



Vaasan yliopisto
UNIVERSITY OF VAASA

Iida Ranta

Tiedonantovelvollisuus ja sijoittajien käyttäytyminen

Käyttäytymistaloustiede arvioinnin välineenä

Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö
Talousoikeuden pro gradu -tutkielma
Kauppatieteiden maisteriohjelma

Vaasa 2023

VAASAN YLIOPISTO**Laskentatoimen ja rahoituksen akateeminen yksikkö**

Tekijä:	lida Ranta		
Tutkielman nimi:	Tiedonantovelvollisuus ja sijoittajien käyttäytyminen: Käyttäytymistaloustiede arvioinnin välineenä		
Tutkinto:	Kauppatieteiden maisteri		
Oppiaine:	Talousoikeus		
Työn ohjaaja:	Vesa Annola		
Valmistumisvuosi:	2023	Sivumäärä:	69

TIIVISTELMÄ:

Tutkielman tavoitteena on kuvata liikkeeseenlaskijoiden tiedonantovelvollisuuden ja käyttäytymistaloustieteen risteyskohtaa sekä tarkastella keinoja, joilla liikkeeseenlaskijat voisivat ottaa tiedonannossaan paremmin huomioon viimeisimmän sijoittajien käyttäytymistä koskevan tutkimuksen. Toisaalta tutkielman tarkoituksena on vastata asetettuun tutkimuskysymykseen – mitkä piirteet liikkeeseenlaskijoiden tiedonannossa voivat potentiaalisesti vaikuttaa sijoittajien reaktioihin ja päätöksentekoon käyttäytymistaloustieteen periaatteiden mukaisesti. Tutkimuskysymyksen luonteen vuoksi tutkielmassa on omaksuttu pluralistinen lähestymistapa ja siten tutkielmassa hyödynnetään kahta pääasiallista oikeustieteellistä metodia – lainoppia eli oikeusdogmatiikkaa sekä oikeustaloustiedettä. Oikeustaloustieteellinen argumentaatio muodostaa tutkielman ytimen, kun taas lainoppi toimii tutkielmassa argumentaation apuna erityisesti ole-massa olevan oikeuden systematisoinnissa ja jäsentelyssä.

Tutkielman ensimmäisessä pääluvussa (Johdanto) määritellään tutkimustehtävä ja esitellään tutkimuksen toteuttamistapa. Toisessa pääluvussa (Informaation merkitys osakekurssien muodostumisessa) tarkastellaan informaation roolia osakekurssien muodostumisessa. Informaation roolia käsitellään klassisen taloustieteen näkökulmasta esittelemällä tehokkaiden markkinoiden hypoteesi, jonka lisäksi käsitellään myös käyttäytymistaloustieteen markkinatehokkuudelle esittämää kritiikkiä ja epäsymmetrisen informaation ongelmaa, jonka avulla pohjustetaan käyttäytymistaloustieteen relevanssia tiedonantovelvollisuuden arvioinnissa. Kolmannessa pääluvussa (Informaation sääntely arvopaperimarkkinoilla) tarkastellaan arvopaperimarkkinoiden sääntelyä ja keskitytään erityisesti sellaisiin sääntelyn kohtiin, joissa informaatiota säännellään arvopaperin kurssin näkökulmasta relevantilla tavalla. Tiedonantovelvollisuuteen liittyvän sääntelyn lisäksi kolmannessa pääluvussa käsitellään vapaaehtoista tiedonantoa ja tiedonannon sääntelyn hyödyllisyyttä. Pääluvussa neljä (Informaatio ja käyttäytymistaloustiede) keskitytään käyttäytymistaloustieteen näkökulmaan ja siihen, millaisia tiedonantamisen arvioinnin välineitä käyttäytymistaloustiede tarjoaa käsittelemällä erilaisia tutkimuskysymyksen kannalta relevantteja heuristiikkoja ja kognitiivisia vinoumia.

Tutkielman tuloksena esitetään, että käyttäytymistaloustiede voi olla hyödyllinen työkalu tiedonannon tarkasteluun, mutta ainakaan vielä sitä ei kuitenkaan voida käyttää laaja-alaisena perusteluna tiedonantovelvollisuuden sääntelylle. Selvää on kuitenkin se, että systemaattisista päätöksenteon kognitiivisista vinoumista saadun näytön kasautuessa emme enää voi olettaa yhtiöjohdon tai sijoittajien toimivan rationaalisesti, ja että tämä tulisi ottaa huomioon myös normatiivisissa analyysissa.

AVAINSANAT: arvopaperimarkkinat, tiedonantovelvollisuus, käyttäytymistaloustiede, informaation epätasapaino, tehokkaat markkinat

Sisällys

1	Johdanto	6
1.1	Tutkimuskohteen esittely	6
1.2	Tutkimuskysymys ja rajaukset	8
1.3	Tutkimusmetodi	9
1.3.1	Pluralistinen menetelmä	9
1.3.2	Lainoppi	10
1.3.3	Oikeustaloustiede	10
1.4	Tutkielman lähdeaineisto ja rakenne	11
2	Informaation merkitys osakekurssien muodostumisessa	14
2.1	Tehokkaat markkinat	14
2.2	Tehokkaiden markkinoiden kritiikki	16
2.3	Informaation epäsymmetrisyys arvopaperimarkkinoilla	18
2.4	Järkevän sijoittajan standardi	20
3	Informaation sääntely arvopaperimarkkinoilla	23
3.1	Arvopaperimarkkinoiden yleiset periaatteet	23
3.1.1	Hyvä arvopaperimarkkinatapa	23
3.1.2	Kielto antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja	25
3.1.3	Velvollisuus pitää riittävät tiedot tasapuolisesti saatavilla	26
3.2	Tiedonantovelvollisuus	27
3.2.1	Tiedonantovelvollisuuden sääntely	28
3.2.2	Säännöllinen tiedonantovelvollisuus	29
3.2.3	Jatkuva tiedonantovelvollisuus	30
3.3	Vapaaehtoinen tiedonanto	31
3.3.1	Tiedonanto ja markkinoiden epätasapaino	32
3.3.2	Vapaaehtoinen tiedonanto ja käyttäytymistaloustiede	38
4	Informaatio ja käyttäytymistaloustiede	40
4.1	Prospektiteoria	41
4.2	Status quo -vinouma	43

4.3	Optimismiharha	47
4.4	Laumakäyttäytyminen	48
4.4.1	Laumakäyttäytyminen ja sääntely	50
4.4.2	Meemiosakeilmiö	52
4.5	Heuristiikat	54
4.5.1	Ankkurointiharha	55
4.5.2	Edustavuusharha	56
4.5.3	Saatavuusharha	57
4.5.4	Vahvistusharha	59
5	Johtopäätökset	61
	Lähteet	63

Kuvat

Kuva 1. Kuvaajassa oletetaan, että marginaalinen hyöty (MB) vapaaehtoisen tiedottamisen lisäämisestä pienenee tiedottamisen lisäämisen myötä, ja että tiedonantamisen marginaaliset kustannukset (MC) lisääntyvät tiedottamisen lisääntyessä. Kuvaajassa ajassa $t=0$ pääomamarkkinat ovat epätasapainotilassa, jossa marginaalinen hyöty ylimääräisestä tiedonannosta on suurempi kuin marginaaliset kustannukset. (Bainbridge, 2000, s. 1028–1029). 33

Kuva 2. Markkinoiden tasapainotilan saavuttaminen vapaaehtoisen tiedonannon avulla (Bainbridge, 2000, s. 1030). 34

Lyhenteet

AML	Arvopaperimarkkinalaki (2012/46)
EU	Euroopan unioni
Fiva	Finanssivalvonta
HE	Hallituksen esitys
IFRS	International Financial Reporting Standards
MAR	Markkinoiden väärinkäyttöasetus (EU) N:o 596/2014
MOK	Määräys- ja ohjekokoelma

1 Johdanto

1.1 Tutkimuskohteen esittely

Rahoitusmarkkinoiden tutkimus on mennyt viime vuosina eteenpäin, kun tutkijat ovat pyrkineet ymmärtämään sijoittajien, liikkeeseenlaskijoiden ja muiden markkinatoimijoiden välistä vuorovaikutusta. Arvopaperimarkkinat ovat informaation markkinat, joten tähän liittyen voidaan erityisen kiinnostavana tutkimusalueena pitää liikkeeseenlaskijoiden tiedonantovelvollisuutta. Tiedonantovelvollisuus voidaan nähdä ratkaisevan tärkeänä tekijänä rahoitusmarkkinoiden tehokkaan toiminnan varmistamisessa. Tiedonantovelvollisuuden tavoitteena onkin turvata sijoittajien yhdenvertainen, tasapuolinen ja samanaikainen oikeustiedonsaantiin, jotta kaikilla sijoittajilla olisi käytössään riittävät tiedot sekä yhtiöiden taloudellisen tilan, että yhtiöiden liikkeeseen laskemien arvopapereiden hintojen arviointiin¹. Liikkeeseenlaskijoiden, eli yhtiöiden, joiden arvopapereilla käydään kauppaa säännellyllä markkinalla, on säännöllisen tiedonantovelvollisuuden nojalla julkaistava tilinpäätös, toimintakertomus, puolivuotiskatsaus sekä tilinpäätöstiedote. Jatkuva tiedonantovelvollisuus puolestaan käsittää ennen kaikkea sisäpiiritiedon julkistamisen².

Tehokkailla markkinoilla markkinahinnan ajatellaan heijastavan kaikkea saatavilla olevaa informaatiota välittömästi ja täydellisesti. Todellisuudessa markkinat eivät kuitenkaan aina ole tehokkaat. Tämän hypoteesin ympärille kehittyi 1970-luvulla käyttäytymisloustieteen ala, joka on kritisoinut tehokkaiden markkinoiden hypoteesia siitä, ettei malissa oteta huomioon erilaisia ihmisten käyttäytymisen ja päätöksenteon vinoumia ja

¹ Finanssivalvonta 2021

² Finanssivalvonta 2021

heuristiikkoja. Käyttäytymistaloustieteen mukaan sijoittajat ovat alttiita erilaisille viinoumille kuten laumakäyttäytymiselle ja status quo -viinoumalle, jotka voivat vaikuttaa heidän päätöksentekoonsa ja tätä kautta johtaa epäoptimaalisiin sijoitustuloksiin. Viinoumat ja heuristiikat voivat johtaa myös markkinoiden tehottomuuteen, koska hinnat eivät tällöin heijasta tarkasti kaikkea arvopapereista ja yhtiöistä saatavilla olevaa informaatiota. Lisäksi käyttäytymistaloustieteen mukaan kaikilla markkinaosapuolilla ei välttämättä aina ole pääsyä kaikkeen saatavilla olevaan tietoon tai tietoa ei aina levitetä tehokkaasti oikea-aikaisesti. Tämä voi johtaa tilanteisiin, joissa tietyillä markkinatoimijoilla on informaation epäsymmetrisyyden takia informaatioetu muihin verrattuna, mikä puolestaan voi johtaa markkinoiden tehottomuuteen.

Arvopaperimarkkinoiden toiminta on kattavasti säänneltyä ja tiedonantovelvollisuuden kautta varsinkin markkinoilla olevaa informaatiota säännellään laajasti. Vaikka tiedonantovelvollisuus on nykyaikaisen arvopaperisääntelyn kulmakivi, on sääntelyn tarpeellisuudesta kuitenkin käyty vuosien varrella runsaasti keskustelua³. Tiedonantovelvollisuuden vastustajat argumentoivat, että vaatimukset aiheuttavat yhtiöille merkittäviä kustannuksia ja, että sääntely ei ole tarpeellista, koska markkinat päätyisivät myös ilman sääntelyä optimaaliseen tiedonannon tasoon⁴. Tiedonantovelvollisuuden puolustajat kuitenkin ovat sitä mieltä, että erilaiset markkinahäiriöt tekevät tiedonantamisen sääntelyn on välttämättömäksi⁵. Keskustelu on kuitenkin tähän asti nojannut vahvasti klassisen taloustieteen rationaalisen markkinatoimijan oletukseen, jonka takia on perustelua tarkastella tiedonantamista myös käyttäytymistaloustieteen näkökulmasta.

³ Bainbridge 2000

⁴ Bainbridge 2000

⁵ Bainbridge 2000

1.2 Tutkimuskysymys ja rajaukset

Tässä tutkielmassa tarkastellaan liikkeeseenlaskijoiden tiedonannon ja käyttäytymistaloustieteen risteyskohtaa, ja tarkastellaan sitä, miten liikkeeseenlaskijat voisivat ottaa tiedonannossaan paremmin huomioon viimeisimmän sijoittajien käyttäytymistä koskevan tutkimuksen. Tutkimuskysymys, johon tutkielmassa pyritään vastaamaan on:

- Mitkä piirteet liikkeeseenlaskijoiden tiedonannossa voivat potentiaalisesti vaikuttaa sijoittajien reaktioihin ja päätöksentekoon käyttäytymistaloustieteen periaatteiden mukaisesti?

Tämän tavoitteen täyttämiseksi tutkielmassa tarkastellaan liikkeeseenlaskijoiden tiedonantoa erityisesti erilaisten käyttäytymisvinoumien ja heuristiikkojen näkökulmasta. Tätä kautta tutkielman tavoite on myötävaikuttaa tiedon julkistamisen roolin ymmärtämiseen nykyaikaisilla rahoitusmarkkinoilla sekä auttaa tunnistamaan parhaita käytäntöjä liikkeeseenlaskijoille, jotka haluavat kommunikoida sijoittajien kanssa mahdollisimman tehokkaasti.

Keskeisen ongelman tutkielmassa muodostavat sijoittajainformaatio arvopaperimarkkinoilla, sijoittajainformaatiota koskeva sääntely sekä sääntelyn tarkastelu käyttäytymistaloustieteen näkökulmasta. Tutkielmassa tarkastellaan myös lyhyesti pitkään jatkunutta keskustelua pakollisesta tiedonantovelvollisuudesta ottaen huomioon sekä tiedonantovelvollisuutta puoltavat argumentit että sitä vastaan esitetty kritiikki. Tämän tavoitteen saavuttamiseksi tutkielmassa tarkastellaan tiedonantovelvollisuuden hyötyjä ja sen negatiivisia ja positiivisia vaikutuksia eri sidosryhmiin. Pakollisen tiedonantovelvollisuuden lisäksi tutkielmassa tarkastellaan myös vapaaehtoista tiedonantoa ja tämän lähestymistavan suhteellisia etuja markkinatehokkuudelle.

1.3 Tutkimusmetodi

1.3.1 Pluralistinen menetelmä

Tutkimusmetodi valitaan tutkielman tavoitteet ja tutkimuskysymysten perusteella siten, että metodi palvelee tutkimuksen tavoitteita. Metodien asema voidaan nähdä toisarvoisena, sillä metodin tarkoitus on pääasiassa vain mahdollistaa tutkimuskysymyksen kannalta edullinen näkökulma ja lähestymistapa. Tässä tutkielmassa tutkimuskohde ei ole pelkästään oikeustieteellinen, vaan siitä on tunnistettavissa myös oikeustieteen ulkopuolisia rajapintoja. Tutkielmassa tutkitaan oikeustieteen avulla oikeustieteen ulkopuolisia ilmiöitä. Tämän vuoksi tutkielmassa hyödynnetään metodipluralismia eli useampaa metodia samanaikaisesti. Oikeustieteellisen tutkimuksen menetelmät ja lähestymistavat ovat viime vuosina monipuolistuneet ja pluralistinen menetelmä tai metodinen pluralismi eli useamman tutkimusmetodin yhdistäminen yksittäisessä tutkimuksessa on yleinen menetelmä yhä useammilla oikeustieteellisen tutkimuksen aloilla⁶. Määttän mukaan metodistinen avoimuus antaa tutkimukselle lähtökohdat entistä ennakkoluulottomampaan tutkimuksellisten näkökulmien ja lähestymistapojen yhdistelyyn. Tutkielmassa hyödynnetään pääasiassa kahta eri tutkimusmetodia - lainoppia eli oikeusdogmatiikkaa sekä oikeustaloustiedettä. Oikeustaloustieteellinen argumentaatio on tutkielman pääasiallinen argumentaation muoto, kun taas lainoppi näkyy tutkielmassa tukemassa argumentaatiota toimien apuna oikeuden systematisoinnissa ja jäsentelyssä.

