoilla tutkinut Paul C. Tetlock (2007) sai tutkimuksessaan selville median korkean pessimistisyyden ennustavan markkinoiden hintojen laskupainetta. Tutkimuksessaan hän myös huomasi median luoman pessimismin kautta syntyvän hintavaikutuksen olevan erityisen suuri nimenomaan pienissä osakkeissa. Johtopäätöksenä median luoma sisältö todella vaikuttaa pienten yhtiöiden kurssiliikkeisiin erityisesti yksityisten sijoittajien käyttäytymisen kautta, sillä yksityiset sijoittajat omistavat yleensä pienistä yrityksistä suhteellisesti isomman osan verrattuna suurempiin yrityksiin, joiden osakkeita omistavat laajemmin myös isot instituutiot.

Tetlockin (2007) tutkimuksessaan nostaman väitteen mukaan satunnaiset havainnot viittaavat siihen, että osakemarkkinoita koskevien uutisten sisältö voisi liittyä sijoittajapsykologiaan ja sosiologiaan. Nykypäivään peilattaessa median rooli on kuitenkin vahvasti muuttunut viimeisen vuosikymmenen aikana, siitä kun Tetlock on tutkimuksensa tehnyt. Media ja sen kuluttaminen on siirtynyt koko ajan vahvemmin internettiin ja maksuurien taakse, joihin kuluttajia yritetään saada houkutelua kiinnostavilla otsikoilla. Kaupalliset mediat tienaavat myös rahaa mainostuloilla, joita tulee yksinkertaisesti niin paljon, kuin sivustoilla on kävijöitä. Perinteisen median kuluttamisen aikana ei toimittajilla ollut paineita keksiä otsikoista mahdollisimman mielenkiintoisia, sillä jutun lukija oli jo lehden tilaaja, eikä siksi otsikon houkuttelevuudella ollut erityistä vaikutusta lehden tulovirtoihin.

On erittäin tärkeää tutkia, millaisia vaikutuksia yhdellä journalistisella instituutiolla tai jopa yhdellä toimittajalla voi olla yrityksen osakkeen arvoon. Varsinkin, kun Barber, Lehavy ja Trueman (2007) omassa tutkimuksessaan osoittivat itsenäisten analyysiyhtiöiden osta-suositusten performoivan paremmin, kuin investointipankkien osta-suositukset. Kauppalehteä voidaankin verrata Suomessa itsenäiseen analyysiyhtiöön, varsinkin kun tarkastellaan lehteä ainoastaan osakeanalyysien kontekstissa. Voisi siis olla mahdollista, että Kauppalehden analyysit ovat paremmin paikkaansa pitävämpiä, johtuen sen itsenäisestä asemasta markkinoilla. Ihmisten sijoituskäyttäytymisen ollessa epärationaalista, voi suuri luotettu medialaitos vaikuttaa suuresti yksittäisiin sijoituspäätöksiin.

Tämä tutkielma pyrkiikin selvittämään toistuvatko aiempien tutkimusten tulokset osakkeiden hintojen muutoksissa sekä selvittämään kuinka iso vaikutus yhden lehden analyseillä todellisuudessa on osakkeen arvoon ja onko näkemys pidemmällä aikavälillä lopulta oikea. Lisäksi tutkimus pyrkii löytämään eroja eri osakkeiden reaktioiden voimakkuuksien välillä peilaten osakkeita niiden edellisten kuukausien vaihtomääriin ja kurssi-kehityksiin. Näin tutkimus pyrkii löytämään selittäviä tekijöitä reaktioiden taustalle.

Reaktioiden ja empiirisen osuuden jälkeen tutkielma pyrkii arvioimaan millaisia ongelmia ja mahdollisuuksia anomalian hyödyntämiseen liittyy. Esimerkiksi mahdolliset sisäpiiritiedon hyödyntämiskysymykset nousevat tässä vaiheessa esille. Lisäksi pyrin löytämään aineiston datan avulla vastauksia siihen, onko syytä epäillä mahdollisen sisäpiiritiedon väärinkäyttöä. Tämä tarkempi tutkimus ja selvitys sisäpiiritiedon hyödyntämisestä sekä aineiston ja muuttujien laajentaminen tekee tutkimuksesta huomattavasti syvemmän verrattuna aiempaan tutkimukseeni (Mäki, 2021), missä todistettiin vain erityisesti tiedon positiivisesta analyysistä olevan sisäpiiritietoa, mutta itse tutkimusta mahdollisesta väärinkäytön paljastamisesta ei tehty. Lopuksi johtopäätöksissä tutkielma nitoo yhteen millaisia vaikutuksia analyseillä sekä uskottavalla talousjournalismilla on markkinoiden toiminnan merkityksen kannalta.

Erityisen mielenkiintoisen tutkielman asettelusta tekee se, että aikaisemmat tutkimukset aiheesta keskittyvät perinteisesti uutisten osakkeisiin tuomiin vaikutuksiin. Nyt, koska kyseessä ei ole uuden informaation tuoma fundamenttien muutos, ovat tutkimustulokset erityisen merkittäviä sijoittajapsykologiaa ja median merkitystä tarkastellessa.

Vaikka seuraavassa osiossa käsiteltävä aikaisempi kirjallisuus käsittelee pääasiassa uutisten vaikutuksia osakkeisiin, ovat ne kuitenkin sovellettavissa myös tämän tutkielman käyttöön. Käytännössä tämä tutkielma pystyykin sulkemaan pois monia aikaisempien tutkielmien mahdollisia selityksiä osakkeiden hinnanvaihteluille. Nyt vaikutus joka osakkeen hinnassa näkyy, johtuu ainoastaan Kauppalehden statuksesta vahvana talousmedianä sekä toimittajan kielenkäytöstä ja sanavalinnoista sekä näkemyksen altistumisesta suurelle sijoittajajoukolle.

2 Sijoittajapsykologia ja median vaikutus osakkeisiin

Teoreettista pohjaa tutkimukseni hypoteesille antavat aikaisemmat tutkimukset, joiden tulokset pääsääntöisesti todistavat uutishokkeja seuraavan vaikutuksen todelliseksi.

2.1 Osakkeiden päivittäinen hinnanvaihtelu

Siitä lähtien, kun John Maynard Keynes kehitti termin ”animal spirits” tunnetussa Työllisyys, korko ja raha -kirjassaan (1936), ovat taloustieteilijät pyrkineet selittämään osakkeiden paikoitellen viljelejäkin päivittäisiä hinnanmuutoksia, jotka näennäisesti vaikuttavat olevan fundamenteista riippumattomia.

Markkina-anomaliat ja osakkeiden hintojen ylireagoiminen suuntaan tai toiseen voivat kyseenalaistaa perinteisiä oletettavia tehokkaista markkinoista, mutta esimerkiksi Eugene F. Fama (1998) tutkimuksessaan nostama seikka markkinoiden pitkän ajan tehokkuudesta ei poissulje tehokkaiden markkinoiden mahdollisuutta. Tutkiessaan osakkeiden yli- ja alireagoimista pidemmällä aikavälillä, huomasi hän reaktioiden suuruuksien menevän lähes tasan. Näin, vaikka lyhyellä aikavälillä reaktiot olisivatkin epärationaalisia ja paikoitellenkin rajuja, pitkällä aikavälillä markkinoiden voidaan katsoa olevan tehokkaita. Tämän puolesta ei voida siis poissulkea pitkän aikavälin tehokkaiden markkinoiden hypoteesia, eikä myöskään sitä mahdollisuutta, että mahdolliset yli- ja alireagoimiset ovat vain sattumanvaraisia tuloksia, jotka tarpeeksi pitkällä aikavälillä tasoittuvat.

2.2 Itsevarmuus ja sen merkitys sijoittajien käyttäytymiseen

Conrad, Cornell ja Landsman (2002) osoittivat tutkimuksessaan osakkeiden reagoivan negatiivisiin uutisiin voimakkaammin markkinan noustessa. Heidän tutkimuksensa

hypoteesi sijoittajien käyttäytymisestä perustui kahteen osaan, joiden teoreettista puolta käsitellään seuraavissa kappaleissa.

Sijoittajapsykologiaa mallintaneet De Bondt ja Thaler (1985) julkaisivat sijoittajien käyttäytymiseen perustuneen tutkimuksena. Sen yksi perustavimmista löydöksistä oli ihmisten ylireagointi dramaattisiin uutisiin. Lisäksi ihmisten liiallisesta itsevarmuudesta löytyy näyttöä useassa eri kontekstissa, kuten aktiivisesti osakekauppaa käyvissä treidaajissa (Odean, 1998) ja talousennustuksia tekevissä ekonomisteissa (De Bondt, 1991). Vaikka esimerkiksi taloutta ennustavien ekonomistien voisi kuvitella olevan objektiivinen, rationaalinen sekä asiantunteva joukko, painottuu heidänkin ekonomisissa ennustuksissaan konservatiivisuus (De Bondt, 1991). Ennustuksia päivitettäessä omille aikaisimmille ennustuksille annetaan tyypillisesti liian suuri ja muiden ennustuksille taas liian pieni painoarvo (Batchelor & Dua, 1992).

Toinen oletama liiallisen itsevarmuuden lisäksi on ihmisten puolueellinen itsensä tulkinta omista malleistaan ja ennustuksistaan (biased self-attribution). Conradin, Cornellin ja Landsmanin (2002) mallissa sijoittajien luottamus omaan malliinsa kasvaa, kun julkinen tieto tukee sijoittajan mallia, mutta julkisen tiedon ollessa ristiriidassa mallin kanssa, ei luottamus valitettavasti laske. Esimerkiksi Fischhoffin (1982) esseessä mainittu ihmisten taipuvaisuus antaa itselleen kunniaa menneestä menestyksestä sekä syyttää epäonnistumisista ulkoisia tekijöitä, on sovellettavissa myös sijoittajien käytöksen tarkasteluun.

Robert Shiller (2005, s.156) totesikin kirjassaan *Irrational Exuberance* juuri psykologiset tekijät sekä sijoittajien tunteet merkittäviksi osakekursseihin vaikuttaviksi tekijöiksi. Niiden seurauksena uutisten vaikutukset osakemarkkinoita kohtaan tulevan ennemminkin sijoittajien tuntemuksista uutisia kohtaan, kuin loogisista ja rationaalisista reaktioista itse uutisten sisältöön.

2.3 Median ja uutisten luomat anomaliat osakemarkkinoissa

Vaikka Fama (1998) osoittikin, että markkinoiden tehokkuutta ei voida sulkea pois pitkällä aikavälillä, on tutkimuksissa noussut esille osakkeiden lyhyen aikavälin yli- ja ali-reagointia uutisiin. Esimerkiksi Veronesin (1999) tutkimuksen mukaan epävarmoina aikoina ihmiset reagoivat uutisiin voimakkaammin. Hänen mukaansa oli rationaalista, että sijoittajat reagoivat uutisiin nopeammin epävarmoina aikoina, sillä silloin uutinen tarkoittaa tulevaisuuden kassavirtoja erityisen paljon. Jos epävarmoina aikoina tulevaisuuden kassavirrat ovat olleet erityisen epävarmat, on loogista, että niiden tarkentuminen voi luoda suuremman kurssireaktion, kuin aikoina, jolloin konsensusennustus tulevaisuuden kassavirroista on jo yhtenäinen.

Kuitenkaan tulevaisuuden kassavirtojen mahdollinen tarkentuminen ei selitä kaikkia osakemarkkinoiden äkillisiä liikkeitä (Cutler ja muut, 1989). Heidän tutkimuksensa liitti osakkeiden äkilliset hinnanmuutokset ja uutiset toisiinsa tutkimalla makroekonomisten uutisten vaikutusta osakkeiden varianssiin. Heidän mallinsa avulla uutiset selittivät noin kolmasosan osakkeisiin kohdistuneesta varianssista. On siis selvää, että jos makrotason uutisilla löytyy osakkeiden hintoihin kohdistuvia vaikutuksia, myös yksittäisiä yhtiöitä koskevia uutisia on syytä tutkia.

Tetlockin (2007) tutkimuksen löydökset ovatkin helppoiten sovellettavissa juuri tähän tutkielmaan, sillä juuri hän tutki yksittäisten uutisten vaikutuksia yksittäisiin osakkeisiin. Tutkimuksensa hän perusti Wall Street Journalin suosittuun kolumniin, joka ilmestyy aina lehden viimeisellä sivulla. Kolumnissa käydään läpi päivittäin, miten markkinat liikkuvat edellisenä päivänä ja millaiset ovat asiantuntijoiden sekä toimittajien tuntemukset markkinasta juuri sinä päivänä. Tutkimus siis perustui kvantitatiiviseen aineistoon ja mallinnukseen median pessimistisyydestä kolumnin perusteella. Yhtymäkohdat tämän tutkimuksen asetelmaan ovat huomattavat, sillä myös tämän tutkimuksen mallinnukseen on jaoteltu uutisia asteikolla negatiivisista positiivisiin sekä kerätty kvantitatiivisesti

dataa Kauppalehdestä, jota voisi johtavan talousjournalistisen asemansa nojalla pitää hyvänä Suomen verrokkina Yhdysvaltojen Wall Street Journalille.

Tetlockin (2007) tutkimuksen tulokset antavat hyvää viitekehystä tälle tutkimukselle, sillä hän osoitti median korkean pessimistisyyden ennustavan markkinan laskupainetta. Pessimismin vaikutus oli myös erityisen suurta juuri pienissä osakkeissa, joissa sen vaikutus myös näkyi pidempään. Hänen tutkimuksessaan hypoteesi siitä, että hintojen vaihtelu johtuu negatiivisesta fundamentaalisesta informaatiosta, jota ei olla vielä hinnoiteltu osakkeisiin, ei saa paljoa tukea datasta. Tämä johtopäätös perustuu siihen, että negatiivista uutista seuraavat osakkeen hinnan laskut ovat hajallaan koko kaupankäyntipäivän ajalla, eivätkä painotu uutisen julkaisuhetken jälkeiseen aikaan. Lisäksi negatiiviset tuotot hänen tutkimuksessaan ovat yleensä käänteisiä seuraavien kaupankäyntipäivien aikana, mikä osaltaan kyseenalaistaa hypoteesia siitä, että markkinat omaksuvat negatiivisen informaation tehokkaasti ja hinnoittelevat osakkeet uudelleen täysin fundamenttien muutosten perusteella.

2.4 Talousjournalistien rooli osakkeiden hinnanvaihteluissa

Uutisten vaikutuksista osakkeiden hintoihin on empiirisiä tutkimustuloksia, mutta myös toimittajien käytöstä on tutkittu. Toimittajien työskentelyä on pystyttävä arvioimaan kriittisesti, kun uutisilla on havaittu olevan vaikutuksia osakkeisiin. Journalisteilla on selkeä houkutin maksimoida lehtensä mainostuloja luomalla mahdollisimman myyviä otsikoita, joilla saattaa olla suuri vaikutus osakkeen hintaan. Ei voida poissulkea myöskään jalompaa ajatusta siitä, että journalistit tarttuvat erityisesti sellaisten yritysten osakkeisiin, joiden arvostus on liian korkealla ja toimivat näin eräänlaisina osakemarkkinoiden vahtikoirina. Siksi on erityisen tärkeää pyrkiä löytämään teoreettista pohjaa sille, miten talousjournalistien työtä tulisi tarkastella.

Journalistien on havaittu pääosin kirjoittavan positiivisesti osakkeista, jotka ovat aliarvostettuja ja taas negatiivisimmin yliarvostetuista osakkeista Jacobs (2020). Jacobs huomasi myös tutkimuksessaan journalistien useasti keskittyvän juuri yliarvostettuihin osakkeisiin. Lisäksi hänen tutkimuksessaan vaikutus oli selkeämpi maanlaajuisten, kuin paikallislehtien tapauksissa.

Taloustoimittajia koskevan tutkimuksen mukaan (Call ja muut, 2018) yli 80 % journalisteista pitää yritysten valvomista, joka pitää yritykset vastuussa teoistaan sekä ajankoh- taisten, ja syvällisten artikkeleiden kirjoittamista tärkeimpinä tavoitteinaan. Kuitenkin Robert Shiller (2005, s. 85 & s.105) nostaa median roolin esiin lähes jokaisen historialli- sen kuplan synnyssä. Hänen mukaansa mediat ovat riippuvaisia lukijoista, kuuntelijoista ja katsojista, mikä taas johtaa medialaitosten pinnallisuuteen, joka osaltaan voimistaa markkinoihin liittyviä väärinkäsityksiä.

Tutkimuksessaan Call ja muut (2018) selvittävät, että yli kaksi kolmasosaa haastatelluista taloustoimittajista kokee kilpailun asiakkaista koventuneen heidän uransa aikana. Li- säksi lähes yksi kolmasosa kokee lukijoiden viihdyttämisen erittäin tärkeänä aspektina taloustoimittajan työssä. Kun nämä kaikki faktat nivotaan yhteen, on selvää, että median rooli ei ole vain yksiselitteisesti olla tiedon ja faktan tuottaja. Lukijoista kilpailu saattaa olla äärimmäisen merkittävä motiivi toimittajan muotoillessa otsikkoa omaan analy- siinsa.

Tiedotusvälineistä aiemmin saatu näkyvyys vaikuttaa osakkeiden hintareaktioon uutisia julkaistaessa. Suuri määrä positiivisia uutisia yhtiöön liittyen nostaa sijoittajien odotuk- sia yhtiön tulevaisuuden kannattavuudesta sekä voitoista. Tämä taas johtaa osakkeen hinnannousuun lyhyellä aikavälillä, mutta myös alhaisempiin tuottoihin tulevaisuudessa tulosjulkistusten hetkillä (Solomon, 2012). Viidesosa taloustoimittajistakin (Call ja muut, 2018) pitää erittäin todennäköisenä sitä, että yhtiön huonossa valossa esittävän artikke- lin kirjoittaminen johtaa myös yhtiön johdon kanssa tekemisiin pääsemisen loppumi- seen. Onkin relevanttia pohtia, vaikuttaako tämä toimittajien päätöksiin siitä, mistä ja

millaisia artikkeleita he kirjoittavat. Varsinkin, kun Solomonin (2012) tutkimustulosten perusteella toimittajat saattavat joutua yritysten vaikutuksen alaiseksi. Tämä vaikuttaminen tapahtuu yleensä toimittajien ja yritysten henkilökohtaisten verkostojen kautta ja niiden avulla yritykset voivat lisätä mahdollisuuksiaan saada toimittaja kirjoittamaan omasta näkökulmastaan suotuisia artikkeleita.

Sijoittajat luottavat mediaan, jonka avulla he pystyvät prosessoimaan informaatiota sekä päättämään, millaiset uutiset ovat taloudellisesti merkittäviä. Ilmaisten verkkolehden lisääntyessä sijoittajien ongelmaksi nousee, mitkä artikkelit ja lehdistötiedotteet lukea, kun aikaa on rajoitettu määrä käytettävissä (Solomon, 2012). Lisäksi Gurun ja Butler (2012) tutkimuksessaan huomasivat paikallisen talousmedian kirjoittavan positiivisemmin paikallisista yrityksistä, kuin maanlaajuinen media. Toki tässä yhdysvaltalaisessa tutkimuksessa paikallinen media käsitti erittäin merkittäviä mediataloja, kuten Chicago Sun-Times ja Washington Post. Heidän tutkimuksensa löydökset paikallisen median taipumuksesta kirjoittaa positiivisemmin paikallisista yrityksistä voisi päteä myös Kauppalehden tapauksessa. Kauppalehden markkina-alueena toimiva Suomi on kuitenkin paljon Chicago Sun-Timesin markkina-alueena toimivaa Illinoisista pienempi, vaikka Kauppalehti onkin maanlaajuinen lehti.

Gurunin ja Butlerin (2012) johtopäätöksissä todetaankin paikallisen median luovan viannon yrityksen arvosta, joka voi vaikuttaa sijoittajien sijoituspäätöksiin. Lisäksi heidän tutkimuksessaan positiivisten sanojen käyttäminen uutisissa heijastui suoraan yrityksen arvoon ja vaikutus oli suurinta pienissä epälikvideissä tai korkean volatiliteetin osakkeissa. Lisäksi analyytikoiden vähäinen seuraaminen tai analyytikoiden ennusteiden laaja jakauma voimisti vaikutusta. Tämä kaikki sopii hyvin yhteen myös tämän tutkielman lähtöoletuksien kanssa siitä, miten juuri pieniin ja epälikvideihin yrityksiin Kauppalehden analyysit vaikuttavat. Myös pieni analyytikoiden seurantamäärä on yleistä tämän tutkielman aineiston yrityksissä.

3 Analyysit ja niiden vaikutukset osakkeisiin

Seuraavassa kappaleessa kuvataan tutkimuksen empiirisen osan asettumista suhteessa aiemmin läpikäytyyn teoreettiseen viitekehykseen ja aikaisempiin tutkimustuloksiin.

3.1 Tutkimusaineiston esittely

Aineisto koostuu Kauppalehdessä julkaistuista osakeanalyyseista aikaväliltä 1.1.2019-31.12.2021. Kokonaisuus perustuu aikaisemmassa kandidaatintutkielmassani (Mäki, 2021) käyttämäni aineistoon, jota on laajennettu syvempää tarkastelua varten. Edellytykset analyysin kelpuuttamiselle osaksi aineistoa ovat pysyneet identtisenä myös tämän tutkielman osalta. Analyysin tulee ilmestyä Kauppalehden pörssisivulla, ja olla kooltaan a3 sivun kokoinen kattava ja huolellinen näkökulma kyseisestä yrityksestä. Mitään lyhyitä muutaman lauseen kirjoituksia yrityksestä tai yritysten toimitusjohtajien henkilökuvia ei näin ollen sisällytetä aineistoon.

Analyysien tulee koskea Helsingin pörssin Small Cap listattuja yhtiöitä, eli joiden markkina-arvo on alle 150 miljoonaa euroa tai First North -markkinapaikalle listattuja yhtiöitä. Syitä aineiston valinnalle ovat kolmen vuoden aikaisten Kauppalehtien osakeanalyysien puhtaan määrän rajaaminen pois. Koska jokaisena arkipäivänä ilmestyvä kauppalehti pitää aina sisällään osakeanalyysin sisäsivullaan, tulisi tutkielmasta erittäin kattava, mikäli jokainen analyysi myös isoimmilta yrityksiltä otettaisiin mukaan. Myös ennako-oletuksena pidetty reaktion suuruuden negatiivinen korrelaatio yrityksen kokoon on vaikuttanut siihen, että aineistoon on tietoisesti valittu pienempiä yrityksiä, joiden omistajapohjassa on suhteessa enemmän yksityisiä sijoittajia, kuin isoja institutionaalisia omistajia.

Lisäksi aineistoon kelpuutettaviin artikkeleihin on tehty muutamia reunaehtoja, jotta tutkimusongelmaa pystytään tutkimaan tehokkaammin. Ensinnäkin yritysten toteutuneiden tuloksien analyysit on jätetty huomioimatta, jos niistä on seurannut suuri

kurssireaktio. Aineistossa on kuitenkin mukana sellaisia analyysijä, joita on edeltänyt tulosjulkistuksia, mikäli tulosjulkistukset eivät ole oleellisesti vaikuttaneet osakkeen kurssiin. Tällöin voitaisiin mahdollisten muutosten kurssiin tulevan juuri analyysistä, eikä aiemmasta osakkeen fundamentteihin vaikuttaneesta tulosjulkistuksesta. Pääsyy rajaamiselle siis on se, että osakkeen hintaan kohdistuu tai on kohdistunut aiemmin relevantteja voimia, kun yritys on julkistanut konkreettisen tuloksensa ja näkymänsä myös tulevasta, mitkä näkyvät myös selkeästi kurssireaktioina. Rajaamista on tehty myös jättämällä pois listautumisesta ilmoittavan yrityksen analyysit, sillä yhtiöllä ei luonnollisesti vielä analyysin aikaan tehdä kauppaa pörssissä. Tämän lisäksi yksi Nordic ID:tä ja sen ostotarjousta koskenut analyysi jätettiin pois yhtiön osakekurssin noustessa ostotarjousta vastaavalle tasolle. Myös yksi Next Games -yhtiötä koskeva analyysi rajattiin pois, sillä yhtiö ilmoitti kurssiin olennaisesti vaikuttavasta muutoksesta myöhään illalla kaupankäyntiaikojen ulkopuolella, jolloin pörssillä ei ollut mahdollisuutta reagoida tähän uuteen tietoon. Kurssireaktio kyseiseen fundamenttimuutokseen näkyi siis vasta seuraavana päivänä, kun myös Kauppalehdessä oli analyysi kyseisestä yhtiöstä ja tapahtumasta. Vaikka kurssireaktio vastasikin Kauppalehden analyysin sävyä, olisi eettisesti väärin sisällyttää kyseinen analyysi aineistoon, sillä kurssireaktio syntyy ensisijaisesti fundamenttien oleellisesta muuttumisesta itse yhtiössä.

Lopullisten rajoitusten perusteella saatu aineisto koostuu yhteensä 108 yksittäisestä analyysistä. Analyysit on jaoteltu kolmeen ryhmään niiden sävyjen perusteella, jotka ovat positiiviset, neutraalit sekä negatiiviset. Tällä on pyritty erottelemaan vaikutuksia, missä toimittajan sanavalinnoilla ja lauserakenteilla on saatu esitettyä yrityksen fundamentit jossain tietyssä valossa. Jaottelu on käytännössä tehty jokaisen analyysin kohdalta erikseen siten, että tutkielman tekijä lukee analyysin huolellisesti läpi ja luokittelee sen tekstin sävyä ja otsikointia painottaen johonkin kolmesta edellä mainitusta ryhmästä. Tämän tekstianalyysin perusteella esimerkiksi tietyt sanavalinnat saattavat vaikuttaa analyysin sävyyn merkittävästi. Toimittajalla on aina valta esittää tieto haluamallaan sanoilla ja tästä syystä on perusteltua tutkia vaikutuksia jaottelun jälkeen. On myös tärkeää tiedostaa, että kaikkia analyysijä ei voida luokitella erityisen negatiivisiksi tai positiivisiksi.

Tästä syystä luotiin neutraalien analyysien ryhmä, vaikka se ei välttämättä olekaan tutkielman tarkastelun keskiössä. Neutraaleihin analyysihin on valikoitunut esimerkiksi monia yrityksiä, joiden osakkeita on edeltänyt positiivinen kurssikehitys ja toimittaja halua palauttaa osakkeen fundamentit keskiöön. Käytännössä analyysia ei voi luokitella tällöin erityisen kantaottavaksi, vaan pikemminkin neutraaliksi. Neutraalijoukko onkin ensisijaisesti mukana siksi, että positiivisiin ja negatiivisiin luokkiin saatiin mukaan sinne selkeästi kuuluvat analyysit ja näin tutkielman perimmäinen tarkoitus reaktion selvittämisestä positiivisten ja negatiivisten analyysien jälkeen onnistuu tehokkaammin. Positiiviseksi analyysi voidaan lukea, jos toimittaja esimerkiksi nimittää osaketta halvaksi, kurssiraketiksi, hyväksi osingonmaksajaksi tai korostaa siihen sijoittaneita tunnettuja suomalaisia sijoittajia. Negatiiviseksi analyysi on taas luokiteltu, mikäli osake mielletään kalliiksi, liiketoiminta huonoksi, liian riskiseksi tai kannattamattomaksi tai mikäli toimittaja nimittää yritystä esimerkiksi jatkuvaksi odotusten alittajaksi.

Kurssidata taas on poimittu myös suoraan Kauppalehden nettisivuilta, jonne sen toimittaa Millistream. Lisäksi OMXHPI-kurssidata on kerätty Yahoo Financen sivulta, minkä jälkeen kokonaisuus on kasattu Excel-tiedostoon, järjestetty taulukoksi ja purettu siten helposti analysoitavaksi. Kaikki tämän tutkielman taulukot ja kuvat ovat tuon Excel-tiedoston datan avulla luotuja.

3.2 Tutkimusmenetelmä

Tutkimuksen ensisijaisena tavoitteena on selvittää, mikäli Kauppalehdessä ilmestyvillä analyysilla todella on kurssivaikutus niiden kohteena olevien yhtiöiden osakkeisiin. Tämä käytännössä toteutuu siten, että analyysien kohteina olevien yhtiöiden kurssireaktioita seurataan ennen ja jälkeen analyysia. Lisäksi tutkielma vertaa tuloksiaan aikaisempiin kandidaatintutkielmani (Mäki, 2021) tuloksiin. Kurssivaikutuksen lisäksi tutkielma perehtyy myös muihin osakkeiden muuttujiin ja reaktion voimakkuuteen vaikutaviin muuttujiin. Näitä ovat vaihdon määrä sekä vaihdon määrän muutos verrattuna

edeltävän kuukauden päivittäiseen keskiarvoon. Myös analyysin ja toimittajan näkökulman paikkansapitävyyttä seurataan tutkimalla yhtiön kurssia 3 kuukautta analyysin julkaisun jälkeen.

Uutena lisänä verrattuna aikaisemman tutkielmani (Mäki, 2021) tarkasteltaviin muuttujiin, on tässä tutkielmassa otettu huomioon OMXHPI indeksin kehitys ennen analyysia. Tällä on tarkoitus saada kuvattua markkinoiden yleistä ilmapiiriä ja selvittää onko reaktioiden suuruuksissa eroja, kun yleisellä tasolla markkinat kehittyvät eri tavoin. Aiemmassa tutkielmassa kyseinen muuttuja ei ollut erityisen hyödyllinen, sillä kyseisellä aikajaksolla ei sisältynyt indeksitasolla erityisen pitkäkestoisia huonoja aikoja.

Lisäksi uutena muuttujana on otettu huomioon vaihdon määrän muutos suhteessa aiemman kuukauden keskiarvoon yksi päivä ennen analyysin julkaisua. Tällä on pyritty selvittämään, onko ennen erityisesti positiivissävyisiä analyyseja tapahtunut merkittäviä muutoksia osakkeen vaihdon määrässä. Mahdolliset suuret määrät vaihdossa voisivat indikoida, että tietoa positiivisen analyysin julkaisusta on käytetty väärin ja seuraavan päivän kurssinousulla on ollut mahdollista saada rahallista hyötyä.

3.3 Koko aineiston analysointi

Kaikkien 108 yksittäisen analyysin muodostama data antaa hyvää yleiskuvaa tilanteesta. Kun katsotaan taulukkoa 1 analyysin julkaisupäiväisestä ja sitä seuraavista kaupankäyntipäivistä, voidaan aineiston suuresta teemasta muodostaa tulkintoja.

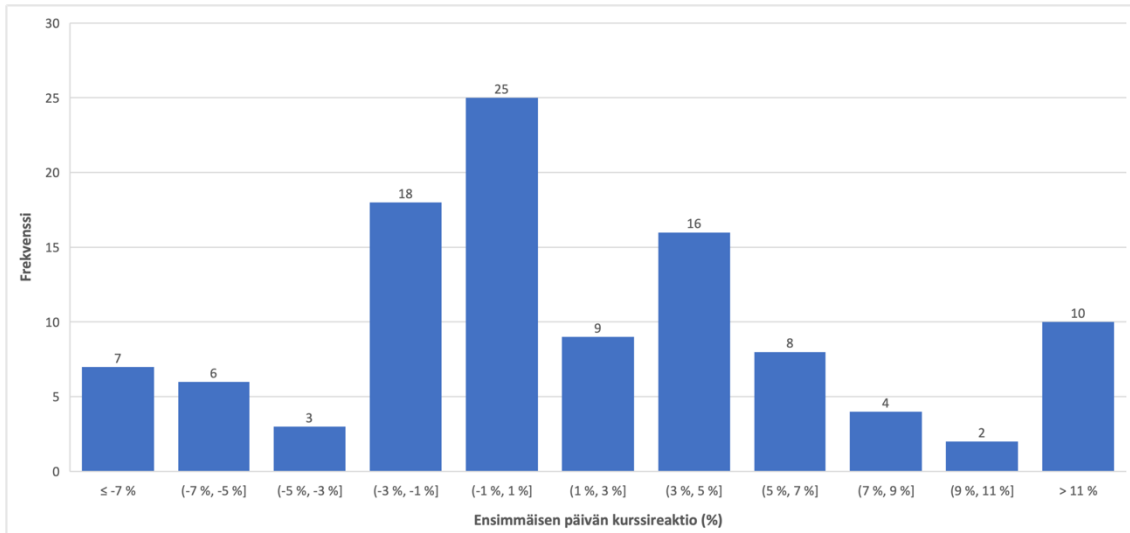
Kun tarkastellaan koko aineiston päiväkohtaisia kurssimuutoksia taulukosta 1, näyttää keskimäärin siltä, että kurssireaktio olisi analyysin julkaisupäivänä positiivinen ja päivien edetessä kääntyvän lievästi negatiiviseksi. Tutkielman hypoteesi vahvistuu, kun tarkasteluun otetaan lisäksi päiväkohtainen vaihdon muutos suhteessa edellisen kalenterikuukauden keskimääräiseen päiväkohtaiseen vaihtoon. Taulukon 1 lukuihin on laskettu

aineiston osakkeiden hintojen prosentuaalisen muutoksen keskiarvo sekä myös vaihtomäärien prosentuaalisen muutoksen keskiarvo. Tällä on pystytty vähentämään absoluuttisesti enemmän vaihdettavien osakkeiden suhteessa suurempaa vaikutusta tilastoihin, mikä nousisi esiin, mikäli taulukko koostuisi osakkeiden vaihdon muutoksen keskiarvosta.

Taulukko 1. Koko aineiston päiväkohtaiset muutokset analyysien jälkeen.

Ajankohta (päivää analyysin julkaisun jälkeen)	0	1	2	3
Kurssireaktio (%)	2,01 %	0,53 %	-0,27 %	-0,58 %
Vaihdon muutos suhteessa edellisen kuukauden keskiarvoon (%)	447,24 %	151,36 %	113,46 %	54,09 %

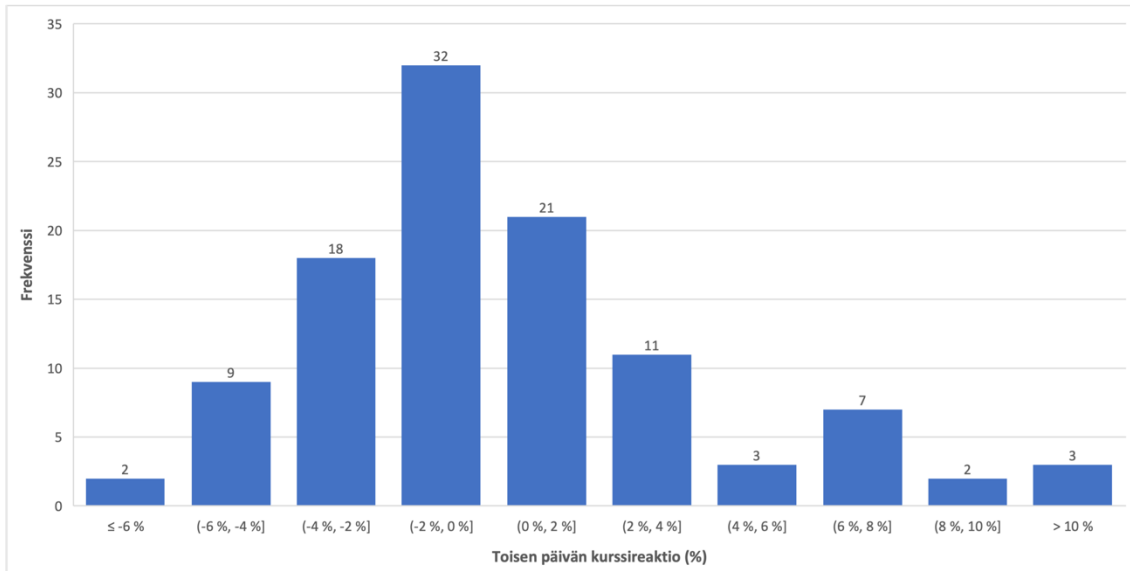
Kuten taulukosta 1 nähdään, on Kauppalehden osakeanalyseillä huomattava vaikutus aineiston vaihdon määrään. Ensimmäisen päivän 447 % nousu edellisen kuukauden keskiarvoiseen vaihtomäärään on huomattava ja todella implikoi jonkinasteisen vaikutuksen olevan olemassa. Vaikka vaikutus näyttää hiljalleen päivien edetessä hiipuvan pois, on vaihtoa vielä kolme päivää analyysin julkaisun jälkeenkin keskimäärin 54 % edellisen kuukauden keskiarvoa enemmän. Vaihtomäärän kasvun perusteella voidaan vetää johtopäätöksiä siitä, että sijoittajat eivät välttämättä toimi täysin rationaalisesti, ainakaan aineiston osakkeiden kohdalla. Toki aineisto koostuu pääosin pienistä epälikvideistä osakkeista, mutta siltikin tulos näyttää vahvasti siltä, että analyysien tavoittamat massat ovat herkkiä ylireagoimaan analyyseihin ainakin lyhyellä aikavälillä. Mikäli ylireagointi on liian vahva termi kuvaamaan reaktiota, on vaihtomäärien kasvua tulkitsemalla ainakin selvää, että analyysit toimivat jonkinasteisina katalyytteinä sijoittajille ostaa ja myydä osaketta.



Kuvio 1. Frekvenssijakauma ensimmäisen päivän kurssireaktioista.

Kokonaisuudessaan tulokset ovat myös linjassa aiemman kandidaatintutkielmani tuloksien kanssa (Mäki, 2021), missä ensimmäisen päivän kurssireaktio koko aineistolla oli 1,72 % ja vaihdon muutos 427 %. Vaikuttaakin siltä, että aineiston lisääminen ei ole poistanut vaikutusta, vaan itseasiassa vaihdon määrän muutos ja kurssireaktio ovat nyt hieman aiempaa voimakkaampia.

Kuviosta 1 voidaankin havainnoida tarkemmin ensimmäisten päivän kurssireaktioiden jakautumista. Koko 108 analyysin kurssireaktiot jakautuvat varsin laajalle ja erityisesti ääripäiden kurssireaktiot korostuvat. On huomionarvoista että -3 % – 3 % välille osuu aineistosta ainoastaan 52 kpl aineistosta, eli alle puolet. Kuvion avulla voidaankin todeta, että voimakkaita kurssireaktioita syntyy erityisesti analyysin julkaisupäivänä. Myös ääripäät ovat edustettuina ja yli 7 % kurssireaktioita on saanut 16 analyysin kohteina olleista yhtiöistä. Vastaavasti alle -7 % kurssireaktioiden kohteena on ollut 7 kpl yhtiöitä. Aineiston suuri hajonta tukeekin taulukosta 1 tehtyä päätelmää siitä, että kurssivaikutus analyysien jälkeen on monissa tapauksissa merkittävä.

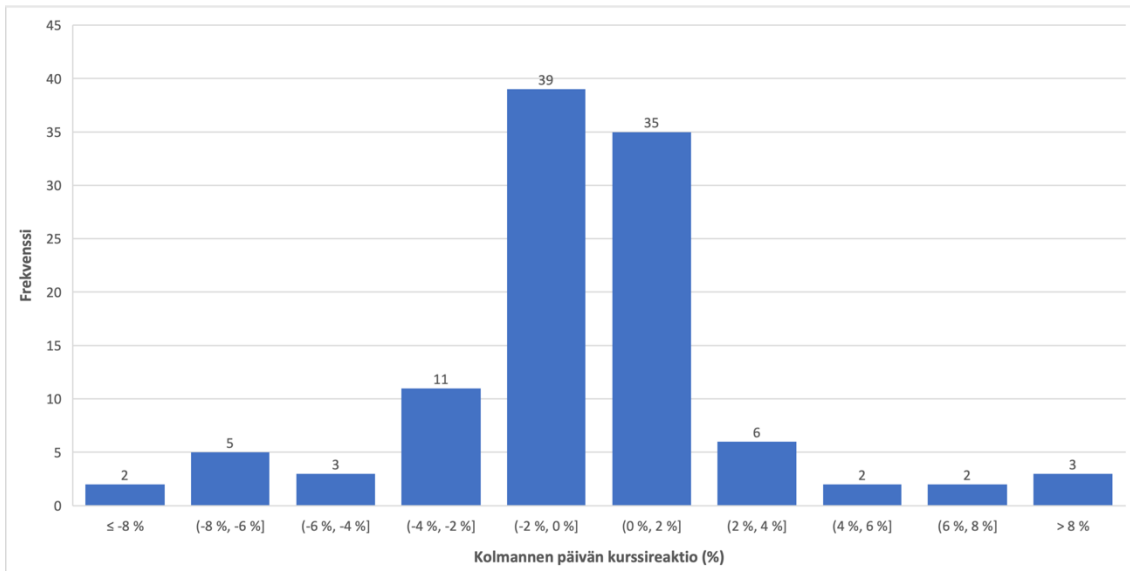


Kuvio 2. Frekvenssijakauma toisen päivän kurssireaktioista.

Toisen päivän kurssireaktioiden frekvenssijakauma kuvioista 2 totelee samaa kaavaa kuvion 1 tulosten kanssa, mutta esimerkiksi negatiivisia ääriarvoja on huomattavasti vähemmän. Nyt myös 53 kpl kurssireaktioista on välillä -2 % – 2 %, eli reaktioiden voimakkuus heikkenee selkeästi. Kuitenkin yli 6 % reaktioita on yhä edelleen 12 kpl, mikä on kuitenkin merkittävä määrä, vaikkakin vähäisempi verrattuna kuvion 1 tulokseen, jossa yli 7 % kurssireaktioita oli yhteensä 16 kpl. Näyttäisikin siltä, että negatiivinen kurssivaikutus on luonteeltaan lyhytaikaisempi, kuin positiivinen kurssivaikutus. Tästä kuitenkin tarvitaan tarkempaa analyysikohtaista tarkastelua.

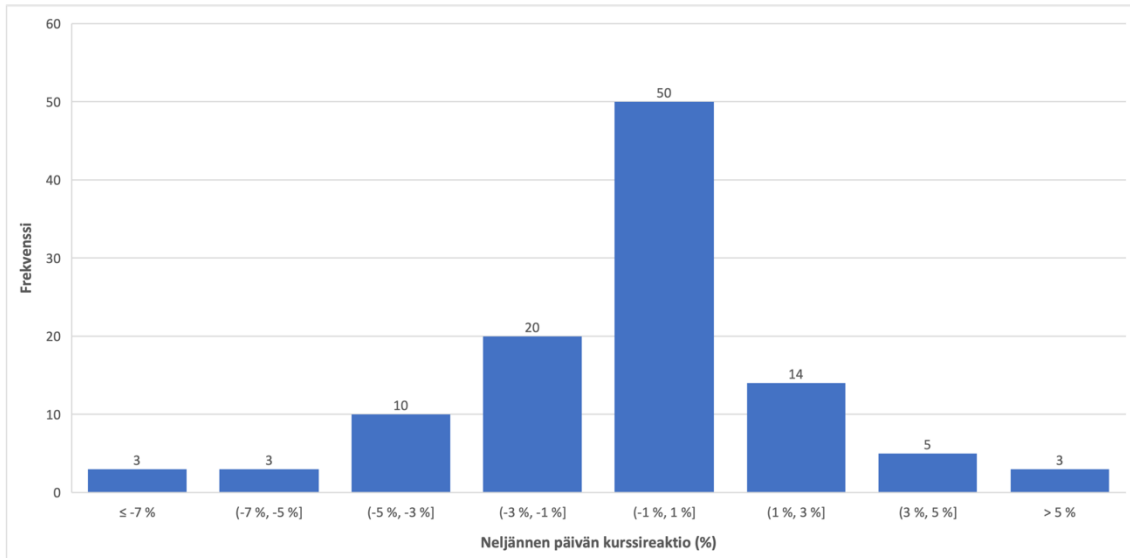
Kun tarkastellaan kuviota 3 ja sen tuloksia kolmannen päivän kurssireaktioiden jakautumisesta, huomataan että trendi on samansuuntainen kuvion 2 kanssa. Nyt kurssireaktioista yhteensä 74 kpl sijoittuu välille -2 % – 2 %. Tätä väliä voidaankin pitää kohtuu normaalina vaihteluvälinä osakkeiden hinnanmuutoksille. Kun koko aineiston koko on 108 kpl, voidaan suhteellista osuutta pitää erityisen isona ja puhua jopa trendistä. Nyt yli 6 % kurssireaktioita on enää 5 kpl, joten määrässä on tullut merkittävä pudotus edellisen päivään, jolloin yli 6 % reaktioita oli vielä 12 kpl. Kuitenkin myös ääriarvoja ja hajontaa korkeisiinkin kurssireaktioihin on olemassa monella aineiston osakkeella. Kyseessä voi kuitenkin tässä vaiheessa olla jo jokin muu osakkeen fundamentteihin vaikuttanut

informaatio, kuin pelkkä analyysin vaikutus. Tutkitaan kuitenkin vielä seuraavan päivän kurssireaktioita, jotta saadaan parempi käsitys aineistosta.



Kuvio 3. Frekvenssijakauma kolmannen päivän kurssireaktioista.

Kuvio 4 on frekvenssijakauma neljännen päivän kurssireaktioista. Huomattavaa on, että lähes puolet aineistosta osuu välille -1 % – 1 %. Kun taas verrataan yhtä suuria välejä -5 % – -1 % (30kpl) ja 1 % – 5 % (21kpl) on huomattavaa, että kurssireaktiot ovat hieman negatiivisesti painottuneet. Myöskään yli 5 % reaktioita ei ole enää kuin 3 kpl. Näyttäisi siltä, että edelliseen päivään verrattuna ovat äärimmäiset kurssireaktiot vähentyneet entisestään ja nyt frekvenssijakauma näyttääkin suhteellisen normaalilta pörssipäivän kurssivaihtelulta 108 kappaleen aineiston otannalla.



Kuvio 4. Frekvenssijakauma neljännen päivän kurssireaktioista.

Tämä tarkastelu auttaa hahmottamaan miten osakkeet sekä niiden vaihtomäärät käyttäytyvät koko aineiston mittakaavassa. Selkeä vaihtomäärän lisäys on huomattavissa, mutta syvempi tarkastelu on välttämätöntä, jotta vaikutuksia voidaan tulkita tarkemmin. Sillä on intuitiivista olettaa, että positiivisilla analyyseillä kurssireaktio olisi vielä koko aineiston keskiarvoa positiivisempi ja negatiivisilla taas keskiarvoa negatiivisempi. On myös intuitiivista olettaa, että frekvenssijakaumat eroavat selkeästi toisistaan negatiivisten ja positiivisten analyysien kohteena olevilla yhtiöillä.

3.4 Positiiviset analyysit tarkastelussa

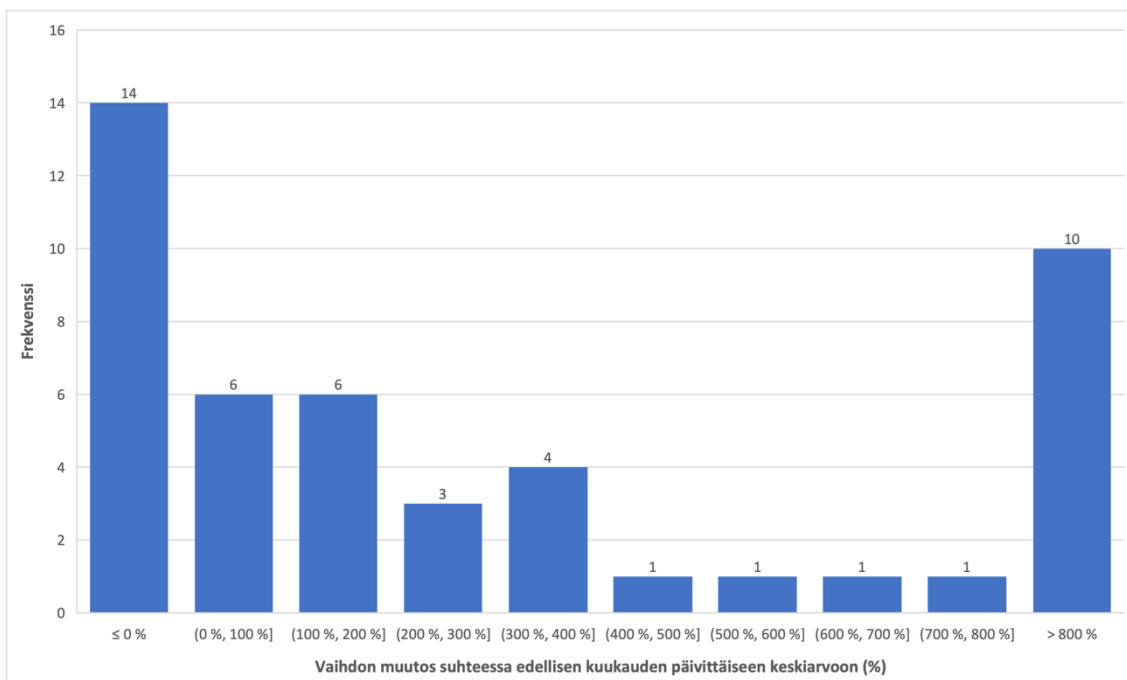
Kaiken kaikkiaan 108 eri analyysistä koostuvasta aineistosta 47 on positiivissävyisiä. Tämä on selkeästi edustetuin ja suurin ryhmä. Positiiviseksi analyysi on jaoteltu, mikäli se on tutkielman tekijän mielestä pitänyt sisällään toiveikasta kieltä, onnistumisten alleviivaamista ja jopa epäsuoria ostokehoituksia osakkeelle senhetkisillä arvostuskertoimilla.

Taulukko 2. Päiväkohtaiset muutokset positiivisten analyysien jälkeen.

Ajankohta (päivää analyysin julkaisun jälkeen)	0	1	2	3
Kurssireaktio (%)	6,57 %	1,98 %	-0,09 %	-0,06 %
Vaihdon muutos suhteessa edellisen kuukauden keskiarvoon (%)	625,13 %	287,64 %	181,90 %	126,16 %

Kun tarkastellaan positiivisten analyysien päiväkohtaisen vaihtomäärän muutosta suhteessa edellisen kuukauden keskiarvoon sekä päiväkohtaisia kurssireaktioita taulukosta 2, nousee esiin heti muutamia kiinnostavia yksityiskohtia. Kun positiivisten analyysien seurauksena tulleita kurssireaktioita verrataan koko aineistosta saatuihin kurssireaktioihin, on ero huomattava. Erityisesti analyysin julkaisupäivän sekä sitä seuraavan päivän kurssireaktioiden sekä vaihdon muutoksen keskiarvot eroavat koko aineiston vastaavista luvuista merkittävästi. Jos koko aineistossa (Taulukko 1) keskimääräinen kurssireaktio oli analyysin julkaisupäivänä 2,01 % ja seuraavana päivänä enää 0,53 %, niin positiivisten analyysien tapauksessa keskimääräinen kurssireaktio oli 6,57 % analyysin julkaisupäivänä ja 1,98 % sitä seuraavana.

Ero on merkittävä ja indikoi vahvasti, että positiivisen analyysin julkaisulla on vahva kurssia nostava vaikutus sen kohdeosakkeeseen. Vaihdon keskimääräinen muutos suhteessa edellisen kuukauden keskiarvoon on myös selkeä. Yli 600 % keskimääräinen vaihdon nousu indikoi jopa sijoittajien jonkinasteista laumakäyttäytymistä. Myös seuraavien päivien vaihdot ovat yli 100 % korkeampia kuin keskiarvoisesti kuukautta aikaisemmin, joten osakkeista on analyysien julkaisujen jälkeen selkeästi tullut alttiimpia kaupankäynnille. Tulkinta tästä onkin, että positiivinen analyysi selkeästi toimii katalyyttinä aktiivisten markkinoilla sekä ostajia että myyjiä.



Kuvio 5. Frekvenssijakauma positiivisen analyysin julkaisupäivän vaihdon muutoksesta suhteessa edellisen kuukauden vaihdon päivittäiseen keskiarvoon.

Tarkastellaan kuitenkin tarkemmin vaihdon määrän muutoksia kuvion 5 avulla, sillä pelkän keskiarvon kautta tarkastelussa erityisesti suuret vaihtomäärien kasvut korostuvat. Eli, vaikka taulukosta 2 nähtävä keskiarvo vaihtomäärän kasvulle ensimmäisenä päivänä on 625 %, niin yli 600 % vaihtomäärän kasvun saaneita osakkeita on aineistossa vain 12 kappaletta. Lisäksi 14 osakkeella vaihtomäärän muutos on ollut negatiivinen, eli kauppalehden analyysillä ei tässä tapauksessa ole ollut katalyytin omaista vaikutusta kaupankäyntiin. Kuitenkin 33 kappaletta aineistosta on saanut osakseen vaihtomäärän kasvua kauppalehden analyysin julkaisupäivänä, joka on lähes kaksi kolmasosaa positiivisesta aineistosta. Tästä voidaankin vetää johtopäätöksiä, että suuressa osaa positiivisia analyysejä on vaihtomäärän kasvu trendinomaista kauppalehden analyysin julkaisupäivänä.

Taulukko 3. Positiiviset analyysit, niiden päivämäärät ja julkaisupäivän kurssireaktiot.

Yhtiö	Päivämäärä	Ensimmäisen päivän kurssireaktio (%)
Raute	18.1.2019	0,79 %
Aspocomp Group	6.3.2019	4,20 %
Admicom	3.4.2019	5,76 %
Sotkamo Silver	15.5.2019	-1,41 %
Rapala VMC	10.6.2019	1,00 %
Incap	28.8.2019	-1,84 %
Kesla	4.9.2019	12,39 %
Honkarakenne	12.9.2019	14,12 %
Aspocomp Group	23.9.2019	8,40 %
Ahola Transport	25.6.2020	26,47 %
Harvia	23.7.2020	1,92 %
EAB Group	17.9.2020	7,56 %
Relais Group	19.10.2020	12,95 %
Rapala VMC	19.11.2020	4,66 %
Heeros	23.11.2020	21,61 %
Incap	26.11.2020	3,89 %
Reka Industrial	30.11.2020	24,35 %
Relais Group	15.12.2020	9,39 %
Elecster	21.12.2020	16,27 %
Ovaro Kiinteistösjointus	23.12.2020	0,00 %
Saga Furs	11.1.2021	2,99 %
Apetit	12.1.2021	12,90 %
Revenio Group	22.1.2021	0,00 %
Relais Group	2.2.2021	0,31 %
Sotkamo Silver	3.2.2021	3,15 %
Honkarakenne	22.2.2021	8,18 %
Enersense	8.3.2021	5,56 %
Gofore	10.3.2021	4,08 %
Solteq	11.3.2021	8,91 %
Boreo	15.3.2021	5,03 %
Nurminen Logistics	6.4.2021	33,48 %
Tecnotree	12.4.2021	4,06 %
Robit	3.5.2021	5,00 %
Incap	27.5.2021	1,85 %
Enersense	8.6.2021	3,50 %
Vincit	26.7.2021	5,26 %
Innofactor	27.7.2021	0,81 %
Dovre Group	30.8.2021	9,22 %
Tecnotree	6.9.2021	1,71 %
Kesla	1.10.2021	0,00 %
Reka Industrial	25.10.2021	1,28 %
Nurminen Logistics	8.12.2021	5,94 %
Fodelia	10.12.2021	3,98 %
Honkarakenne	15.12.2021	3,80 %
Incap	20.12.2021	1,54 %
Spinnova	22.12.2021	0,71 %
Duell	23.12.2021	3,14 %
Ensimmäisen päivän kurssireaktioiden keskiarvo (%)		6,57 %
Ensimmäisen päivän kurssireaktioiden keskihajonta (%)		7,45 %

Tärkeää on myös verrata saatuja lukuja aikaisempaan kandidaatintutkielmaani (Mäki, 2021) ja sieltä saatuihin tuloksiin kurssireaktioista ja vaihdon muutoksesta. Ensimmäisen

päivän keskimääräinen kurssireaktio aiemman tutkielmani aineistolla oli 8,64 % ja keskimääräinen vaihdon muutos 1089,21 %, eli itse asiassa reaktio oli aiemmin suurempi. Toki vaikutus näkyy selvästi nykyisellä laajemmalla aineistolla. Huomionarvoista on myös se, että aiemman tutkimukseni aineistolla kurssireaktio kääntyy voimakkaammin negatiiviseksi kuin laajemmalla otannalla. Nimittäin 3 ja 4 päivää analyysin julkaisun jälkeen kurssireaktiot ovat kandidaatintutkielmani aineistolla keskimäärin -0,21 % ja -0,38 %. Laajemmalla aineistolla reaktio on lievempi ensimmäisten päivien osalta positiivisesti sekä myös negatiivisesti päivien 3 ja 4 osalta. Myös vaihdon määrän muutoksessa on merkittävä ero aiemman tutkimukseni (Mäki, 2021) tuloksiin, jossa analyysia seuranneiden päivien vaihdot ovat huomattavasti suurempia kuin nykyisellä laajemmalla aineistolla. Seuraavana päivänä analyysin julkaisusta oli vaihto keskimäärin yli 600 % suurempaa ja sitä seuraavana päivänä lähes 400 % suurempaa kuin keskimäärin edelliseen kuukauteen verrattuna. Laajemmalla aineistolla vaihdon määrä on edelleen merkittävästi korkeampaa kuin edellisenä kuukautena keskimäärin, mutta aiemman ja suppeamman aineistoni tulokset korostavat vaikutusta merkittävästi enemmän.

Katsottaessa taulukon 3 maltillisimpia kurssireaktioita positiivissävytteisiin analyysihin, huomataan niiden jakautuvan suhteellisen tasaisesti koko aineiston ajalle. Toisaalta aineiston analyysien kohteena olevat yhtiöt ovat hyvin heterogeeninen joukko ja myös itse yhtiöstä riippuu paljon, millaisia kurssireaktioita medianäkyvyys saa aikaan. Esimerkiksi Incap, joka on elektroniikan sopimusvalmistuspalveluita tarjoava yritys, on saanut positiivisten analyysien julkaisupäivinä osakseen maltillisia kurssireaktioita (-1,84 %, 1,54 %, 1,85 % ja 3,89 %). Katsottaessa taas suurimman positiivisen kurssireaktion saanutta yritystä, Nurminen Logisticsia, tuntuu 33,48 % kurssireaktio erityisen suurelta. Lisäksi yritys toimii logistiikkatoimialalla, minkä ei pitäisi olla ainakaan sijoittajille erityisen vaikeasti ymmärrettävä ja siten aiheuttaa suuria kurssireaktioita. Nurminen Logisticsin osakekurssin luulisi olevan vähemmän alttiimpi kyseisille äkillisille positiivisille arvonnousuille, kuin esimerkiksi jonkin vaikeasti ymmärrettävämmän teknologiayrityksen, jonka tulevaisuuden tuottohorisontti on epäselvempi. On myös huomionarvoista, että molemmat suurimmista positiivisista kurssireaktioista ovat syntyneet yhtiöiden kohdalla,

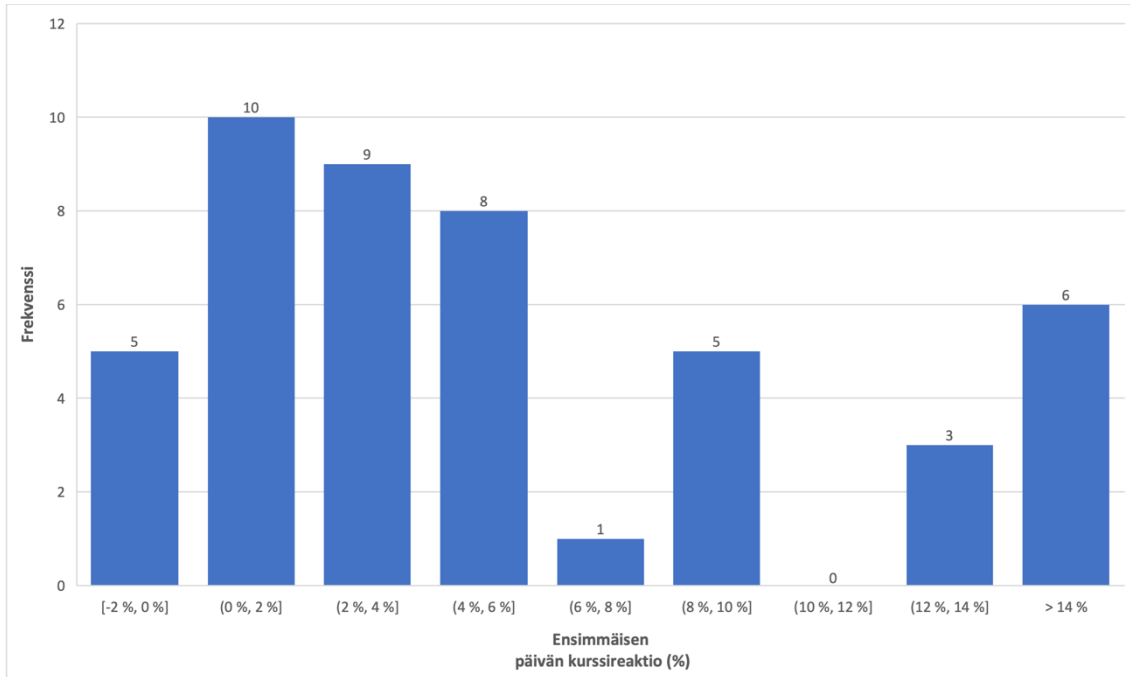
joiden toimialana on logistiikka, sillä toiseksi suurimman kurssireaktion on saanut aikaan Ahola Transport.

Mielenkiintoisen Ahola Transportin tapauksesta tekee se, että analyysissa pureudutaan yhtiön 16.6.2020 antamaan positiiviseen tulosvaroitukseen, joka on syntynyt parantuneen kannattavuuden seurauksena. Kyseisen positiivisen tulosvaroituksen julkaisupäivänä 16.6.2020 Ahola Transportin osake nousi pörssissä 8,11 %. Kauppalehden vaikutus näkyy selvästi, kun analyysi yhtiöstä julkaistiin 25.6.2020 ja yhtiön osake nousi samana päivänä 26,47 %. Osake siis nousi kolminkertaisesti Kauppalehden analyysin julkaisupäivänä, kuin päivänä jona yhtiö antoi positiivisen tulosvaroituksen. Erityisen tilanteesta tekee se, että tieto tulosvaroituksesta oli ollut markkinoilla jo yhdeksän päivää, minkä pitäisi olla riittävä aika sille, että osakkeelle muodostuu uusi markkinatasapainohinta. Lisäksi analyysi itsessään perustui juuri aiemmin annettuun positiiviseen tulosvaroitukseen. Kuitenkin kurssireaktio todistaa, että informaatio ei ollut jostain syystä hinnoiteltu osakkeeseen ennen analyysiä.