⁶ Määttä 2015

1.3.2 Lainoppi

Yksi tutkielman tutkimusmenetelmistä on lainoppi, eli tutkimuksen lähtökohtana on lainopillinen ongelma. Lainopilla eli oikeusdogmatiikalla tarkoitetaan voimassa olevan oikeuden tulkintaa ja sen systematisointia⁷. Lainopillisen tutkimuksen tavoitteena on siis selvittää normien sisältö ja tulkintaperiaatteet. Lainopin tulkinta keskittyy pääasiassa oikeusperiaatteiden punnintaan ja tasapainottamiseen, systematisoinnissa puolestaan keskitytään tutkimaan oikeudenalojen käsitteitä, oikeusperiaatteita ja erilaisia teoreettisia asetelmia⁸.

Lainopillisessa tutkimuksessa erotetaan yleensä toisistaan käytännöllinen ja teoreettinen suuntaus. Tässä tutkielmassa tutkimusote on pääosin käytännöllinen, eli tutkielmassa pyritään tulkitsemaan olemassa olevaa lainsäädäntöä ja tätä kautta löytämään vastaus tutkimusongelmaan. Keskeistä on siis selvittää tutkimusongelmaan liittyvä voimassa oleva oikeus ja sen sisältö ja saada vastaus siihen, miten tutkimusongelman mukaisessa konkreettисessa tilanteessa tulisi toimia oikeusjärjestyksen mukaan. Lainopin avulla tutkielmassa kuvataan vallitsevaa oikeustilaa suhteessa tiedonantovelvollisuuteen arvopaperimarkkinoilla ja systematisoidaan tutkielman kannalta relevanttia lainsäädäntöä ja muita oikeusnormeja.

1.3.3 Oikeustaloustiede

Oikeustaloustieteeksi kutsutaan tutkimussuuntausta, joka tutkii oikeuden ja talouden välistä vuorovaikutussuhdetta sekä analysoimaan oikeusnormeja taloudellisesta näkökulmasta. Oikeustaloustieteellinen tutkimus hyödyntää lainopillisen tutkimuksen tuloksia

⁷ Määttä 2015

⁸ Husa, Mutanen & Pohjolainen 2008, s. 20

liittämällä niihin liiketaloudellisen näkökulman ja tutkii tätä kautta oikeusnormien taloudellista tehokkuutta ja oikeusnormien taloudellisia vaikutuksia⁹. Oikeustaloustiede siis tarkastelee oikeusjärjestelmää taloustieteen ja talouden näkökulmasta ja pyrkii tunnistamaan suositeltavia toimintatapoja perustellen toimintatapojen valinnan. Oikeustaloustieteellinen tutkimus edistää oikeudellisen maailman ja taloudellisen todellisuuden välisen kuilun kaventumista ja avaa oven lainsäädännön vaikutusten tarkastelulle.

Oikeustaloustiede voidaan jakaa positiiviseen eli deskriptiiviseen ja normatiiviseen oikeustaloustieteeseen¹⁰. Deskriptiivinen oikeustaloustiede tutkii vallitsevaa oikeustilaa ja sen yhteensopivuutta taloustieteellisten näkökohtien kanssa sekä lainsäädännön vaikutuksia käyttäytymiseen. Normatiivinen oikeustaloustiede taas keskittyy tutkimaan optimaalista oikeustilaa tehokkuuden näkökulmasta ja pyrkii löytämään vastauksen siihen, minkälainen oikeustilan tulisi ihannelanteessa olla. Normatiivinen oikeustaloustiede käyttää taloustiedettä työkalunaan analysoidessaan lainsäädännön kehittämiskohtia ja tarkoituksenmukaisuutta. Normatiivinen oikeustaloustiede siis mahdollistaa esimerkiksi tiettyjen säännösten kyseenalaistamisen tai uudenlaisen sääntelyn tarpeellisuuden osoittamisen¹¹. Tarkasteltaessa tiedonantovelvollisuuden sääntelyn tarpeellisuutta tutkielmassa hyödynnetään erityisesti deskriptiivistä oikeustaloustiedettä, kun taas tarkasteltaessa mahdollisia muutoksia tiedonantoa koskevaan lainsäädäntöön hyödynnetään normatiivista oikeustaloustiedettä.

1.4 Tutkielman lähdeaineisto ja rakenne

Tutkielmassa hyödynnettävät lähteet on valittu siten, että ne tukisivat mahdollisimman hyvin tutkimuskysymykseen vastaamista, tutkimusmetodia sekä tutkielman tavoitetta.

⁹ Hirvonen 2011, s. 29

¹⁰ Määttä 2016, s. 31

¹¹ Määttä 2016, s. 31

Tutkielmassa keskeisenä osana tutustutaan voimassa olevaan oikeuteen, kuten kotimaiseen lainsäädäntöön ja lain esitöihin, kuten arvopaperimarkkinalakiin (746/2012) ja sen esityöhön eli hallituksen esitykseen (157/1988) eduskunnalle arvopaperimarkkinalaiksi sekä siihen liittyväksi lainsäädännöksi. Molemmissa annetaan konkreettisia ohjeita siitä, miten arvopaperimarkkinoilla tulee toimia tiedonantamisen suhteen. Lainsäädännön lisäksi tutkielman taloustieteellisille ja oikeustieteellisille argumenteille haetaan tukea pääasiassa kansainvälisestä kirjallisuudesta.

Tutkielma jakautuu viiteen pääkappaleeseen. Ensimmäisessä pääluvussa (*Johdanto*) määritellään tutkimustehtävä ja esitellään tutkimuksen toteuttamistapa. Toisessa pääluvussa (*Informaation merkitys osakekurssien muodostumisessa*) tarkastellaan informaation roolia osakekurssien muodostumisessa. Informaation roolia käsitellään klassisen taloustieteen näkökulmasta esittelemällä tehokkaiden markkinoiden hypoteesi, jonka lisäksi käsitellään myös käyttäytymistaloustieteen markkinatehokkuudelle esittämää kritiikkiä. Toisessa pääluvussa tarkastellaan myös epäsymmetrisen informaation ongelmaa, jonka kautta pyritään pohjustamaan käyttäytymistaloustieteen relevanssia tiedonannon arvioinnissa.

Kolmannessa pääluvussa (*Informaation sääntely arvopaperimarkkinoilla*) tarkastellaan arvopaperimarkkinoiden sääntelyä ja keskitytään erityisesti sellaisiin sääntelyn kohtiin, joissa informaatiota säännellään arvopaperin kurssin näkökulmasta relevantilla tavalla. Kolmannessa pääluvussa tarkastellaan erityisesti tiedonantovelvollisuutta ja siihen liittyvää sääntelyä Suomessa sekä vapaaehtoista tiedonantoa sekä yhtiöiden, että sijoittajien näkökulmasta. Vapaaehtoisen tiedonannon osuudessa käsitellään myös tiedonannon sääntelyn tarpeellisuutta sekä optimaalista tiedonantoa.

Pääluvussa neljä (*Informaatio ja käyttäytymistaloustiede*) keskitytään käyttäytymistaloustieteen näkökulmaan: millaisia arvioinnin välineitä käyttäytymistaloustiede tarjoaa arvopaperin kurssikehityksen tarkasteluun ja mikä rooli informaatiolla on tässä mekaniisissa. Käyttäytymistaloustieteen roolia käsitellään esittelemällä erilaisia arvopaperien

kurssikehityksen kannalta relevantteja heuristiikkoja ja kognitiivisia vinoumia. Neljännessä luvussa pohditaan myös millaisissa tilanteissa käyttäytymistaloustiede voi antaa arviointivälineitä tiedonannon tarkasteluun. Viidennessä pääluvussa (*Johtopäätökset*) tehdään päälukujen 2–4 pohdinnan pohjalta tehdyt johtopäätökset ja esitetään mahdollisia jatkotutkimuskohteita.

2 Informaation merkitys osakekurssien muodostumisessa

2.1 Tehokkaat markkinat

Eugene Fama¹² esittämän tehokkaiden markkinoiden hypoteesin (Efficient Market Hypothesis, EMH) mukaan markkinoiden ollessa tehokkaat, kaikki saatavilla oleva informaatio heijastuu osakekursseihin viipymättä. Tiedon välitön leviäminen markkinoilla johtaa Faman teorian mukaan siihen, että aliarvostettujen osakkeiden löytäminen on käytännössä mahdotonta. Informaation välittömästä heijastumisesta osakkeiden hintoihin seuraa myös osakemarkkinoiden ennustamisen mahdottomuus, koska kaikkea tulevaisuudessa julkaistavaa informaatiota ei ole mahdollista tietää etukäteen. Faman tutkimus pohjasi aikaisempaan tutkimukseen satunnaiskulusta (*random walk*), jonka mukaan päivittäiset muutokset osakkeiden hinnoissa ovatkin osakkeen historiallisen kehityksen sijaan riippuvaisia kyseisen päivän uutisista¹³.

Fama¹⁴ halusi helpottaa tehokkaiden markkinoiden hypoteesin empiiristä testaamista ja kamalla markkinoiden tehokkuuden vahvuuden mukaan kolmeen eri kategoriaan: heikko, puolivahva ja vahva muoto. Kategorisointi perustuu siihen, mitä kaikkea informaatiota arvopapereiden hintojen katsotaan heijastavan. Tehokkaiden markkinoiden heikossa muodossa arvopapereiden hinnat heijastavat aiemmin toteutuneita hintoja ja tuottoja. Puolivahvassa muodossa arvopapereiden hinnat heijastavat kaikkea *julkisesti* saatavilla olevaa tietoa. Kun kirjallisuudessa puhutaan tehokkaiden markkinoiden hypoteesista, tarkoitetaan yleisimmin puolivahvaa tehokkaiden markkinoiden muotoa. Tehokkaiden markkinoiden vahvassa muodossa markkinat puolestaan heijastavat kaikkea

¹² Fama 1970

¹³ Malkiel 2003, s. 59, katso myös Malkiel 2019.

¹⁴ Fama 1970

arvopapereiden arvonmäärityksen kannalta relevanttia informaatiota, eli edes sisäpiiritieto ei auta markkinoiden voittamisessa. Tehokkaiden markkinoiden vahva muoto on teorian äärimmäisin muoto, ja kuten Fama itsekin mainitsee, sen on tarkoitus olla realistisen markkinakuvauksen sijaan enemmänkin vertailukohta markkinatehokkuuden ja tehokkuuden poikkeamien arviointiin¹⁵. Fama¹⁶ määritteli tutkimuksessaan myös ehdot, jotka riittävät määrittelemään tehokkaat markkinat:

1. Markkinat ovat kitkattomat eli markkinoilla ei ole transaktiokustannuksia tai veroja.
2. *Markkinat ovat informaatiotehokkaat*, eli kaikki saatavilla oleva informaatio on kaikkien käytössä välittömästi ja maksutta.
3. Kaikki sijoittajat toimivat rationaalisesti maksimoiden oman hyötynsä ja ovat samaa mieltä arvopapereiden nykyisestä ja tulevasta arvosta.

Faman mukaan tällaisia kitkattomia markkinoita ei kuitenkaan esiinny käytännössä, mutta edellä olevien ehtojen täyttymättömyys ei kuitenkaan ole este markkinoiden tehokkuudelle. Tehokkaiden markkinoiden määritelmä voi siis täytyä myös tilanteessa, jossa informaatio tavoittaa kaikkien markkinaosallistujien sijasta riittävän suuren joukon tai tilanteessa, jossa informaatio ei ole kaikille maksuttomasti saatavilla¹⁷. Myös Malkiel painottaa kirjassaan *A Random Walk down Wall Street*¹⁸, ettei markkinatehokkuus tarkoita sijoittajien täydellistä rationaalisuutta: sijoittajat saattavat tehdä virheitä, mutta markkinat voivat tästä huolimatta olla tehokkaat. Tätä sivuten myös Malkiel toteaa, että kukaan ei voi johdonmukaisesti ylittää markkinoita parempaan kokonaistuottoon, koska

¹⁵ Fama 1970, s. 409

¹⁶ Fama 1970, s. 387

¹⁷ Fama 1970, s. 388

¹⁸ Malkiel 2019

kukaan ei pysty systemaattisesti ennustamaan sen paremmin osakemarkkinoiden suuntaa kuin yksittäisten osakkeiden suhteellista edullisuuttakaan¹⁹.

Liikkeeseenlaskijoiden tiedonantovelvollisuus on tärkeä osa markkinoiden tehokkuutta, koska ilman riittävää ja oikea-aikaista tietoa markkinat eivät pystyisi saavuttamaan tasapainotilaa ja sijoittajat olisivat tätä kautta alttiimpia erilaisille markkinoiden häiriöille. Tilanteessa, jossa markkinat eivät ole täysin tehokkaat, osakkeiden hintoihin vaikuttavat osin myös täysin satunnaiset tekijät, jotka eivät välttämättä ole yhteydessä yrityksen todelliseen arvoon. Tällöin yrityksen hintaan tai arvoon liittyvä kriteeri edellyttää aina huomion kiinnittämistä yhtiön arvonluontistrategiaan arvioitaessa liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuuden syntymistä. Tästä seuraa, että tiedonantovelvollisten vastuulla on tunnistaa, millainen informaatio on omiaan vaikuttamaan yrityksen arvoon²⁰.

Faman tehokkaiden markkinoiden hypoteesi siis esittää, että hyvin informoidut yksilöt sekä käyttäytyvät rationaalisesti ja maksimoivat odotetun hyötynsä, että hyödyntävät kaiken relevantin saatavilla olevan tiedon tehdessään päätöksiä ja muodostaessaan odotuksia tulevaisuudelle. Voidaan kuitenkin argumentoida, että tämä ei toteudu arvopaperimarkkinoilla käytännössä.

2.2 Tehokkaiden markkinoiden kritiikki

Edellä lyhyesti esitelty Eugene Faman ensi kerran vuonna 1965 esittelemä ja läpimurtonsa vuonna 1970 julkaistun paperin *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work* myötä tehnyt tehokkaiden markkinoiden hypoteesi oli julkaisunsa aikaan akateemisen yhteisön laajasti hyväksymä. Hypoteesi sai kuitenkin myöhemmin osakseen runsaasti kritiikkiä. Kritiikki kohdentui erityisesti tehokkaiden markkinoiden hypoteesin

¹⁹ Malkel 2019, s. 72

²⁰ Oksaharju & Salo-Lahti 2019, s. 91

kyvyttömyyteen selittää markkinaromahduksia, kuten vuoden 1987 Mustaa maanantaita, 2000-luvun vaihteen IT-kuplan puhkeamista tai vuoden 2008 finanssikriisiä. Näiden markkinaromahdusten yhteydessä nähtiin konkreettisesti, että arvopapereiden reaali hinnat eivät olleet olleet lähellä niiden todellista arvoa. Voidaan argumentoida, ettei syy kuitenkaan ollut tehokkaiden markkinoiden hypoteesissa itsessään, olivathan edellisessä kappaleessa mainitut rajoitukset olleet kaikkien tiedossa alusta asti, vaan hypoteesin menetelmien sopimattomassa soveltamisessa.

Paul Volcker, entinen Yhdysvaltain keskuspankin, Federal Reserven, puheenjohtaja, kommentoi aikanaan tehokkaiden markkinoiden hypoteesin roolia vuoden 2008 finanssikriisissä seuraavasti: "It should be clear that among the causes of the recent financial crisis was an unjustified faith in rational expectations, market efficiencies, and the techniques of modern finance"²¹. Volcker siis sanoi markkinoiden luottaneen liian sinisilmäisesti tehokkaiden markkinoiden hypoteesin mukaiseen markkinoiden toimintaan, mikä johti lopulta maailmanlaajuiseen pankki- ja rahoituskriisiin. Volcker kyseenalaisti puheenvuorossaan ennen kaikkea päätöksentekijöiden rationaalisuuden. Päätöksentekijöiden ja markkinatoimijoiden rationaalisuuden kyseenalaisti silloin myös verrattain uusi tieteenala, käyttäytymistaloustiede.

Nobelilla palkittu tutkija Herbert Simon haastoi rationaalisuuden odotukset jo ennen tehokkaiden markkinoiden hypoteesin laajaa hyväksyntää²². Simon kehitti rajoittuneen rationaalisuuden (*bounded rationality*) käsitteen vastauksena klassisen taloustieteen käsitykseen ihmisten rationaalisesta toiminnasta²³. Rajoittuneen rationaalisuuden periaatteen mukaan ihmisen toiminta ei ole rationaalista, koska rationaalista käyttäytymistä rajoittavat erilaiset informaation ja kognition rajoitteet sekä aika²⁴. Rajoittunut rationaalisuus on yksi käyttäytymistaloustieteen keskeisistä käsitteistä, johon nojaten tieteenala

²¹ Volcker 2011

²² Simon julkaisi paperin rajoitetun rationaalisuuden käsitteestä ensi kertaa vuonna 1955.

²³ Klassinen taloustiede viittaa taloudellisiin toimijoihin usein käsitteillä *Homo economicus* tai *rational man*. Termeillä viitataan taloudellisiin toimijoihin, jotka toimivat itsekkäästi omaa etuaan tavoitellen ja omaa etuaan maksimoiden.

²⁴ Simon 1955

kehittyi vauhdilla varsinkin 1970-luvun jälkeen²⁵. Tämä johtui siitä, että 1970-luvulla julkaistiin esimerkiksi Paul Slovicin ja Sarah Lichtensteinin tutkimus *preference reversal*-ilmiöstä²⁶ sekä Daniel Kahnemanin ja Amos Tverskyn tutkimukset heuristiikoista ja kognitiivisista vääristymistä ja prospektiteoriasta²⁷. Kahnemanin ja Tverskyn 1970-luvun tutkimukset ovat yhä käyttäytymistaloustieteenalan tunnetuimpia ja vaikutusvaltaisimpia julkaisuja²⁸. Näitä tutkimuksia ja teorioita käsitellään tutkielmassa tarkemmin myöhemmin pääluvussa neljä.

2.3 Informaation epäsymmetrisyys arvopaperimarkkinoilla

Informaation epäsymmetrisyydellä tarkoitetaan nimensä mukaisesti informaation epätasaista jakautumista, eli tilannetta, jossa toisella osapuolella on hallussaan jotakin sellaista informaatiota, jota toisella ei ole. Yleensä myyjällä on enemmän tietoa kuin ostajalla, vaikka myös päinvastainen tilanne on mahdollinen. Kuten edellä on mainittu, yksi tehokkaiden markkinoiden vaatimuksista on markkinoiden informaatiotehokkuus. Arvopaperimarkkinoiden informaatiotehokkuudesta seuraa, että markkinatoimijat tuntevat arvopaperien ominaisuudet ja arvopaperit ovat aina oikein hinnoiteltuja. Todellisuudessa myös arvopaperimarkkinoilla vallitsee informaation epätasapaino ja ne toimijat, joilla on hallussaan enemmän informaatiota, voivat käyttää tätä tilannetta edukseen. Arvopaperimarkkinoilla informaation epätasapaino kehittyi tilanteessa, jossa markkinatoimijoilla on eritasoista tietoa arvopaperien ominaisuuksista ja tätä kautta eri käsitys sen arvosta. Epäsymmetrinen informaatio on myös välillisesti syyllinen erilaisiin poikkeamiin päätöstentekijöiden rationaalisuudesta ja tätä kautta erilaisiin heuristiikkoihin ja kognitiivisiin vääristymiin, joita käsitellään tutkielman pääluvussa neljä.

²⁵ Heukelom 2014, s. 98

²⁶ Slovic & Lichtenstein 1971, Slovic & Lichtenstein 1973 ja Slovic & Lichtenstein 2006

²⁷ Tversky & Kahneman 1974 ja Kahneman & Tversky 1979

²⁸ Heukelom 2014, s. 98

Jos markkinoilla oletetaan vallitsevan informaation epätasapaino yrityksen johdon ja sijoittajien välillä, yhtiön johdon tekemät päätökset voidaan nähdä signaaleina, jotka paljastavat sisäpiiritietoa yrityksen ali- tai yliarvostuksesta. Esimerkiksi erilaiset tiedotteet koskien osingonjakoa, osakemyyntiä tai osakkeiden takaisinostoa signaloivat markkinoille erilaisia viestejä yrityksen tilasta, jolloin markkinat myös reagoivat tiedotteisiin eri tavoin.²⁹

Positiiviset tiedotteet ja uutiset ja tiedotteet, jotka viestivät yrityksen aliarvostuksesta markkinoilla, vastaanotetaan yleisesti ottaen hyvin. Yksi esimerkki tällaisesta tiedotteesta on tiedote osingonjaon vireillepanosta tai osingon määrän kasvattamisesta. Kumulatiivinen epänormaali tuotto (*cumulative abnormal return, CAR*)³⁰ kasvaa merkittävästi tällaisten tiedotteiden julkaisun jälkeen. Kasvun on havaittu olevan kolminkertainen sellaisiin osinkoihin liittyviin uutisiin verrattuna, joissa ei mainita osingon suuruutta. Sijoittajille voidaan jakaa rahaa myös osakkeiden takaisinoston avulla. Päätös osakkeiden takaisinostosta voidaan osingonjaon tavoin tulkita signaaliksi yrityksen aliarvostuksesta markkinoilla. Ilmoitus osakkeiden takaisinostosta vastaanotetaankin markkinoilla yleensä hyvin ja reaktio on myös voimakas.³¹ Osingon pienentämiseen tai osingonjaon lykkäykseen liittyviin tiedotteisiin markkinat reagoivat yhtä voimakkaasti kuin positiivisiin osinkotiedotteisiin, mutta reaktio on päinvastainen³².

Jo olemassa olevien osakkeiden myynnin tulkitaan usein olevan merkki yhtiön yliarvostuksesta markkinoilla tai likviditeettiongelma, jonka takia tällaisiin tiedotteisiin reagoidaan tutkimusten mukaan negatiivisesti. Lainojen liikkeeseenlasku voidaan samoin nähdä merkinä yrityksen yliarvostuksesta markkinoilla tai yrityksen rahoitusongelmista. Tutkimuskenttä ei ole päässyt konsensukseen markkinareaktiosta näissä tilanteissa. Osa tutkimuksista raportoi negatiivisia reaktioita ja toiset tutkimukset puolestaan eivät ha-

²⁹ Neuhierl, Scherbina & Schlusche 2013, s. 1220-1221

³⁰ Epänormaaleilla tuotoilla tarkoitetaan tuottoja, jotka ylittävät tai alittavat osakkeen normaalin tuoton.

³¹ Neuhierl, Scherbina & Schlusche 2013, s. 1221

³² Neuhierl, Scherbina & Schlusche 2013, s. 1221

vainneet lainkaan merkittäviä reaktioita. Tutkimukset ovat kuitenkin yksimielisiä reaktioista lainojen liikkeeseenlaskuun liittyviin uutisiin tilanteessa, joissa se tehdään varojen keräämiseksi. Tällöin markkinareaktio on negatiivinen.³³

Markkinat siis reagoivat vahvasti sekä positiivisiin että negatiivisiin tulosityllätyksiin: uutiset heikosta tuloksesta johtavat negatiiviseen reaktioon ja hyvät tulosuutiset taas positiiviseen reaktioon.³⁴ Informaation epätasapainolla on siis konkreettisia vaikutuksia arvopaperimarkkinoihin ja informaation epätasapaino onkin yksi tekijä, joka vähentää sijoittajien luottamusta markkinoihin. Tämän vuoksi informaation epätasapainoa pyritään ehkäisemään sääntelyn keinoin, vaikka informaation epätasapainoa ei voidakaan poistaa markkinoilta täysin. On kuitenkin tärkeää tarkastella arvopaperimarkkinoiden informaatioon liittyvää sääntelyä nopeasti kehittyneiden arvopaperimarkkinoiden näkökulmasta, jotta luottamus pystytään turvaamaan markkinoilla myös tulevaisuudessa.

2.4 Järkevän sijoittajan standardi

Arvopaperimarkkinaoikeudellinen sääntely pyrkii turvaamaan sijoittajan aseman sekä huomioimaan sijoittajan näkökulman, jolloin sijoittajan käsite on määritelty tietyn sisältöiseksi. Kuten edelläkin on todettu, rationaalinen sijoittaja on keskeinen käsite arvopaperimarkkinoiden tutkimuksessa. Tämän lisäksi rationaalinen, järkevä sijoittaja on oletusarvo myös arvopaperimarkkinaoikeudessa. Siellä sitä käytetään standardina esimerkiksi tiedonantovelvollisuuden arvioinnissa sekä arvioidessa sisäpiiritiedon julkistamistarvetta³⁵. Tämän lisäksi järkevää sijoittajaa käytetään vertailuperusteena myös olennaiselle informaatiolle³⁶. Markkinoille on annettava sellainen informaatio, jota järkevä sijoittaja pitäisi olennaisena, ja jonka voidaan todennäköisesti katsoa vaikuttavan hänen

³³ Neuhierl, Scherbina & Schlusche 2013, s. 1221

³⁴ Neuhierl, Scherbina & Schlusche 2013, s. 1221

³⁵ Oksaharju & Salo-Lahti 2019

³⁶ MAR 7 artikla

päätöksentekoonsa. Voidaankin siis sanoa, että rationaalisen sijoittajan standardi ohjaa merkittäväällä tavalla sitä, millaista informaatiota markkinoille annetaan. Tämä puolestaan ohjaa sijoituspäätösten tekoa ja tätä kautta arvopaperien hintojen muodostumista markkinoilla³⁷.

Todellisuudessa keskiarvoista rationaalista järkevää sijoittajaa ei kuitenkaan ole olemassa, vaan sijoittajat prosessoivat ja arvottavat informaatiota omien preferenssiensä mukaisesti ja tekevät päätöksiä tämän yksilöllisen prosessin pohjalta. Tiedetään myös, että riskinalaiseen päätöksentekoon vaikuttavat erilaiset heuristiikat ja vinoumat. Jos siis tiedetään, että sijoittajat arvottavat ja käsittelevät informaatiota eri tavoin, voidaan myös olettaa, että sijoittajat tarvitsevat päätöksentekonsa tueksi kukin erilaista informaatiota. Tämän takia sijoittajainformaation ja tiedonantovelvollisuuden perustuminen tällaiseen keskiarvoiseen rationaaliseen sijoittajaan on jokseenkin ongelmallista³⁸. On vaikeaa oikeuttaa sääntelyn perustuminen standardille, joka edellyttää sijoittajilta ja muilta markkinatoimijoilta suurempaa rationaalisuutta, kuin markkinatoimijoilla on keskimäärin havaittu olevan.

Sijoittajia on luokiteltu erilaisiin kategorioihin esimerkiksi asiantuntemuksen³⁹, riskinoton⁴⁰ ja käyttäytymisen ja persoonallisuuden mukaan⁴¹. Käyttäytymisen tarkasteluun pohjautuvat tutkimukset ovat tarjonneet tietoa siitä, miten erilaiset sijoittajatyypit voivat päätyä erilaisiin sijoituspäätöksiin, vaikka heille olisi annettu käyttöön täysin sama informaatio. Vaikka tiedonantovelvollisuuksien täyttäminen toteutetaankin pääasiassa anonyymille yleisölle, jolloin yksittäisten sijoittajien preferenssien huomioiminen on mahdotonta, mikään ei kuitenkaan estä huomioimasta sijoittajien erilaisuutta, jos sen tunnistamiselle ja huomioimiselle pystytään muodostamaan systemaattisia välineitä⁴². Erilaiset sijoittajatyypit onkin jo tiedostettu esimerkiksi sijoituspalvelulaissa (747/2012)

³⁷ Oksaharju & Salo-Lahti 2019

³⁸ Oksaharju & Salo-Lahti 2019

³⁹ Hoppu 2005

⁴⁰ Fischer & Dornbusch 1983

⁴¹ Pompian 2012a ja Ahmad, Hassan, Mahmood & Aslam 2016

⁴² Oksaharju & Salo-Lahti 2019

jossa asiakkaat luokitellaan eri asiakasluokkiin sen mukaan, ovatko he ammattimaisia sijoittajia vai eivät. Ei-ammattimaiselle asiakkaalle on sijoituspalvelulain mukaan annettava enemmän informaatiota kuin ammattimaiselle asiakkaalle, eli nimenomaan informaatio nähdään keskeisenä tekijänä sijoittajan suojaamisessa.

3 Informaation sääntely arvopaperimarkkinoilla

3.1 Arvopaperimarkkinoiden yleiset periaatteet

3.1.1 Hyvä arvopaperimarkkinatapa

Periaatepohjaisesta sääntelystä tuli uuden arvopaperimarkkinalain myötä yhä tärkeämpi osa arvopaperimarkkinoiden sääntelyä. Yksi arvopaperimarkkinoiden yleisistä periaatteista on hyvä arvopaperimarkkinatapa, jota ei ole erikseen määritelty lainsäädännössä, mutta jonka vastainen menettely on kielletty arvopaperimarkkinalain (2021/746) 1 luvun 2 §:ssa. Hallituksen esityksen⁴³ mukaan hyvällä arvopaperimarkkinatavalla tarkoitetaan AML 1 luvun 2 §:n säännöksessä periaatteita ja sääntöjä, joiden noudattamista arvopaperimarkkinoilla toimivien keskuudessa vallitsevan mielipiteen mukaan on pidettävä oikeana ja kaikkien toimijoiden kannalta kohtuullisena kauppatapana. Johtuen arvopaperimarkkinoilla noudatettavien menettelytapojen jatkuvasta kehitymisestä, arvopaperimarkkinoille ei ole mahdollista luoda yksityiskohtaisia normeja kaikkiin tilanteisiin⁴⁴ ja arvopaperimarkkinalaissa asetettu velvollisuus noudattaa hyvää arvopaperimarkkinatapaa ohjaa toimintaa silloin, kun yksityiskohtaista säädäntöä ei ole.

Hyvän arvopaperimarkkinatavan noudattaminen koskee kaikkia arvopaperikaupan osapuolia eli sekä ostajaa, myyjää, että välittäjää⁴⁵. Kielto menetellä hyvän arvopaperimark-

⁴³ HE 32/2012

⁴⁴ Häyrynen & Kajala 2013, s. 50

⁴⁵ HE 32/2012

kinatavan vastaisesti koskee siis koko arvopaperimarkkinain soveltamisalaa, ja sitä sovelletaan myös rahoitusvälineisiin⁴⁶. Hyvää arvopaperimarkkinatapaa ohjaavat arvopaperimarkkinoiden itsesääntelyn lisäksi erityisesti Finanssivalvonnan (Fiva) antamat ohjeet ja suositukset. Fivalla on lakisääteinen tehtävä edistää hyvien menettelytapojen noudattamista arvopaperimarkkinoilla⁴⁷. Hyvän tavan ei kuitenkaan ole tarkoitus rajoittaa sen enempää itsesääntelyn kuin lainkaan kirjaimen, vaan hyvä tapa edellyttää lain hengen ja lakiin kirjattujen periaatteiden noudattamista myös silloin, kun laissa on aukoja tai se on jollain tavalla jäänyt jälkeen arvopaperimarkkinoiden yleisestä kehityksestä. Tämä takaa sen, että lain aukollisuutta ei hyödynnetä säännösten tavoitteiden mukaisesti, eikä markkinaosapuolille tällöin myöskään synny sellaista kuvaa, että pelkkä säännösten kirjaimellinen noudattaminen riittäisi⁴⁸.

Arvopaperimarkkinoiden toimivuus edellyttää sitä, että sijoittajat voivat luottaa markkinoiden tehokkuuteen, kaikille yhtäläiseen avoimeen mahdollisuuteen osallistua markkinoille sekä kaikille samoihin mahdollisuuksiin hyödyntää arvopapereita ja liikkeeseenlaskijoita koskevaa informaatiota. Sijoittajien tasapuolinen kohtelu on yksi arvopaperimarkkinoikeuden merkittävimmistä periaatteista⁴⁹ ja se on myös tärkeä osa hyvää arvopaperimarkkinatapaa. Hyvän arvopaperimarkkinatavan avulla pyritään ensisijaisesti edistämään markkinoiden läpinäkyvyyttä ja sijoittajien tasa-arvoisuutta ja yhdenvertaisuutta sellaisissa tilanteissa, joissa osapuolet eivät ole yhdenvertaisessa tilanteessa esimerkiksi vaikutusvallasta tai omistusosuuksista johtuen. Pohjimmiltaan hyvällä arvopaperimarkkinatavalla tarkoitetaan siis sellaisten periaatteiden, sääntöjen ja prosessien noudattamista, jotka edistävät markkinoiden tehokkuutta ja avoimuutta sekä syventävät sijoittajien luottamusta markkinoiden toimintaa kohtaan⁵⁰.