Myös Nurminen Logisticsin tapauksessa kyseessä saattaa olla sama ilmiö. Itse asiassa kauppalehti julkaisi uutisen kurssinoususta 6.4.2021, johon on nostettu mukaan analyytikon näkemykset osakkeen yllättävästä kurssinoususta:

Inderesin analyytikko Petri Gostowski pitää tiistaiaamupäivän nousukiitoa hieman yllättävänä, sillä KL:n artikkelin lisäksi muita selittäviä tekijöitä nopealle nousulle ei löydy.

”Kyllähän tämä vähän yllättävältä vaikuttaa. Kyseessä on kuitenkin tällä hetkellä markkina-arvoltaan noin 100 miljoonan euron yhtiö. Näin suuri muutos puhtaasti uutisten perusteella vaikuttaa hieman yllättävältä”, Gostowski arvioi. (Kauppalehti, 6.4.2021).



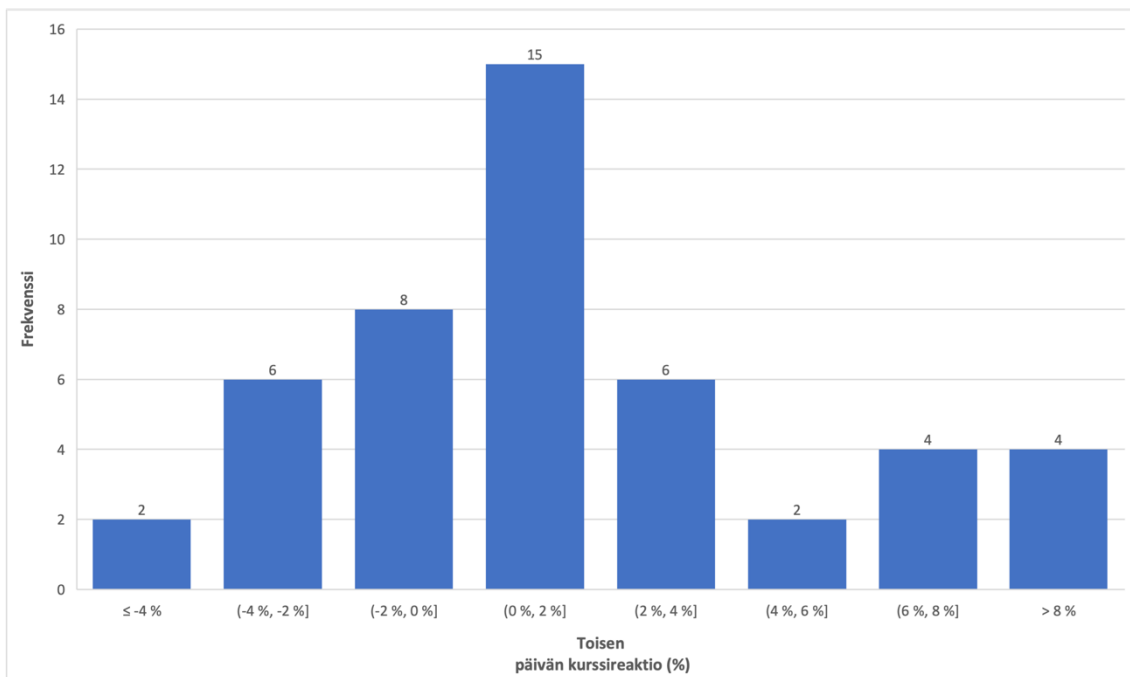
Kuvio 6. Frekvenssijakauma positiivisten analyysien 1. päivän kurssireaktioista.

Seuraavaksi siirrytään tutkimaan tarkemmin kurssireaktioiden frekvenssijakaumia positiivisten analyysien osalta. Frekvenssijakaumien osalta tulisi saada tarkempaa tietoa siitä, miten kurssireaktiot jakautuvat ja mistä Taulukon 2 kurssireaktiot todella muodostuvat.

Tästä saadaankin tarkempaa tietoa tarkastelemalla kuviota 6. Negatiivisia arvoja on saanut ainoastaan viisi analyysin kohteena ollutta yhtiötä ja ne kaikki sijoittuvat välille -2 % – 0 %, joten Kauppalehden positiivissävyisen analyysin kohteeksi altistuminen ei ainaakaan erityisen voimakasta negatiivista kurssireaktiota aiheuta aineiston yhtiöillä. Mitään selkeää piikkiä ei nähdä aineiston jakautumisessa, vaan kurssireaktiot ovat järjestään positiivisia ja ne painottuvat erityisesti lievästi positiivisiin. Huomionarvoista on kuitenkin, että yli 14 % kurssireaktioita on aineistossa kuusi kappaletta, mikä on erittäin merkittävä määrä, ottaen huomioon, ettei osakkeiden fundamentteihin ole kohdistunut muita voimia kuin Kauppalehden analyysit. Kuten taulukosta 3 nähtiin, hajontaa yli 14 % kurssireaktioissa on aina 33 % asti. Ehkä merkittävin havainto on kuitenkin yli 4 % kurssireaktioita osuus aineistosta. Niitä on nimittäin 23 kappaletta, eli käytännössä puolet

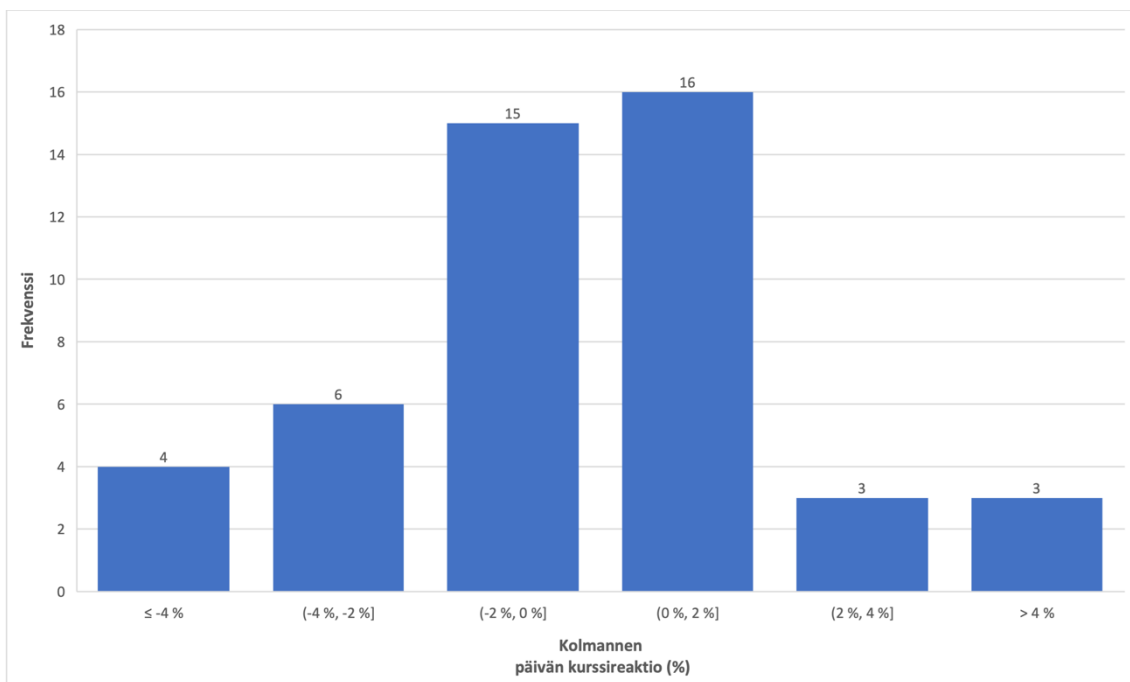
koko 47 positiivisen analyysin aineistosta. Tämä todella puhuu sen puolesta, että Kauppalehden positiivissävyyksillä analyyseillä on ainakin ensimmäisen päivän osalta myös positiivinen kurssivaikutus.

Kun katsotaan tarkemmin kuviota 7 ja positiivissävyyksien analyysien toisen päivän kurssireaktioita, huomataan että aineiston negatiivisten kurssireaktioiden joukko on kasvanut huomattavasti. Nyt negatiivisia kurssireaktioita on 16 kappaletta, kun niitä ensimmäisenä päivänä oli vain viisi. Voidaankin hyvällä syyllä olettaa, että osalle Kauppalehden analyysien kohteena olleelle yhtiölle ensimmäisen päivän positiivinen kurssireaktio onkin kääntynyt seuraavana päivänä negatiiviseksi. Myös suurin joukko, eli 0 % – 2 % on kasvanut jo 15 kappaleeseen, mutta ei voida silti olettaa analyysin vaikutuksen olevan lyhytaikaista kaikilla aineiston osakkeilla. Nimittäin yli 4 % kurssireaktioita on vielä toisenakin päivänä 10 kappaletta. Kaiken kaikkiaan toisen päivän kurssireaktioiden kohdalla erityisesti negatiivisten reaktioiden määrän kasvu on merkittävä muutos verrattuna ensimmäiseen päivään.



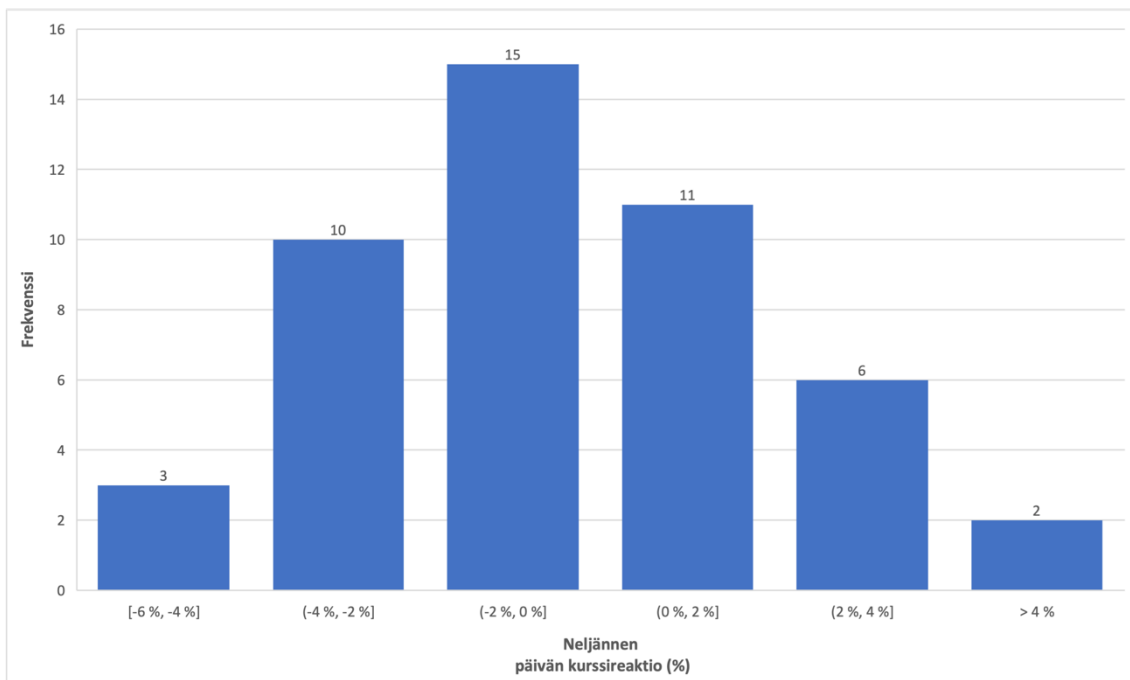
Kuvio 7. Frekvenssijakauma positiivisten analyysien 2. päivän kurssireaktioista.

Kun tutkitaan kuviota 8, huomataan että nyt aineisto on selkeästi painottunut välille -2 % – 2 %, johon kuuluu 31 kappaletta osakkeiden kurssireaktioista. Kuitenkin edelleen on huomionarvoista että 25 kappaletta reaktioista on negatiivisia ja 22 positiivisia. Käytännössä jakautuminen on erittäin tasaista ja voidaankin olettaa Kauppalehden analyysin kurssivaikutuksen keskimäärin poistuvan kolmantena päivänä analyysin julkaisusta. Tarkastellaan kuitenkin vielä seuraavan päivän kurssireaktioiden frekvenssijakaumaa kuviosta 9, jossa kurssireaktiot ovat yhä tasaisesti jakautuneet, mutta suurin osa painottuu välille -2 % – 0 %. Neljäntenä päivänä analyysin julkaisusta, sen kohteena olleen yhtiön kurssireaktio on negatiivinen 28 kappaleella aineistoa ja positiivinen 19 kappaleella. Ero saattaa johtua myös muista osakkeisiin vaikuttavista voimista, mutta voisi olla syytä myös olettaa, että voimakkaan kurssireaktion jälkeen kurssireaktiot kolmantena ja neljäntenä päivänä kääntyvät suurella osaa aineistoa negatiivisiksi. Kuitenkin aineiston yritykset ovat pääosin pieniä, joten tällaiset muutokset eivät olisi mitenkään tavattoman epänormaaleja.



Kuvio 8. Frekvenssijakauma positiivisten analyysien 3. päivän kurssireaktioista.

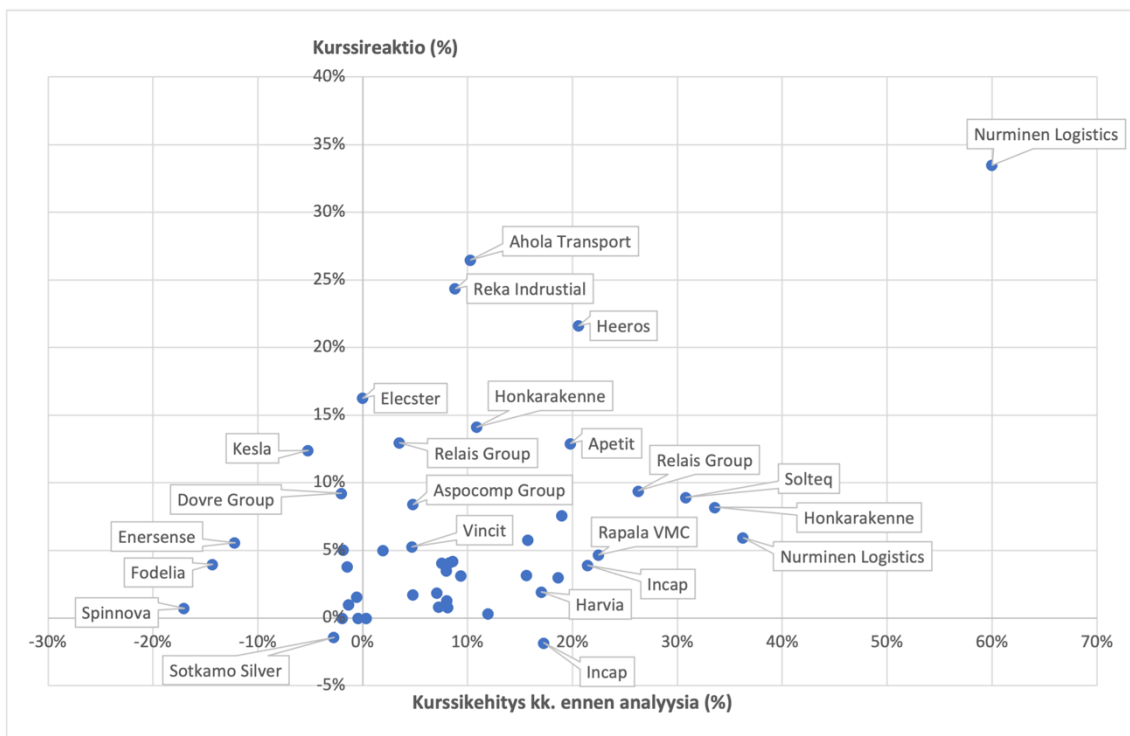
Tutkielman yksi teemoista oli myös soveltaa Veronesin (1999) tutkimusta, jossa osoitettiin hyvien aikojen aiheuttavan positiivisiin uutisiin alireagointia ja negatiivisiin yli-reagointia. Tätä johtopäätöstä soveltaen tämä tutkimus pyrki selvittämään aina yhden osakkeen ja sitä koskevan analyysin tasolla, voiko Veronesin havaintoa soveltaa myös tutkielman aineistolla Helsingin Pörssistä. Tätä tutkitaan tarkemmin vertaamalla ensin kurssireaktiota osakkeen analyysia edeltäneeseen kurssikehitykseen sekä vertaamalla kurssireaktiota Helsingin pörssin yleisindeksin, OMXHPI:n, kurssikehitykseen ennen analyysia. Näillä kahdella vertailulla pyritään mallintamaan hyviä ja huonoja aikoja, joihin Veronesi (1999) tutkimuksessaan erityisesti painotti tuloksiaan.



Kuvio 9. Frekvenssijakauma positiivisten analyysien 4. päivän kurssireaktioista.

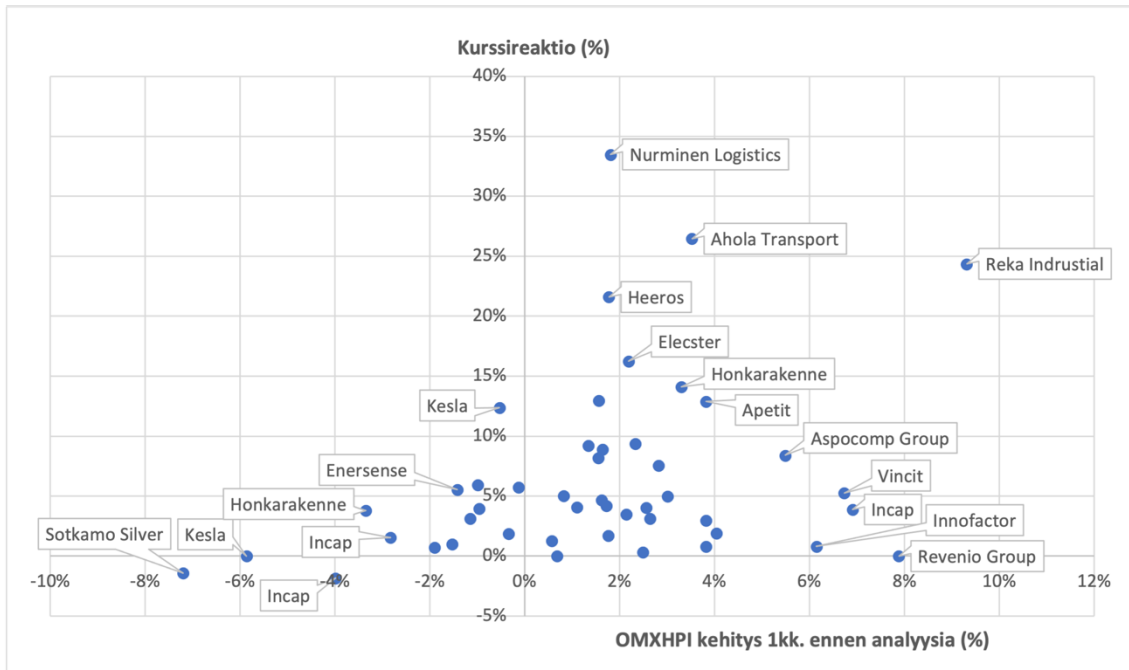
Kuten kuviosta 10 havaitaan ei tämä Veronesin (1999) makrotasolla havaitsema ilmiö ainakaan tällä pienten yritysten otannalla toteudu. Kurssireaktiot ovat hajallaan, mutta kuitenkin pääosin positiivisia. Huomionarvoista kuviosta 10 on positiivista analyysiä edeltänyt kurssikehitys ylipäätään. Suurimmalla osalla aineiston yrityksiä on edeltänyt positiivinen kurssikehitys ennen positiivista analyysia ja myös Veronesin (1999) tuloksia vastaan negatiivista kurssikehitystä seuranneet positiivisten analyysien kurssireaktiot

eivät ole erityisen korkeita. Yhteistä nimittäjää kovimpien kurssinousujen yrityksille ei pienen koon lisäksi löydy ainakaan suoraan, sillä ne ovat kaikki eri toimialoilla ja osa on kasvuyrityksiä (Heeros), osa käännetyhtiöitä (Honkarakenne) ja osa kuluja karsimalla tuloista vihdoinkin tehneitä (Ahola Transport).



Kuvio 10. Positiivisten analyysien julkaisupäivän kurssireaktio ja edeltävän kuukauden kurssi-kehitys.

Otetaan nyt tarkasteluun kuvion 11 avulla OMXHPI:n kehitys ja sen merkitys kurssireaktioiden suuruuteen. Jos mittarina hyvälle ja huonoille ajoille käytetään yleisindeksin kehitystä, näyttää etteivät Veronesin (1999) tulokset toteudu myöskään indeksitasolta tarkasteltuna. Vaikutus näyttäisi olevan nimenomaan päinvastainen, sillä kahdeksaa voimakkainta kurssireaktiota on edeltänyt positiivinen indeksitason kehitys. Huomionarvoista on myös se, että negatiivista indeksikehitystä seurannut positiivissävyinen analyysi on aiheuttanut keskimäärin alhaisempia kurssireaktioita, kuin analyysilla, joita on edeltänyt positiivinen indeksitason kurssi-kehitys.



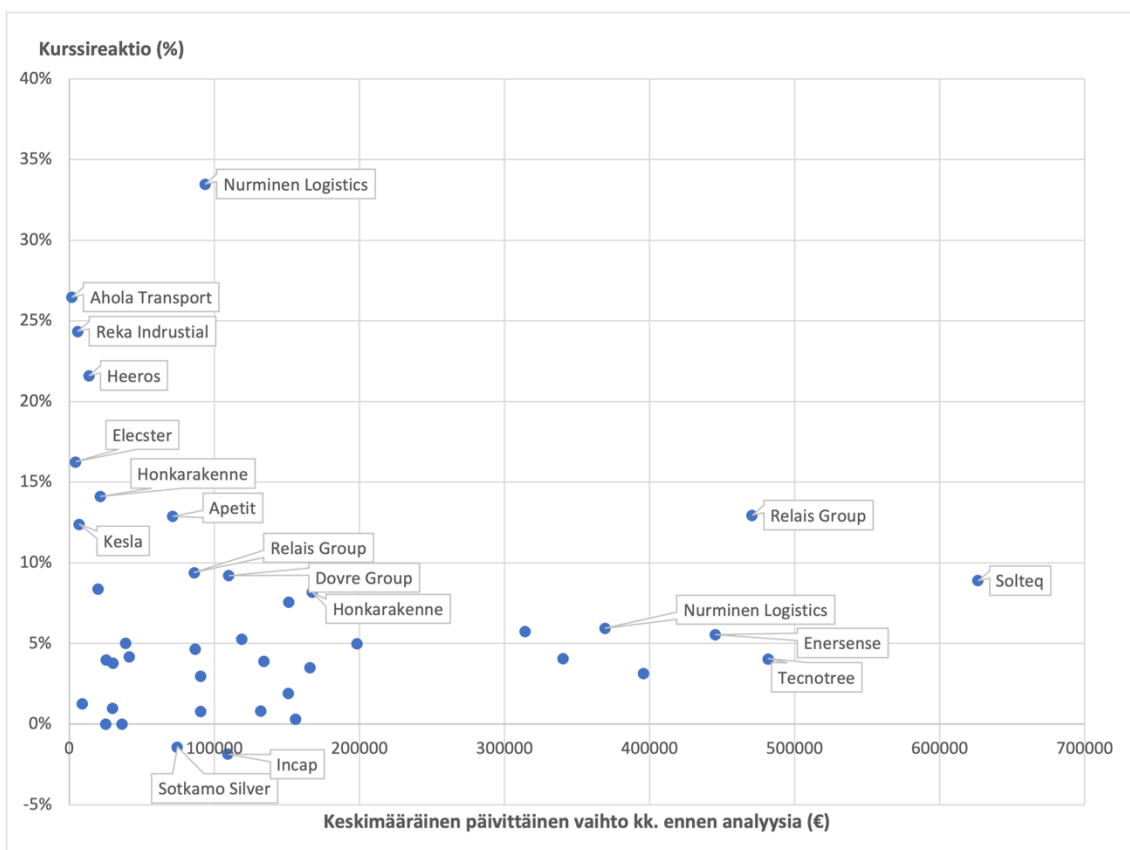
Kuvio 11. Positiivisten analyysien julkaisupäivän kurssireaktio ja edeltävän kuukauden OMXHPI kehitys.

Kun otetaan huomioon kuvion 11 seitsemän analyysia, joita on edeltänyt alhaisin OMXHPI-kehitys, voidaankin todeta, että yhdenkään analyysin kurssireaktio ei ole yli 5 %. Tämä siis on täysin päinvastainen empiirinen havainto, kuin mitä Veronesi (1999) totesi omassa tutkimuksessaan. Näyttäisikin enemmän siltä, että positiivinen indeksita-son kehitys voisi saada yksityissijoittajat innokkaammiksi sijoittamaan osakkeisiin, joihin kohdistuu positiivinen analyysishokki. Lisäksi tutkielman teesien mukaisesti on syytä tutkia erityisesti vähän vaihdettujen osakkeiden reaktioita näihin positiivisiin analyysiin. Kuten Tetlock (2007) omassa tutkimuksessaan huomasi, oli median luoma paine erityisen suurta varsinkin pienempien yhtiöiden osakkeissa, joita omistaa suhteessa suurempi osa yksityisiä kuin institutionaalisia sijoittajia verrattuna suurempiin pörssiyrityksiin.

Kun tutkitaan kuviota 12, on selkeä riippuvuus nähtävissä kurssireaktion sekä edellisen kuukauden keskimääräisen päivittäisen vaihdon välillä. Selkeästi vähiten edellisen kuukauden aikana vaihdetuista osakkeista Ahola Transportin, Reka Industrialin, Heeroksen, Elecsterin, Honkarakenteen ja Keslan kurssireaktiot positiivisen analyysin jälkeen nousivat yli 10 %. Kaikilla näillä osakkeilla keskimääräinen päivittäinen vaihto oli ennen

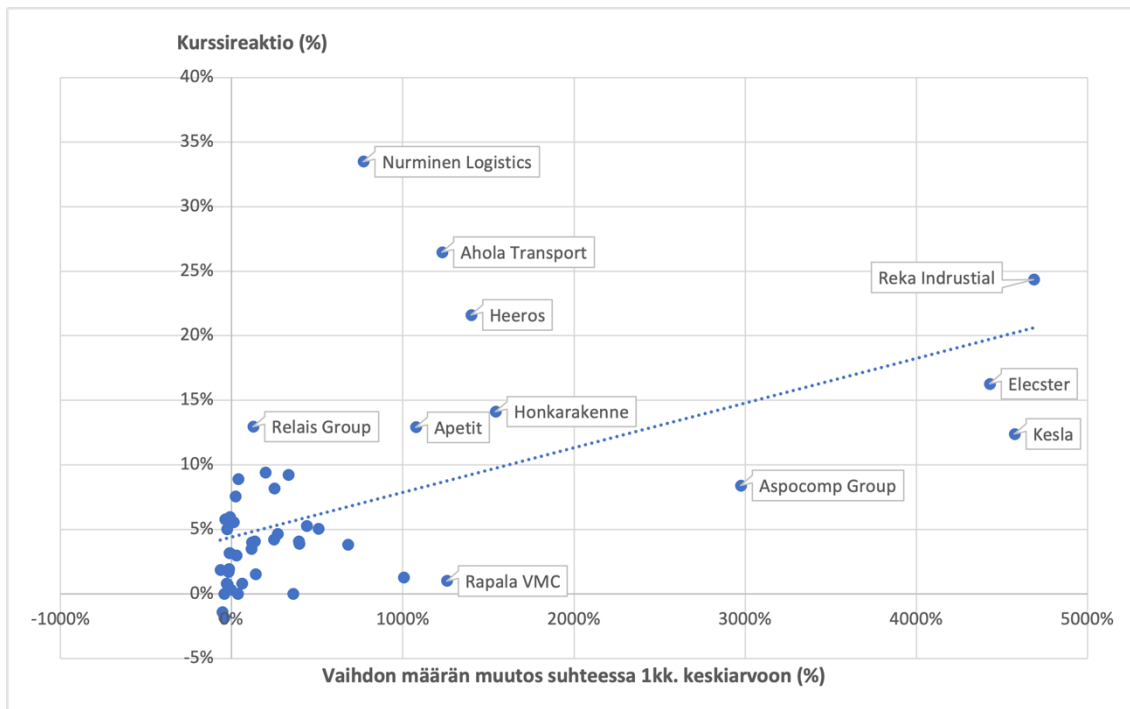
analyysia alle 50 000 € ja näiden yritysten lisäksi ainoastaan kolme muuta yritystä koki-
vat yli 10 % kurssireaktion analyysin julkaisun jälkeen. Huomattavaa on myös, keskimää-
räisestä edellisen kuukauden päivittäisestä vaihtomäärästä saatiin isoimpien kurssinou-
sujen kohteina olleille yrityksille yhdistävä tekijä.

Huomioarvoista kuviolle 12 on, että siitä on tarkoituksella jätetty pois kuusi havaintoa.
Näiden kuuden aineiston keskimääräinen päivittäinen vaihto ennen analyysia oli yli 700
000 € ja suurimmillaan se oli Tecnotreen tapauksessa yli 2 250 000 €. Tämä luonnollisesti
olisi vääristänyt mittakaavaa ja trendilinjooja olisi ollut vaikeampi havainnoida. Yksikään
näistä kuudesta poisjätetystä havainnosta ei ylittänyt 5 % kurssireaktioita, joten niiden
sisällyttäminen kuvioon ei muutenkaan ole tutkielman motiivin kannalta erityisen vält-
tämätöntä.



Kuvio 12. Positiivisten analyysien julkaisupäivän kurssireaktio ja edeltävän kuukauden keski-
määräinen päivittäinen vaihto.

On intuitiivista olettaa kyseisessä ilmiössä olevan kyse pienemmän osakkeen paljastumisesta suurelle joukalle Kauppalehden lukijoita, joiden suuri määrä ja aikomus ostaa kyseisiä osakkeita nostaa myös kurseja. Lisäksi taulukosta 2 nähdään vaikutuksen kestävän keskimäärin kaksi päivää ja seuraavina päivinä on keskimääräinen osakkeen hinnanmuutos lähellä 0 % koko positiivisten analyysien aineistolla. Tästä olisi luontevaa vetää johtopäätöksiä siitä, että kyseessä olisi vain ja ainoastaan analyysin muodostama kaupankäyntiin johtava lyhytaikainen katalyytti sijoittajajoukossa. Myös vaihtomäärän laskeminen päivien edetessä indikoi samaa johtopäätöstä. Yksityisten sijoittajien muisti vaikuttaa olevan lyhyt ja parin päivän vanha positiivinen analyysi ei herätä kaupankäyntihaluja kyseisellä osakkeella.



Kuvio 13. Positiivisten analyysien julkaisupäivän kurssireaktio ja julkaisupäivän vaihdon määrän muutos suhteessa edeltävän kuukauden keskiarvoon.