⁴⁶ Häyrynen & Kajala 2013, s. 49

⁴⁷ AML 1 luku 6 §

⁴⁸ Häyrynen & Kajala 2013, s. 51–52

⁴⁹ Esimerkiksi AML 11 luvun 27 §:ssä ("--- ei saa asettaa --- arvopapereiden haltijoita eriarvoiseen asemaan")

⁵⁰ Häyrynen & Kajala 2013, s. 52

3.1.2 Kielto antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja

Toinen arvopaperimarkkinoiden keskeisistä periaatteista on kielto antaa totuudenvastaisia tai harhaanjohtavia tietoja. Arvopaperimarkkinalain 1 luvun 2 § kieltää arvopaperien ja muiden rahoitusvälineiden markkinoinnissa ja vaihdannassa sekä lain mukaista tiedonantovelvollisuutta täyttäessä totuudenvastaisen ja harhaanjohtavan tiedon antamisen, kun kyseessä on elinkeinotoiminta. Pykälää sovelletaan arvopapereiden lisäksi kaikkiin muihinkin rahoitusvälineisiin sekä ensi- että jälkimarkkinoilla.

Markkinoinnilla tarkoitetaan kaikkea sellaista informaatiota, jolla pyritään edistämään arvopaperien liikkeeseen saattamista tai vaihdantaa. Tällaista informaatiota voi olla sekä yksittäisessä kaupantekotilaisuudessa tapahtuva tietojen antaminen, että yleisö- ja suoramainonta. Menekin edistämiseksi katsotaan esimerkiksi mainonta erilaisissa tiedotusvälineissä, liikkeeseenlaskijoiden esittely arvopaperien markkinoiden yhteydessä, tiettyihin asiakaskuntiin kohdistettu markkinointi sekä erilaiset markkinoinnissa käytetyt haastattelut, mielipiteet ja kommentit.⁵¹

Totuudenvastaisella tiedolla puolestaan tarkoitetaan jonkin asian selostamista tai esittämistä virheellisellä tai vääristävällä tavalla. Totuudenvastainen tieto voi siis koskea paitsi arvopaperia, myös sen ehtoja tai ominaisuuksia sekä liikkeeseenlaskijan taloudelliseen tilaan vaikuttavia seikkoja⁵². Tiedon harhaanjohtavuus voi samaten ilmetä usein eri tavoin. Harhaanjohtava tieto voi pohjimmiltaan olla totuudenmukaista, mutta se on esitetty sillä tavalla puutteellisesti, että se antaa vastaanottajalle virheellisen käsityksen rahoitusvälineestä tai sen liikkeeseenlaskijasta. Harhaanjohtavuus voi syntyä esimerkiksi epäolennaisten seikkojen liiallisesta korostamisesta, olennaisten seikkojen tyystin poijättämisestä tai tiedon epäselkeydestä. Totuudenvastaisuutta arvioidaan objektiivisesti tiedon antamishetken tilanteen mukaan. Harhaanjohtavuutta puolestaan arvioidaan

⁵¹ Häyrynen & Kajala 2013, s. 54

⁵² Häyrynen & Kajala 2013, s. 55

subjektiivisesti markkinoinnin kohderyhmän eli sijoituspäätöstä tekevien henkilöiden näkökulmasta. Markkinointia arvioidaan siis sen kautta, mikä vaikutus sillä on markkinoinnin kohteena olevien sijoittajien keskivertoedustajaan. Tämä merkitsee sitä, että mitä suuremmalle yleisölle, ammattimaisten sijoittajien lisäksi, markkinointia kohdistetaan, sitä ankarammin tiedon esitystapaa ja sen informaation sisältöä tulee arvioida⁵³. Koska tiedon harhaanjohtavuutta arvioidessa huomioidaan myös tiedonantajan luotettavuus ja asema yhtiössä, harhaanjohtavuuden edellytykset voivat täyttyä helpommin esimerkiksi silloin, kun tiedonantaja on esimerkiksi yhtiön ylimpään johtoon kuuluva henkilö, jolloin yleisöllä on erityinen syy luottaa annettujen tietojen luotettavuuteen ja oikeellisuuteen⁵⁴. Totuudenvastainen tai harhaanjohtava tieto, jolla voi olla olennaista merkitystä sijoittajalla, tulee oikaista tai täydentää riittävällä tavalla viivästyksellä⁵⁵.

3.1.3 Velvollisuus pitää riittävät tiedot tasapuolisesti saatavilla

Kolmas keskeinen arvopaperimarkkinoiden periaate koskee riittävien tietojen pitämistä tasapuolisesti kaikkien sijoittajien saatavilla. Arvopaperimarkkinalain 1 luvun 4 §:ssä säädetään velvollisuudesta pitää riittävät tiedot tasapuolisesti sijoittajien saatavilla. Säännöstä sovelletaan arvopaperien liikkeeseenlaskijan lisäksi niiden tarjoajiin, arvopaperia kaupankäynnin kohteeksi hakeviin sekä toimeksiannosta toimiviin. Näiden toimijoiden lisäksi myös luonnolliset henkilöt ja oikeushenkilöt, esimerkiksi ostotarjousten tekijät sekä pörssiyritykset, veloitetaan tiedonantovelvollisuuden nojalla pitämään riittävät tiedot tasapuolisesti kaikkien osapuolten saatavilla. Arvopaperien markkinointia säännös ei kuitenkaan koske.⁵⁶

⁵³ Häyrynen & Kajala 2013, s. 56

⁵⁴ Häyrynen & Kajala 2013, s. 55

⁵⁵ AML luku 1 3 §

⁵⁶ Häyrynen & Kajala 2013, s. 58

Säännös edellyttää antamaan riittävät tiedot sellaisista seikoista, jotka ovat omiaan olennaisesti vaikuttamaan arvopaperin arvoon. Olennaisella tiedolla tarkoitetaan sellaista tietoa, jota markkinoilla rationaalisesti toimiva sijoittaja todennäköisesti käyttäisi tehdessään sijoituspäätöstään. Tällaista olennaista tietoa voivat olla esimerkiksi yhtiön sen hetkistä taloudellista kehitystä koskeva informaatio, ennusteet yhtiön tulevaisuudesta, kuten tulosvaroitukset, yritysostot ja -myynnit sekä tiedotteet muutoksista yhtiön johdossa⁵⁷. Tiedon olennaisuutta arvioidaan tiedon harhaanjohtavuuden tavoin, eli laajemmalle ja asiantuntemattomammalle kohderyhmälle tietoja on annettava laajemmin⁵⁸.

3.2 Tiedonantovelvollisuus

Markkinoiden informatiivinen tehokkuus on yksi täydellisten markkinoiden vaatimuksesta⁵⁹ ja hyvän arvopaperimarkkinatavan mukaisesti listattujen yhtiöiden onkin pidettävä internetsivuillaan ajantasaisesti, avoimesti ja selkeästi tietoja, joista on mahdollista saada kokonaiskuva yhtiön toiminnasta. Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuutta voidaankin pitää yhtenä tärkeimmistä työkaluista tavoitellessa informatiivisesti tehokkaita markkinoita. Tiedonantovelvollisuus koskee yhtiöitä, joiden liikkeeseen laskemilla osakkeilla käydään kauppaa säännellyllä markkinalla. Tiedonantovelvollisuuden avulla halutaan mahdollistaa se, että kaikilla sijoittajilla on halutessaan käytettävissä riittävät tiedot tehdä perusteltu päätös sekä pörssiyhtiöistä itsestään, että sen liikkeelle laskevista arvopapereista.

Tiedonantovelvollisuus on jaettu säännölliseen ja jatkuvaan tiedonantovelvollisuuteen. Säännöllisen tiedonantovelvollisuuden tavoitteena on taata markkinoille mahdollisimman laajasti tietoa liikkeeseenlaskijoiden taloudellisesta asemasta sekä niiden toiminnan

⁵⁷ Virtanen 2010, s. 34–35

⁵⁸ Häyrynen & Kajala 2013, s. 60

⁵⁹ McDermott 2015

tuloksellisuudesta. Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden avulla puolestaan pyritään varmistamaan kaikkien markkinatoimijoiden yhdenvertaisuus tiedonsaannissa: tieto tavoittaa koko markkinat samanaikaisesti ja kaikilla on yhdenvertainen mahdollisuus tiedonsaantiin. Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden taustalla on ennen kaikkea halu ennaltaehkäistä väärinkäytöksiä markkinoilla⁶⁰.

3.2.1 Tiedonantovelvollisuuden sääntely

Keskeisiltä osin tiedonantovelvollisuutta koskeva sääntely löytyy arvopaperimarkkina-laista. Säännellyllä markkinalla kaupankäynninkohteeksi otetun arvopaperin liikkeeseenlaskijan jatkuvaa ja säännöllistä tiedonantovelvollisuutta koskeva sääntely löytyy AML:n luvuista 6–8. Tiedotteiden julkaisemisesta ja saatavilla pidosta puolestaan säädetään AML:n luvussa 10. Jatkuvasta ja säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta säädetään lisäksi Valtiovarainministeriön asetuksessa arvopaperin liikkeeseenlaskijan säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta (20.12.2012/1020) eli Valtiovarainministeriön tiedonantovelvollisuusasetuksessa, Finanssivalvonnan määräys- ja ohjekokoelmassa Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus (MOK 7/2013) sekä Helsingin pörssin säännöissä.

Arvopaperimarkkinoita koskeva sääntely on Suomessa vielä melko tuoretta, sillä ennen ensimmäisen arvopaperimarkkinalain säätämistä vuonna 1989 arvopaperimarkkinoiden sääntely perustui pitkälti itsesääntelyyn sekä erilaisiin velvoite-, sopimus-, kauppa- ja yhteisöoikeudellisiin säännöksiin, joita sovellettiin myös arvopaperimarkkinoihin. Vuoden 1989 laki pysyi pitkään voimassa vaikkakin siihen tehtiin sen 20 vuoden voimassaolon aikana useita muutoksia ja uudistuksia. Lukuisien muutosten takia laki muotoutui lopulta vaikeasti ymmärrettäväksi, joka puolestaan aiheutti käytännön soveltamis- ja tulkintaongelmia. Uusi arvopaperimarkkinalaki tuli useiden vuosien valmistelun jälkeen voimaan

⁶⁰ Finanssivalvonta 2021

1.1.2013. Lakiuudistuksen päätavoitteena oli säädännön ymmärrettävyyden ja luettavuuden parantaminen. Tämän saavuttamiseksi säännökset jaettiin useampiin lakeihin, joille löytyy vastineet EU-sääntelystä⁶¹. Tiedonantovelvollisuuden sääntelyn näkökulmasta uuden vuoden 2013 arvopaperimarkkinalain merkittävin uudistus oli se, että tietojen tasapuolisesta saatavilla pitämisestä säädettiin entistä kattavammin⁶².

3.2.2 Säännöllinen tiedonantovelvollisuus

Arvopaperimarkkinalain nojalla liikkeeseenlaskijan on tiedotettava taloudellisesta asemastaan ja tuloksestaan säännöllisesti, eli esimerkiksi julkistettava tilinpäätös ja toimintakertomus sekä puolivuotiskatsaus ilman aiheettomia viivytyksiä viimeistään neljä kuukautta tilikauden päättymisen jälkeen⁶³. Helsingin pörssissä kaupankäynnin kohteena olevan liikkeeseenlaskijan on myös Helsingin pörssin sääntöjen nojalla julkistettava tilinpäätöstiedote⁶⁴. Tilinpäätöstiedotteen ja toimintakertomuksen on annettava oikea ja riittävä kuva liikkeeseenlaskijan toiminnan tuloksesta ja taloudellisesta asemasta⁶⁵.

Säännöllisestä tiedonantovelvollisuudesta säädetään AML luvussa 7 ja Valtiovarainministeriön tiedonantovelvollisuusasetuksessa (1020/2012). Kirjanpitolainsäädäntö ja IFRS-standardit sääntelevät tilinpäätöksen ja toimintakertomuksen laadintaa, ja ne ovatkin tätä kautta osa säännöllisen tiedonantovelvollisuuden sääntelyä. EU:n tasolla sääntely perustuu avoimuusdirektiiviin (2004/109/EY), joka kumottiin vuonna 2013 direktiivillä 2013/50/EU.

⁶¹ Häyrynen & Kajala 2013

⁶² HE 32/2012, s. 64

⁶³ Arvopaperimarkkinalaki 7 luku 5 § 1 kohta

⁶⁴ Finanssivalvonta 2021

⁶⁵ Arvopaperimarkkinalaki 7 luku 6 § 1 kohta

3.2.3 Jatkuva tiedonantovelvollisuus

Jatkuvalla tiedonantovelvollisuudella viitataan tietoihin, jotka liikkeeseenlaskija jatkuvasti ja ajantasaisesti julkistaa markkinoille. Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden alle kuuluvat erityisesti sisäpiiritieto sekä muu sääntelyä edellyttävä tieto⁶⁶. Markkinoiden väärinkäyttödirektiivin toisen luvun 2 artiklan ja 1 kohdan mukaan sisäpiiritieto on "luonteeltaan täsmällistä ja julkistamatonta tietoa, joka liittyy suoraan tai välillisesti yhteen tai useampaan liikkeeseenlaskijaan taikka yhteen tai useampaan rahoitusvälineeseen ja jolla, jos se julkistettaisiin, todennäköisesti olisi huomattava vaikutus kyseisten rahoitusvälineiden hintoihin tai niihin liittyvien rahoitusjohdannaisten hintaan".

Jatkuvan tiedonantovelvollisuuden nojalla liikkeeseenlaskija siis veloitetaan tiedottamaan tarpeen mukaan kaikki sellaiset tiedot, jotka voivat olennaisesti vaikuttaa arvopaperin arvoon⁶⁷. Komission määritelmädirektiivin (2003/124/EY) 1 artiklan 1 kohdan mukaan tieto on täsmällistä "jos se viittaa ilmenneisiin olosuhteisiin tai olosuhteisiin, joiden voidaan kohtuudella olettaa ilmenevän, tai toteutuneeseen tapahtumaan tai tapahtumaan, jonka voidaan kohtuudella olettaa toteutuvan, ja jos se on riittävän tarkkaa, jotta sen perusteella voidaan tehdä johtopäätös edellä mainittujen olosuhteiden tai edellä mainitun tapahtuman mahdollisesta vaikutuksesta rahoitusvälineiden tai kyseisiin rahoitusvälineisiin liittyvien johdannaissopimusten hintaan".

Johtuen sääntelyn monitulkintaisuudesta sen tulkinta käytännössä on monin tavoin haasteellista. Sääntelyssä ei esimerkiksi selosteta yksiselitteisesti sitä, mitä tietoja liikkeeseenlaskijoiden on julkaistava. Yksi monitulkintainen komission määritelmädirektiivin kohta on esimerkiksi 1 artiklan 2 kohta, jossa todetaan, että sellainen tieto, jolla julkistettaessa olisi huomattava vaikutus rahoitusvälineiden tai niihin liittyvien johdannaissopimusten hintaan, ja jota järkevästi toimiva sijoittaja todennäköisesti käyttäisi yhtenä

⁶⁶ Finanssivalvonta 2021

⁶⁷ Parkkonen & Knuts 2014

sijoituspäätöksensä perusteena, on julkistettava jatkuvan tiedonantovelvollisuuden nojalla. Säännelty tieto on julkistettava tavalla, joka mahdollistaa sen tasapuolisen, nopean ja tehokkaan saannin. Tämä voidaan tehdä esimerkiksi toimittamalla tieto toimitusvälineille. Tiedon julkistaminen yksinomaan sosiaalisen median kautta ei täytä Finanssivalvonnan edellytyksiä tehokkaasta ja tasapuolisesta tiedon levityksestä⁶⁸.

Jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta koskeva sääntely on pysynyt keskeiseltä sisällöltään melko muuttumattomana alkuperäisestä arvopaperimarkkinalain säännöksestä lähtien. Jatkuvaa tiedonantovelvollisuutta koskevaan lainkohtaan tehtiin kuitenkin muutoksia vuonna 2005, jolloin markkinoiden väärinkäyttödirektiivin (2203/6/EY) käyttöönoton vaatimat lainmuutokset astuivat voimaan. Direktiivin käyttöönotolla haluttiin saattaa Suomen kansallista lainsäädäntöä yhteneväisemmäksi EU:n sisäisen lainsäädännön kanssa⁶⁹. Edellä mainittu direktiivi kumottiin sittemmin uudella markkinoiden väärinkäyttöasetuksella, joka tuli keskeisiltä osin sovellettavaksi vuonna 2016. MAR sääntelee markkinoiden manipulointia ja sisäpiiritiedon julkaisemista ja asetuksen tavoitteena on ensisijaisesti turvata rahoitusmarkkinoiden luotettavuus sekä parantaa sijoittajansuojaa. MAR sääntelee tämän lisäksi myös erilaisia tilastoja ja ennusteita, joilla voi olla huomattava vaikutus rahoitusmarkkinoihin sekä asettaa erilaisia velvoitteita esimerkiksi liikkeenlaskijoiden johdolle, johdon lähipiirille sekä markkinoiden ylläpitäjille⁷⁰.

3.3 Vapaaehtoinen tiedonanto

Yritykset voivat oman harkintansa mukaan julkaista informaatiota myös jatkuvan ja säännöllisen tiedonantovelvollisuuden ulkopuolella. Tällaista tiedottamista, jota tehdään lain

⁶⁸ Finanssivalvonta 2021

⁶⁹ Parkkonen & Knuts 2014

⁷⁰ Finanssivalvonta 2018

ja asetusten velvoittavuuden ulkopuolella, kutsutaan vapaaehtoiseksi tiedonannoksi. Vapaaehtoinen tietojen luovuttaminen, joka antaa sidosryhmille enemmän informaatiota⁷¹, voi lisätä markkinoiden avoimuutta ja luottamusta sekä edistää vakaata markkinatasapainoa⁷². Yritysten vapaaehtoinen tiedottaminen voi myös viestiä sijoittajille ja muille sidosryhmille, että yritys luottaa omaan toimintaansa ja, että yritys on avoin toiminnastaan ja taloudellisesta tilastaan. Vapaaehtoinen tiedottaminen tarjoaa yrityksille myös mahdollisuuden räätälöidä informaatio vastaamaan sen oman kohdeyleisön tarpeisiin. On kuitenkin muistettava, että vapaaehtoinen tiedonanto ei ole yksiselitteinen vastaus vakaaseen markkinatasapainoon, ja että yrityksillä voi olla erilaisia kannustimia salata tai manipuloida tietoja etujensa suojelemiseksi⁷³. Myös informaation epäsymmetrisyys voi estää sidosryhmiä täysin ymmärtämästä julkaistua tietoa. On myös huomattava, että vapaaehtoinen tiedonanto ei välttämättä riitä sellaisten systeemisten ongelmien ratkaisuun, jotka edellyttävät laajempia sääntelyratkaisuja.

3.3.1 Tiedonanto ja markkinoiden epätasapaino

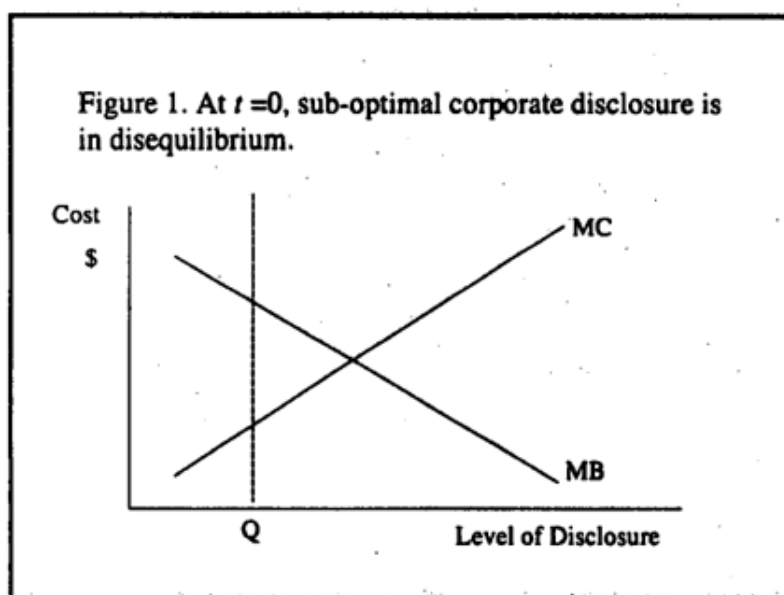
Osakemarkkinoiden epätasapainon ja tiedonannon tason välillä on monimutkainen suhde. Epätasapainoa esiintyy silloin, kun arvopaperin markkinahinnan ja sen todellisen arvon välillä on merkittävä ero. Tämä voi johtua useista tekijöistä, kuten markkinaodotusten muutoksesta tai epätarkasta tai epätäydellisestä informaatiosta. Kuten edellisessä pääluvussa on todettu, tiedonannolla on merkitsevä rooli osakemarkkinoiden tasapainon mahdollistajana. Kun yritykset julkistavat markkinoille enemmän informaatiota, se voi vähentää markkinoiden epävarmuutta ja parantaa tätä kautta markkinoiden tehokkuutta.

⁷¹ Lisääntyneellä informaatiolla voidaan tarkoittaa joko luovutetun informaation *määrän* kasvamista tai luovutetun informaation *laadun* parantumista.

⁷² Katso esimerkiksi Haggard, Martin & Pereira 2008

⁷³ Katso lisää esimerkiksi Grossman & Hart 1980

Oletetaan, että sijoittajat arvostavat liikkeeseenlaskijoiden tiedonantoa, ja että yhtiöt haluavat minimoida pääomakulunsa. Oletetaan myös, että marginaalinen hyöty lisätystä tiedonannosta pienenee tiedonannon lisääntyessä ja, että myös tiedonannon kustannukset kasvavat tiedonannon lisääntyessä. Lisäksi oletetaan, että ajassa $t=0$ pääomamarkkinat ovat epätasapainotilassa, jossa marginaalinen hyöty ylimääräisestä tiedonannosta on suurempi kuin siitä syntyvät marginaaliset kustannukset.⁷⁴

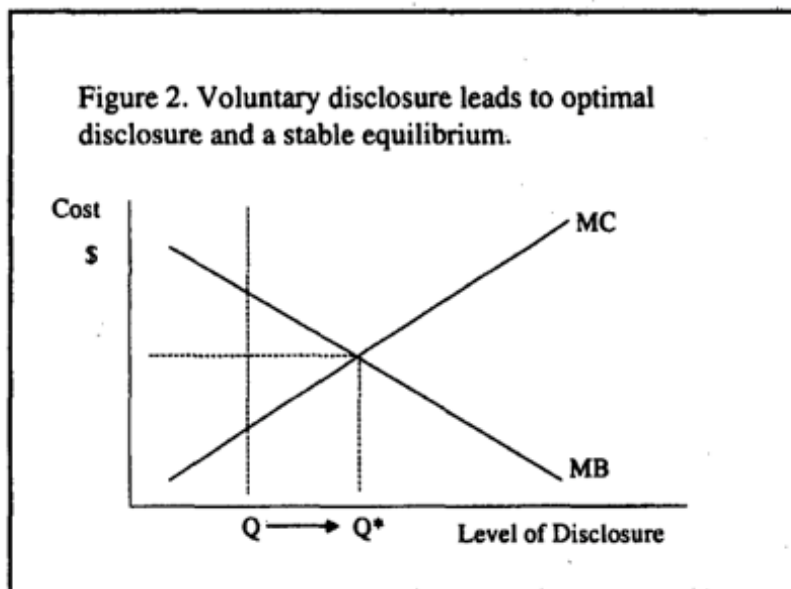


Kuva 1. Kuvaajassa oletetaan, että marginaalinen hyöty (MB) vapaaehtoisen tiedottamisen lisäämisestä pienenee tiedottamisen lisäämisen myötä, ja että tiedonantamisen marginaaliset kustannukset (MC) lisääntyvät tiedottamisen lisääntyessä. Kuvaajassa ajassa $t=0$ pääomamarkkinat ovat epätasapainotilassa, jossa marginaalinen hyöty ylimääräisestä tiedonannosta on suurempi kuin marginaaliset kustannukset. (Bainbridge, 2000, s. 1028–1029).

Näiden ehtojen ollessa voimassa kaupankäynnistä on mahdollista saavuttaa voittoja ja sekä sijoittajat, että liikkeeseenlaskija hyötyvät lisäinformaation julkaisusta. Klassisen taloustieteen teorit olettavat tällaisessa tilanteessa, että yhtiöt lisäävät tiedonantoaan niin kauan, kunnes markkinatasapaino on taas saavutettu, jolloin marginaalinen hyöty

⁷⁴ Bainbridge 2000, s. 1028

tiedonantamisesta on yhtä suuri kuin tiedonantamisesta syntyvät marginaaliset kustannukset⁷⁵.



Kuva 2. Markkinoiden tasapainotilan saavuttaminen vapaaehtoisen tiedonannon avulla (Bainbridge, 2000, s. 1030).

Voisi siis ajatella, että vapaaehtoinen tiedonanto edistää aina vakaampaa markkinatasapainoa. Osakemarkkinoiden epätasapainon ja tiedonannon tason välinen suhde ei kuitenkaan ole näin yksinkertainen. Vaikka tiedonannon lisääminen voi auttaa vähentämään markkinoiden epävarmuutta ja parantaa niiden tehokkuutta, myös muut tekijät, kuten sijoittajien käyttäytyminen, markkinoiden odotukset ja sääntely ovat tärkeässä roolissa markkinoiden vakaan tasapainon ylläpitämisessä. Kaiken kaikkiaan vapaaehtoista tiedonantoa voidaan pitää yhtenä arvokkaana välineenä markkinoiden avoimuuden ja vastuullisuuden edistämiseksi, mutta ainoaksi työkaluksi siitä tuskin on. Markkinatasapainon ja oikeudenmukaisten markkinoiden varmistamiseksi vapaaehtoista tiedonantoa on täydennettävä myös muunlaisella valvonnalla ja sääntelyllä⁷⁶.

⁷⁵ Bainbridge 2000, s. 1030

⁷⁶ Grossman 1981

Ratkaisevan tärkeäksi yhtiöiden tiedonantokäytäntöjen suunnittelussa on osoittautunut se, miten sijoittajat tulkitsevat yhtiön vaikenemisen. Kuten edelläkin on todettu useat vapaaehtoista tiedottamista käsitelleet tutkimukset⁷⁷ viittaavat siihen, että vaikka tiedonantamainen olisi vapaaehtoista, markkinat voivat siitä huolimatta ajaa yritykset paljastamaan kaiken informaation yhtiön laadusta sellaisessa tilanteessa, jossa valehtelu on kiellettyä ja tiedonantamisen kustannukset ovat matalat. Logiikka ilmiön takana on yksinkertainen: kun yritykset päättävät olla paljastamatta informaatiota, osaavien sijoittajien tulisi ymmärtää, että tietojen salaaminen oli strateginen päätös, joka osoittaa, että yrityksellä on jotakin salattavaa⁷⁸. Tämä peliteoreettinen logiikka esittää, että vain markkinoiden heikoimmat yritykset haluavat pitää informaatiossa itsellään ja että sijoittajat ymmärtävät tämän mekanismin ja että ymmärrys näkyy myös yrityksen arvossa markkinoilla, ainakin niin kauan, kun edellä mainitut ehdot täyttyvät⁷⁹.

Vapaaehtoisesta tiedonannosta ja tiedonantovelvollisuuden sääntelystä on ehkä juuri asian monisäkeisyyden vuoksi käyty vilkasta keskustelua jo pitkään. Ne, jotka kannattavat kattavaa tiedonannon sääntelyä argumentoivat, että sääntely on tärkeää läpinäkyvyyden ja vastuullisuuden kannalta. Toisaalta sääntelyn vastustajat argumentoivat, että kasvavien vaatimusten noudattaminen on yrityksille raskasta ja kallista ja että markkinoilla olisi optimaalinen määrä informaatiota myös ilman ylimääräistä sääntelyä⁸⁰. Sääntelyn vastustajat ovat myös huolissaan siitä, että tiettyjen tietojen paljastaminen voi antaa yhtiön kilpailijoille epäoikeudenmukaisen edun⁸¹. Tiedonannon sääntelyä koskevan keskustelun tavoitteena voidaankin pitää tasapainon löytämistä avoimuuden ja yritysten käytännön ongelmien välillä.

Keskustelua on käyty vilkkaasti myös siitä, mikä on yhtiöiden motiivi vapaaehtoisen tiedonannon takana. Skogsvikin⁸² mukaan vapaaehtoinen tiedottaminen on yksityisen ja

⁷⁷ Katso esimerkiksi Viscusi 1978, Grossman & Hart 1980 ja Milgrom 1981.

⁷⁸ Jin, Luca & Martin 2015

⁷⁹ Jin, Luca & Martin 2015

⁸⁰ Katso esimerkiksi Benston 1973

⁸¹ Katso esimerkiksi Fox 1997, Fox 1999

⁸² Skogsvik 1998

ylimääräisen tiedon julkaisemista johdon harkinnan mukaan ja hänen mukaansa yhtiö julkistaa ylimääräistä tietoa markkinoille vain sellaisissa tilanteissa, joissa julkaisulla voidaan olettaa olevan positiivinen vaikutus yhtiön markkina-arvoon. Meek, Roberts & Gray⁸³ puolestaan määrittelevät vapaaehtoisen tiedottamisen sellaisen ylimääräisen informaation tuottamiseksi, jonka yhtiön johto katsoo päätöksenteon kannalta merkitykselliseksi. Myös Meek ja muut toteavat, että ylimääräisen tiedottamisen taustalla on aina hyöty, jonka yhtiö pyrkii tiedottamisella saavuttamaan⁸⁴. Kolmannen näkökulman⁸⁵ mukaan vapaaehtoinen tiedottaminen on välttämätöntä yhtiölle ja sen sidosryhmille, koska pakollinen tiedottaminen kattaa vain pienen osan yrityksen ominaisuuksista ja sen toiminnasta, jolloin ulkoiset sidosryhmät eivät kykene perusteltuun päätöksentekoon ilman vapaaehtoisen tiedottamisen tarjoamaa ylimääräistä informaatiota.

Sytä johdon tiedottamispäätöksille voidaan etsiä myös agenttiteorian kautta, koska juuri johdon tekemät päätökset ovat merkittävä tekijä agenttikonfliktien syntymisessä⁸⁶. Agenttiteoria tarjoaa yhden perustelun sille, miksi johto päättää vapaaehtoisesti luovuttaa ylimääräistä informaatiota markkinoille. Agenttiteorian mukaan kannustimena vapaaehtoiseen tiedottamiseen toimii agenttikustannusten laskeminen ja tätä kautta päämiehen ja agentin välisten konfliktien vähentyminen⁸⁷. Johdon ja omistajien välisen informaation epätasapainon takia omistajat haluavat varmuuden siitä, ettei johto käytä sille annettuja resursseja omien intressiensä mukaisesti⁸⁸. Vapaaehtoinen tiedottaminen voi tätä kautta olla myös johdon keino vakuuttaa omistajat siitä, että se toimii omistajien etujen mukaisesti ja tätä kautta vähentää johdolle aiheutuvia sitouttamiskustannuksia.