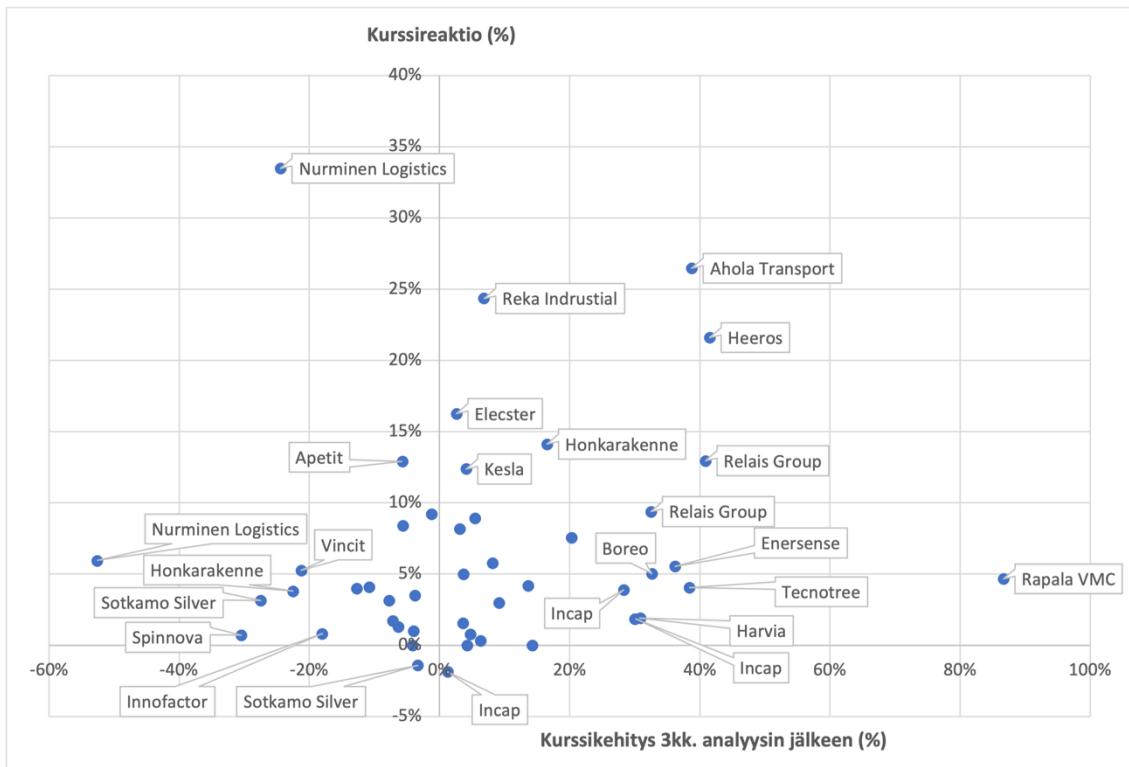
Tämän lisäksi kuvion 12 perusteella on luontevaa olettaa pienten yritysten osakkeiden hinnanmuodostuksen olevan epätäydellistä. On vaikea perustella sijoittajien ja markkinoiden rationaalista hinnanmuodostusta osakkeesta, kun alle 50 000 € päivittäisen keskimääräisen vaihdon osakkeissa reaktio on niin voimakas. Pikemminkin tämä viittaa

pienyhtiöiden hinnanmuodostuksen epätäydellisyyteen, minkä myös Tetlock (2007) nosti omassa tutkimuksessaan mahdolliseksi selitykseksi osakkeiden hintoihin vaikuttavaksi tekijäksi.

Tarkastellaan seuraavaksi kuviota 13 ja sen merkitystä tutkimukselle. Kuviosta nähdään tarkemmin myös vaihdon suhteellisen muutoksen merkitystä, kuin pelkkää absoluuttista vaihdon määrää. Kuten kuviossa 12, myös kuviossa 13 erottuvat samat yritykset ja nyt myös nähdään vaihdon suhteellinen muutos. Käytännössä suhteellinen vaihdon muutos suurella osalla voimakkaimpia kurssireaktioita osakseen saaneita yhtiöillä on ollut satoja ja jopa tuhansia prosentteja. Kuviossa 13 näkyvän trendiviivan avulla nähdäänkin, että kurssireaktio ja vaihdon määrän suhteellinen muutos korreloivat keskenään positiivisesti. On myös huomattavaa, että negatiivisia vaihdon määrän muutoksia ei juurikaan positiivisten analyysien aineistolla ole. Tämä indikoisi vahvasti sen puolesta, että analyyseillä voisi olla katalyytin omainen vaikutus kiihdyttää kaupankäyntiä osakkeella.

Kun otetaan tarkasteluun pidempi kolmen kuukauden aikaväli analyysin julkaisun jälkeen, saadaan otantaa siitä, ovatko nämä positiivissävytteiset analyysit aiheellisia ja sijoittajille todellisia osto- tai myyntipaikkoja. Kuviosta 14 nähdäänkin, että positiiviset analyysit heijastelevat osalla aineistoa positiivista kurssinousua. Esimerkiksi kuvion 12 esiin nostetut kuuden vähän vaihdetun yrityksen osakekurssit nousivat myös pidemmällä aikavälillä analyysin julkaisun jälkeen. Kuitenkaan koko aineiston tasolla trendi ei ole yhtä selkeä, vaan monia yhtiöitä on seurannut analyysin jälkeen pidemmällä aikavälillä myös negatiivinen kurssikehitys. Yhteensä 18 osakkeen kurssikehitys on ollut negatiivista kolme kuukautta analyysin jälkeen. On huomionarvoista, että aiemmassa tutkimuksessani (Mäki, 2021) ainoastaan kolme positiivisen analyysin kohteena ollutta osaketta kohtaakin negatiivisen kurssikehityksen seuraavien kuukausien aikana. Lisäksi kolme parhaiten tuottanutta osaketta ovat tehneet yli 40 % tuoton analyysin jälkeen. Ero uudella laajemmalla aineistolla on merkittävä ja siihen voi olla monia syitä. Esimerkiksi aikaisemman tutkielmani tarkasteluvälillä ei indeksitasolla menty juurikaan alas päin, vaan kehitys oli suurilta osin positiivista. Nyt uudella laajemmalla aineistolla

mukana on myös jaksoja, jolloin yleisindeksi itse asiassa kehittyi negatiivisesti. Myös Kauppalehden ja erityisesti toimittajan näkemys on saattanut olla yksinkertaisesti pidemmällä tähtäimellä olla liian optimistinen.

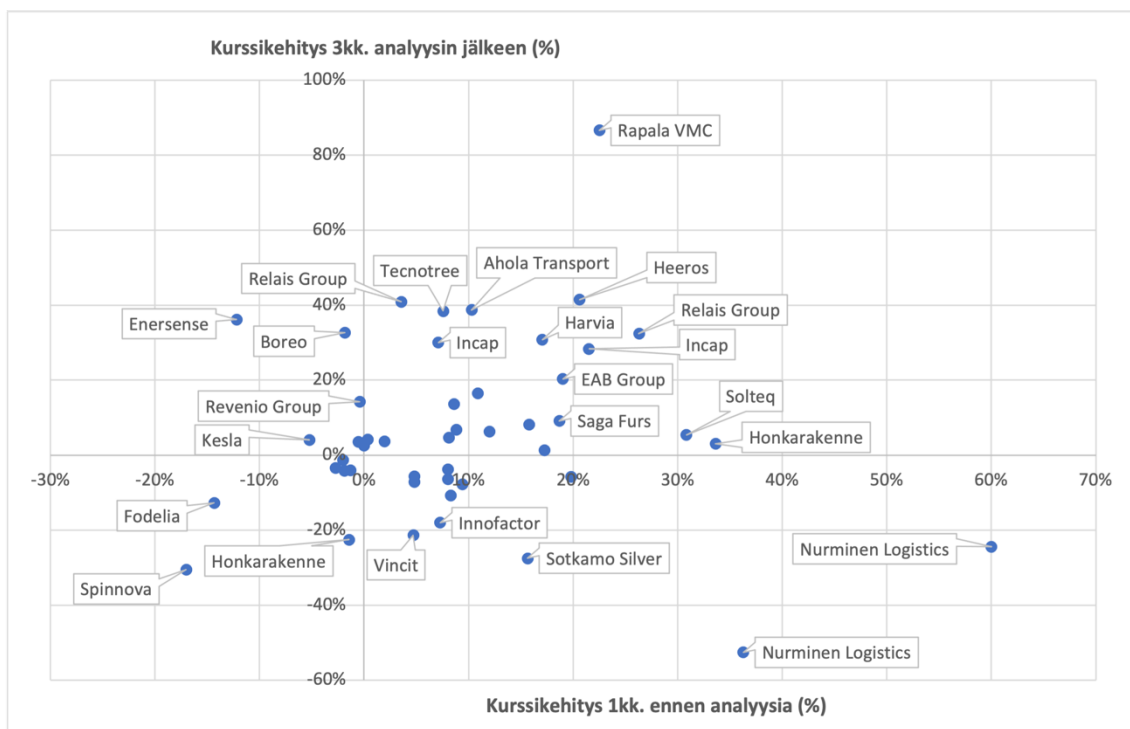


Kuvio 14. Positiivisten analyysien julkaisupäivän kurssireaktio ja kolmen kuukauden kurssikehitys analyysin julkaisun jälkeen.

Toisin kuin aikaisemmassa tutkimuksessani (Mäki, 2021) totesin, näyttäisi siltä, että laajemmalla otannalla ei kurssireaktion ja kolmen kuukauden kurssikehityksellä analyysin jälkeen olekaan selkeää positiivista korrelaatiota. Monet analyysit ovat olleet oikeassa myös pitkällä tähtäimellä, mutta kokonaisuutena ei tästä voida vetää yhteneväistä trendistä. Yhteensä 18 osakkeen negatiivista kurssikehitystä analyysin julkaisun jälkeen ei voida tässä tapauksessa sivuuttaa, kun mietitään aineiston trendinomaista kehitystä.

Kun tarkastellaan kuviota 15 ja osakkeiden kurssikehitystä ennen ja jälkeen analyysin, eivät tulokset ole yhtä selkeät kuin aikaisemmassa tutkimuksessani (Mäki, 2021). Tällöin

muuttujilla oli selkeä positiivinen korrelaatio ja käytännössä kaikki havainnot saivat positiivisia arvoja molemmilla muuttujilla. Kuitenkin suuri osa havainnoista kuviossa 15 korreloi positiivisesti molempien muuttujien kanssa. Kuitenkin yhteensä 18 havaintoa ei korreloi positiivisesti keskenään, joka on hieman yli kolmasosa kaikista havainnoista. Se, että heikkoa kurssikehitystä seuraa heikko kurssikehitys olisi luonteva lopputulos, sillä osakkeiden lyhyen aikavälien tuottojen seuraaminen lyhyen aikavälin menneitä tuottoja on todistettu Jegadeesh & Titman (1993) tutkimuksessa, mutta tällaisia havaintoja ei kuviossa 15 löydy kuin 7 kappaletta.



Kuvio 15. Positiivisten analyysien kurssikehitys analyysia ennen ja sen jälkeen.

Jatketaan kuvion 15 tarkastelua kuukautta ennen analyysiä kaikista parhaiten tuottaneiden osakkeiden osalta ja verrataan niitä kolme kuukautta analyysin julkaisun jälkeen parhaiten tuottaneisiin. Suurimmalla osalla aineistoa, jota on edeltänyt positiivinen kurssikehitys, on myös analyysin jälkeinen kehitys positiivista. Muutamia poikkeuksia toki löytyy, jossa erityisen hyvä kurssikehitys ei ole ennustanut hyvää kurssikehitystä myös analyysin jälkeen, mutta trendinomaisesti erittäin hyvä kurssikehitys ennen analyysia on johtanut myös hyvään kurssikehitykseen analyysin jälkeen. Tämä taas sopii

Jegadeeshin ja Titmanin (1993) momentum-ajatteluun, mutta herättää kysymyksiä toimitusmedia todella yritysten ”vahtikoirana”, kuten Call ja muut (2018) tutkimustulostensa perusteella olettavat. Onkin ajankohtaista kysyä, onko kyseessä enemmän Shillerin (2005, s.105) nostama väite medioiden luomasta innostuksesta, joka kohdistuu tiettyihin suosikkiosakkeisiin ja nostaa niiden hintoja edelleen.

3.5 Neutraalit analyysit tarkastelussa

Neutraalien analyysien tutkiminen ei erityisesti ollut tutkielman alkuperäisen mielenkiinnon kohteena, mutta analyysijä luokitellessa niitä kertyi kohtuullinen 32 kappaleen määrä. Yhteistä kaikille tämän aineiston analyysille on se, että kirjoittaja ei viljele lentäviä mielikuvia otsikoilla, vaan pikemminkin pyrkii analyysissaan neutraaliin pohdintaan yrityksen tulevaisuudesta. Lisäksi joukossa on suuria kurssimuutoksia kohdanneiden yrityksiä, joihin neutraalilla otteella kirjoittaja yrittää ikään kuin selkeyttää sijoittajajoukon mieliä tuomalla faktapohjaiset osaketta koskevat fundamentit analyysissaan esille. On hedelmällistä tarkastella analyysijä senkin pohjalta, jotta saadaan näkyviin paremmin, onko tutkielman jaottelu ollut johdonmukaista ja onko eri ryhmillä eroja. Kuitenkaan liian syvälliseen tarkasteluun ei neutraalien analyysien kohdalla ryhdytä, johtuen tutkielman insentiivistä keskittyä analyysien sävyjen ääripäihin ja niiden vaikutuksiin.

Taulukko 4. Päiväkohtaiset muutokset neutraalien analyysien jälkeen.

Ajankohta (päivää analyysin julkaisun jälkeen)	0	1	2	3
Kurssireaktio (%)	-0,14 %	-0,65 %	-0,41 %	-0,63 %
Vaihdon muutos suhteessa edellisen kuukauden keskiarvoon (%)	206,86 %	48,48 %	0,56 %	11,83 %

Tarkastelu on hyvä aloittaa neutraalien analyysien päiväkohtaisten muutosten taulukolla 4. Taulukon avulla pystytään havainnollistamaan miten osakkeiden hinnat

reagoivat analyysiin, joka ei todellisuudessa anna hirveää painetta osakkeelle liikkua mihinkään suuntaan, vaan ainoastaan altistaa sen Kauppalehden lukijakunnan silmien alle.

Tulokset taulukossa 4 ovat odotettuja, sillä neutraalien analyysien jälkeiset päivät ovat myös kurssireaktioiden pohjalta maltillisia. Kurssien varsin vähäinen liikkuminen indikoisi siis alustavasti sitä, että sijoittajajoukko ei ainakaan pelkän analyysin voimasta joukolla ryntää käymään kauppaa kyseisellä osakkeella. Kuitenkin vaihdon määrän muutos ensimmäisen päivän osalta on huomattava. Keskimääräinen 207 % kasvu edellisen kuukauden keskimääräiseen päiväkohtaiseen vaihtoon näyttäisi ainakin todistavan analyysillä olevan jonkinasteinen vaikutus osakkeen kaupankäyntimäärään. Vaikutus kuitenkin tyrehtyy nopeasti pois ja seuraavien päivien heilahtelut kaupankäyntivolyyymissa suhteessa edellisen kuukauden keskimääräiseen määrään, eivät luo hirveästi heittoja suuntaan tai toiseen. Näyttäisi siis, että ensimmäisenä päivänä vaihdon määrässä tulee selkeää kasvua suhteessa edellisen kuukauden keskiarvoon, mutta vaikutus ei näy osakekurssissa ja on myös lyhytaikainen. Muutoksia taulukon 4 tuloksissa verrattuna aikaisempaan tutkielmaani (Mäki, 2021) ei myöskään ole merkittävästi. Aikaisemmat tuloksetni indikoivat vaihdon määrän niin ikään kasvavan lyhytaikaisesti keskimäärin 159 % ja kurssireaktion olevan keskimäärin 1,19 %. Aineiston määrän kasvattaminen ei siis ole muuttanut juurikaan tulkintoja siitä, miten kauppalehden neutraalisävyiset analyysit vaikuttavat osakkeen kaupankäyntiin ja kurssiin lyhyellä aikavälillä.

Lisäksi taulukosta 4 voidaan vetää johtopäätöksiä sille, että pelkkä medianäkyvyys Kauppalehdessä ilman toimittajan mielipidettä osakkeesta ei toimi erityisenä katalyyttinä ihmisille ostaa tai myydä kyseistä osaketta. Tai ainakaan lyhytaikainen kaupankäyntivolyymin kasvu ei keskimääräisesti näy osakkeen kurssissa, eikä myöskään jatku analyysin julkaisupäivää enempää. Lisäksi intuitiivinen päätelmä vaihtomääristä ja kurssireaktioista antaa ymmärtää analyysijaottelun onnistuneen. Kurssien ja vaihtomäärien matalat reaktiot ja jopa paikallaan pysyminen ovat intuitiivisesti pääteltynä luonnollinen ja rationaalinen reaktio sille, kun analyysissä ei anneta erityisen vahvaa aihetta tai mielikuvaa käydä osakkeella kauppaa.

Taulukko 5. Neutraalit analyysit, niiden päivämäärät ja julkaisupäivän kurssireaktiot.

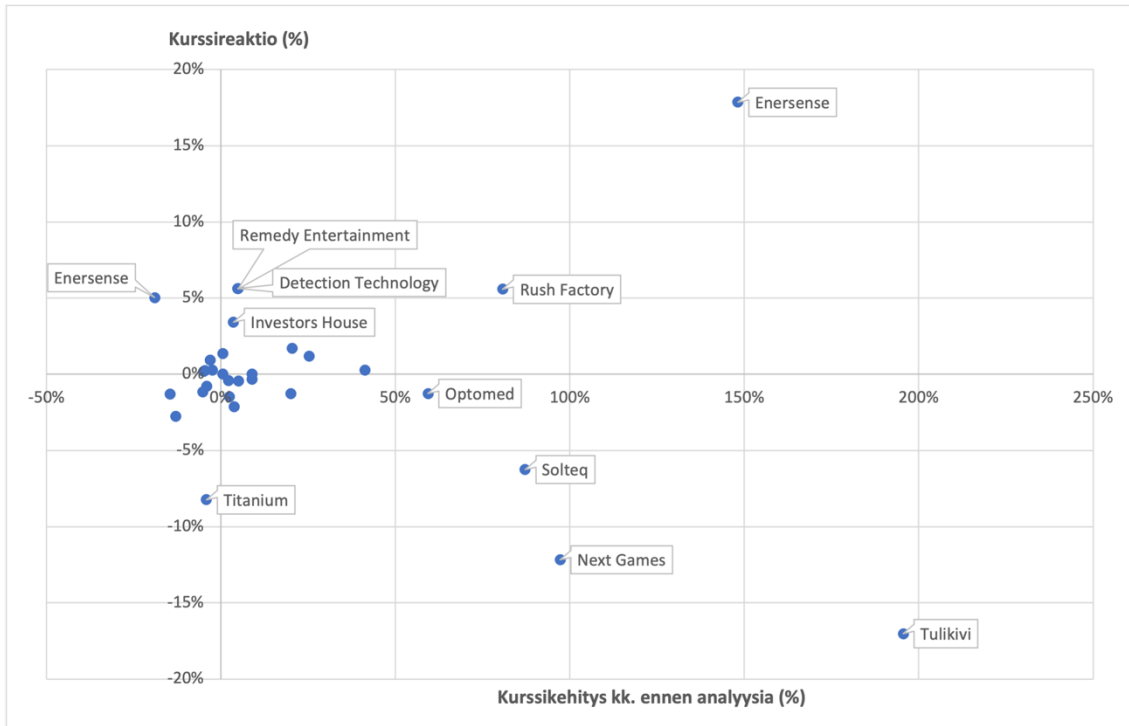
Yhtiö	Päivämäärä	Ensimmäisen päivän kurssireaktio (%)
Next Games	11.1.2019	-12,17 %
Kesla	18.3.2019	1,36 %
Siili Solutions	29.3.2019	0,00 %
Detection Technology	11.4.2019	5,63 %
Keskisuomalainen	12.4.2019	1,20 %
Apetit	11.6.2019	0,93 %
Detection Technology	20.12.2019	-0,78 %
Titanium	9.3.2020	-8,24 %
Remedy Entertainment	8.4.2020	0,28 %
Suominen	23.6.2020	-1,28 %
Enersense	6.7.2020	17,86 %
Admicom	7.7.2020	0,24 %
Yleiselektronikka	8.9.2020	1,69 %
Remedy Entertainment	30.9.2020	5,61 %
Rush Factory	17.11.2020	5,58 %
Investors House	1.12.2020	3,42 %
Solteq	4.12.2020	-6,25 %
Fellow Finance	9.12.2020	-0,43 %
Tulikivi	30.12.2020	-17,03 %
Wulff-Yhtiöt	22.3.2021	-1,32 %
Optomed	14.4.2021	-1,27 %
Nixu	19.4.2021	-1,47 %
Martela	10.5.2021	-0,32 %
Nurminen Logistics	10.6.2021	-0,42 %
Keskisuomalainen	22.6.2021	3,13 %
Admicom	1.7.2021	-1,16 %
Relais Group	16.8.2021	0,00 %
SRV Yhtiöt	30.9.2021	0,17 %
Nixu	19.10.2021	0,28 %
Rush Factory	20.10.2021	-2,14 %
Enersense	22.11.2021	5,03 %
Enersense	21.12.2021	-2,75 %
Ensimmäisen päivän kurssireaktioiden keskiarvo (%)		-0,14 %
Ensimmäisen päivän kurssireaktioiden keskihajonta (%)		5,68 %

Kuitenkin taulukosta 5 nähtävät yhtiökohtaiset kurssireaktiot antavat tarkempaa kuvaa aineiston heterogeenisyydestä. Sillä, vaikka keskimääräinen kurssireaktio onkin neutraalien analyysien ilmestymispäivänä kohtuullisen neutraali, on yhtiöiden välillä suuria

eroja. Esimerkkinä positiivisin reaktio Enersensen analyysin jälkeen 6.7.2020. Enersense oli juuri ostanut kriisissä olleen Empowerin, jonka toiminta lähestyi täydellistä kriisiä. Analyysistä huokuu epävarmuus tulevaisuuteen, sillä kriisiyhtiöiden elvyttäminen ei aina suju suunnitelmien mukaan. Kuitenkin pörssissä analyysin ilmestymispäivänä kurssinousua Enersenselle kertyi 17,86 %. Selittävää tekijää tälle voidaan hakea esimerkiksi menestyneen sijoittajan, Kyösti Kakkosen, mukanaolosta ankkurisijoittajan roolissa. Menestyneen ja taitonsa näyttäneen sijoittajan mukanaolo saattaakin luoda varmuutta myös muille sijoittajille Enersensen tulevaisuudennäkymistä ja sitä kautta aiheuttaa osakkeelle nousupainetta, vaikka Kauppalehden journalisti yrittäisikin sijoittajia rauhoitella.

Kun taas mennään taulukon 5 toiseen ääripäähän ja Tulikiven 30.12.2020 ilmestyneeseen neutraaliin analyysiin, on osakekurssi samana päivänä painunut yli 17 %. Kyseinen analyysi käytännössä erittelee mahdollisia syitä, miksi Tulikiven osake on noussut analyysia edeltävän viikon aikana yli 200 %. On luonnollista, että rajun nousun jälkeen myös markkina-arvoltaan pienen yhtiön osake kohtaa korjausliikkeitä ja niillä ei välttämättä ole tässä tapauksessa suoraa yhteyttä Kauppalehden analyysin kanssa.

Lisäksi taulukosta 5 on mielenkiintoista tarkastella kurssireaktioiden ajankohtia. Esimerkiksi välillä 4.12.2020 – 10.6.2021 kaikkien neutraalien analyysien kurssireaktio oli negatiivinen. Kuitenkin aineiston ollessa heterogeeninen kokoelma analyyseja, kyseessä voi olla joukko lukuisia yksittäisiä syitä jokaiselle analyysin kurssireaktiolle. Nimittäin tätä negatiivisten kurssireaktioiden jaksoa edelsi lähes yhtä pitkä positiivisten kurssireaktioiden jakso 6.7.2020 – 1.12.2020.



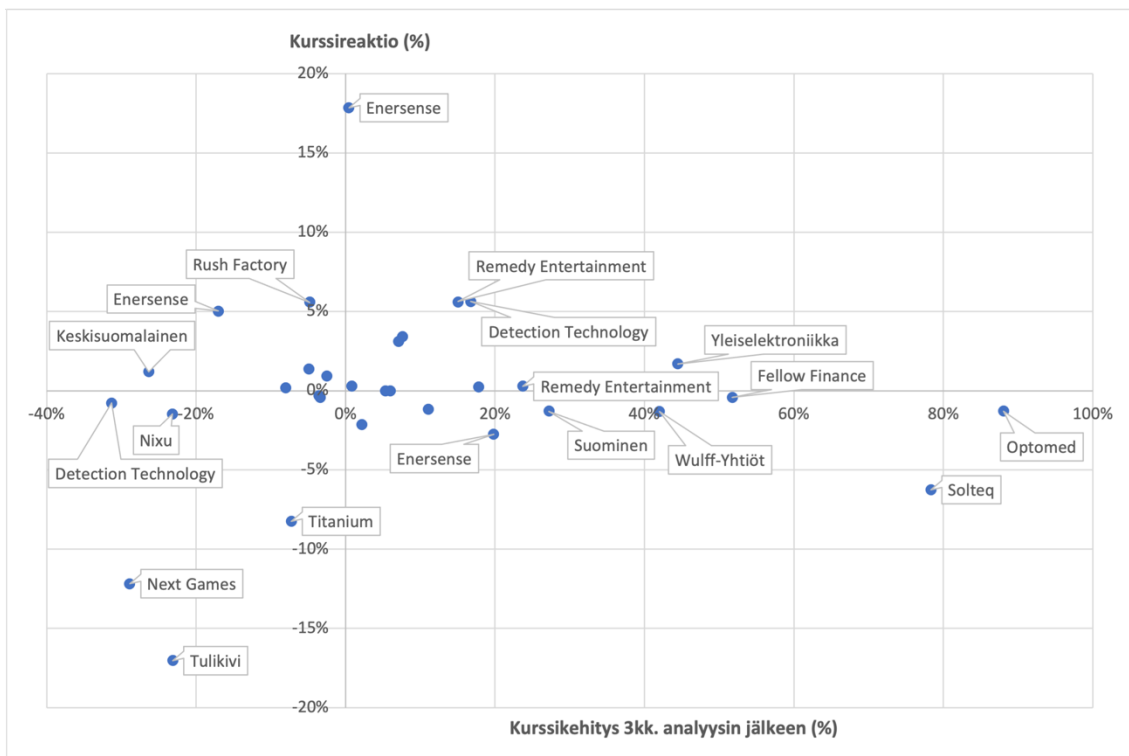
Kuvio 16. Neutraalien analyysien julkaisupäivän kurssireaktio ja niitä edeltäneen kuukauden kurssikehitys.

Vaikka tutkielman varsinainen intressi ei olekaan neutraalit analyysit, tarkastellaan kyseistä joukkoa ja sen mahdollisia erityispiirteitä silti tarkemmin. Kuviossa 16 näin onkin tehty ja hajontakuviosta saakin selkeän kuvan siitä, etteivät kurssireaktiot valtaosalla aineistosta ole kovinkaan suuria. Ainoastaan parhaimmat edellisen kuukauden kurssikehitykset omaavat kolme yhtiötä (Enersense, Tulikivi ja Next Games) ovat saaneet aikaan yli 10 % kurssireaktion suuntaan tai toiseen. Hajontakuviosta on myös huomattavaa se, että neutraalisävytteiset analyysit tuntuvat seuraavan neutraalia kurssikehitystä. Kuitenkin pääosin kuten kuvaajasta voidaan nähdä, useimmat kurssireaktiot ovat erittäin maltillisia ja erityisen suuret reaktiot näyttävät painottuvan erityisesti sellaisiin osakkeisiin, joilla edellisen kuukauden kurssikehitys on ollut erityisen positiivista.

Kun taas lähdetään tarkastelemaan kuvioista 17, miten neutraalien analyysien jälkeen osakkeiden kurssit ovat liikkuneet, on datassa havaittavissa suuria eroja eri osakkeiden välillä. Kurssikehitys on jakautunut eri osakkeiden välillä lähes puoliksi, joten se osaltaan vahvistaa ajatusta siitä, että neutraalit analyysit osuvat keskimäärin oikeaan. Kuitenkin kurssikehityksien ääripäät ovat erittäin kaukana toisistaan, sillä parhaiten arvoaan

nostanut Optomed on kerryttänyt kurssinousua yli 80 %, kun taas eniten arvoansa menettänyt Detection Technology on joutunut yli 30 % kurssilaskun kohteeksi.

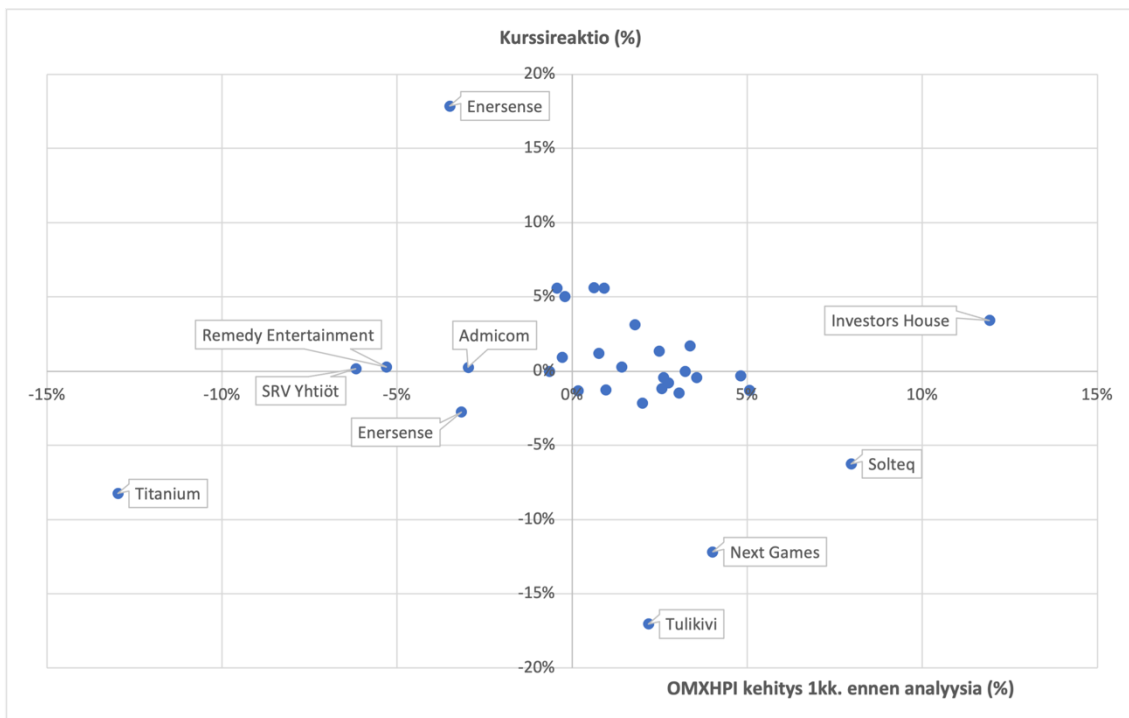
Kuviosta 17 pystytään huomaamaan myös se, ettei äärimmäisillä ensimmäisen päivän kurssireaktioilla näytä olevan erityisen suurta korrelaatiota seuraavien kuukausien kurssikehityksien kanssa. Pikemminkin näyttäisi siltä, että äärimmäiset kurssinousut tai kurssilaskut pidemmällä aikavälillä tapahtuvat ensimmäisen päivän kurssireaktion ollessa suhteellisen maltillinen, mitä on hieman hankala intuitiivisesti perustella. Perustelua hankaloittaa myös mikäli olettaa sijoittajajoukon olevan täysin rationaalinen ja markkinoiden hinnoittelevan osakkeet tehokkaasti.