⁸³ Meek, Roberts & Gray 1995

⁸⁴ Meek, Roberts & Gray 1995, s. 555

⁸⁵ Al-Janadi, Rahman & Omar 2012

⁸⁶ Florackis 2008, s. 37

⁸⁷ Bueno, Marcon, Pruner-da-Silva & Ribeirete 2018

⁸⁸ Cooke 1989

Tämä kuitenkin edellyttää, että omistajat pitävät vapaaehtoisen tiedottamisen parantavan informaation laatua ja tätä kautta alentavan agenttikustannuksia⁸⁹. Healyn ja Palepun⁹⁰ mukaan vapaaehtoisen tiedottamisen on tarkoitus vastata sijoittajien vaatimuksiin korkeammasta tiedottamisen tasosta, kuin mitä pakollinen tiedonantovelvollisuus kattaa. Tiedottamisen kysyntä syntyy informaation epäsymmetrisyydestä sekä agenttikustannuksista johdon ja sijoittajien välillä⁹¹. Tämä kysyntä painostaa yhtiön johtoa paljastamaan myös sellaista ylimääräistä tietoa, joka muuten olisi vain johdon saatavilla⁹².

Osa tutkijoista on siis sitä mieltä, että markkinat pakottaisivat yritykset antamaan optimaalisen määrän informaatiota myös ilman pakottavaa sääntelyä, toiset taas ovat sitä mieltä, että erilaiset markkinahäiriöt tekevät tiedonantoa koskevasta pakottavasta sääntelystä välttämätöntä. Kumpikin kiistan osapuolista kuitenkin nojaa rationaalisen markkinatoimijan oletukseen, jonka takia on perusteltua tarkastella tiedonantamista myös näkökulmasta, joka ei oleta toimijoiden olevan täysin rationaalisia⁹³. Käyttäytymistaloustiede on tunnistanut monia systemaattisia poikkeamia rationaalisesta päätöksenteosta, joten seuraavaksi tarkastellaan tiedonantamista käyttäytymistaloustieteen näkökulmasta.

⁸⁹ Watson, Shrives & Marston 2002. Agenttiteoria keskittyy tarkastelemaan yhtiön johdon ja omistajien välisiä eturistiriitoja, ovathan johdon ja omistajien edut usein vähän ristiriidassa keskenään. Agenttiteoria perustuu epäsymmetriseen informaatioon, koska agentilla eli yhtiön johdolla oletetaan olevan sellaista henkilökohtaista informaatiota, johon päämies eli ei pääse käsiksi ainakaan kustannuksitta. Agenttikustannusten on tarkoitus kontrolloida agenttiongelmia johdon ja omistajien välillä, ja ne koostuvat siis johdon valvonnasta syntyvistä kuluista.

⁹⁰ Healy & Palepu 2001

⁹¹ Healy & Palepu 2001, s. 406

⁹² Yhtiön johto ei kuitenkaan halua julkaista kaikkea yksityistä tietoa muun muassa kilpailijoihin, oikeudellisiin vastuisiin, agenttiongelmiin sekä erilaisiin markkinasignaaleihin liittyvien kustannusten takia.

⁹³ Bainbridge 2000

3.3.2 Vapaaehtoinen tiedonanto ja käyttäytymistaloustiede

Suurin osa vapaaehtoisen tiedonannon tutkimuksesta siis luottaa sijoittajien korkeaan osaamistasoon ja rationaaliseen päätöksentekoon ja epäselvää on vielä se, ymmärtävätkö sijoittajat todella tiedonantopäätösten strategisen luonteen ja kykenevätkö keski-vertosijoittajat todella tekemään hyviä tilastollisia arvioita? Yhä useammat tutkimukset käyttäytymistaloustieteen alalla viittaavat siihen, että nämä eivät ole täysin realistisia olettamuksia, koska ihmiset usein aliarvioivat päätöksenteon strategisia elementtejä ja kärsivät päätöksenteossaan systemaattisista tilastollisista harhoista. Jin ja muut⁹⁴ päätyivät tutkimuksessaan myös tulokseen, joka haastaa realistisuuden olettamuksen. Tutkimuksen tulokset viittaavat siihen, että sijoittajien valistustaso ei ole riittävä ja keskiver-tosijoittaja ei hahmota tiedonantopäätöksen strategista luonnetta. Pelkällä vapaaehtoi-sella tiedonannolla ei siis todellisuudessa todennäköisesti saavuteta markkinoiden tasa-painotilaa.

Saadaksemme selville tarjoaako käyttäytymistaloustiede meille vastauksen vapaaehtoi-sen tiedonannon suhteen, voimme tarkastella maailmaa, jossa valtiot eivät velvoita yri-tyksiä tiedonannon suhteen millään tavoin, vaan liikkeeseenlaskijat voivat itse päättää mitä informaatiota he antavat markkinoille. Kuten edellä on mainittu, klassinen talous-tiede esittää, että liikkeeseenlaskijat antavat ilman sääntelyäkin markkinoille optimaali-sen määrän informaatiota. Tämä johtuu siitä, että sijoittajat arvostavat tietojen julkista-mista ja ovat tämän takia valmiita maksamaan enemmän tällaisten liikkeeseenlaskijoi-den arvopapereista, jolloin liikkeeseenlaskijat hyötyvät alhaisemmista pääomakustan-nuksista. Käyttäytymistaloustiede puolestaan esittää kysymyksen siitä, voivatko käyttäy-tymistaloustieteen tunnistamat poikkeamat rationaalisesta käyttäytymisestä aiheuttaa

⁹⁴ Jin, Luca & Martin 2015

sen, että ilman sääntelyä liikkeeseenlaskijat eivät julkaisisikaan optimaalista määrää informaatiota markkinoille⁹⁵. Näihin poikkeamiin rationaalisuudesta perehdytään syvemmin tutkielman seuraavassa pääluvussa.

⁹⁵ Bainbridge 2000

4 Informaatio ja käyttäytymistaloustiede

Ihmisillä on taipumus vääristää informaatiota sekä käsitellä ja hyödyntää informaatiota systemaattisin tavoin⁹⁶. Myös tapa, jolla informaatio esitetään ja pohjustetaan, vaikuttaa informaation vastaanottoon ja käsittelyyn⁹⁷. Perinteinen taloustiede nojaa ihmisen rationaaliseen itsekeskeisyyteen selittäessään taloudellista tehokkuutta ja ihmisten toimintaa ja taloudellista päätöksentekoa tarkastellaan seuraavien olettamuksien läpi:

- Päätöksentekijät tekevät valintoja ottamalla huomioon vain omat itsekäät tarkoitusperänsä
- Päätöksentekijöillä on hallussaan kaikki informaatio
- Päätöksentekijöillä on kyky analysoida saatu informaatio riittävän korkealla tasolla

Perinteinen taloustiede siis olettaa, että kaikki merkityksellinen tieto on päätöksentekijän saatavilla ja se kyetään käsittelemään ja sisäistämään rationaaliseen päätöksentekoon vaadittavalla tasolla. Käyttäytymistaloustiede puolestaan pyrkii haastamaan tätä ajattelua ja tarkastelee päätöksentekoa tapauksissa, joissa informaatio on epätäydellistä, kognitiivinen suorituskyky rajoittunutta ja päätöksentekijä ei kykene objektiiviseen ajatteluun, vaan hänellä on erilaisia ennakkokäsityksiä. Tällaisissa tilanteissa informaatiota ei pystytä käsittelemään optimaalisesti⁹⁸. Esimerkiksi sijoituskohteen valintapäätöstä tehdessä tilinpäätösasiakirjojen saatavuudella sekä riittävällä taloudellisella lukutaidolla on iso merkitys. Mikäli päätöksentekijällä ei ole riittävää taloudellista tietotaitoa tai kou-

⁹⁶ Tversky & Kahneman 1974

⁹⁷ Tversky & Kahneman 1981, s. 453

⁹⁸ Olsen & Whitman 2007

lutusta voi hän helposti ajautua oikaisemaan päätöksentekoprosessissa käyttämällä erilaisia heuristiikkoja, joiden käyttäminen voi johtaa epäoptimaalisten sijoituspäätösten tekemiseen⁹⁹.

4.1 Prospektiteoria

Psykologi Daniel Kahnemanin ja kognitiotieteilijä Amos Tverskyn kehittämä prospektiteoria¹⁰⁰ syntyi 1970-luvun lopulla kritisoimaan ennen kaikkea odotetun hyödyn teoriaa¹⁰¹ ja sitä myötä myös muita taloustieteessä hallinneita ajatusmalleja. Prospektiteoria oli yksi tärkeimmistä käyttäytymistaloustieteen alan syntymiseen vaikuttaneista tekijöistä, ja Daniel Kahneman palkittiinkin työstään taloustieteen Nobel-palkinnolla vuonna 2002¹⁰². Prospektiteorian mukaan riskin alla päätöksiä tekevät toimijat painottavat päätösten lopputulemia eri tavalla, kuin odotetun hyödyn teoria esittää. Teorian mukaan päätöstentekijöiden toiminta on epä johdonmukaisempaa ja vähemmän rationaalista, kuin odotetun hyödyn teoriassa on esitetty ja päätöksentekoa ohjaavat hyödyn maksimoinnin sijaan erilaiset heuristiikat.

Kahneman ja Tversky käyttivät prospektiteoriatutkimuksiensa aineistona erilaisia koetilanteita, joissa koehenkilöiden tuli valita hypoteettisista vaihtoehdoista ne, joiden mukaan he toimisivat tosielämässä erilaisissa epävarmuutta sisältävissä päätöksentekoti-

⁹⁹ Olsen & Whitman 2007

¹⁰⁰ Kahneman & Tversky 1979. Prospektiteoria herätti ensimmäisen artikkelin julkaisun jälkeen paljon keskustelua, johon Kahneman ja Tversky vastasivat vuonna 1992 päivittämällä alkuperäisen prospektiteorian kumulatiiviseksi prospektiteoriaksi. Kumulatiivisen prospektiteorian tutkimuksessa kysymyksenasettelu oli vapaampi, joka esimerkiksi mahdollisti voitoille ja tappiolle eri painotusfunktiot. Kumulatiivista prospektiteoriaa voidaan soveltaa riskillisten tilanteiden lisäksi myös epävarmuutta sisältävissä päätöksentekotilanteissa, ja tämä onkin yksi uudistetun mallin vahvuuksista. Katso lisää Tversky & Kahneman 1992.

¹⁰¹ Odotetun hyödyn teoria on historiallisesti suosituin riskinalaista päätöksentekoa kuvaavista klassisen taloustieteen teorioista sekä laajimmin hyväksytty rationaalisen valinnan malli. Teorian mukaan yksilöt valitsevat vaihtoehdon, joka tarjoaa heille maksimaalisen hyödyn parhaalla todennäköisyydellä. Katso lisää esimerkiksi Von Neumann & Morgenstern 2007.

¹⁰² Amos Tversky oli ehtinyt menehtyä ennen palkinnon jakamista vuonna 1996.

lanteissa. Hypoteettiset vaihtoehdot sisälsivät joko kaksi epävarmaa tai varman ja epävarman tilanteen rahan voittamiseen tai häviämiseen. Tutkimuksen tulokset olivat ristiriidassa odotetun hyödyn mallin kanssa – kun tarjolla on potentiaalisia voittoja, valtaosa ihmisistä osoittautui riskinkaihtajiksi, mutta tappioiden mahdollisuus teki ihmisistä puolestaan riskinottajia. Tversky ja Kahneman havaitsivat myös, että edellä kuvatut preferenssit toistuvat myös tilanteissa, joissa tarjottujen valintavaihtoehtojen etumerkit muutetaan miinusmerkkisiksi¹⁰³. Tätä käyttäytymistä he kutsuivat heijastusefektiiksi. Kuvattu heijastus tapahtuu voittojen ja tappioiden niin kutsutussa nollapisteessä¹⁰⁴. Prospektiteorian laboratorikokeissa havaittiin muitakin epäjohdonmukaisuuksia ihmisten päätöksentekokäyttäytymisessä, kuten viitekehysvaikutus (*framing effect*)¹⁰⁵. Valintakehysvaikutusta voidaan havaita esimerkiksi tilanteissa, joissa samat valintavaihtoehdot on ensin esitetty voittoina ja sitten häviöinä. Jos ihmisille esimerkiksi esitetään peli, jossa vaihtoehtoina on joko voittoa varmasti 100 euroa ja 50/50-mahdollisuus voittoa 200 euroa tai ei mitään, suosivat ihmiset järjestelmällisesti ensimmäistä vaihtoehtoa. Jos peli puolestaan esitetään siten, että vaihtoehdot ovat joko 100 euron varma tappio tai 50/50-mahdollisuus hävitä 200 euroa tai ei mitään, suosivat ihmiset järjestelmällisesti jälkimmäistä vaihtoehtoa¹⁰⁶. Kummassakin tapauksessa vaihtoehtojen odotusarvot ovat samat, joten odotetun hyödyn teorian mukaan tällaista järjestelmällistä suosimista ei tulisi esiintyä, kuten ei myöskään heijastusefektiä.

Prospektiteoria jakaa päätöksentekoprosessin kahteen eri vaiheeseen: kehystykseen (*framing*) ja arviointiin (*valuation*). Kehystysvaiheessa päätöksentekijä kartoittaa tarjolla olevat mahdolliset valintavaihtoehdot eli prospektit sekä niiden potentiaaliset lopputulokset. Arviointivaiheessa päätöksentekijä arvioi kehystetyt prospektit ja valitsee näistä sen vaihtoehdon, joka tuottaa hänelle itselleen eniten arvoa¹⁰⁷. Tärkeimpinä prospektiteorian ominaisuuksista voidaan pitää referenssipistettä, prospektiteorian arvofunktiota

¹⁰³ Katso lisää Tversky & Kahneman 1992, s. 306. Tversky ja Kahneman ovat korostaneet, että prospektiteorian pätevyys ei edellytä täydellistä voittojen ja tappioiden yhtäsuuruutta.

¹⁰⁴ Kahneman & Tversky 1979, s. 268

¹⁰⁵ Tversky & Kahneman 1992, s. 298

¹⁰⁶ Tversky & Kahneman 1986, s. 258

¹⁰⁷ Tversky & Kahneman 1992

sekä arvofunktiioon läheisesti liittyvää tappionkarttamisen (*loss aversion*) käsitettä. Referenssipisteellä tarkoitetaan sitä lähtökohtaa, johon riskinottajat suhteuttavat varallisuutensa muutoksia eli riskinoton seurauksia. Prospektiteoria esittää, että tämä lähtökohta on yleisimmin status quo, eli päätöksentekijän nykyinen varallisuus¹⁰⁸. Prospektiteorian arvofunktion (*value function*) Kahneman ja Tversky puolestaan kehittivät vastaukseksi odotetun hyödyn teorian hyötyfunktioille. Sen mukaan arvon kokemus on aina subjektiivinen, eli sama varallisuustaso voidaan kokea joko köyhyytenä tai rikkautena, riippuen ihmisestä ja tämän referenssipisteestä eli lähtökohdasta. Muutokset varallisuudessa suhteutetaan siis referenssipisteeseen ja koettu hyöty määräytyy absoluuttisen varallisuustason sijaan suhteessa voittoihin ja tappioihin¹⁰⁹.

Prospektiteoriaan liittyy läheisesti myös tappionkarttamisen teoria. Teorian keskeisin löydös on se, että häviämisen tuska on ihmisille noin kaksi kertaa voimakkaampi kuin voittamisesta saatu mielihyvä¹¹⁰. Ihmiset ovat tämän takia valmiimpia ottamaan riskejä tilanteissa, joissa heillä on mahdollisuus välttää tappio, kuin tilanteissa, joissa heidän on mahdollista voittaa samansuuruinen summa. Tappionkarttaminen voi saada sijoittajat käyttäytymään irrationaalisesti ja tekemään huonoja päätöksiä, kuten myymään osakkeitaan liian myöhään tai liian aikaisin. Tappionkarttaminen johtaa myös yksilöiden taipumukseen hylätä odotusarvoltaan neutraaleja tai positiivisia vaihtoehtoja¹¹¹.

4.2 Status quo -vinouma

Tehdessään valintoja ihmisillä on usein taipumus suosia nykytilassa pysymistä epävarman tulevaisuuden sijasta. Päätöksentekotilanteissa ihmisten vertailupisteenä toimii sta-

¹⁰⁸ Kahneman & Tversky 1979, s. 286

¹⁰⁹ Tversky & Kahneman 1992, s. 276

¹¹⁰ Kahneman, Knetsch & Thaler 1991

¹¹¹ Thaler, Tversky, Kahneman & Schwartz 1997

tus quo eli nykytila ja nykytilan ja muiden vaihtoehtojen välillä harkintaa tehdessä ihmiset antavat enemmän painoarvoa vieraiden vaihtoehtojen mahdollisille tappioille kuin mahdollisille hyödyille. Tämä johtaa usein siihen, että päätös jätetään kokonaan tekemättä, koska muiden vaihtoehtojen valitseminen sisältää riskin. Tätä nykytilan suosimisen ilmiötä kutsutaan status quo -vinoumaksi.¹¹²

Samuelson ja Zeckhauser¹¹³ tutkivat status quo -vinouman esiintymistä päätöksenteossa useilla eri koeasetelmilla ja huomasivat, että vinouma esiintyy monissa erilaisissa tilanteissa. Tarkasteltaessa sijoituskäyttäytymistä koehenkilöiden tuli valita miten sijoittaa saatu raha joko tilanteessa, jossa rahaa ei ollut vielä sijoitettu mihinkään rahastoihin tai osakkeisiin, tai tilanteessa, jossa koehenkilön raha oli jo sijoitettu johonkin kohteeseen. Tilanteessa, jossa raha oli jo sijoitettu, koehenkilöt valitsivat suuremmalla todennäköisyydellä jatkaa samalla sijoituskohteella, sijoituskohteen vaihtamisen sijaan. Samassa tutkimuksessa huomattiin, että status quo -vinouma vahvistui, kun vaihtoehtojen määrää lisättiin, joka on linjassa Simonin¹¹⁴ rajoitetun rationaalisuuden käsitteen kanssa.

Samuelson ja Zeckhauser¹¹⁵ jakavat status quo -vinoumaa selittävät tekijät kolmeen eri kategoriaan. Ensimmäinen selittävä tekijä on se, että ihmiset uskovat nykytilassa pysymisen olevan rationaalinen päätös, koska muutokseen liittyy kustannuksia ja epävarmuutta. Samuelsonin ja Zeckhauserin mukaan jo pelkkä eri vaihtoehtojen punnitseminen on päätös itsessään. Monimutkaisten päätösten edessä ihmiset kokevat helpommaksi analysoida eri vaihtoehtoja kerran, jonka jälkeen saman päätöksen voi luottaa jatkossakin tuottavan rationaalisia päätöksiä, vaikka alkuperäisen päätöksen perustelut olisivatkin jo unohtuneet.¹¹⁶

¹¹² Samuelson & Zeckhauser 1988, s. 35–36

¹¹³ Samuelson & Zeckhauser 1988

¹¹⁴ Simon 1955

¹¹⁵ Samuelson & Zeckhauser 1988

¹¹⁶ Samuelson & Zeckhauser 1988, s. 33–35

Status quo -vinouman taustalla vaikuttavat myös erilaiset kognitiiviset vinoumat. Näitä ovat edellä mainittu tappionkarttaminen, omistusvaikutus (*endowment effect*) ja ankkurointi (*anchoring*). Omistusvaikutus liittyy läheisesti tappionkarttamiseen. Omistusvaikutus aiheuttaa sen, että ihmiset arvottavat korkeammalle tuotteen, jonka jo omistavat, kuin tuotteen, joka heillä olisi mahdollisuus ostaa. Tutkimuksissa omistusvaikutus on näkynyt tilanteissa, joissa koehenkilöille on annettu esine, jonka jälkeen heiltä on kysytty millä hinnalla he suostuisivat myymään annetun esineen. Toiselle koeryhmälle ei annettu ollenkaan esinettä, vaan heiltä kysyttiin millä hinnalla he suostuisivat ostamaan toiselle koeryhmälle annetun esineen. Ensimmäinen koeryhmä, joille oli annettu esine kokeen alussa, hinnoitteli esineen paljon korkeammalle, kuin koeryhmä, jolle ei annettu esinettä kokeen alkaessa. Tappionkarttamisen tavoin siis jo omistetusta esineestä luopuminen on suurempi, kuin uuden esineen hankkimisesta koettu hyöty¹¹⁷.

Kolmas status quo -vinoumaa selittävä tekijä on Samuelsonin ja Zeckhauserin¹¹⁸ mukaan erilaiset psykologiset sitoumukset (*psychological commitments*). Psykologisten sitoumusten taustailmiöitä ovat uponneet kustannukset, katumuksen välttely, kognitiivinen dissonanssi sekä kontrollin tarve. Jo investoidut resurssit eli uponneet kustannukset puoltavat nykytilassa pysymistä. Katumuksen välttely näkyy puolestaan siten, että aktiivisesta valinnasta seurannut lopputulos ja siitä aiheutunut katumus nähdään suurempana pahana kuin nykytilan valitsemisesta mahdollisesti koituva huono lopputulos. Kognitiivisella dissonanssilla tarkoitetaan psykologista epä mukavuuden tilaa, joka syntyy ihmisen saadessa omiin näkemyksiinsä nähden ristiriitaista tietoa. Ihmiset pyrkivät välttämään kognitiivista dissonanssia pyrkimällä johdonmukaisuuteen. Jos esimerkiksi potentiaalinen muutos olisi ristiriidassa aiemmin tehtyjen päätösten kanssa, ihmiset suosivat mieluiten nykytilaa välttääkseen kognitiivisen dissonanssin. Ihmisillä on myös luontainen tarve haluta olla kontrollissa, eikä epävarma tulevaisuus tarjoa mahdollisuutta tuntea

¹¹⁷ Samuelson & Zeckhauser 1988, s. 36; Kahneman, Knetsch & Thaler 1991, s. 194–197

¹¹⁸ Samuelson & Zeckhauser 1988

olevansa kontrollissa. Tämän takia ihmiset suosivat päätöksenteossaan nykytilan valitsemista, koska nykytilan haitat ja hyödyt ovat paremmin selvillä ja nykytilan valitseminen tarjoaa tätä kautta mahdollisuuden hallinnan tunteeseen.¹¹⁹

Bainbridge¹²⁰ käsittelee status quo-vinoumaa artikkelissaan ”*Mandatory Disclosure: A Behavioral Analysis*” tiedonantamisen näkökulmasta. Bainbridge toteaa, että yksi status quo -vinoumaa selittävästä tekijöistä ankkuroinnin lisäksi voi olla edellä käsitelty tappionkarttaminen. Kuten edelläkin on todettu, päätöksentekijät haluavat välttää katumuksen tuntemista, jonka lisäksi päätöksentekijät tuntevat suurempaa katumusta silloin, kun ei-toivottu tulos aiheutuu aktiivisesta toiminnasta passiivisen nykytilassa pysymisen sijasta. Näin ollen päätöksentekijöillä ja tätä kautta myös yhtiöiden johdolla on taipumus inertiaan¹²¹. Tämän takia yhtiön johto saattaa minimoida ei-toivotusta lopputuloksesta seuraavan katumuksen mahdollisuuden pitämällä tiedonannon tason samana. Kuitenkin, jos tappionkarttaminen on status quo -vinouman pääasiallinen selitys, on sen rooli tiedonannon näkökulmasta Bainbridgen mukaan ehkä pienempi kuin jos selitys olisi jokin muu. Bainbridgen mukaan ensinnäkin päätös paljastaa tai olla paljastamatta taloudellista tietoa sijoittajille on melko erilainen verrattuna päätökseen luopua jostain aineellisesta hyödykkeestä. Millainen on potentiaalinen menetys yrityksen johdolle, joka päättää hylätä status quon, jossa tietoa ei luovuteta enempää kuin tiedonantovelvollisuus velvoittaa? Tiedonantovelvollisuutta laajempaan julkistamiseen siirtymisestä aiheutuvat tappiot kokee ensisijaisesti yhtiö, ei julkistamisesta päättänyt yhtiön johto. On kuitenkin varmaa, että ei-toivottu lopputulos voi vaikuttaa johdon maineeseen. Yhtiön kokemat menetykset ovat kuitenkin luonteeltaan vaihtoehtoiskustannuksia (pääomakustannusten menetys) suorien kustannusten sijaan – joten johdon maineen menetyksen riski vaikuttaa pienemmältä.¹²²

¹¹⁹ Samuelson & Zeckhauser 1988, s. 37–41

¹²⁰ Bainbridge 2000

¹²¹ Bainbridge 2000, s. 1047

¹²² Bainbridge 2000, s. 1047

Bainbridge toteaa myös, että jos tappionkarttaminen olisi kovin yleistä, markkinataloutta ei voisi olla olemassa. Tiedetään myös, että tappionkarttaminen vaikuttaa ensisijaisesti kulutukseen ostettujen tavaroiden omistajiin, eikä niinkään investointeihin. Tämän takia status quo -vinouman ei tulisi suoraan estää yhtiöitä siirtymästä status quosta, jossa tietoja luovutetaan vain lain velvoittama määrä, tilanteeseen, jossa tiedonannon taso on optimaalisella tasolla.¹²³

On myös muistettava, että tappionkarttaminen ei tarkoita sitä, että päätöksentekijät eivät missään olosuhteissa hyväksy tappion riskiä, vaan sitä, että riskin ottamisesta halutaan jokin hyöty. Jos sijoittajat siis arvostavat tiedonantoa, status quo -vinoumasta seuraa tilanne, jossa sijoittajat maksavat hieman klassisen taloustieteen mallin arvioimaa korkeamman hinnan sellaisten yhtiöiden arvopapereista, jotka julkaisevat enemmän tai laadukkaampaa informaatiota. Sellaisenaan status quo -vinouma ei siis ole ristiriidassa klassisen taloustieteen tiedonannon mallin kanssa, jonka mukaan vapaaehtoinen tiedonanto johtaa täydelliseen tiedonantoon (*full disclosure*). Bainbridgen mukaan, jos status quo -vinouma johtaa markkinahäiriöön, on häiriö suhteellisen pieni. Tämä johtuu siitä, että kun tiedonannon status quo muuttuu ovat sijoittajat valmiita maksamaan arvopapereista jälleen korkeamman hinnan, jolloin uudesta tiedonannon tasosta tulee uusi normaali. Tästä seuraa, että status quo -vinouma ei anna syytä ainakaan merkittävään sääntelylliseen väliintuloon.¹²⁴

4.3 Optimismiharha

Optimismiharha on kognitiivinen harha, jossa ihmiset arvioivat negatiivisten asioiden sattuvan itselleen todennäköisesti harvemmin kuin muille. Ihmisillä on taipumus yliarvioida omia kykyjään ja aliarvioida negatiivisten lopputulosten todennäköisyyttä. Harha

¹²³ Bainbridge 2000, s. 1048

¹²⁴ Bainbridge 2000, s. 1048

tunnetaan myös epärealistisena optimismina tai vertailevana optimismina. Optimismiharha voi olla merkittävä tekijä tehokkaan tiedonannon suhteen, koska se voi saada ihmiset sivuuttamaan merkittäviä riskejä ja epävarmuustekijöitä päätöksenteossa. Optimismiharha saattaa myös vaikuttaa siihen, mitä informaatiota yhtiön johto päättää julkaista markkinoille. Koska ihmisillä ilmenee optimismiharhaa, myös yhtiön johto aliarvioi negatiivisten lopputulosten todennäköisyyden. Tämä puolestaan vahvistaa yhtiön johdon luonnollista taipumusta esittää yrityksen näkymät liian hyvässä valossa.¹²⁵

Bainbridgen¹²⁶ mukaan tiedonantovelvollisuus voi olla tehokas keino lieventää optimismiharhan vaikutuksia tarjoamalla yksilöille täydellisempää ja tarkempaa tietoa eri vaihtoehtojen riskeistä ja hyödyistä. Pakollisella tiedonannolla tai tiedonantovelvollisuudella voidaan varmistaa se, että myös yhtiöiden negatiiviset seikat tulevat julkisiksi sijoittajille. Bainbridgen mukaan tiedonantovelvollisuus ei kuitenkaan välttämättä yksinään riitä lieventämään optimismiharhan vaikutuksia, koska ihmisten päätöksentekoon voivat vaikuttaa myös muut kognitiiviset harhat ja heuristiikat, jotka johtavat negatiivisten tietojen vähättelyyn tai niiden huomiotta jättämiseen.

4.4 Laumakäyttäytyminen

Laumakäyttäytymisen määrittely rahoitusmarkkinoiden kontekstissa on haastavaa, koska määritelmä on riippuvainen kunkin tutkijan omasta mielipiteestä ja tutkijan käyttämistä tutkimusmenetelmistä. Tutkimuskentän hajanaisuuden takia toiset tutkijat määrittelevät termin hyvin yleisellä tasolla, toiset taas antavat termille hyvin spesifin määritelmän. Olen valinnut käyttää tässä tutkielmassa Bikhchandaniin ja Sharman¹²⁷ määritelmää. Vielä 1990-luvulla laumakäyttäytyminen määriteltiin pääasiassa sijoittajapäätöskorrelloituneisuuden kautta. Tähän määritelmään Bikhchandani ja Sharma lisäsivät

¹²⁵ Bainbridge 2000

¹²⁶ Bainbridge 2000

¹²⁷ Bikhchandani & Sharma 2001

vielä kausaalisuuden vaatimuksen: sijoittajien käytös on laumakäyttäytymistä, jos muiden sijoittajien päätöksenteko muuttaa sijoittajan alkuperäistä päätöstä. Joidenkin tutkimusten mukaan laumakäyttäytyminen on yleisempää kehittyvillä markkinoilla, koska sääntelyn vähyyden takia yhtiöt eivät luovuta markkinoille suuria määriä informaatiota. Tiedetään myös, että sijoittajat, joilla ei ole käytössään riittävästi informaatiota perustelujen päätösten tekemiseen tekevät herkemmin päätöksiä muiden sijoituskäyttäytymisen perusteella¹²⁸.

Bikhchandani ja Sharma¹²⁹ jakavat tutkimuksessaan laumakäyttäytymisen tahalliseen (*intentional*) ja tahattomaan (*spurious*). Edellisessä kappaleessa esitetty määritelmä viittaa tahalliseen laumakäyttäytymiseen, jossa sijoittajat tekevät tietoisien päätösten kopioida muiden sijoittajien käytöstä, hyläten samalla henkilökohtaisen arvionsa sijoituskohteesta. Tällainen käyttäytyminen voi johtaa tehottomiin markkinoihin, koska sijoittajat perustavat päätöksensä henkilökohtaisen arvionsa sijaan muiden sijoittajien käytökseen markkinoilla. Bikhchandani ja Sharman mukaan tahallinen laumakäyttäytyminen nostaa myös markkinoiden volatilitteettia ja myös markkinoiden systeeminen riski kasvaa. Tahattomalla laumakäyttäytymisellä viitataan puolestaan tilanteeseen, jossa sijoittajat tekevät samankaltaisia päätöksiä samojen tietojen pohjalta, eli julkinen informaatio saa sijoittajat tekemään samanaikaisia ja samankaltaisia sijoituspäätöksiä. Tahaton laumakäyttäytyminen ei pääasiallisesti vaikuta markkinoiden tehokkuuteen. Ero tahallisen ja tahattoman laumakäyttäytymisen välillä liittyykin juuri siihen, onko sijoittajien ollut tarkoitus *tietoisesti* matkia muita sijoittajia. On myös mainittava, että vaikka teorian tasolla tahallisen ja tahattoman laumakäyttäytymisen erottaminen toisistaan on jokseenkin yksinkertaista, on se käytännön tasolla haastavaa, koska sijoituspäätöksiin vaikuttavat samanaikaisesti useat eri muuttujat.¹³⁰

¹²⁸ Bainbridge 2000, s. 1040

¹²⁹ Bikhchandani & Sharma 2001

¹³⁰ Bikhchandani & Sharma 2001, s. 281

Tahallinen laumakäyttäytyminen voidaan edelleen jakaa kolmeen eri kategoriaan: rationaalinen, ei täysin rationaalinen ja irrationaalinen laumakäyttäytyminen. Momentum-sijoittaminen on esimerkki ei täysin rationaalisesta laumakäyttäytymisestä, koska se ei ole tehokkaiden markkinoiden hypoteesin mukainen. Momentum-strategialla tarkoitetaan sijoitusstrategiaa, jonka ajatuksena on ostaa viime aikoina menestyneitä osakkeita ja myydä osakkeita, jotka eivät puolestaan ole suoriutuneet lähiaikoina hyvin, koska nousun tai laskun oletetaan jatkuvan myös tulevaisuudessa. Strategiaa ei voida pitää rationaalisena, koska lähtökohtana on se, että osakkeiden hinnat eivät heijasta kaikkea saatavilla olevaa informaatiota. Toisaalta, jos oletetaan, että uusi informaatio näkyy markkinahinnassa viiveellä, voidaan momentum-strategiaa pitää myös rationaalisena.¹³¹

4.4.1 Laumakäyttäytyminen ja sääntely

Tahalliselle rationaaliselle laumakäyttäytymiselle on tunnistettu monia motiiveja, joista tärkeimmät kolme ovat: epätäydellinen informaatio, mainehaitan riski sekä kannustinjärjestelmät. Informaatioon perustuvaa laumakäyttäytymistä aiheuttaa sijoittajien oletus siitä, että toisilla sijoittajilla on hallussaan jollain tavalla merkittävämpää informaatiota sijoituskohteesta, jonka takia he kopioivat toistensa sijoituspäätöksiä¹³². Maineriski puolestaan altistaa laumakäyttäytymiselle ammattisijoittajat. Ammattisijoittaja tekee muiden sijoittajien kanssa yhdenmukaisia sijoituspäätöksiä, koska erisuuntainen sijoituspäätös saattaa aiheuttaa maineriskiä. Myös kolmas mainituista tunnistetuista motiiveista, kannustinjärjestelmät, koskettaa ammattisijoittajia. Tämä motiivi nousee esille silloin, kun ammattisijoittajan palkkaus on sidottu esimerkiksi johonkin markkinaindeksiin. Tällaisessa tilanteessa laumakäyttäytymisen koetaan vähentävän riskiä¹³³. Erityisesti

¹³¹ Bikhchandani & Sharma 2001, s. 282

¹³² Bikhchandani & Sharma 2001, s. 292

¹³³ Bikhchandani & Sharma 2001, s. 292

maineriskistä johtuvaa laumakäyttäytymistä voi olla vaikea korjata ilman sääntelyn väliintuloa¹³⁴.