Kuvio 17. Neutraalien analyysien julkaisupäivän kurssireaktio ja kolmen kuukauden kurssikehitys analyysin julkaisun jälkeen.

Kuvion 17 tulokset voikin erityisesti kieliä koko neutraalin joukon heterogeisyydestä ja eri yhtiöiden erilaisista tilanteista, minkä vuoksi toimittaja on kirjoittaessaan valinnut maltillisen lähestymistavan. Neutraalia analyysia seuraava sijoittajajoukon neutraali kurssireaktio (joka ei välttämättä edes liity analyysiin vaan voi olla normaalia

kaupankäyntiä) merkitsisi intuitiivisesti sitä, että analyysin ollessa oikeassa, tulisi suurimpien voittojen ja tappioiden olla minimissä. Kuitenkin monia aineiston yrityksiä on kohdannut erittäin voimakas, joko positiivinen, tai negatiivinen kurssikehitys. Lisäksi neutraalien analyysien antaminen, joka johtaa suuriin kurssinousuihin sotii Shillerin (2005, s.105) väitettä vastaan, minkä mukaan kurssit nousevat usein median luoman innostuksen avulla.



Kuvio 18. Neutraalien analyysien julkaisupäivän kurssireaktio ja edellisen kuukauden OMXHPI kehitys.

Kun jatketaan analyysiä kuvion 18 avulla, huomataan että valtaosaa neutraalien analyysien aineistosta itseasiassa on edeltänyt positiivinen indeksitasen kehitys. Tämä tutkielmassani onkin määritelty ”hyväksi ajaksi” ja oletuksena onkin, että markkinoilla on vallinnut positiivinen ja optimistinen tunnelma. Toki, koko aineiston ajalla huonojen aikojen osuus on ollut vähäisempi kuin hyvien, joten jaottelu voi selittyä myös tällä.

Kuitenkin yhteenvedona osakkeita koskevat neutraalit analyysit voidaan hyvinkin mieltää vahtikoiratoiminnaksi, kuten Jacobs (2020) tutkimuksessaan osoitti. Erityisesti kuvion 18 tuloksia voidaan soveltaa tähän kontekstiin ja nähdä toimittajien neutraalin

asenteen hyvinä indeksitason aikoina eräänlaisena vahtikoiratoimintana. Löydökset ovat myös hyvin yhteneväisiä Callin ja muiden (2018) tutkimustulosten kanssa, jossa journalistit mielsivät tärkeimmiksi tehtävikseen yritysten valvomisen ja vastuussa pitämisen sekä kattavien analyysien ja perusteellisten katsauksien tuottamisen yrityksistä.

3.6 Negatiiviset analyysit tarkastelussa

Negatiivisten analyysien tarkastelussa päästään taas paremmin kiinni aiempien tutkimuksien johtopäätöksiin, joita tässä tutkielmassa on käytetty hypoteeseina. Esimerkiksi Tetlockin (2007) tutkimuksessaan todistama väite siitä, että median pessimistisyys aiheuttaa osakkeiden laskupaineita erityisesti pienissä osakkeissa on tutkielman tarkastelun alla. Lisäksi Veronesin (1999) tutkimuksessaan osoittama väite osakkeiden ylireagoimisesta negatiivisiin uutisiin hyvinä aikoina on sovellettavissa myös tämän tutkielman käyttöön. Mene myös hyvien aikojen mittaamisessa hieman syvemmälle, ottamalla käsitteeseen OMXHP-indeksin kehityksen ennen analyysien julkaisua. Aiemmassa tutkimuksessa (Mäki, 2021) tarkasteluna oli pelkkä osakkeen kurssikehitys ennen analyysia, joka johti pelkästään mikrotasoiseen tulkintaan hyvistä ja huonoista ajoista. Nyt koko OMXHP-indeksin tulisi heijastella paremmin koko markkinan tunnelmaa ja käsitystä hyvistä ja huonoista ajoista.

Taulukko 6. Päiväkohtaiset muutokset negatiivisten analyysien jälkeen.

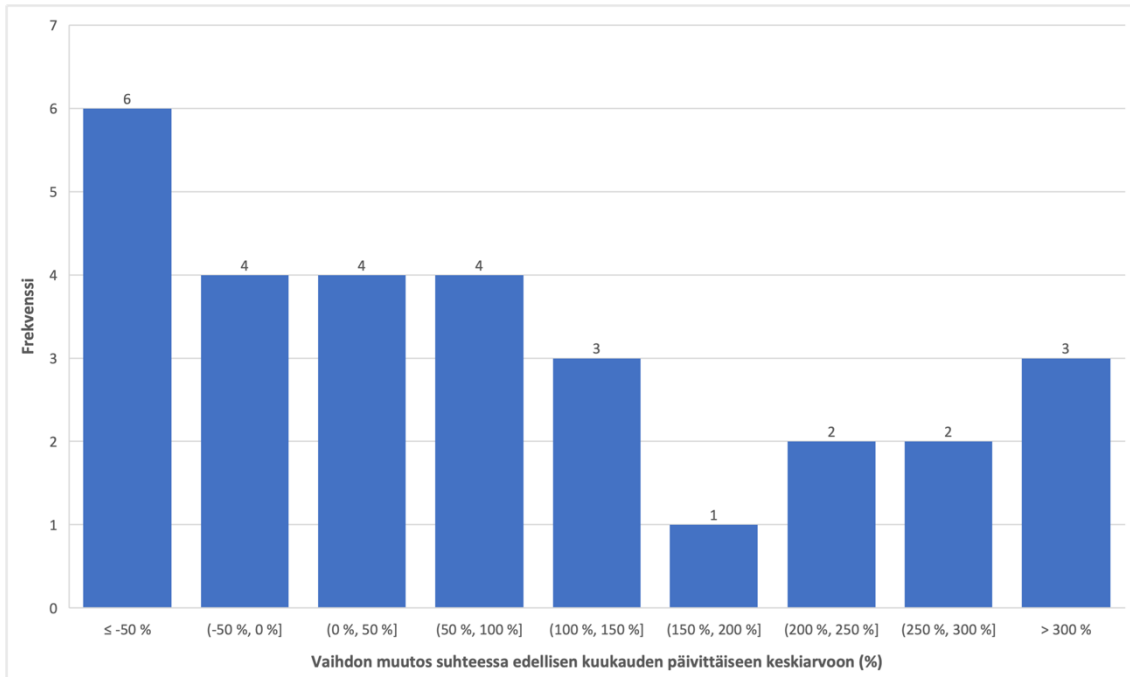
Ajankohta (päivää analyysin julkaisun jälkeen)	0	1	2	3
Kurssireaktio (%)	-2,99 %	-0,52 %	-0,40 %	-1,39 %
Vaihdon muutos suhteessa edellisen kuukauden keskiarvoon (%)	424,18 %	44,00 %	127,11 %	-16,08 %

Kun otetaan tarkasteluun itse tutkimuksen keskeisin hypoteesi siitä, onko Kauppalehden analyyseilla todellisuudessa vaikutus kursseihin, ovat tulokset jälleen sitä puoltavat.

Taulukossa 6 nähdään kurssireaktiot sekä osakkeen vaihdon määrän prosentuaalinen muutos suhteessa analyysia edeltävän kuukauden päivittäisen vaihdon määrän keskiarvoon, kun osaketta on koskenut negatiivinen analyysi.

Yhteensä 29 yksittäisestä negatiivisesta analyysistä koostuva aineisto antaa selkeän kuvan millainen reaktio Kauppalehden analyysistä keskimäärin seuraa. Analyysin julkaisupäivän keskimääräinen kurssireaktio -2,99 % on selkeästi negatiivinen, joka indikoi vahvasti analyyseillä todella olevan myös kurssia laskeva vaikutus. Myös jokaisen seuraavan päivän keskimääräinen kurssireaktio on negatiivinen. Huomionarvoista verrattuna edelliseen tutkimukseeni (Mäki, 2021), aineiston määrä on kasvanut negatiivisten aineistojen kohdalla vain kahdeksan kappaleen verran. Kuitenkin samassa ajassa koko tutkielman aineiston koko on yli tuplaantunut. Käytännössä siis vuonna 2021 ei Kauppalehden toimittaja ole ottanut erityisen pessimististä asennetta tutkielman kohteina olleisiin pienyhtiöihin, vaan ilmapiiri on ollut yleisesti optimistinen. Kurssireaktioiden osalta eivät tulokset eroa suuresti aiemman tutkimukseni tuloksista (Mäki, 2021), jossa ensimmäisen päivän keskimääräiseksi kurssireaktioksi saatiin -3,51 % ja sitä seuraavat päivät olivat myös keskimäärin lievästi negatiivisia, mutta jokainen kuitenkin voimakkuudeltaan välillä -0,5 % – 0 %.

Päiväkohtaisen vaihdon muutos on laajemmalla aineistolla huomattavasti korkeampi ensimmäisenä päivänä. Aiemmassa tutkimuksessani (Mäki, 2021) ensimmäisen päivän keskimääräinen vaihdon muutos negatiivisen analyysishokin jälkeen oli 83,17 %, kun taas nykyisellä aineistolla reaktio on 424,18 %. Muutos on huomattava ja epäintuitiivinen huomioon ottaen, että koko aineiston koko kasvoi 21 aineistosta 29 kappaleeseen. Ennen johtopäätösten tekemistä, tulee vaihdon muutosta tarkastella syvemmin frekvenssikaavion avulla.



Kuvio 19. Frekvenssijakauma negatiivisen analyysin julkaisupäivän vaihdon muutoksesta suhteessa edellisen kuukauden vaihdon päivittäiseen keskiarvoon.

Siirrytäänkin siis tarkastelemaan kuviota 19 ja frekvenssijakaumaa analyysin julkaisupäivän vaihdon määrän prosentuaalisesta muutoksesta suhteessa edellisen kuukauden keskiarvoon. Olen muokannut kaaviota siten, että yli 300 % vaihdon muutoksen kasvun kohteena olleet osakkeet on koottu yhteen. Kuitenkin tämä pitää sisällään yhden aineiston keskiarvoon merkittävästi vaikuttavan analyysin. Kyseessä on Panostajaa 17.3.2021 kohdannut negatiivissävyinen analyysi. Kyseisen analyysin julkaisupäivänä osakkeella käytiin kauppaa 10 002,26 % enemmän kuin keskimäärin edellisen kuukauden aikana. On sanomattakin selvää, että kyseinen äärimmäisen iso luku nostaa keskiarvoa 29 kappaleen aineistolla huomattavasti. Kyseisen analyysin aikaan myös analyysitalo Inderes laski osakkeen tavoitehintaa ja toisti oman ”vähennä” suosituksensa (Inderes, 2021). On kuitenkin alleviivattava kyseisen vaihdon määrän muutoksen merkitystä. Kun edellisen kuukauden keskimääräinen päivittäinen vaihto oli Panostajan osakkeella noin 10 800 €, niin oli se analyysin julkaisupäivänä reilut 1 090 000 €. Kun Panostajan analyysi jätetään pois keskiarvon laskennasta, saadaan ensimmäisen päivän keskimääräisen vaihdon muutokseksi 82,11 %. Tämä taas on lähes identtinen aikaisemman tutkimukseni (Mäki,

2021) tuloksen (83,17 %) kanssa. Voidaankin perustellusti todeta, että isossa kuvassa eivät tutkielman tulokset olennaisesti eroa toisistaan.

Jatketaan kuitenkin vielä kuvion 19 tarkastelua, sillä se pitää sisällään mielenkiintoista tietoa, miten vaihdon määrän muutos on itse asiassa jakautunut. Pitää muistaa kuviota tarkastella, että päivittäisen vaihdon muutos voi olla minimissään -100 %, mikäli vaihdon määrä on 0 €. Tämä nostaa automaattisesti vaihdon muutoksen keskiarvoa, joten onkin hedelmällisempää tarkastella eri vaihteluvälejä vaihdon prosentuaalisesta muutoksesta, kuin pelkkää keskiarvoa. Aineistossa edustetuin joukko löytyy väliltä -100 % – -50 %, eli aineistojen osakkeilla kaupankäynti on vähentynyt yli puolella analyysin julkaisupäivänä. Yhteensä aineistossa on 10 kappaletta osakkeita, joiden kaupankäyntimäärät ovat vähentyneet negatiivissävyisen analyysin julkaisupäivänä. Ei voida suoraan kuitenkaan väittää aineiston perusteella tämän olevan trendinomaista, sillä 19 kappaletta aineistosta on kohdannut vaihdon määrän kasvua.

Negatiivinen analyysi ei taas näytä pääsääntöisesti aiheuttavan samanlaista katalyyttiä kaupankäyntimäärissä, kuin positiivinen analyysi taulukossa 2. Toisaalta tämä myös tukee sitä hypoteesia, että pienissä osakkeissa vaikuttaa suurelta osin piensijoittajien mielilymykset ja joiden preferenssit saattavat muuttua rajusti. Yhtiökohtaisempaa tarkastelua pystytään tekemään taulukon 7 avulla, jossa näkyy yksittäisten yritysten kurssireaktiot listattuna.

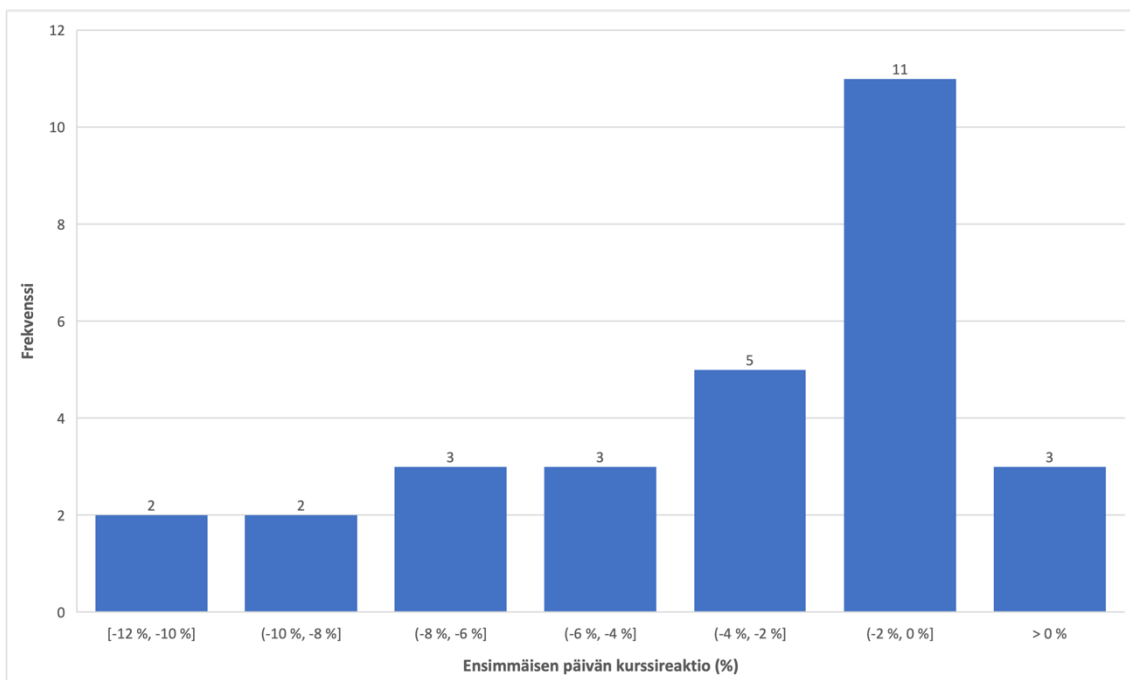
Taulukosta 7 silmiin nousee erityisesti Fellow Financen 11.6.2020 positiivinen kurssireaktio, joka eroaa muusta massasta, sillä se on yksi kolmesta positiivisesta kurssireaktiosta koko negatiivisten analyysin aineistossa. Analyysissa nostetaan esille yhtiölle koronapandemian luomat haasteet, joka vertaislainamarkkinoilla osuu sekä lainanantajiin sekä -ottajiin. Lisäksi analyysissa mainitaan lisääntyvän sääntelyn heikentävän yhtiön tulevaisuudennäkymiä. Siksi positiivinen 6,8 % kurssinousu ei ainakaan Kauppalehden negatiivissävyisen analyysin avulla selity. Reaktiossa voisi olla kyse esimerkiksi analyysitalo Inderesin tavoitehintojen nostosta ja lisää-suosituksesta (Inderes, 10.6.2020). Muut

kaksi positiivista reaktiota ovat Detection Technologyn 18.1.2021 3,85 % sekä Admicom 20.1.2021 0,90 % positiiviset reaktiot. Kaikkiaan koko muu aineisto taas on kohdannut negatiivisia kurssireaktioita analyysien julkaisun jälkeen.

Taulukko 7. Negatiiviset analyysit, niiden päivämäärät ja ensimmäisten päivien kurssireaktiot.

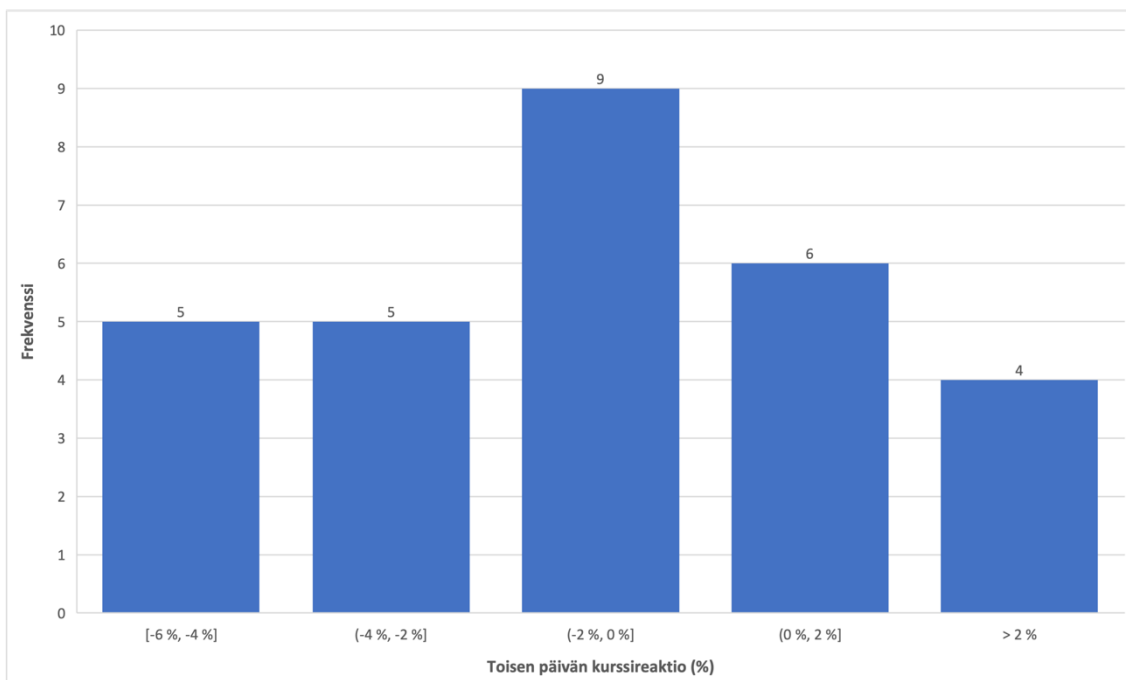
Yhtiö	Päivämäärä	Ensimmäisen päivän kurssireaktio (%)
SRV Yhtiöt	27.6.2019	-2,15 %
Admicom	24.9.2019	-1,54 %
Next Games	30.9.2019	-0,22 %
SRV Yhtiöt	15.10.2019	-1,92 %
Sievi Capital	16.10.2019	-1,53 %
SSH Communications	14.11.2019	-0,44 %
Privanet Group	21.11.2019	-9,09 %
Nixu	27.11.2019	-1,45 %
Fellow Finance	3.12.2019	-6,08 %
Kesla	10.12.2019	-1,65 %
Optomed	16.12.2019	-10,53 %
Fellow Finance	3.1.2020	-2,81 %
SSH Communications	14.5.2020	-11,97 %
Nurminen Logistics	26.5.2020	-3,23 %
Honkarakenne	28.5.2020	-4,31 %
Soprano	29.5.2020	0,00 %
Fellow Finance	11.6.2020	6,80 %
Fellow Finance	1.7.2020	-6,15 %
Next Games	1.9.2020	-6,25 %
Ovaro Kiinteistösijoitus	7.10.2020	-0,49 %
BBS-Bioactive Bone Substitutes	10.11.2020	-8,80 %
Detection Technology	18.1.2021	3,85 %
Admicom	20.1.2021	0,90 %
Privanet Group	16.3.2021	-5,67 %
Panostaja	17.3.2021	-5,41 %
Next Games	9.7.2021	0,00 %
Investors House	7.9.2021	-1,05 %
Apetit	26.10.2021	-1,99 %
Glaston	1.11.2021	-3,53 %
Ensimmäisen päivän kurssireaktioiden keskiarvo (%)		-2,99 %
Ensimmäisen päivän kurssireaktioiden keskihajonta (%)		4,00 %

Kun taas katsotaan taulukon 7 negatiivisimpia reaktioita, yli 5 % kurssilaskuja löytyy yhdeksän kappaletta. Suurimpana laskijana on SSH Communications 14.5.2020, jonka analyysi ei todellakaan ole lupauksia herättävä. Analyysissä todetaan osakkeen olevan nykyisellä hinnallaan kallis sekä ainoastaan lupaus tulevasta. Lisäksi analyysiä edeltävänä päivänä on osakkeelle sattunut hurja kurssinousu, mikä analyysissä mielletään perusteettomaksi. Voi hyvin ymmärtää miten analyysin sävy ja uhkakuvat saattavat säikäyttää sijoittajat tässä tapauksessa.



Kuvio 20. Frekvenssijakauma negatiivisten analyysien 1. päivän kurssireaktioista.

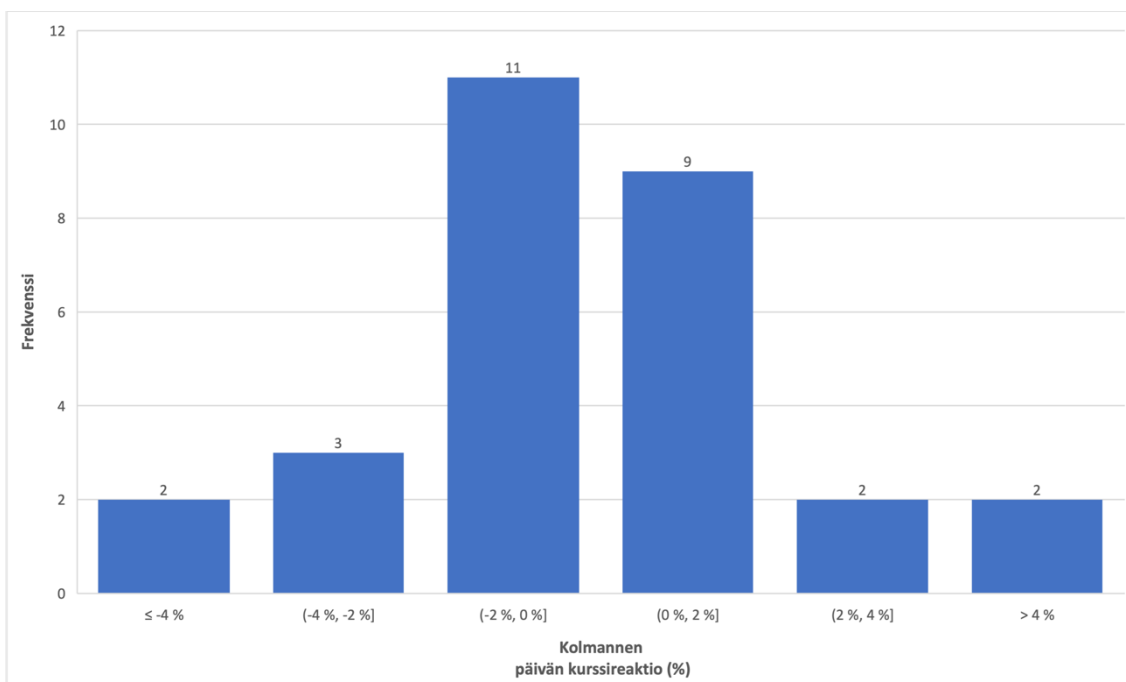
Jotta voimme tehdä tarkempaa analyysin kurssireaktioiden luonteesta, on frekvenssi-kuvaajien tarkastelu siihen jälleen hyvä tapa. Kuten nähdään kuviosta 20, lähes jokainen ensimmäisen päivän kurssireaktioista on negatiivinen, mutta moni vain lievästi. Toki on luontevaa, että reaktiot painottuvat lievempiin, mutta silti noin kolmasosa aineistosta on edustettuna välillä -2 % – 0 %. Lisäksi puolet koko aineistosta on edustettuna välillä -4 % – 0 %. Kuitenkin frekvenssikaavio alleviivaa edelleen taulukossa 7 todettua havaintoa siitä, että kurssivaikutus on olemassa ensimmäisenä päivänä ja se on negatiivinen.



Kuvio 21. Frekvenssijakauma negatiivisten analyysien 2. päivän kurssireaktioista.

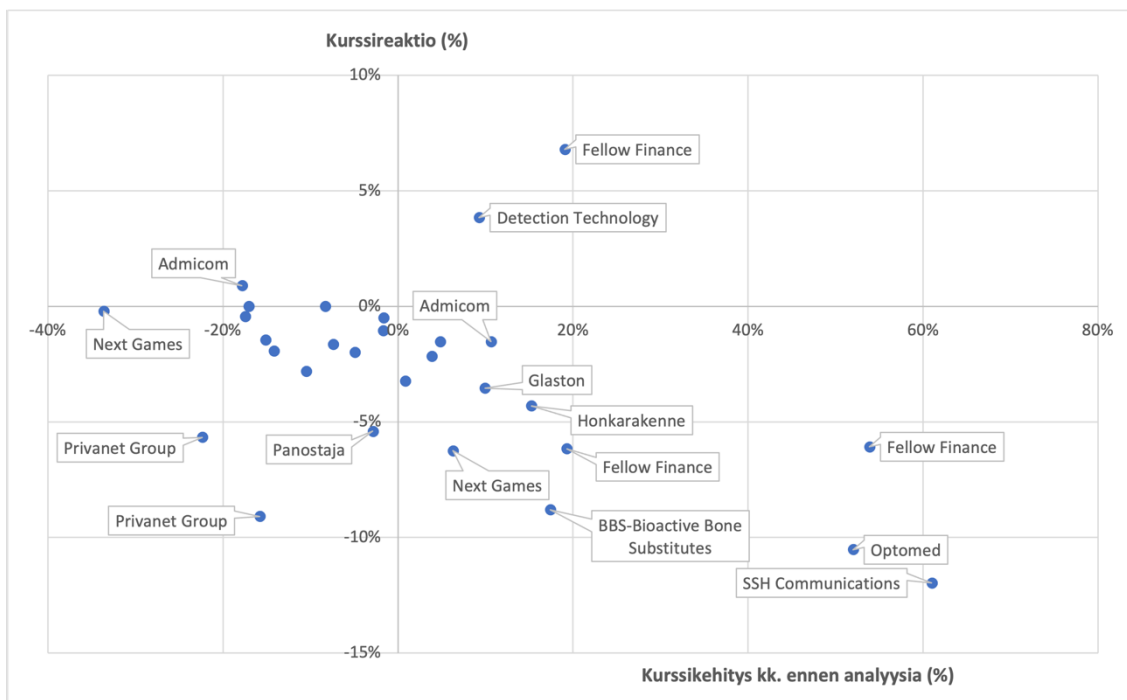
Jatketaan seuravan päivän kurssireaktioiden tarkastelua kuviosta 21. Huomionarvoista on, että negatiivisten kurssireaktioiden määrä on nyt vähentynyt ensimmäiseen päivään verrattuna ja myös kaikista negatiivisimmat reaktiot ovat nyt lievempiä. Nyt itseasiassa kolmasosa aineistosta saakin positiivisia reaktioita. Kuitenkin edelleen edustetuin ryhmä on välillä -2 % – 0 %, mutta muuten aineisto on edellistä päivää keskittyneempi. Onkin intuitiivista olettaa, että ensireaktio analyysihin saattaisi jollain osakkeilla olla turhanakin negatiivinen ja seuraavana päivänä on havaittavissa positiivista korjausliikettä osakkeen hinnassa.

Kuvion 22 tarkastelu kolmannen päivän kurssireaktioiden jakaumasta vahvistaa aiempaa oletusta. Nyt välille -2 % – 2 % on keskittynyt 20 kappaletta koko 29 kappaleen aineistosta. Reaktio vaikuttaisi keskimäärin olevan aluksi negatiivinen, mitä seuraa jonkinasteinen korjausliike, mutta jo kolmantena päivänä erityistä vaikutusta ei ole enää nähtävissä. Tästä syystä neljännen päivän kurssireaktioiden jakaumaa ei ole mielekäästä analysoida sen tarkemmin, sillä se näyttää suhteellisen samalta kuin kolmannen päivän frekvenssijakauma.



Kuvio 22. Frekvenssijakauma negatiivisten analyysien 3. päivän kurssireaktioista.

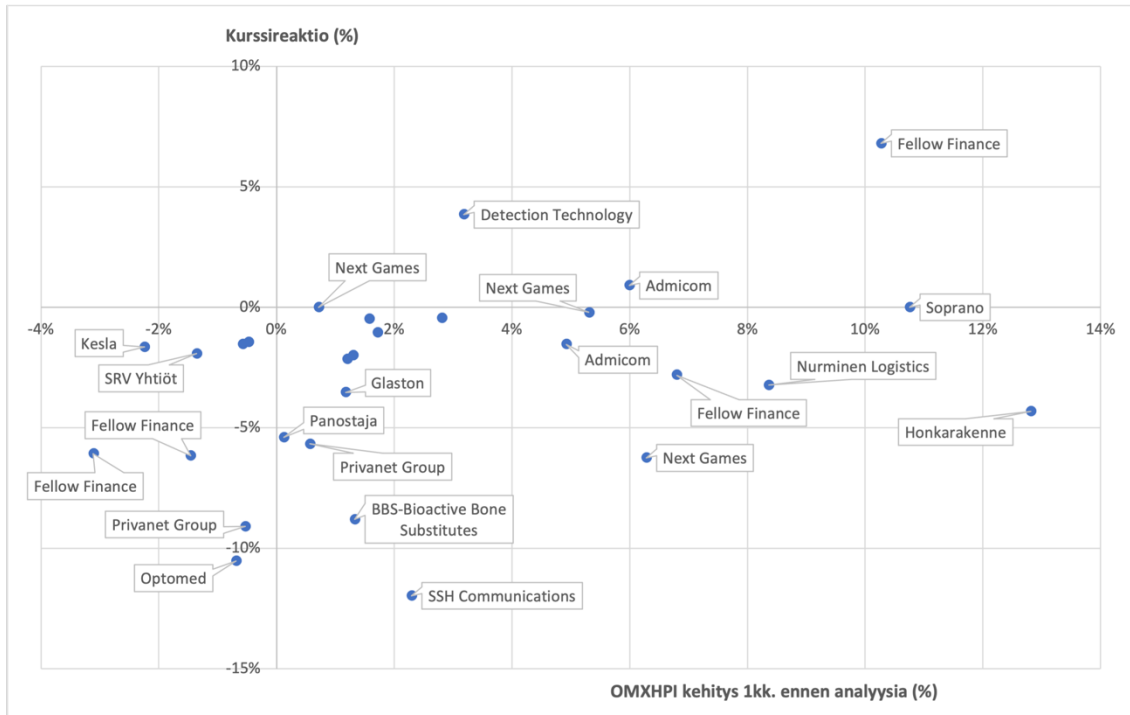
Mielenkiintoista on tutkia kurssireaktioiden voimakkuuksia suhteessa edellisen kuukauden kurssikehitykseen kuviosta 23, sillä Veronesin (1999) tutkimuksessaan todistama väite kurssien ylireagoimisesta negatiivisiin uutisiin positiivisena aikana on sovellettavissa myös mikrotasolle koskemaan yksittäisiä osakkeita. Jos edeltävän kuukauden kurssikehitys on ollut negatiivista tai vain lievästi positiivista, ei reaktiokaan alita -5 % rajaa kuin kolmella aineiston havainnolla. Kun taas edeltävän kuukauden kurssikehityksen ollessa suotuisampi, myös kurssireaktio näyttäisi olevan voimakkaampi. Näyttäisi siis todella siltä, että tällä suhteellisen pienellä otannalla Veronesin (1999) väittämä osakkeiden ylireagoimisesta negatiivisiin uutisiin positiivisena aikana näyttäisi toteutuvan myös aineiston yrityksillä, kun tilannetta tarkastellaan osakkeen oman kurssikehityksen kannalta mikrotasolla.



Kuvio 23. Negatiivisten analyysien julkaisupäivän kurssireaktio ja edeltävän kuukauden kurssi-kehitys.

Lisäksi huomionarvoista kuviosta 23 on edellisen kuukauden kurssi-kehityksien vaihtelevuus sekä aineiston heterogeisuus. Toisin, kuin positiivisten analyysien kohdalla, ei negatiivinen analyysi ole erityisen yleinen seuraus juuri negatiivisesta kurssi-kehityksestä. Ainoastaan 15 havainnolla on takanaan negatiivinen kurssi-kehitys ennen analyysiä, kun taas positiivinen kehitys on allaan 14 havaintoarvolla.

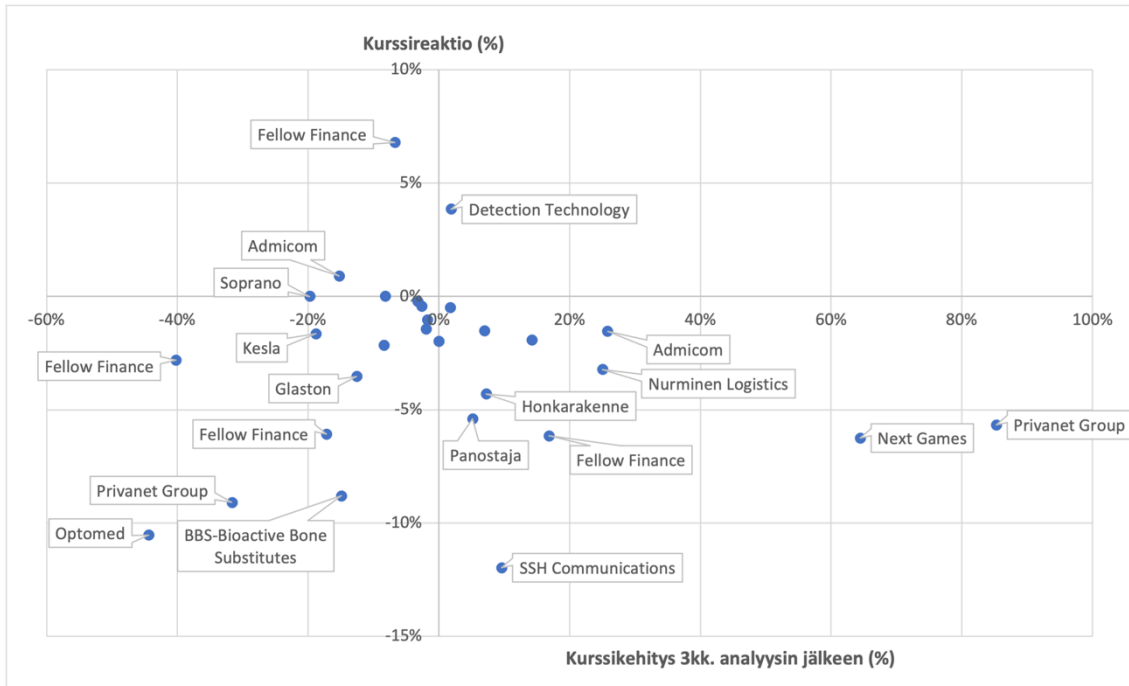
Tarkastellaan kuitenkin Veronesin (1999) todistamaa väitettä myös makrotason muutujan kautta, eli vertaamalla edellisen kuukauden OMXHP-indeksin kehitystä kurssireaktion voimakkuuteen. On luontevaa argumentoida nimittäin, että OMXHPI edustaa tarkemmin markkinoiden tunnelmaa ja sitä kautta hyviä ja huonoja aikoja.



Kuvio 24. Negatiivisten analyysien julkaisupäivän kurssireaktio ja edeltävän kuukauden OMXHPI kehitys.

Tätä voidaan tarkastella kuvion 24 avulla ja siitä huomataankin, että hyvät indeksitason ajat eivät indikoine erityisen negatiivista reaktiota verrattuna analyysihin, joita on edeltänyt heikko indeksitason kehitys. Näyttäisi siltä, että indeksitason kehityksellä ei olisi juurikaan korrelaatiota kurssireaktion kanssa ja onkin siksi luontevaa olettaa, että reaktiota selittävät paremmin muut tekijät. Huomionarvoista kuitenkin on, että kaikki kurssireaktiot, jotka ovat vähintään 0 % tai enemmän sijoittuvat ajalle, jolloin edeltävän kuukauden indeksikehitys on ollut positiivista. Tämä soti hieman Veronesin (1999) tuloksia vastaan, jossa nimenomaan hyvinä aikoina kurssien tulisi ylireagoida negatiivisiin shokkeihin.

Seuraavaksi onkin luontevaa siirtää tarkastelu koskemaan Tetlockin (2007) väittämää siitä, että median aiheuttama pessimistisyys aiheuttaa kurssihin laskupaineita. Tetlockin (2007) tulosta ei erityisen paljon tarvitse soveltaa tämän tutkielman viitekehykseen, sillä hän todisti vaikutuksen olevan selkein erityisesti pienissä epälikvideissä osakkeissa.

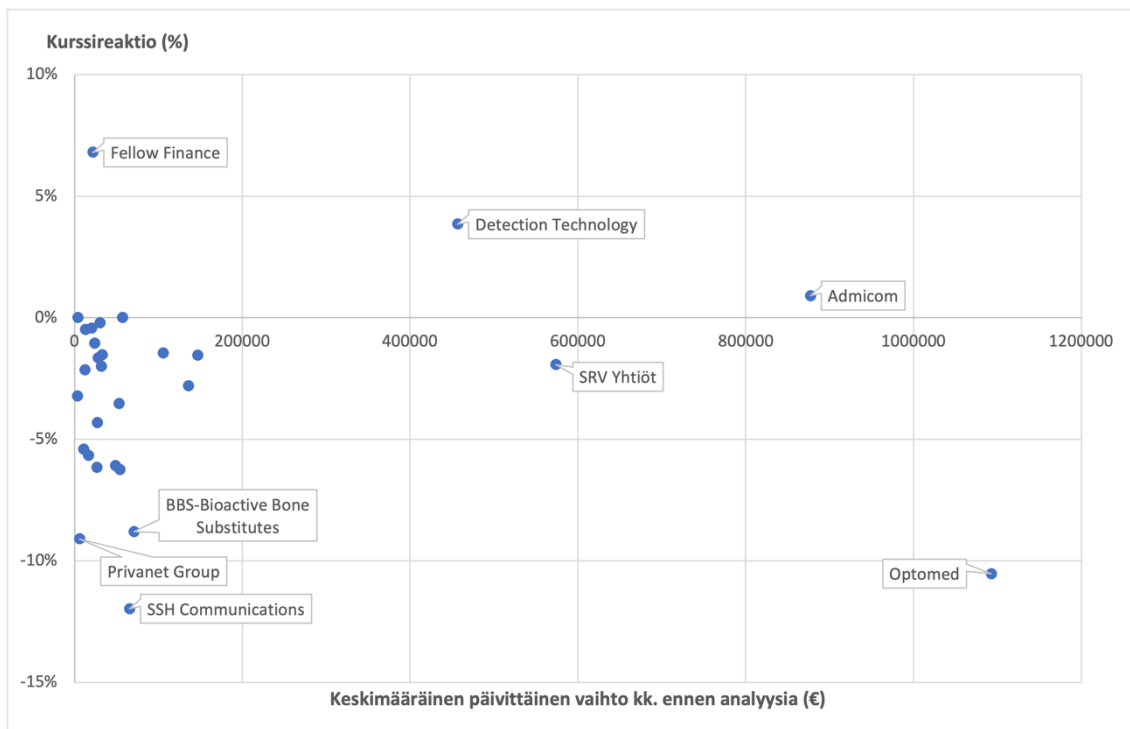


Kuvio 25. Negatiivisten analyysien julkaisupäivän kurssireaktio ja kolmen kuukauden kurssikehitys analyysin julkaisun jälkeen.

Ennen kuin tarkastellaan tarkemmin kuvion 25 tuloksia, haluan huomauttaa kahden positiivisimman osakekurssin taustatiedoista. Eli Next Gamesin yli 60 % ja Privanet Groupin yli 80 % kurssinousut. Molemmissa näissä tapauksissa analyysin jälkeen kyseessä on ollut ostotarjous, mikä on johtanut kurssinousuun. Esimerkiksi Privanet Groupin tapauksessa yrityksen alkuperäinen liiketoiminta vaihtui toimialaltaan täysin oston myötä. Siksi näiden kahden osakkeen positiivisiin kurssikehityksiin ei tule kiinnittää huomiota liikaa, kun analysoidaan isoja trendejä kurssikehityksestä analyysin jälkeen.

Näyttäisi siltä, että Tetlockin (2007) todistama väite ei ainakaan suoraan toteudu tutkielman aineistolla. Kauppalehden negatiivinen analyysi ei ainakaan suoraan näytä vaikuttavan erityisen negatiivisesti pidemmällä aikavälillä kurssin liikehdintään. Kuitenkin kun kuviosta poissuljetaan Next Gamesin ja Privanetin ostotarjousten seurauksena tulleet kurssinousut, on positiivista kurssikehitystä saanut osakseen vain 10 kappaletta aineiston yrityksistä. Kyseessä ei kuitenkaan välttämättä ole median luoma laskupaine,

vaan yksinkertaisesti toimittajan oikea näkemys yrityksen liiketoiminnasta. Tarkemmin katsottuna kuviosta 25 nähdään kurssireaktion olevan olemassa lyhyellä aikavälillä, mutta pidemmälle katsottaessa kurssikehitykset vaihtelevat laajalti. Esimerkiksi SSH Communicationsia 14.5.2020 koskenut analyysi, jota seurasi negatiivisin yksittäinen kurssireaktio (-11,97 %) onkin kolmen kuukauden aikana unohtunut ja osakkeen hinta kohonnut 9,6 %.

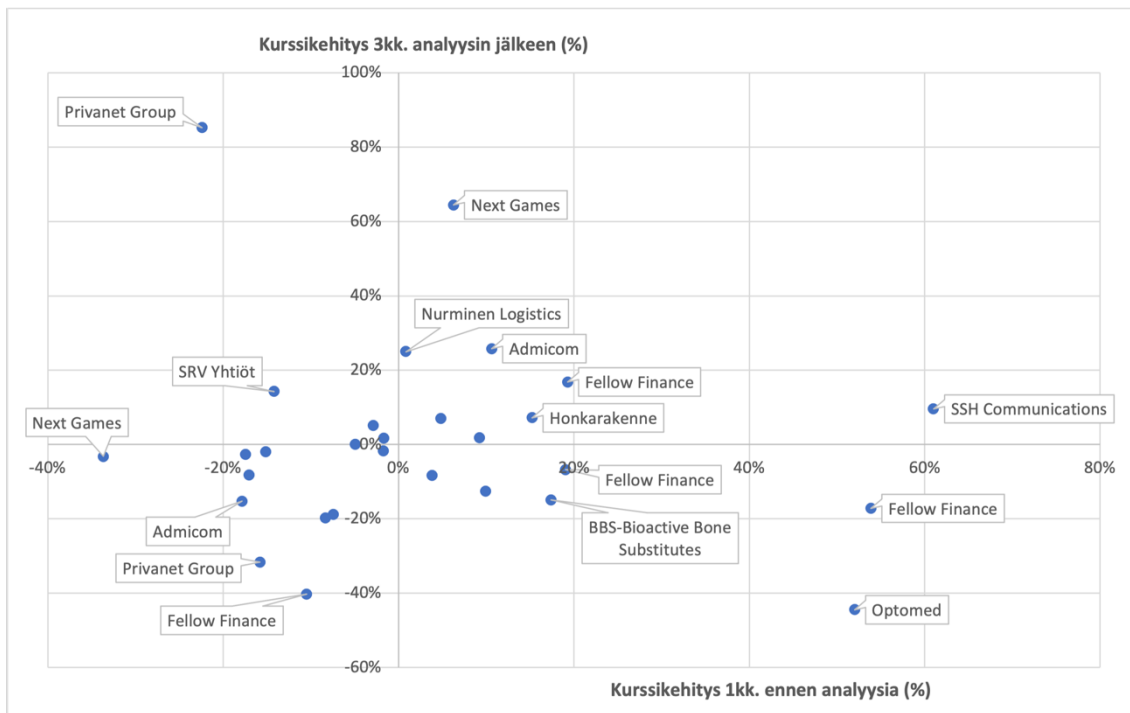


Kuvio 26. Negatiivisten analyysien julkaisupäivän kurssireaktio ja edellisen kuukauden keskimääräinen päivittäinen vaihto.

Barber ja muut (2007) todistivat omissa tutkimuksissaan riippumattomien tutkimuslaitosten olevan investointipankkeja epätarkempia omassa myy- ja pidä-suosituksissaan. Samasta ilmiöstä voi ainakin osittain olla kyse myös Kauppalehden tapauksessa, sillä vaikka koko negatiivisten analyysien aineiston keskimääräinen tuotto kolme kuukautta uutisen julkaisun onkin -0,56 %, niin hajontaa yksittäisten osakkeiden välillä on merkittävästi. Toki verrokkia investointipankista ei tässä tutkimuksessa Kauppalehden näkemyselle ole, eivätkä analyysit sinänsä ole suoria Kauppalehden suosituksia, joten tätä pohdintaa ei ole mielekästä viedä erityisen pitkälle.

Tarkastellaan seuraavaksi euromääräisen vaihdon määrää ennen analyysiä ja sen korrelaatiota kurssireaktioon kuvioista 26. Kurssireaktioilla ei myöskään ole selkeää riippuvuutta analyysiä edeltäneen euromääräisen vaihdon kanssa, vaan reaktiot ovat vaihtelevan suuruisia joko pienellä tai suurella vaihtomäärällä. Negatiivisen analyysishokin voimakkuus vaikuttaisi olevan ennemminkin yrityskohtaista, kuin edeltäneestä vaihdosta riippuvaa. Eli positiivisten analyysien kohteina olevilla yhtiöillä ollut vaikutus ei ole toisenteinen negatiivisella aineistolla.

Kuviosta 27 voidaan tarkastella negatiivisten analyysien kohteina olleiden yritysten kurssikehitystä analyysiä ennen ja sen jälkeen. Kuvion avulla voidaan hahmottaa miten Jegadeeshin ja Titmanin (1993) todistama momentum-anomalia toteutuu negatiivisten analyysien kohteina olevien yhtiöiden osalta. Erityisesti kuvion äärimmäisissä arvoissa on huomattavaa hajontaa, toisin kuin positiivisten analyysien kohdalla kuviossa 15, jossa suurimmat kurssinousut ennen analyysiä heijastelivat suurelta osin positiivista kurssikehitystä myös analyysin julkaisun jälkeen.



Kuvio 27. Kurssikehitys negatiivista analyysiä ennen ja sen jälkeen.

Kuitenkin kuvion 27 tuloksia pystyy tulkitsemaan paremmin jaottelemalla tarkastelu osiin. Esimerkiksi negatiivinen kurssikehitys ennen analyysin julkaisua edeltää 15 havaintoa. Näistä 11 osaketta seuraa myös negatiivinen kurssikehitys analyysin julkaisun jälkeen. Tämän voisi tulkita juuri Jegadeeshin ja Titmanin (1993) momentum-anomaliaksi ja negatiiviset analyysit tässä tapauksessa sitä vahvistavaksi ilmiöksi. Toisaalta kuviossa 27 havaittavissa olevasta riippuvuudesta ei voida vetää suoraan johtopäätöksiä siitä, että media kannustaisi sijoittajia välttämään analyysien kohteina olevia yrityksiä, vaan yksinkertaisesti media ja toimittajat voivat huolellisen taustatyön ja fundamentteihin tutustumisen jälkeen olla oikeassa yrityksen heikoista tulevaisuudennäkymistä.

Mielenkiintoista on jatkaa kurssikehityksen tarkastelua kuviosta 27 analyysin jälkeen, kun analyysiä edeltävä kehitys on ollut positiivista. Vaikka analyysi on negatiivissävytteinen, niin mikäli analyysia on edeltänyt positiivinen kurssikehitys, myös kurssikehitys analyysin jälkeen vaihtelee suuresti. Nimittäin kahdeksalla osakkeella negatiivista analyysiä on silti seurannut positiivinen kurssikehitys ja parhaimmillaan yli 60 % tuotto. Mutta tämä ei ole koko totuus, sillä positiivista kurssikehitystä edeltänyttä negatiivista analyysiä on seurannut kuudelle aineiston osakkeelle negatiivinen kurssikehitys, joka on osassa tapauksista kääntynyt erittäin jyrkäksikin kurssilaskuksi. Pahimmillaan nimittäin edellisen kuukauden yli 50 % kurssinousua on seurannut seuraavien kuukausien aikana lähes samansuuruinen kurssilasku.

Tämän datan perusteella on vaikea yksilöidä syitä suuriin vaihteluihin sellaisten osakkeiden kurssikehityksessä, joilla on alla positiivista kurssinousua. Osaltaan aineisto on pieni ja yksittäiset analyysit ovat aina tapauskohtaisia ja negatiivisille analyyseille voi olla monia eri syitä ja näkökulmia. Osaltaan voidaan pitää mahdollisena, että toimittaja on toiminut ”vahtikoirana” kuten Call ja muut (2018) tutkimuksessaan osoittivat ja kirjoittanut negatiivissävytteisen jutun yliarvostetusta osakkeesta. Kuitenkin aineiston avulla on vaikea löytää selittävää tekijää analyyseistä sille, miksi joitakin osakkeita seuraa positiivinen kurssinousu, vaikka niistä on Kauppalehdessä kirjoitettu negatiivisessa valossa.

3.7 Analyysit ja sisäpiiritieto

Viimeisessä analyysin vaiheessa perehdyn tarkemmin kyseisten Kauppalehden analyysien luonteeseen ja siihen voiko niitä tulkita sisäpiiritiedoksi. Tämän jälkeen pyrin vielä selvittämään, onko kurssireaktioista odotettuja hyötyjiä ollut olemassa.

Kauppalehden vaikutuksen suuruus suomalaiseen sijoitusympäristöön on myös tutkielman yksi perimmäisistä havainnoista. Vaikka tutkielman aineiston yritykset koostuvatkin pörssin pienimmistä yrityksistä, on silti vaikuttavaa, miten voimakkaasti yhden lehden ja yksittäisen journalistin julkaisema analyysi voi liikuttaa osaketta. Tämä tietysti avaa uusia tutkimisen mahdollisuuksia esimerkiksi Kauppalehden toimittajien tarkempaan tarkasteluun. Kun analyysien seurauksena on voimakas kurssiliike, voi se myös avata mahdollisuuksia hyötyä rahallisesti kurssin muutoksista. Siksi onkin perusteltua esittää kysymys, onko kyseinen tieto sisäpiiritietoa ja näin ollen siitä hyötyminen lainvastaista.

Sisäpiiritiedon määrittelee Suomessa Euroopan Unionin parlamentin ja neuvoston markkinoiden väärinkäyttöasetus (EU) N:o 596/2014 (MAR). Sovelletuksi se tuli pääosin 3.7.2016, joten myös tutkielman aineiston aikana se oli lainsäädännön pohjana. Keskeisimpinä tavoitteina direktiivillä on parantaa sijoittajansuojaa sekä turvata rahoitusmarkkinoiden luotettavuutta (Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 596/2014 art.

1). Sisäpiiritiedon määritelmä löytyy kyseisestä neuvoston asetuksesta:

Sisäpiiritieto on täsmällistä, julkistamatonta tietoa, joka liittyy liikkeeseenlaskijaan tai rahoitusvälineeseen, ja jolla julkistettuna todennäköisesti olisi huomattava vaikutus rahoitusvälineen tai siihen liittyvän rahoitusjohdannaisen hintaan.
(Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 596/2014 art. 7.1 a).

Analyysit koostuvat markkinoilla jo valmiiksi olevasta tiedosta. Käytännössä toimittaja vain kokoaa nämä jo saatavilla olevat tiedot yhteen ja perustaa laajemman analyysin niiden varaan. Päätelmänä onkin, että analyysien koostuessa kaikkien saatavilla olevasta julkaistusta tiedosta, itse analyysissa julkaistun substanssin tulkinta sisäpiiritiedoksi ei ole perusteltua. Mielenkiintoisen asiasta tekee se hetki, kun tieto päätyy toimittajan pöydälle kirjoitettavaksi. Onkin relevanttia argumentoida sen puolesta, että pelkkä tieto

analyysin kirjoittamisesta on sisäpiiritietoa. Analyyseilla on olemassa jo tutkielmassa todettu kurssivaikutus, ja ne ovat ennen lehdessä ilmestymistään luonteeltaan julkistamattomia. Tämän perusteella itse asiassa tieto analyysin kirjoittamisesta olisikin sisäpiiritietoa, ei niinkään itse analyysin pohjana oleva aineisto.

Kriteereistä kahden voidaan siis nähdä täyttyvän, mutta on syytä tutkia täyttävätkö analyysit sisäpiiritiedon täsmällisyyden periaatteen, jonka mukaan tiedon katsotaan olevan täsmällistä, mikäli se:

Viittaa olosuhteisiin tai tapahtumiin, jotka ovat jo ilmenneet tai tapahtuneet, tai joiden voidaan kohtuudella odottaa ilmenevän tai tapahtuvan ja on riittävän tarkkaa, jotta sen perusteella voidaan tehdä johtopäätöksiä tiedon mahdollisesta vaikutuksesta rahoitusvälineen arvoon.

(Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 596/2014 art. 7.2).

Vaikka analyyseissa olevat tiedot hyvin harvoin pystyvät täyttämään täsmällisen ja julkistamattoman tiedon kriteerin, on itse analyysin tarkastelu monimutkaisempaa. Kurssivaikutuksen ollessa olemassa, sijoittajat ovat selkeästi tehneet johtopäätöksiä rahoitusvälineen arvoon liittyen analyysien julkistamisen jälkeen. Tältä kannalta katsoen analyysin voidaan tulkita olevan täsmällistä tietoa, sillä sen tiedetään ilmestyvän tiettyinä ennalta määrättyinä päivinä. Eri asia sinänsä on katsoa analyyseissä julkaistua tietoa ja pohtia, mihin sijoittajat rahoitusvälineen arvonmuutoksen perustavat.

On lisäksi luontevaa pohtia, onko Kauppalehden status luotettavana sijoituslehtenä riittävä perustelu sille, että sijoittaja tekisi johtopäätöksiä analyysin vaikutuksesta rahoitusvälineen arvoon. Silloin analyysin sisältämää varsinaista tietoa merkityksellisempää onkin tieto siitä, että tiettyinä hetkenä sekä tietyssä paikassa tullaan julkistamaan analyysi, jolla on olemassa kurssivaikutus.

Kuitenkaan tämä päättely ei ole aukotonta. On äärimmäisen vaikeaa määritellä analyysin ollessa toimittajan pöydällä, tuleeko sitä seuraamaan millainen kurssivaikutus. Käytännössä kuten tutkielmani todisti, negatiivisissa ja positiivissä analyyseissä kurssi-reaktio oli lyhytaikaisena erittäin selkeä. Mutta miten toimittajan pöydällä olevaa

analyysia voitaisiin tarpeeksi aukottomasti lähestyä ja määrittää sen kuuluvan jompaan-kumpaan edellä mainituista ryhmistä? Neutraalisävyisten analyysien seurauksen ei nimittäin voitu aukottomasti nimetä tietyn tyyppistä kurssireaktiota tutkielman aineiston perusteella. Tämän vuoksi voisi olla juridisesti haastavaa osoittaa tiettyjen analyysien kuuluvan tiettyyn edeltä mainittuihin ryhmiin, joilla kurssivaikutus on olemassa.

Seuraavaksi on hyvä tarkastella markkinoiden väärinkäyttöasetuksen kautta analyyseja laajemman kontekstin kautta ja selvittää onko niistä hyötyminen absoluuttisesti laitonta jollain muulla tavalla. MAR ei kuitenkaan suoraan kiellä esimerkiksi positiivista analyysiä kirjoittavaa toimittajaa ostamasta kyseisen jutun yrityksen osaketta:

MAR sääntelee markkinoiden väärinkäyttöä eli sisäpiirikauppoja, sisäpiiritiedon laitonta ilmaisemista, markkinoiden manipulointia ja sisäpiiritiedon julkistamista. Lisäksi MAR asettaa velvoitteita muun muassa liikkeeseenlaskijoiden johtohenkilöille ja heidän lähipiiriinsä kuuluville sekä markkinoiden ylläpitäjille ja sijoituspalveluyrityksille. MAR sääntelee myös markkinoiden tunnustelua, sijoitussuosituksia sekä sellaisia julkisten laitosten levittämiä tilastoja tai ennusteita, joilla voi olla huomattava vaikutus rahoitusmarkkinoihin.

Finanssivalvonta (6.11.2018).

Kauppalehden analyysit perustuvatkin yrityksen julkisiin tunnuslukuihin, tulevaisuuden näkyymiin ja odotuksiin suhteessa osakkeen arvostukseen. Toimittaja ei ole tekemisissä sisäpiiritiedon kanssa, eikä jaa suoranaista sijoitussuositusta, vaikka kielikuviltaan ja otsikoinniltaan analyysit ovatkin usein lennokkaita. On myös vaikea argumentoida sen puolesta, että talousjournalismi olisi markkinoiden manipulaatiota.

Kuitenkin asiaa lähestyttäessä Julkisen sanan neuvoston journalistin ohjeiden kautta ja sieltä huomioiden erityisesti kohta neljä, on tilanne hieman erilaisempi:

Journalisti ei saa käyttää asemaansa väärin. Hänen ei pidä käsitellä aiheita, joihin liittyy henkilökohtaisen hyötymisen mahdollisuus eikä vaatia tai vastaanottaa etuja, jotka voivat vaarantaa riippumattomuuden tai ammattietiikan.

(Julkisen sanan neuvosto, 4.11.2013).

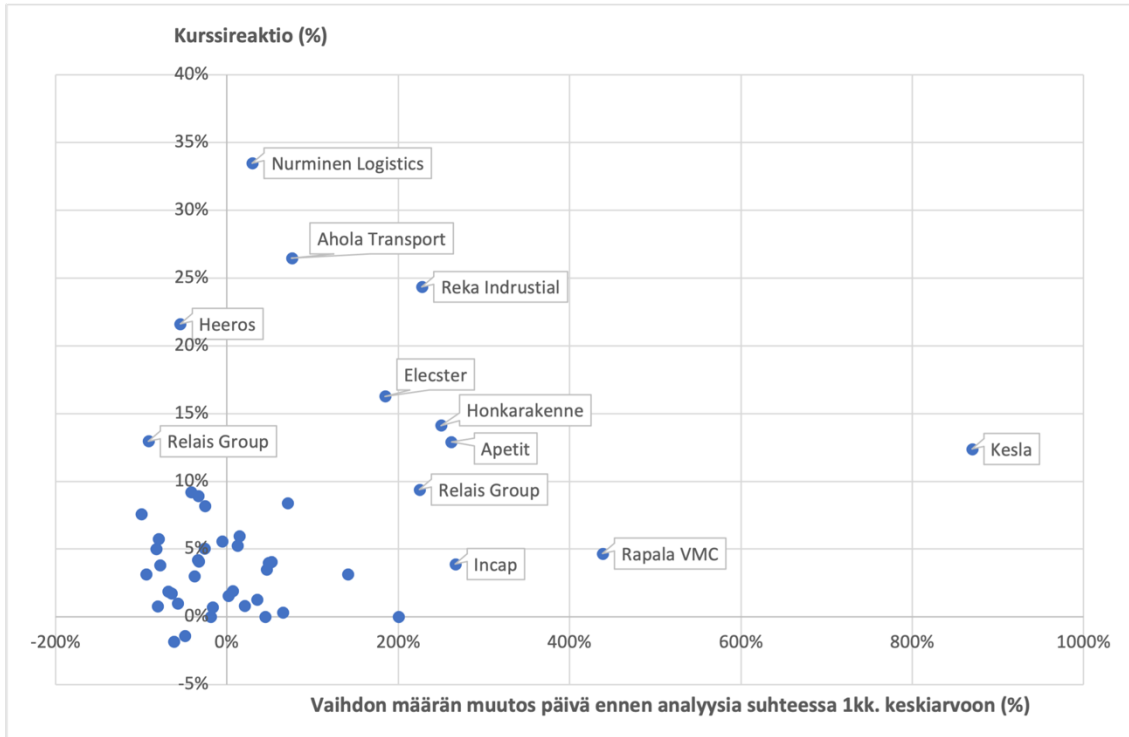
Julkisen sanan neuvosto valvoo median toimialaa, mutta mielenkiintoiseksi tilanteen tekee se, että JSN ei ole viranomainen, eikä se käytä julkista valtaa. Periaatteessa siis

toimittajia valvotaan olemaan hyötymättä omista jutuistaan, mutta juridista pakotetta sille ei laista löydy. Media-alan toimijat kuitenkin ovat sitoutuneet noudattamaan Journalistin ohjeita ja JSN:n perussopimusta, eli Kauppalehden kaikki toimittajat ovat tämän sääntelyn piirissä. Vaikka kyseessä ei olisikaan välttämättä rikos hyötyä omasta journalistisesta uutisesta, ei kyseistä toimintaa luultavammin suosittaisi Kauppalehden toimituksessa, joka on sitoutunut JSN:n käytäntöjä noudattamaan.

Taloustoimittajat ovatkin tiedostaneet erityisen riskin siitä, mitä toimittajan mahdollinen taloudellinen hyötyminen omasta analyysistaan voisi aiheuttaa koko talousjournalismin luotettavuudelle. Taloustoimittajat ry:n verkkosivuilta löytyvästä pörssieettisestä suosituksesta löytyy maininta siitä, ettei toimittajan tule käsitellä aiheita, joihin sisältyy henkilökohtaisen hyötymisen mahdollisuus. Kehotuksena suosituksesta löytyy kaupan käynnin lopettaminen kokonaan kyseisen uutisen kohteena olevalla arvopaperilla, siitä hetkestä lähtien, jolloin päätös uutisen tekemisestä syntyy. Lisäksi uutisen ilmestymisen jälkeen, ei toimittajan tulisi käydä kauppaa osakkeella ainakaan viikkoon (Taloustoimittajat ry, pörssieettinen suositus, 2002).

Käytännössä kuitenkin Kauppalehden toimittajana on mahdollista perustaa itselleen sijoitusstrategia, jossa osaketta ostettaisiin aina ennen positiivisen analyysin julkaisua ja oletettua kurssinousua ja pidettäisiin kaksi päivää. Tällä strategialla keskimäärin ensimmäisen päivän tuotto olisi 6,57 % ja seuraavan päivän 1,98 %, minkä jälkeen analyysin luoma positiivinen vaikutus tutkielman tulosten mukaan häviää.

Tutkitaan seuraavaksi datan avulla, voidaanko suoraan todeta taloustoimittajien itse itsensä valvomisen toimivan, vai onko mahdollisia merkkejä tulevista analyyseista hyötymiselle löydettävissä. Kuviossa 28 käydäänkin läpi nimenomaan positiivisten analyyysien kohteina olevia yhtiöitä ja niiden vaihdon määrän muutosta päivä ennen analyysin julkaisua suhteessa analyysejä edeltävän kuukauden keskiarvoon.



Kuvio 28. Positiivisten analyysien vaihdon muutos päivä ennen analyysin julkaisua ja analyysin julkaisupäivän kurssireaktio.

Kuvion 28 avulla huomataankin, että itseasiassa yli 10 % kurssireaktion kohteena olleita osakkeita on yhdeksän kappaletta. Näistä kuudella osakkeella vaihto ennen analyysin julkaisua on huomattavasti korkeampi verrattuna edellisen kuukauden keskiarvoon. Otetaan esimerkiksi isoin vaihdon määrän muutos, joka koski Keslan analyysia 4.9.2019 ja oli jopa 870 %. Analyysia edeltävänä päivänä itse asiassa osakkeen kurssi laski -1,8 %, mikä indikoi osakkeella olleen poikkeuksellisen paljon myyjä. Tämä voisikin siis indikoida, että vaihdon suuri kasvu onkin merkillinen sattuma. Varsinkin kun viimeisin yhtiötiedote on 13.8.2019 ja tämän jälkeen yhtiö ei ole julkaissut mitään ennen analyysia, vaan vaihdon raju kasvu on tapahtunut ilman uutta informaatiota markkinoilla. Analyysin julkaisupäivänä osakkeen kurssi nousi 12,39 %.

Seuraavaksi tarkastellaan Apetit analyysia 12.1.2021, jonka julkaisupäivänä osakkeen kurssi nousi 12,9 %. Edeltävänä päivänä osakkeen vaihdon muutos kuukauden keskiarvoon nähden taas oli 260 % ja myös osakekurssi nousi 6,4 %, mikä indikoi osakkeen ostolaidalla olleen enemmän ostajia, joka taas on luultavasti aiheuttanut analyysia

edeltäneen kurssinousun. Muutos on merkittävä ja erityisesti siksi, että edellinen Apetitin pörssitiedote on julkaistu 9.12.2020, eli yli kuukausi ennen analyysia.

Siirrytään Honkarakenteen analyysiin 12.9.2019, jonka julkaisupäivänä kurssinousua osakkeelle kertyi 14,12 % ja jota edeltävän päivän vaihdon määrän muutos on 250 %. Analyysia edeltävänä päivänä kurssinousua kertyi myös 6,25 %, mikä indikoi vaihdon määrän kasvun kanssa sitä, että osakkeen ostolaidalla oli analyysia ennen poikkeuksellisen paljon ostajia, mikä nosti osakkeen kurssia. Honkarakenteen tapauksessa edellinen yhtiötiedote on tullut 2.9.2019, eli tämäkään analyysia edeltänyt vaihdon määrän kasvu ei selity uudella informaatiolla.

Nyt tarkastellaan Reka Indrustialin analyysia 30.11.2020, jonka julkaisupäivän aikana osake nousi 24,35 % ja jota edeltävänä päivänä vaihdon määrän muutos oli 228 %. Lisäksi analyysia edeltävänä päivänä yhtiön osakekurssi nousi 2,26 %, mikä indikoi ostopuolella olleen osakkeen hintavaa nostavaa painetta. Edellinen yhtiötiedote on tullut julki 26.11.2020. Tiedote sinänsä ei sisällä mitään erityisen merkittävää informaatiota, vaan kyseessä on ilmoitus yhtiön nimenmuutoksesta kaupparekisteriin. Lisäksi osakkeella olisi ollut tässäkin tapauksessa kaksi kaupankäyntipäivää aikaa reagoida tähän informaatioon ja adjustoida hinta oikealle tasolle. Nyt kurssireaktiota ja vaihdon määrän muutosta ei pysty selittämään myöskään uuden informaation varjolla.

Lopuksi käsitellään Elecsteriä koskenutta analyysia 21.12.2020, jonka julkaisupäivänä yhtiön osake nousi 16,27 %. Yhtiön edellinen pörssitiedote on ilmestynyt 5.11.2020, joten minkään uuden informaation ei voida katsoa olleen analyysia ennen markkinoilla. Analyysia edeltävänä päivänä yhtiön vaihdon määrä kasvoi kuitenkin 184 % verrattuna edellisen kuukauden päivittäiseen keskiarvoon. Kuitenkin analyysia edeltävänä kaupankäyntipäivänä yhtiön osakekurssi painui -1,19 %, joten paine vaihdon kasvulle onkin tullut myyntipuolelta. Vaihdon määrän poikkeuksellinen kasvu juuri ennen analyysia voikin siis vain selittyä sattumalla ainakin Elecsterin tapauksessa.

Tarkempaa tietoa osakkeiden päivittäisistä kaupankäyjistä ei ole julkisesti saatavilla edes yliopistolle tutkimuskäyttöön, joten syvempiä johtopäätöksiä ei voida tehdä siitä onko tietoa analyysin kirjoittamisesta käytetty väärin. Olisikin hyvä selvittää kyseistä asiaa syvemmin, mikäli Finanssivalvonta ei ole kyseisiä kaupankäyntipäiviä vielä erityisemmin tarkastellut. Vähän vaihdettujen osakkeiden kohdalla mahdolliset toistuvat kaupankäyjät on kuitenkin helppo tunnistaa, mikäli sellaisia löytyy. Vähän vaihdettujen osakkeiden kohdalla voi tietysti olla kyseessä pelkästä sattumasta, mutta on epäilyttävää, että juuri erityisen positiivisia kurssireaktioita saaneet osakkeet ovat kohdistuneet usein myös suuren vaihdon määrän muutoksen kohteeksi ennen analyysin julkaisua.

Onkin ehkä jatkopohdinnan paikka, pitäisikö positiivisia pörssianalyyseja kirjoittavia toimittajia valvoa entistä tarkemmin väärinkäytösten varalta. Toisaalta se voisi myös johtaa toimittajien kontrollointiin valtion tasolta, mikä ei demokratian perusteiden mukaan ole toivottava kehityssuunta. Tilanne on tällä hetkellä joka tapauksessa se, että toimittajat itse valvovat itseään ja rajoittavat omaa toimintaansa omaksi parhaakseen. Jotta talousjournalismi pysyy uskottavana, on ensiarvoisen tärkeää saada mahdolliset väärinkäytös- mahdollisuudet minimoitua, sillä käytännössä jos toimittaja ei kerro kenellekään ostavansa osakkeita, ei asiaa tällä hetkellä ole ulkopuolisten toimesta helppo selvittää.

4 Johtopäätökset

Tutkielman ensisijaisena tavoitteena oli saada vastaus siihen, vaikuttavatko Kauppalehdessä esiintyvät osakeanalyysit osakkeiden arvoon ja vaihtomääriin. Lisäksi tutkittavana oli se, osuvatko analyysit oikeaan pidemmällä aikavälillä sekä sisäpiiritiedon määrittelyanalyysien kontekstissa ja toimittajien mahdolliseen hyötymismahdollisuuteen perehtyminen.

Positiivisten analyysien kohdalla osakkeen vaihtomäärä suhteessa edellisen kuukauden keskiarvoon kasvoi erittäin paljon ja myös keskimääräinen kurssireaktio oli kahtena ensimmäisenä päivänä reilusti positiivinen. Tulokset ovat toisteiset aikaisemman tutkimukseni (Mäki, 2021) kanssa ja ne puoltavatkin hypoteesia siitä, että Kauppalehden positiivisilla analyyseillä todella on kurssia nostava vaikutus. Mielenkiintoista on myös tulkita positiivisten analyysien edeltävää kurssikehitystä, joka oli aikaisemmassa tutkimuksessani (Mäki, 2021) lähes aina positiivinen, mutta nyt laajemmalla aineistolla ja myös mitaamalla Helsingin pörssin yleisindeksiä ennen analyyseja, on kurssikehityksissä ennen analyyseja myös paljon enemmän vaihtelua. Ensimmäisten päivien voimakkaissa positiivisissa kurssireaktioissa voisi olla kyse Shillerin (2005, s.105) kirjassaan esittämästä väitteestä siitä, että median luoma innostus saa sijoittajat tekemään päätöksiä vinoutuneesti. Aiemmassa tutkimuksessani (Mäki, 2021) kurssinousua jatkui yleensä myös kolme kuukautta uutisen jälkeen, mutta nyt laajemman aineiston otannalla vaikutus ei ole yhtä toisteinen. Tämä jättääkin avoimeksi ovatko analyysit oikeastaan merkityksellisiä pidemmällä aikavälillä vai seuraako osakkeiden kurssi yleistä indeksikehitystä riippumatta Kauppalehden näkemyksestä. Jos ajatellaan, että pidemmällä aikavälillä eivät analyysien osakkeet juuri poikkea indeksin kehityksestä, on ensimmäisten päivien vaihdon määrän kasvu sekä kurssireaktio varmasti perustellusti ylireagoivia.

Gurunin ja Butlerin (2012) tutkimuksessaan huomaama median suuri vaikutus epälikvideihin ja vähäistä analytikkoseurantaa nauttiviin osakkeisiin toistuu myös tämän tutkielman tuloksissa selvästi. Myös Jacobsin (2020) tutkimuksessaan todistama väite

journalistien kirjoittavan positiivisesti alihinnoitelluista osakkeista näyttäisi ainakin Kauppalehden analyysiä seuranneiden kurssinousujen perusteella soveltuvan myös Helsingin pörssin pien- ja First North -yhtiöihin. Lisäksi kyseessä voi olla myös Tetlockin (2007) havaitsema ilmiö, jossa median vaikutus oli suurinta pienissä epälikvideissä osakkeissa. Hänen mukaansa se myös kumoutui kaikista hitaimmin näissä osakkeissa, joten kolmen kuukauden aikavälikään ei välttämättä ole riittävän pitkä analysoitaessa pitkän aikavälin ennustuksen toteutumista

Neutraalien analyysien tulkinta taas on monimutkaisempaa ja tässäkin tutkimuksessa se ei ollut alkuperäisen tutkimusongelman suurimman motiivin alaisena. Kurssikehitys ennen analyysiä ei ainakaan hyvin selkeästi pysty ennustamaan tulevaa kurssikehitystä. On myös mielenkiintoista, miten kurssireaktiot vaihtelevat rajusti negatiivisista rajusti positiivisiin neutraalien analyysien tapauksissa. Myös se, että raju kurssireaktio analyysin julkaisupäivänä ei korreloi juurikaan tulevaisuuden kurssikehityksen kanssa, on hie-man yllättävä tutkimustulos.

Olisi loogista ajatella neutraalien analyysien jälkeen positiivista kurssikehitystä osakkeen saaneiden yritysten analyysien pitäneen sisällään myös jotain erityisen positiivista, mutta ei kuitenkaan tarpeeksi positiivista, että ne olisi luokiteltu positiivissävytteisiksi analyyseiksi. Kuitenkin parhaimmat kurssinousut neutraalien analyysien jälkeen ovat tulleet yrityksiltä, joiden reaktio analyysin julkaisupäivänä ei ole ollut merkittävä. Intuitiivisesti olisi luontevaa ajatella juuri nimenomaan neutraalien analyysien kovien kurssinousujen sekä pitkällä että lyhyellä aikavälillä korreloivan positiivisesti keskenään. Tämä intuitio ei kuitenkaan saa tukea datasta.

Erittäin mielenkiintoinen tapa lähestyä neutraaleja analyysejä on niiden historiallinen kurssikehitys ennen analyysiä. Nimittäin pääosin neutraalit analyysit seuraavat vähintään lievästi positiivista kurssikehitystä niin indeksi- kuin yksittäisen osakkeenkin tasolla. Kertooko se osaltaan Jacobsin (2020) löydöksestä, jossa median rooli on toimia vahtikoirana ja tuoda realismia kurssinousun jälkeen? Toki kyseessä voi olla vain yhtiöiden

analysoimisen vaikeus, mikäli niihin liittyy paljon epävarmuustekijöitä ja siitä syystä toimittajan olisi vaikea valita erityisen vahvaa puolta kurssinousun tai laskun puolesta.

Negatiivisissa analyyseissa kurssireaktio oli lähes aina negatiivinen lyhyellä aikavälillä, mutta pidemmällä aikavälillä kurssireaktioilla oli rajua hajontaa. Datasta voisi tulkita, että lyhyen aikavälin reaktio on sijoittajajoukolla pelästymisen ja äkillisen myymisen. Negatiivisia analyysijä edeltävä osakkeiden kurssikehitys on myös erityisen vaihtelevaa, joka alleviivaa myös tämän otoksen heterogeenisuutta.

Ainakin negatiivisten analyysien jälkeinen negatiivinen reaktio lyhyellä aikavälillä soti Faman (1998) näkemystä vastaan siitä, että osakemarkkinat olisivat tehokkaat ja markkinoilla toimisi rationaalinen sijoittajajoukko. Sillä on vaikeaa mieltää osakkeiden lyhyen ajan systemaattista laskua negatiivisten analyysien jälkeen satunnaiseksi turbulenssiksi, kun sitä seuraa seuraavan kolmen kuukauden aikana yli kymmenien prosenttien tuotto joissain tapauksissa.

Kun verrataan kokonaisuudessaan tutkielman tuloksia erityisesti aiempaan tutkimukseeni (Mäki, 2021), voidaankin todeta aineiston ja muuttujien määrän kasvattamisella olleen positiivisia vaikutuksia ilmiön ymmärtämiselle. Itse ensimmäisten päivien reaktioiden pysyessä selkeinä negatiivisten ja positiivisten analyysien kohdalla, nyt pidemmän aikavälin reaktioissa on enemmän vaihtelua. Voisiko olla siis, että itseasiassa mukaan tuotu OMXHP-indeksin kehitys on auttanut todistamaan monien osakkeiden hintojen tosiasiasa korreloivan vahvasti indeksin kanssa ja aikaisempi aineistoni (Mäki, 2021) sattui osumaan aikaan, jolloin yleisindeksi pääasiassa kehittyi positiivisesti.

Lisäksi vaihdon muutoksen analysointi ennen positiivisten analyysien julkaisua antaa jopa osittain huolestuttavaa dataa. Kun osakkeisiin ei kohdistu minkäänlaisia pörssitiedotteita ennen positiivisten analyysien julkaisua ja vaihdon määrän kasvu suhteessa edellisen kuukauden keskiarvoon on satoja prosentteja, riittäisi ilmiöstä ainesta tarkempankin tutkimukseen. Pienten osakkeiden kohdalla toki kyse voi olla sattumasta, mutta

koska analyysien vaikutus on näin voimakas ja toimittajilla on voimakas insentiivi hyötyä niiden kirjoittamisesta, tulisi kyseistä ilmiötä ehdottomasti tutkia lisää ja valvoa tarkasti. Näin voimme varmistaa talousjournalismin objektiivisuuden ja toimittajien uskottavuuden säilymisen.

Tutkielman jälkeen esiin nousee suuria kysymyksiä monestakin eri asiasta. On varmasti syytä tutkia, mikä saa sijoittajat reagoimaan niin voimakkaasti jo markkinoilla olevaan tietoon. Kysymystä voitaisiin lähestyä esimerkiksi psykologian kautta tai mahdollisesti syvällisen tekstianalyysin kannalta analyyseja tutkien. Tutkielman tulos myös kyseenalaistaa CAP-mallin periaatteet täysin rationaalisista sijoittajista sekä tehokkaista markkinoista. Lisäksi kyseisestä anomaliasta esiin nousee selkeä toimittajien hyötymismahdollisuus ja onkin jatkopohdinnan paikka, tulisiko valtion puuttua tähän juridisesti. Joka tapauksessa on selvää, että jos mahdollinen hyötyjä rajoittaa itse itseään, on riski väärinkäytöksille olemassa ja se voi luoda kolauksen suomalaisen talousjournalismin uskottavuudelle. Tehokas ja uskottava talousjournalismi on kuitenkin lopulta markkinoiden toimivuuden ja luotettavuuden kannalta elintärkeää.

Lähteet

- Barber, B., Lehavy, R. & Trueman, B. (2007). *Comparing the stock recommendation performance of investment banks and independent research firms*. Journal of Financial Economics, 85(2), 490-517. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.09.004>
- Batchelor, R. & Dua, P. (1992). *Conservatism and consensus-seeking among economic forecasters*. Journal of Forecasting., 11(2), 169-181. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1002/for.3980110207>
- Call, A.C., Emmett S.A., Maksymov, E. (2018). N.Y. Sharp *Meet the Press: Survey Evidence on Financial Journalists as Information Intermediaries*. Julkaisematon tutkimus. Noudettu 2021-4-18 osoitteesta <https://mays.tamu.edu/departments-of-accounting/wp-content/uploads/sites/3/2018/11/Meet-the-Press-paper.pdf>
- Conrad, J., Cornell, B. & Landsman, W.R. (2002). *When Is Bad News Really Bad News?* The Journal of Finance, 57(6), 2507-2532. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1111/1540-6261.00504>
- Cutler, D. M., Poterba J.M. & Summers L.H. (1989). *What moves stock prices?* Journal of Portfolio Management 15(3), 4–12. <https://doi.org/10.3905/jpm.1989.409212>
- De Bondt, W.F.M. & Thaler, R. (1985). *Does the Stock Market Overreact?* The Journal of Finance, 40(3), 793-805. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb05004.x>
- De Bondt W.F. M. (1991). *What do economists know about the stock market?* Journal of Portfolio Management, 17(2), 84–91. Noudettu 2021-3-1 osoitteesta <https://www-proquest-com.proxy.uwasa.fi/scholarly-journals/what-do-economists-know-about-stock-market/docview/195576809/se-2?accountid=14797>
- Euroopan parlamentin ja Neuvoston asetus (EU) N:o 596/2014 (2014). *Markkinoiden väärinkäyttöasetus*. Euroopan Unionin virallinen lehti 12.6.2014. Noudettu 2021-4-21 osoitteesta <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014R0596&rid=1>
- Fama E.F. (1998). *Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance*. Journal of Financial Economics, 49(3), 283-306. ISSN 0304-405X, [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00026-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00026-9)

- Finanssivalvonta (2021). *Markkinoiden väärinkäyttöasetus - MAR*. Noudettu 2021-3-1 osoitteesta <https://www.finanssivalvonta.fi/saantely/saantelykokonaisuudet/markkinoiden-vaarinkayttoasetus/>
- Fischhoff, B. (1982). *For those condemned to study the past: Heuristics and biases in hindsight*. Teoksessa D. Kahneman, P. Slovic, & A. Tversky (toim.), *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases* (335-352). Cambridge University Press.
<https://doi.org/10.1017/CBO9780511809477.024>
- Gurun, U.G. & Butler, A.W. (2012). *Don't Believe the Hype: Local Media Slant, Local Advertising, and Firm Value*. *The Journal of Finance*, 67(2), 561-598.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01725.x>
- Inderes.fi (2020). *Yhtiöpäivitys Fellow Finance*. Noudettu 2021-4-18 osoitteesta <https://www.inderes.fi/fi/arvioimme-osakkeen-pohjakosketuksen-olevan-kasilla>
- Inderes.fi (2021). *Panostaja Inderes Yhtiöraportti*. Noudettu 2023-2-10 osoitteesta <https://www.inderes.fi/fi/kurimus-jatkuu-edelleen>
- Jacobs, H. (2020). *Hype or help? Journalists' perceptions of mispriced stocks*. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 178, 550-565.
<https://doi.org/10.1016/j.jebo.2020.07.029>
- Jegadeesh, N. and Titman, S. (1993). *Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency*. *The Journal of Finance*, 48(1), 65-91.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04702.x>
- Julkisen sanan neuvosto. (2013). *Journalistin ohjeet*. Noudettu 2021-3-1 osoitteesta https://www.jsn.fi/journalistin_ohjeet/
- Kauppalehti.fi (2021). *Nurminen Logistics kävi aamulla jo 50 prosentin nousussa, vuodelta nyt plussaa yli 220 prosenttia – Analyytikko: ”Kyllähän tämä vähän yllättävältä vaikuttaa”*. Noudettu 2023-2-10 osoitteesta <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/nurminen-logistics-kavi-aamulla-jo-50-prosentin-nousussa-vuodelta-nyt-plussaa-yli-220-prosenttia-analyytikko-kyllahan-tama-vahan-yllattavalta-vaikuttaa/cc8f617f-9baa-4985-97c2-bdb3da494da7>
- Keynes, John M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. MacMillan.

- Lintner, J. (1965). *The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*. *The Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13-37.
doi:10.2307/1924119
- Markowitz, H. (1952). *Portfolio selection**. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x>
- MediaAuditFinland. (2022). *KMT 2022 LEHTIEN LUKIJAMÄÄRÄT*. Noudettu 2023-2-10 osoitteesta <https://mediaauditfinland.fi/wp-content/uploads/2022/11/KMT-2022-lukijamaarat-liite.pdf>
- Mossin, J. (1966). *Equilibrium in a Capital Asset Market*. *Econometrica*, 34(4), 768-783.
doi:10.2307/1910098
- Mäki, T. (2021). *Analyysit analyysissä*. [julkaisematon kandidaatintutkielma, Vaasan Yliopisto].
- Odean, T. (1998). *Volume, Volatility, Price, and Profit When All Traders Are Above Average*. *The Journal of Finance*, 53(6), 1887-1934. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00078>
- Sharpe, W. (1964). *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*. *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442. doi:10.2307/2977928
- Shiller, R.J. (2005). *Irrational Exuberance (toinen painos)*. Princeton University Press.
- Solomon, D.H. (2012). *Selective Publicity and Stock Prices*. *The Journal of Finance*, 67(2), 599-638. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01726.x>
- Taloustoimittajat ry, (2002). *Pörssieettinen suositus*. Noudettu 2021-4-18 osoitteesta <http://taloustoimittajat.fi/fi/porssieettinen-suositus/>
- Tetlock, P.C. (2007). *Giving Content to Investor Sentiment: The Role of Media in the Stock Market*. *The Journal of Finance*, 62(3), 1139-1168. <https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1111/j.1540-6261.2007.01232.x>
- Veronesi, P. (1999). *Stock Market Overreactions to Bad News in Good Times: A Rational Expectations Equilibrium Model*. *The Review of Financial Studies*, 12(5), 975–1007.
<https://doi-org.proxy.uwasa.fi/10.1093/rfs/12.5.975>

Liitteet

Liite. Lista aineistosta

Yritys, päivämäärä, otsikko, linkki

1. Admicom 3.4.2019 *Ohjelmistoalan yllättäjältä odotetaan vahvaa kasvua*
<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/ohjelmistoalan-yllattajalta-odotetaan-vahvaa-kasvua/11ed46d3-eaec-4411-9eb2-1518cfbd8007>
2. Admicom 24.9.2019 *Admicomin osakekurssi on jo huolestuttavalla tasolla*
<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/kurssinousua-440-prosenttia-p-e-lukumelkein-60-kuinka-kalliiksi-osake-voi-nousta/2868f9bd-5dd4-446d-b0ec-589e4c107127>
3. Admicom 7.7.2020 *Admicomin hinnoittelu luo kasvulle painavat riskit*
<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/admicomin-hinnoittelu-luo-kasvulle-painavat-riskit/67adedc0-64c1-4520-a838-e35cd5fe1a90>
4. Admicom 20.1.2021 *Kaikkien aikojen kurssiraketin Admicomin osake hakee uutta pohjaa alemmaa, koska nykykurssi vaatisi johdolta ihmetekoja: Tähän mennessä yhtiö on ollut harvinainen "tenbagger"* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/kaikkien-aikojen-kurssiraketin-admicomin-osake-hakee-uutta-pohjaa-alempaa-koska-nykykurssi-vaatisi-johdolta-ihmetekoja-tahan-menessa-yhtio-on-ollut-harvinainen-tenbagger/f4701513-add4-4821-b684-bef744863a92>
5. Admicom 1.7.2021 *Admicomin osake iskee päätään kattoon, osa huikeasta arvostuksesta sulii pois* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/admicomin-osake-iskee-paataan-kattoon-osa-huikeasta-arvostuksesta-sulii-pois/3f5f6efe-6e6f-40ce-9c7f-dd53106c9e75>
6. Ahola Transport 25.6.2020 *Hyljeksitty senttiosake voi yllättää sijoittajan*
<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/hyljeksitty-senttiosake-voi-yllattaa-ahola-transportilta-positiivinen-tulosvaroitus/47f4703c-7559-43eb-a09e-2aadcab04ee3>

7. *Apetit 11.6.2019 Uusi johto nostaa Apetitia tappion partaalta*
<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/apetit-ei-paassyt-kiinni-kasvisruokabuumiin-uusi-johto-nostaa-yritysta-tappion-partaalta/27510c70-83c5-4083-923d-7826b4ebd0b9>
8. *Apetit 12.1.2021 Kaupallistamista vaille valmis proteiinilähde kiidättää Apetitin osaketta* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/kaupallistamista-vaille-valmis-proteiinilahde-kiidattaa-apetitin-osaketta/84bd0f37-dfe0-4103-9101-88282e33c0f0>
9. *Apetit 26.10.2021 Luottamus Apetitiin horjahti – Viimeisestä neljänneksestä tulossa pettymys* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/luottamus-apetitiin-horjahti-viimeisestä-neljanneksestä-tulossa-pettymys/78932c7d-dbb0-4179-b914-fdd5fd3ad1ab>
10. *Aspocomp Group 6.3.2019 Aspocomp menestyy piirilevyjen myllerryksessä*
<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/aspocomp-menestyy-piirilevyjen-myllerryksessä-osakekurssi-on-kulkenut-jyrkassa-nousussa-jo-vuoden/c5dd038d-e392-4c50-b314-dfc420addeb8>
11. *Aspocomp Group 23.9.2019 Sijoittajat huomaavat pian Aspocompin aleosakkeen* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/porssin-tarjouslaarissa-etolan-ja-kakosen-suosikkityhtio-jonka-tuloskehitys-on-jaanyt-vaille-palkintoa/d47b82e9-788d-4d0d-abd9-366bdc3b1fca>
12. *BBS-Bioactive Bone Substitutes 10.11.2020 Porosta luun korviketta kehittävä BBS on arpalappu* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/porosta-luun-korviketta-kehittava-bbs-on-taydellinen-arpalappu-myyntilupaa-ei-ole-eika-sellainen-edes-olisi-viela-tae-huimasta-menestyksesta/e18674d8-78d2-433c-939a-2e61eb052f67>
13. *Boreo (julkaisuhetkellä Yleiselektronikka) 8.9.2020 Klassinen Yleiselektronikka vaihtaa nimensä* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/insinoorit-hukassa-klassinen-yleiselektronikka-vaihtaa-nimensa/34360ae4-f849-48a8-af37-ba208e4f7c73>

14. Boreo 15.3.2021 *Pörssin alkuvuoden piristysruiske Boreo luottaa uudistuneeseen liiketoimintamalliin: "Mielenkiintoinen strategia ja valtavasti arvonluontipotentialia"* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/porssin-alkuvuoden-piristysruiske-boreo-luottaa-uudistuneeseen-liiketoimintamalliin-mielenkiintoinen-strategia-ja-valtavasti-arvonluontipotentialia/8c2aa5d7-167a-457c-a2ac-9a001c149a78>
15. Detection Technology 11.4.2019 *Detection technology ui tekniikan syvässä päädyssä* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/first-northin-tahtiyhtion-tuloskasvu-voi-tana-vuonna-yskahtaa/89b5ddfc-fa38-4d63-b4cd-2799d3a392de>
16. Detection Technology 20.12.2019 *Detection technology suuntaa väljemmille vesille* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/detection-technologylla-on-hirmuinen-markkinapotentialia-mutta-onko-osake-jo-tayteen-hinnoiteltu/65bdfb65-0622-46c2-996f-7f42ecd36787>
17. Detection Technology 18.1.2021 *DeeTeen osakkeen hinta ampuu jo yli – Iskuja on tullut etenkin turvallisuuspuolella* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/dee-teen-osakkeen-hinta-ampuu-jo-yli-iskuja-on-tullut-etenkin-turvallisuuspuolella/aed40fa2-10c5-48b2-aa4f-49d7008e5985>
18. Dovre Group 30.8.2021 *Dovre on pörssin pohjalla pitkään maannut sentti-osake, mutta muuttuuko nyt suunta? – Kannattavuuskäänne ja yrityskaupat luovat valoa tunnelin päähän* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/dovre-on-porssin-pohjalla-pitkaan-maannut-senttiosake-mutta-muuttuuko-nyt-suunta-kannattavuuskaanne-ja-yrityskaupat-luovat-valoa-tunnelin-paahan/d4ec74d6-bc7d-4ad6-af6b-322e4f6a7877>
19. Duell 23.12.2021 *Duell haluaa osansa pirstaleisista moottoriurheiluvälineiden markkinoista* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/duell-haluaa-osansa-pirstaleisista-moottoriurheiluvälineiden-markkinoista/e031b2db-bf95-40a9-bda6-8af7a2f27f19>
20. EAB Group 17.9.2020: *Kari Juurakko jätti EAB:n ja Kyösti Kakkonen tuli tilalle* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/haluatko-hypata-kyosti-kakkosen->

- kelkkaan-osta-rohkeasti-taman-toistaiseksi-tappiollisen-varainhoitajan-osakkeita/0da514bb-1a33-49eb-86b7-a33db8e42ddc
21. Elecster 21.12.2020 *Hyvin yllättävä tulosparantaja löytyy pieneltä paikkakunnalta: Kylmäkosken Sontulasta johdetaan rajusti tulosta kohentavaa Elecsteriä*
<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/hyvin-yllattava-tulosparantaja-loytyy-pienelta-paikkakunnalta-kylmakosken-sontulasta-johdetaan-rajusti-tulosta-kohentavaa-elecsteria/86ca557e-7025-427a-906b-38178b12b1b5>
 22. Enersense 6.7.2020 *Enersensen kurssi nousussa, osti velkaisen Empowerin*
<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/enersensen-kurssi-nousussa-osti-velkaisen-empowerin/17f97611-f323-44f4-bd63-96e418ec1dcf>
 23. Enersense 8.3.2021 *Päälistalle tänä vuonna aikova kurssiraketti pyrkii tuplaamaan liikevaihtonsa vuoteen 2025 mennessä – Analyytikon mukaan yhtiöllä hyvät tulokasvuedellytykset* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/paalistalle-tana-vuonna-aikova-kurssiraketti-pyrkii-tuplaamaan-liikevaihtonsa-vuoteen-2025-menessa-analyytikon-mukaan-yhtiolla-hyvat-tulokasvuedellytykset/d6c60de3-5078-4126-95d8-e82cc07279fb>
 24. Enersense 8.6.2021 *Suuntaako Enersense pian yritysostoksille?*
<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/suuntaako-enersense-pian-yritysostoksille/f0b30750-af48-4732-8548-efa4bbd2eec3>
 25. Enersense 22.11.2021 *Kurssiraketin kurssi kääntyi maata kohti – Enersense vaatii kovaa kiriä loppuvuodeksi* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/kurssiraketin-kurssi-kaantyi-maata-kohti-enersense-vaatii-kovaa-kiria-loppuvuodeksi/ccca112f-94aa-49de-b3c8-eea8d1129ac3>
 26. Enersense 21.12.2021 *Tästä syystä Enersense hankkii rutkasti lisää tuulivoimaa* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/tasta-syysta-enersense-hankkii-rutkasti-lisaa-tuulivoimaa/51c316ff-f4ed-4251-8001-fb6f4fd44a5e>
 27. Fellow Finance 3.12.2019 *Fellow Finance on ollut sijoittajalle pettymys*
<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/kova-kasvutahti-nakertaa-fellow-financen-tulosta-sijoittaja-ei-voi-olla-tyytyvainen-yhtion-oman-paaoman-tuoton-kehitykseen/7af12d66-15cf-4dfb-bb37-c176e1346964>

28. Fellow Finance 3.1.2020 *Fellow Financen osake valui pahojen pettäjien porukkaan* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/yksi-porssin-murheenkryyneista-loytyy-joukkorahoituksesta-valui-pahojen-pettajien-porukkaan/d79b3dff-7b96-4884-91ed-ed59d8e153da>
29. Fellow Finance 11.6.2020 *Fellow Finance on sääntelyn ja koronan puristuksessa* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/korona-kilpailu-ja-saantely-riepottelevat-vertaislainafirmaa-vastassa-kaksiterainen-miekka/97feb6ee-8496-4a37-b758-4eeaf5deddba>
30. Fellow Finance 1.7.2020 *Tilapäinen korkokatto lisää Fellow Financen paineita* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/lakimuutos-tuo-fellow-financelle-lisaa-paineita-se-nakyy-myos-osakkeessa/47c5bca2-71b7-43df-a304-73e9d4880065>
31. Fellow Finance 9.12.2020 *Fellow Financen osake kysyy sijoittajalta kärsivällisyyttä ja rohkeutta* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/fellow-financen-osake-kysyy-sijoittajalta-karsivallisyutta-ja-rohkeutta/b35d3040-eee4-4be7-953b-e673e3414832>
32. Fodelia 10.12.2021 *Fodelia rynnii sote-alueiden ruokahuoltoon – Ulkoistuksissa avautuu iso bisnes* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/fodelia-rynnii-sote-alueiden-ruokahuoltoon-ulkoistuksissa-avautuu-iso-bisnes/1bcc6870-0d5a-4c09-affb-2d1598178271>
33. Glaston 1.11.2021 *Glaston heitti mullistajana hehkutetun superhankkeensa sivuun – Älylasista ei ole enää halaistua sanaa yhtiön uusissa linjauksissa* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/glaston-heitti-mullistajana-hehkutetun-superhankkeensa-sivuun-alylasista-ei-ole-ena-halaistua-sanaa-yhtion-uusissa-linjauksissa/eb9308eb-98b7-4738-b722-d77db6ed3093>
34. Gofore 10.3.2021 *Lupaava it-yhtiö on hurmannut sijoittajat – huima nousuralli, osinkoja joka vuosi ja päalistakin häämöttää* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/lupaava-it-yhtio-on-hurmannut-sijoittajat-huima-nousuralli-osinkoja-joka-vuosi-ja-paalistakin-haamottaa/226e5a1d-35bd-4c0a-bcb9-206f157ba31f>
35. Harvia 23.7.2020 *Koronanikkarointi pani vauhtia kiuasmyyntiin* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/koronanikkarointi-pani-vauhtia->

- kiuasmyyntiin-markkina-ei-ole-muuttunut-niin-etta-se-kasvaisi-15-prosenttia-vuodessa/fa1d5f79-3ba8-4fa8-a590-2d01933257b1
36. Heeros 23.11.2020 *Pieni Heeros aikoo pompata pintaan alansa suurten seasta*
<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/kurssinsa-likki-tuplannut-pieni-porssiyhtio-aikoo-alansa-aateliin-verkkolaskut-ovat-sille-polttoainetta-joka-kiihdyttaa-lahivuosien-kasvua/3000bee9-11af-4f1f-896f-282139d182fc>
37. Honkarakenne 12.9.2019 *Unohdettu Honkarakenne käänsi tuloksen ja investoi*
<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/porssin-alelaariin-unohtui-tama-perheve-toinen-branditalo-joka-kaantaa-tulosta-ja-uskaltaa-investoida/ceabaa93-2475-468a-a451-da66b3f16889>
38. Honkarakenne 28.5.2020 *Honkarakenne saa Kastellista kovan vastuksen*
<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/honkarakenne-saa-kovan-kilpailijan-kastelli-aikoo-vallata-markkinat-kolmessa-vuodessa/cec53304-0f5a-47a1-9f8c-77c34d866308>
39. Honkarakenne 22.2.2021 *Honkarakenne nauttii hirsibuumista – Talokauppoja tehdään nyt ensi syksyille* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/honkarakenne-nauttii-hirsibuumista-talokauppoja-tehdaan-nyt-ensi-syksyille/7764d834-2a1f-4d2e-95e1-b475acf37f72>
40. Honkarakenne 15.12.2021 *Puurakentamisen kasvuun uskova saa hirsirakentajaa salkkuun roimalla alennuksella* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/puurakentamisen-kasvuun-uskova-saa-hirsirakentajaa-salkkuun-roimalla-alennuksella/1b432447-b98d-4c51-8227-1789dd18c930>
41. Incap 28.8.2019 *Incap kipusi vaikeuksista pörssiin* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/incap-kipusi-vaikeuksista-kasvavaksi-porssitahdeksi-yhtiolla-on-hyvät-edellytykset-pysya-kasvu-uralla-myois-tulevaisuudessa/11286015-6595-4ea1-8b52-7d96503fa0fd>
42. Incap 26.11.2020 *Entinen zombiyhtiö Incap muuttui pörssitahdeksi*
<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/entinen-zombi-muuttui-porssitahdeksi-incapin-osakkeen-hinta-on-nyt-houkuttelevalla-tasolla/e2ef4f09-e19e-4d63-95cf-d6ef5e0fb8a0>

43. Incap 27.5.2021 *Incapin arvo kolminkertaistui vuodessa, mutta osake on edelleen kohtuullisesti hinnoiteltu* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/incapin-arvo-kolminkertaistui-vuodessa-mutta-osake-on-edelleen-kohtuullisesti-hinnoiteltu/15c9d873-2105-485e-b767-bfd3b3e4ba8e>
44. Incap 20.12.2021 *Pörssin toiseksi kovin nousija rikastuttaa Erkki Etolaa ja Kyösti Kakkosta* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/porssin-toiseksi-kovin-nousija-rikastuttaa-erkki-etolaa-ja-kyosti-kakkosta/5727ac6b-7747-4253-ad1b-6b042c55a148>
45. Innofactor 27.7.2021 *Käännettä vahvistanut Innofactor hakee lisäkasvua Pohjoismaissa – ”Yritys on nousemassa käänneyhtiöstä tulokasvajien lokeroon”* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/kaannetta-vahvistanut-innofactor-hakee-lisakasvua-pohjoismaissa-yritys-on-nousemassa-kaanneyhtiosta-tulokasvajien-lokeroon/b46fab49-a889-4f28-ba6a-4c8f562f9063>
46. Investors House 1.12.2020 *Investors House hakee kannattavuusparannuksia – toimitusjohtaja Ovarosta: ”Yhtiöt arvokkaammat erikseen kuin yhdessä”* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/tulosanalyysi-investors-house-hakee-kannattavuusparannuksia-toimitusjohtaja-ovarosta-yhtiot-arvokkaammat-erikseen-kuin-yhdessa/3863261f-745f-447b-aa35-9ce734f5ccaf>
47. Investors House 6.9.2021 *Mitä sijoittajan pitäisi ajatella, kun pörssiyhtiön toimitusjohtaja tähtää puoluepolitiikkaan? Kävimme läpi Petri Roinisen tapauksen – ”Arveluttaa osakkeenomistajan näkökulmasta”* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/mita-sijoittajan-pitaisi-ajatella-kun-porssiyhtion-toimitusjohtaja-tahtaa-puoluepolitiikkaan-kavimme-lapi-petri-roinisen-tapauksen-arveluttaa-osakkeenomistajan-nakokulmasta/176c301f-dba3-4205-984a-b86a466e57e3>
48. Keskisuomalainen 12.4.2019 *Keskisuomalaisen mielestä hyökkäys on paras puolustus* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/reviiriaan-kasvattavan-keskisuomalaisen-mielesta-hyokkays-on-paras-puolustus/93bf27ce-6f44-4945-82e1-bd56616b7803>

49. Keski-suomalainen 22.6.2021 *Keski-suomalainen sijoitti AlfaTV:hen, mutta "Suomen Fox Newsin" pitkän aikavälin kannattavuus on arvoitus*
<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/keski-suomalainen-sijoitti-alfatvhen-mutta-suomen-fox-newsin-pitkan-aikavalin-kannattavuus-on-arvoitus/3d3dc26a-391f-4c79-8338-2286b93a0c99>
50. Kesla 18.3.2019 *Kesla ottaa jo nostetta – Osake junnaa paikallaan*
<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/analyysi-kesla-hakee-kasvua-vahainen-likviditeett-painaa-osakkeen-hintaa/8ea097af-dd64-428e-9be8-f99628240485>
51. Kesla 4.9.2019 *Unohdettu Kesla harppaa pörssin parantaja-aateliin*
<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/tama-unohdettu-perheyhtio-on-ilman-omaa-syytaan-porssin-halpislaarissa/7e012071-2826-49f0-b266-d0b811013b9f>
52. Kesla 10.12.2019 *Keslan tilausten lasku ennakoi suhdannekuoppaa*
<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/joensuulainen-metsakonevalmistaja-kompuroi-tulosvaroitus-vaarallinen-nosturi-ja-yt-neuvottelut/e268a56c-0407-4912-82ce-df636ce44703>
53. Kesla 1.10.2021 *Venäjän investointivimma vauhdittaa Keslaa: "Puuta kulkee enemmän ja siihen tarvitaan kalustoa"* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/venajan-investointivimma-vauhdittaa-keslaa-puuta-kulkee-enemman-ja-siihen-tarvitaan-kalustoa/c3d373e5-df95-4e1b-a91a-38569687ff46>
54. Martela 10.5.2021 *Pörssin zombina uinuneella Martelalla on klassisen kasvuyhtiön dilemma – Tuhannen taalan paikassa on onnistuttava*
<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/porssin-zombina-uinuneella-martelalla-on-klassisen-kasvuyhtion-dilemma-tuhannen-taalan-paikassa-on-onnistuttava/a7458251-a9ea-41c4-9448-42c25548b172>
55. Next Games 11.1.2019 *Puuttuvat sanat nostivat Next Gamesin osakekurssia*
<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/puuttuvat-sanat-nostivat-next-gamesin-osakekurssia/26414fad-f425-4ba3-816f-df8e3c54381d>
56. Next Games 30.9.2019 *Next Gamesin osakkeella pelaa sijoittaja, joka ei pelkää*
<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/next-gamesin-merkintaoikeusanti-alkaa>

talla-viikolla-osakkeella-pelaa-sijoittaja-joka-ei-pelkaa/245dae1f-2825-44e5-a5e3-5cfc0e7ecffe

57. Next Games 1.9.2020 *Next Games on todellinen pelipaperi – riskejä riittää*
<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/next-games-on-todellinen-pelipaperi-vuoden-aikana-voi-tapahtua-mita-tahansa/cab4bc82-a4ef-4b75-aa1a-b76222d52594>
58. Next Games 9.7.2021 *Next Games vaatii sijoittajalta lehmän hermot – Osakkeen vaihteluväli 15,10 – 0,55 euroa* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/next-games-vaatii-sijoittajalta-lehman-hermot-osakkeen-vaihteluväli-15-10-0-55-euroa/7df55c83-6b2b-4159-9aa8-570cf481490b>
59. Nixu 27.11.2019 *Nixu heitti lunta tupaan – lupaa ennustaa paremmin*
<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/nixun-tulosvaroitukset-oli-kylma-suihku-sijoittajille-yhtion-ennustejarjestelma-vaatii-parantamista/dd1edede-b552-447d-8c6d-6c257d9ca95c>
60. Nixu 19.4.2021 *Kyberturvamarkkinassa muhii investointivelkaa – Saako Nixu jumittuneen kasvuvaihteen takaisin silmään?*
<https://www.kauppalehti.fi/uutiset/kyberturvamarkkinassa-muhii-investointivelkaa-saako-nixu-jumittuneen-kasvuvaihteen-takaisin-silmaan/38553c25-3897-4186-8b23-a37762bc6a74>
61. Nixu 19.10.2021 *Nixu on sutinut pitkään paikallaan – Onko alustavia merkkejä kasvukäänteestä nyt havaittavissa?* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/nixu-on-sutinut-pitkaan-paikallaan-onko-alustavia-merkkeja-kasvukaanteesta-nyt-havaittavissa/c44b4c85-e69a-4c62-9fc7-e3a94fb8f240>
62. Nurminen Logistics 26.5.2020 *Saranat kuluvat ovissa, kun Nurminen vaihtaa johtajia* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/saranat-kuluvat-nurminen-logisticsissa-taas-lahtee-johtaja-ja-vaihtuvuus-on-ollut-kovaa-8-johtajaa-reilussa-vuosikymmenessa/71e10c28-d8e1-48b5-bba6-a0b20677052f>
63. Nurminen Logistics 6.4.2021 *Helsingin pörssin alkuvuoden tähti on noussut lyhyessä ajassa 140 prosenttia – Junarahti Kiinasta vetää kun merikontit jumittavat, mutta miten pitkälle se kantaa?*

- <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/helsingin-porssin-alkuvuoden-tahti-on-noussut-lyhyessa-ajassa-140-prosenttia-junarahti-kiinasta-vetaa-kun-merikontit-jumittavat-mutta-miten-pitkalle-se-kantaa/4d05a0f4-36ad-4a02-9b70-80f2f14deb45>
64. Nurminen Logistics 10.6.2021 *Pörssin pitkäaikainen ongelmayhtiö on päässyt viimein kiinni kasvuun, mutta rakenteelliset ongelmat piinaavat edelleen sijoittajaa* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/porssin-pitkaaikainen-ongelmayhtiö-on-päässyt-viimein-kiinni-kasvuun-mutta-rakenteelliset-ongelmat-piinaavat-edelleen-sijoittajaa/4cadcdea-f2b6-436d-9cad-f912bd6ed792>
65. Nurminen Logistics 8.12.2021 *Kovaa vauhtia puksuttava Nurminen Logistics palaa osingonmaksajaksi – Käänneyhtiöllä ei vielä ole kasvuyhtiön kertoimia* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/kovaa-vauhtia-puksuttava-nurminen-logistics-palaa-osingonmaksajaksi-kaanneyhtiolla-ei-viela-ole-kasvuyhtiön-kertoimia/df354977-5404-4c83-ac2d-54d348740580>
66. Optomed 16.12.2019 *Optomedin osake ei sovi heikkohermoisille* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/tama-osake-ei-sovi-heikkohermoisille-osa-kekurssiin-ladattu-jattimaiset-odotukset/1d77e0c8-e6e8-43f1-9d7a-55647cac6705>
67. Optomed 14.4.2021 *Joko Optomedin ralli rauhoittui? Nämä trendit voivat suosia yhtiötä* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/joko-optomedin-ralli-rauhoit-tui-nama-trendit-voivat-suosia-yhtiota/fb137dcf-a315-4ac4-b452-cb91ba5d302d>
68. Ovaro Kiinteistösijoitus 7.10.2020 *Neljän euron Ovaro taitaa olla pokerinpelaajan pimeä lappu* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/oravan-jalkelainen-yrit-taa-ylospain-mutta-on-yha-heikossa-hapessa-neljan-euron-osake-on-pokerin-pelaajan-lappuja/a5325c52-85a4-4ad5-b9ab-a456fa6cb83e>
69. Ovaro Kiinteistösijoitus 23.12.2020 *Tasekuplaa puhkovan Ovaron johto on varma siitä, että asuntosijoittaja kääntyy tulokuntoon: Vuokrausaste nousee, kulut laskevat ja remontit parantavat kassavirtaa* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/tasekuplaa-puhkovan-ovaron-johto-on-varma-siita-etta>

- asuntosijoittaja-kaantyy-tuloskuntoon-vuokrausaste-nousee-kulut-laskevat-ja-remontit-parantavat-kassavirtaa/3820e6bb-634a-4bb1-8816-dc13c4ad64e1
70. Panostaja 17.3.2021 *Pandemia söi Panostajan tulosta, eikä parannusta tule ennen kuin Suomen talous virkistyy – ”On hyvä asia, että emoyhtiöllä on liikkumavaraa”* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/pandemia-soi-panostajan-tulosta-eika-parannusta-tule-ennen-kuin-suomen-talous-virkistyy-on-hyva-asia-etta-emoyhtiolla-on-liikkumavaraa/6b7e593f-813b-4b3c-bdf6-5ce7c4b1b3ea>
71. Privanet Group 21.11.2019 *Privanet ottaa pahaan osumaa omistajansa Mashin kriisistä* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/privanetin-maine-rakoilee-lisaa-koska-silla-on-lonkerot-kriisiyhtio-mashin-osakkeiden-ja-lainojen-kaupassa-mashilla-on-yli-1500-omistajaa-joista-yksi-on-lukas-hradecky/799f0daf-20e7-4757-9559-bac9eadc0a33>
72. Privanet Group 16.3.2021 *Skandaali toisensa jälkeen seuraa tätä välittäjää: Kuka haluaa tehdä kauppaa Privanetin kanssa, jos se yhä operoi kuin basaari?* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/skandaali-toisensa-jalkeen-seuraa-tata-valittajaa-kuka-haluaa-tehda-kauppaa-privanetin-kanssa-jos-se-yha-operoi-kuin-basaari/c34caec2-d550-4892-9974-2f5f475c2c95>
73. Rapala VMC 10.6.2019 *Strategian onnistuessa Rapala voi olla hyvä saalis* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/analyysi-rapalan-osake-voi-tuoda-hyvan-tilin-kurssilaskulle-ei-ole-ena-tilaa-ja-yhtio-on-muuttumassa/f4c8d8b3-784d-4f20-a4f6-7541958d06fc>
74. Rapala VMC 19.11.2020 *Rapala voi vielä joskus olla sijoittajalle vonkale* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/rapala-voi-viela-joskus-olla-sijoittajalle-vonkale-yrityksen-myyntispekulaatiot-eivat-ota-loppuakseen/5047e1f0-8a64-49e2-922d-010529b81f1a>
75. Raute 18.1.2019 *Rauten tahti liikevoitossa hidastui loppuvuodesta* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/rauten-tahti-liikevoitossa-hidastui-loppuvuodesta-koko-vuoden-tulos-oli-kuitenkin-historian-paras/5b72d3c9-48c8-4d49-ba00-6411212b5295>

76. Reka Industrial 30.11.2020 *Reka Industrial kääntyy kohti kovaa kasvua ja nettutulosta* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/kaapelivalmistajan-strategia-on-todella-tuulesta-temmattu-tuulivoima-on-se-meidan-juttu-uskoo-rekan-toimintajohtaja/8dc0da7a-0936-45b3-b43c-8eec040c3931>
77. Reka Industrial 25.10.2021 *Ryhtiliike palkitsee Rekaa, mutta sijoittajat kavahtavat velkaa* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/ryhtiliike-palkitsee-rekaa-mutta-sijoittajat-kavahtavat-velkaa/216b1d33-5aa9-4833-b66a-aa7940d0e803>
78. Relais Group 19.10.2020 *Relais Group painaa kaasua kovan kasvun moottoritiellä* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/porssin-varaosatukkuri-kiihdyttelee-pitkin-kuumaa-moottoritietä-eika-sen-yritystohaluja-pysäytä-miikan/5c2a6dee-33c1-47de-b1f8-a57dee1604fa>
79. Relais Group 15.12.2020 *Ruotsissa ostoksilla käynyt Relais Group jatkaa kasvua ja ostaa pois alan yrityksiä: "Konsolidaatio ja yrityskaupat ovat keihäänkärkemme"* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/ruotsissa-ostoksilla-kaynyt-relais-group-jatkaa-kasvua-ja-ostaa-pois-alan-yrityksia-konsolidaatio-ja-yrityskaupat-ovat-keihaankarkemme/957a45b3-ccd5-49b6-99ce-84c0c378705c>
80. Relais Group 2.2.2021 *Varaosakauppias Relais kasvaa komeasti yrityskaupallaan, mutta ui samalla hieman vieraille vesille – Sähköautot ovat tälle yhtiölle tulevaisuuden uhkakuva, analyttikko arvioi* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/varaosakauppias-relais-kasvaa-komeasti-yrityskaupallaan-mutta-ui-samalla-hieman-vieraille-vesille-sahkoautot-ovat-talle-yhtiolle-tulevaisuuden-uhkakuva-analyttikko-arvioi/919e337e-3d12-4dfd-bc0e-3f388101c1a3>
81. Relais Group 16.8.2021 *Relaisin tulevaisuus riippuu yritystojen onnistumisesta – Nykyisenlaisena arvostustasoa vaikea perustella* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/relaisin-tulevaisuus-riippuu-yritystojen-onnistumisesta-nykyisenlaisena-arvostustasoa-vaikea-perustella/7a32c4fe-15b2-4850-a8a9-ee0c0094d893>
82. Remedy Entertainment 8.4.2020 *Remedy on melkein liian hyvää ollakseen totta* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/pelifirma-loistaa-kun-muut->

- kompuroivat-remedyn-kokonaistuotto-on-jo-235-prosenttia/d2b663ac-132b-4851-94ba-d951e339b71f
83. Remedy Entertainment 30.9.2020 *Remedyn rakettimainen nousu alkaa jo hirvittää* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/remedy-on-porsssivuoden-kovimpianousijoita-mutta-joko-katto-on-tullut-vastaan/355a83dd-2cc8-4f17-9348-a3e98b4d6926>
84. Revenio Group 22.1.2021 *Seppo Saario katui virhettään rajusti kallistuneen osakkeen kohdalla – Millaista potentiaalia yhtiössä on?* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/seppo-saario-katui-virhettaan-rajustikallistuneen-osakkeen-kohdalla-millaista-potentiaalia-yhtiossa-on/f798c626-2217-436d-9661-66aa9eb7c9ea>
85. Robit 3.5.2021 *Pettymysten Robitin nokka osoittaa nyt ylös* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/pettymysten-robitin-nokka-osoittaa-nyt-ylos/f0412f73-c756-419e-855d-3b3dd2eebd29>
86. Rush Factory 17.11.2020 *Rush Factorylle koronan hallinta on avainasemassa* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/sijoittajat-syöksyivat-ostamaan-pfizerinrokoteuutisen-myota-rush-factoryn-osaketta-kurssi-nousi-likki-55-mutta-epavarmuus-ei-ole-taysin-halvennyt/d6e805d8-c561-43b2-8a94-e94a8f6fd7db>
87. Rush Factory 20.20.2021 *Tapahtuma-alan lilliputti Rush Factory vaikenee tappiosta – Liikevaihto ja ennakkomyynti toipuvat jo* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/tapahtuma-alan-lilliputti-rush-factory-vaikenee-tappiosta-liikevaihto-ja-ennakkomyynti-toipuvat-jo/942c9f40-9dc7-45bc-b4dc-35472366dbe0>
88. Saga Furs 11.1.2021 *Tanskan minkkitarhojen kohtalo näkyy suomalaisen turkiksen kysynnässä – Saga Fursin osake kallistunut voimakkaasti* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/tanskan-minkkitarhojen-kohtalo-nakyy-suomalaisen-turkiksen-kysynnassa-saga-fursin-osake-kallistunut-voimakkaasti/76596a90-ad1d-4e27-9aff-1af958185b20>
89. Sievi Capital 16.10.2019 *Sievi Capital päästää iLOQin jatkamaan kasvutarinaansa* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/alylukkoyhtio-iloq-livahti->

- sijoittajien-kasista-mita-sievi-capitalista-jaa-jaljelle/879e1542-6ff5-43d1-b3ec-97d566febff9
90. Siili Solutions 29.3.2019 *Kerro väliaikatilanne, Siili Solutions* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/kerro-valiaikatilanne-siili-solutions-yhtion-esitlema-korjaussarja-kaipaa-konkretiaa-ja-lapinakyvytta/a7895372-24e9-4a21-b391-5cdd9c4dc72f>
91. Solteq 4.12.2020 *It-yhtiö Solteqin osake on kiihdyttänyt epäilyttävän äkillisesti – Tuloskäänne voi tuoda sijoittajille mannaa, mutta lisää näyttöjä vaaditaan* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/it-yhtio-solteqin-osake-on-kiihdyttanyt-epailyttavan-akillisesti-tuloskaanne-voi-tuoda-sijoittajille-mannaa-mutta-lisaa-nayttoja-vaaditaan/aa4dd358-d437-472d-b7b1-789e47eba3d0>
92. Solteq 11.3.2021 *Kymmenen vuoden harmaa tarpominen vaihtui rakettimaiseen kurssinousuun – Riittävätkö Solteqin rahkeet kasvuun?* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/kymmenen-vuoden-harmaa-tarpominen-vaihtui-rakettimaiseen-kurssinousuun-riittavatko-solteqin-rahkeet-kasvuun/a6396088-9fd0-4db7-8c0f-915b08501bff>
93. Soprano 29.5.2020 *Sopranossa leimuaa avoin taistelu vallasta* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/sopranossa-leimuaa-avoin-taistelu-vallasta-tyyty mattomien-sijoittajien-ryhma-haluaa-vaihtaa-hallituksen-ja-toimintusjohtajan/76fe63b0-76b9-479e-bd00-37ac6cfc6489>
94. Sotkamo Silver 15.5.2019 *Sotkamo Silver aloitti hopeamalmin toimitukset* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/analyysi-sotkamon-kaivos-tuottaa-jo-hopeaa-osinkoja-luvassa-ehka-parin-vuoden-paasta/f857f0c8-bf09-4e91-8266-6aa3feb51c4e>
95. Sotkamo Silver 3.2.2021 *Hopean hyvä hinta auttaa Sotkamo Silveriä – ”Näillä hinnoilla pitää tulla kassavirtaa”* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/hopean-hyva-hinta-auttaa-sotkamo-silveria-nailla-hinnoilla-pitaa-tulla-kassavirtaa/1f9ca0c2-cc5c-4b1e-8cc3-2f80ff122603>
96. Spinnova 22.12.2021 *Sijoittajat innostanut Spinnova haluaa kerää huikeaa kasvua – Ensi vuodelta on lupa odottaa jo konkretiaa*

- <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/sijoittajat-innostonut-spinnova-haluaa-keria-huikkea-kasvua-ensi-vuodelta-on-lupa-odottaa-jo-konkretiaa/7259d1b9-2b5b-4a70-bec8-366751260940>
97. SRV Yhtiöt 27.6.2019 *SRV tarjoaa sijoittajalle lähinnä riskiä* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/redin-kulujen-kurittama-rakennusyhtio-srv-tarjoaa-sijoittajalle-riskia-osake-kyntaa-pohjalukemissa/731e4cd6-3417-4482-992b-d5adee-aaa338>
98. SRV Yhtiöt 15.10.2019 *SRV:n vuotava kassa kaipaa onnistunutta loppuvuotta* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/srvn-taloutta-painaa-yha-redi-jossa-mikaan-ei-ota-onnistuakseen-ongelmaprojekteihin-ei-ena-ole-varaa-silla-suhdannenakyma-ei-lupaa-hyvaa/1016adf3-7fdf-49f6-8c52-6ff0c17a85bf>
99. SRV Yhtiöt 30.9.2021 *Kalasadaman Loisto saa ensimmäiset asukkaansa – SRV on maksanut tornitaloistaan isot oppirahat* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/kalasadaman-loisto-saa-ensimmaiset-asukkaansa-srv-on-maksanut-tornitaloistaan-isot-oppirahat/7306a4dd-5322-4b44-b547-ce80bc471a>
100. SSH Communications 14.11.2019 *SSH:n ohjelmaa: illan päätteeksi tulosvaroitukset* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/sshn-ohjelmaa-illan-paatteeksi-tulosvaroitukset-kasvua-yhtio-ei-ole-saanut-aikaiseksi/e0d3903e-8b1b-4f46-9aea-f78cef65db30>
101. SSH Communications 14.5.2020 *SSH Communications ei suostu kaatumaan* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/ssh-on-porssilupaus-jo-vuodesta-2000-jannyt-porssin-harvoja-kovia-nousijoita/48e4f432-cfa6-4554-9505-b448ec10e055>
102. Suominen 23.6.2020 *Suomisella pyyhkii pitkästä aikaa paremmin* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/suominen-sai-vetoapua-koronaviruksesta-sijoittajat-palkitsivat-kaanneyhtion-kurssinousulla/c0c55c5e-7965-4631-89becad115ff0e7e>
103. Tecnotree 12.4.2021 *Unohdetusta it-yhtiö Tecnotreesta kuoriutui pörssiähti – Sijoittajien antama arvostus on yhä varovainen* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/unohdetusta-it-yhtio-tecnotreesta-kuoriutui-porssitahti>

sijoittajien-antama-arvostus-on-yha-varovainen/476ac607-2042-413f-bc89-b0246df41075

104. Tecnotree 6.9.2021 *Tecnotree kävi kuoleman porteilla, mutta seilaa jo selvästi tyynemmillä vesillä – ”Onhan tämä hieno tarina”* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/tecnotree-kavi-kuoleman-porteilla-mutta-seilaa-jo-selvasti-tyynemilla-vesilla-onhan-tama-hieno-tarina/2cfceb9e-67ec-46dd-bf71-d124f16879fd>
105. Titanium 9.3.2020 *Titaniumin taito: osaa kerätä kovat palkkiot joka nurkasta* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/tassapa-teille-varainhoitaja-joka-osaa-ottaa-kovat-palkkiot-joka-nurkasta-jos-jokin-ei-ole-rikki-sita-ei-kannata-korjata/69223f2d-def5-45a0-bddb-44ad81d81d94>
106. Tulikivi 30.12.2020 *Zombiyhtiö hehkuu pörssissä kylki punaisena – jouluhurmos toi parin sadan prosentin nousun* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/zombiyhtio-hehkuu-porssissa-kylki-punaisena-jouluhurmos-toi-parin-sadan-prosentin-nousun/eab824fe-7fb1-476c-85ac-7082d9f4f476>
107. Vincit 26.7.2021 *Vincit palasi huipulle – kotipesänsä kuntoon pistäneelle yhtiölle ennakoidaan kovaa kasvua* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/vincit-palasi-huipulle-kotipesansa-kuntoon-pistaneelle-yhtiolle-ennakoidaan-kovaa-kasvua/729200e7-4a49-4395-a4c4-534d48eb2a13>
108. Wulff-Yhtiöt 22.3.2021 *Perinteikäs Wulff on ratsastanut menestyksekkäästi koronalla, mutta jatkuuko laukka?* <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/perinteikas-wulff-on-ratsastanut-menestyksekkäästi-koronalla-mutta-jatkuukolaukka/f22d4564-2b7b-4c64-842a-1ec72742a200>