Bainbridgen¹³⁵ mukaan laumakäyttäytyminen voidaan nähdä reaktiona informaation epätasapainoon ja tämän aiheuttamaan rajoittuneeseen rationaalisuuteen ja se kuinka pysyvä ilmiö laumakäyttäytyminen on arvopaperimarkkinoilla, riippuu siitä, mikä laumakäyttäytymisen aiheuttaa. Tästä seuraa, että uuden informaation saapuminen markkinoille poistaisi tarpeen laumakäyttäytymiselle, jolloin epätäydellisen informaation aiheuttama laumakäyttäytyminen saa aikaan vain lyhytaikaisia villityksiä, joissa kuluttajien mieltymykset osoittautuvat melko toissijaisiksi tekijöiksi¹³⁶.

Se, kuinka paljon hyötyä oikeudellisesta väliintulosta mahdollisesti olisi laumakäyttäytymisen suhteen riippuu myös mahdollisesta yhteydestä laumakäyttäytymisen ja verkostovaikutuksen välillä (*network effect*)¹³⁷. Laumakäyttäytyminen voi saada aikaan tilapäisiä villityksiä, mutta villityksillä on paremmat mahdollisuudet olla pitkäaikaisia, jos mukana on verkostovaikutusta. Yhtiön kireää tiedonantopolitiikkaa ei voida pitää verkostovaikutuksen luomisen kannalta kovin hyödyllisenä. Päinvastoin mitä suurempi määrä yhtiöitä harjoittaa vapaampaa tiedonantopolitiikkaa, sitä suurempi määrä ihmisiä kokee hyödylliseksi kehittää omaa asiantuntemustaan taloudellisen tiedon analysoinnissa, mikä puolestaan tehostaa pääomamarkkinoita ja tekee tiedonannosta arvokkaampaa muille liikkeeseenlaskijoille, jolloin on saatu aikaiseksi itseään toteuttava kehä. Jos edellinen kehä pitää paikkaansa, sääntelyllä voi olla tähän Bainbridgen¹³⁸ mukaan kolme positiivista vaikutusta. Ensinnäkin se saisi aikaan tilanteen, jossa tiedonannon määrä nousisi yleissivistyksen tason muutoksen takia. Toinen positiivinen vaikutus olisi se, että sääntely antaisi ainakin jonkin tasoisen takuun siitä, että julkistettu informaatio on luotettavaa, jolloin julkistetun informaation laatu olisi parempaa. Tämän lisäksi säännelty

¹³⁴ Bainbridge 2000, s. 1040

¹³⁵ Bainbridge 2000, s. 1038

¹³⁶ Bainbridge 2000, s. 1038

¹³⁷ Verkostovaikutuksella tarkoitetaan taloustieteessä tilannetta, jossa hyödykkeestä saatu hyöty kasvaa sitä käyttävien kuluttajien lukumäärän kasvaessa.

¹³⁸ Bainbridge 2000

tiedonantovelvollisuus tarjoaa yhtiöille standardin, jonka ympärille muodostaa yhtiön tiedonantopolitiikka.¹³⁹

4.4.2 Meemiosakeilmiö

Yksi tuore esimerkki laumakäyttäytymisestä arvopaperimarkkinoilla on vuoden 2021 alussa paljon huomiota herättänyt meemiosakeilmiö¹⁴⁰. Meemiosakeilmiö näytti sijoittajille, sääntelyviranomaisille ja päättäjille yksityissijoittajien joukkovoiman ja sen potentiaalin horjuttaa kansainvälistä taloutta. Kuten tutkielmassa on aiemmin todettu, laumakäyttäytymisen tiedetään horjuttavan rahoitusmarkkinoita lisäämällä volatilitteettia markkinoilla sekä vähentävän markkinoiden tehokkuutta, koska markkinat eivät silloin kykene heijastamaan kaikkea saatavilla olevaa informaatiota. Stiebelin¹⁴¹ mukaan meemiosakeilmiössä esiintynyt laumakäyttäytyminen johtui useista tekijöistä, joita olivat esimerkiksi halu saavuttaa nopeita voittoja osakemarkkinoilla, sosiaalisen median vaikutus sekä kasvava epäluottamus institutionalisoitua tietoa kohtaan. Stiebel toteaa myös, että vaikka laumakäyttäytymiseen liittyy korkea riski markkina- ja sijoittajatasolla, se voi olla tehokas työkalu yksittäisille sijoittajille, jotka haluavat haastaa perinteisiä sijoitusmalleja. Meemiosakeilmiö tarjoaa myös mahdollisuuden tarkastella laumakäyttäytymistä sosiaalisen median kontekstissa.

Niin kutsuttujen meemiosakkeiden kasvun suosio näkyi myös suomalaisten sijoittajien keskuudessa¹⁴². Nopeasti vuonna 2021 Yhdysvaltojen markkinoilta muualle levinnyt meemiosakeilmiö sai alkunsa sosiaalisen median palvelu Redditiä ja erityisesti sen WallStreetBets-ryhmästä¹⁴³. Tunnetuimpien meemiosakkeiden joukossa olivat esimerkiksi kivijalkavideopelikauppa GameStop, elokuvateatteriketju AMC sekä teknologiayhtiö

¹³⁹ Bainbridge 2000, s. 1040–1041

¹⁴⁰ Katso esimerkiksi Umar, Yousaf & Zaremba 2021, Stiebel 2021

¹⁴¹ Stiebel 2021

¹⁴² Hellström 2021

¹⁴³ Erkkilä 2021

Nokia. Ilmiö sai alkunsa, kun ammattimaiset Wall Streetin sijoittajat, kuten hedge-rahastot, alkoivat shorttaamaan eli lyhyeksi myymään¹⁴⁴ GameStopin osakkeita, koska osakkeen hinnan uskottiin laskevan¹⁴⁵. GameStop oli vuoden 2020 vaihteeseen tullessa ollut jo pitkään vaikeuksissa, joten kanta oli perusteltu.

Vuoden 2021 tammikuussa GameStopin osake kuitenkin nousi vuoden 2020 joulukuuhun verrattuna 1700 %. Näin suuria osakkeen hinnan nousuja nähdään yleensä positivistien uutisten, kuten esimerkiksi uuden uusien lupaavien tuotteiden julkaisujen yhteydessä¹⁴⁶. Tällä kertaa nousun syynä oli kuitenkin suoranaan kapinointi: lauma yksityisiä sijoittajia alkoi hyödyntää *short squeeze*-ilmiötä¹⁴⁷ Wall Streetin ammattisijoittajia vastaan. Ilmiön saatua paljon huomiota mediassa hurmos tavoitti kokeneiden ja osaavien sijoittajien lisäksi myös ihmisiä, joille sijoittamisen maailma oli ennestään täysin tuntematon. Näillä amatöörisijoittajilla ei ollut työkaluja tai osaamista rationaalisten sijoituspäätösten tekemiseen, joten GameStopin osakkeita alettiin ostaa rationaalisten syiden sijaan pelkästään meemien, trendin ja yhteenkuuluvuuden kokemuksen takia¹⁴⁸. Tutkimusten mukaan kokemattomat sijoittajat ovat myös kokeneita sijoittajia alttiimpia laumakäyttäytymiselle¹⁴⁹. Amatöörisijoittajien suuri ostointo varmisti sen, että GameStopin osakkeen hinta jatkoi kipuamistaan¹⁵⁰, joka puolestaan esti Wall Streetin toimijoita shorttaamasta GameStopin osakkeita voitollisesti ja voittojen sijaan ammattisijoittajat joutuivatkin realisoimaan isoja tappiota¹⁵¹.

Klassisen taloustieteen teoriat eivät kykene selittämään meemiosakeilmiötä eli sitä, miksi AMC:n ja GameStopin kaltaisten yhtiöiden osakekurssit jatkoivat nousemista,

¹⁴⁴ Lyhyeksi myynti (engl. *short-selling*) tarkoittaa sellaisen arvopaperin myymistä, jota ei vielä omista. Osake siis lainataan ja myydään siinä toivossa, että sen hinta laskee, jonka jälkeen osake ostetaan takaisin voitollisesti.

¹⁴⁵ Chiu & Yahya 2022, s. 54

¹⁴⁶ Chiu & Yahya 2022, s. 54

¹⁴⁷ *Short squeeze*-ilmiö tarkoittaa tilannetta, jossa osakekurssin nopea nousu pakottaa lyhyeksi myyneet sijoittajat ostamaan osakkeita hinnasta välittämättä, jotta he pystyvät rajaamaan syntyvät tappionsa.

¹⁴⁸ Chiu & Yahya 2022, s. 56

¹⁴⁹ Menkhoff, Schmidt & Brozynski 2006

¹⁵⁰ Daniel 2021

¹⁵¹ Chiu & Yahya 2022, s. 57

vaikka tuotto-odotukset ja yhtiöiden taloudelliset luvut eivät tukeneet nousua. Perinteisesti osakemarkkinoilla on voitu olettaa, että se mikä menee ylös, tulee ennen pitkää myös alas, mutta meemiosakkeiden kohdalla tämäkään ei ole lähihistorian valossa varmaa. Ilmiöön ei myöskään sisältynyt sisäpiirikauppaa, joten ilmiössä ei siis ole ainakaan perinteisessä mielessä kyse arvopaperimarkkinapetoksesta tai markkinamanipulaatiosta¹⁵².

Koska ilmiö on vielä niin uusi, sen pohjimmaisia syitä voidaan vain spekuloida. Vaihtoehtoisiksi on väläytelty niin kapinointia perinteisiä Wall Streetin toimijoita vastaan kuin vuonna 2020 alkaneiden koronasulkujen aiheuttamaa tylsyyttäkin. Yhdysvalloissa alkaneen ilmiön leviäminen Suomeen kertoo myös omalta osaltaan maailman pienentymisestä, sillä voidaan olettaa, että harva suomalainen olisi sijoittanut yhdysvaltalaisiin meemiosakkeisiin ilman runsasta keskustelua sosiaalisessa mediassa ja erilaisilla kansainvälisillä keskustelupalstoilla¹⁵³.

4.5 Heuristiikat

Erilaiset heuristiikat ja ennakkokäsitykset vaikuttavat yksilöiden päätöksentekoon monissa erilaisissa tilanteissa. Heuristiikoiksi kutsutaan ajatusmalleja, jotka pyrkivät yksinkertaistamalla ajatusprosessia kuormittamaan yksilön kognitiivista järjestelmää mahdollisimman vähän. Heuristiikkojen hyödyntäminen on usein päätöksenteon nopeuttamisen takia tarpeellista, mutta heuristiikat johtavat helposti vääristymiin, eli systemaattisiin ja ennustettaviin virheisiin¹⁵⁴. Valitsin tarkemmin käsiteltäviksi vääristymiksi tutkielman ai-

¹⁵² Chiu & Yahya 2022, s. 65. Toiminta voidaan määritellä markkinamanipulaatioksi vain silloin, kun toiminnan *tarkoituksena* on yrittää manipuloida kaupankäyntiä.

¹⁵³ Hellström 2021

¹⁵⁴ Tversky & Kahneman 1974, s. 1124

hepiirin kannalta relevanteimmat vinoumat: ankkurointiharhan (*anchoring bias*), saatauvuusvinouman (*availability bias*), edustavuuden vääristymän (*representativeness bias*) sekä vahvistusharhan (*confirmation bias*).

4.5.1 Ankkurointiharha

Ankkurointi (*anchoring*) viittaa ilmiöön, jossa taloudelliset toimijat ylipainottavat heille ensimmäisenä tarjottua tietoa, jolloin päätöksentekoa suhteutetaan jatkossa tähän ”ankkuriin”¹⁵⁵. Tyypillinen esimerkki ankkurista on esimerkiksi osakkeen ostohinta. Ankkuroituminen tapahtuu ostohintaan tai osakkeen aikaisempaan hintaan. Ankkuroitumisen takia esimerkiksi ankkuria alempi hinta tuntuu edulliselta, vaikka nykyhintaa olisikin reilu hinta osakkeelle tarkasteluhetkellä esimerkiksi olosuhteiden muuttumisen takia. Vastavasti ankkuria merkittävästi korkeampi hinta voi saada sijoittajan tekemään myyntipäätöksen tai aiheuttaa ostopäätöksen perumisen, koska osake tuntuu ankkuriin verrattuna korkealta. Realistisesti tarkasteltuna osake voi tällöin kuitenkin olla edelleen aliarvostettu.¹⁵⁶

Ankkurointia ilmenee etenkin tapauksissa, joissa markkinoille julkaistaan osakkeisiin liittyvää uutta informaatiota, joka puolestaan vaikeuttaa sijoituskohteen arviointia entisestään. Rationaalinen sijoittaja ei peilaisi osakkeen nykyistä hintaa menneisiin hintoihin, vaan tarkastelisi uutta informaatiota objektiivisesti. Todellisuudessa ankkurointiharhaa kuitenkin esiintyy, ja sijoittajat tulkitsevat kukin informaatiota omista lähtökohdistaan ja painottavat tilastollisesti sattumanvaraisia tekijöitä¹⁵⁷.

¹⁵⁵ Pompian 2012b, s. 136

¹⁵⁶ Pompian 2012b, s. 136

¹⁵⁷ Pompian 2012b, s. 136

4.5.2 Edustavuusharha

Tutkiessaan edustavuusharhaa Tversky ja Kahneman¹⁵⁸ kysyivät koehenkilöiltä, millä todennäköisyydellä asia A kuuluu luokkaan B, sekä millä todennäköisyydellä prosessi B aikaansaa tapahtuman A. Koehenkilöiden vastaukset paljastivat, että todennäköisyysarvioihin vaikutti se, kuinka paljon A peilasi B:n ominaisuuksia, sekä se, kuinka paljon A muistutti B:tä. Tversky ja Kahneman¹⁵⁹ havaitsivat myös, että silloin, kun koehenkilöt käyttäytyivät edustavuusharhan mukaisesti, he luottivat stereotyyppioihin tehdessään arvioita todennäköisyyksistä. Ihmisillä on siis taipumus verrata asioita toisiinsa ja lajitella asioita alitajuisesti erilaisiin luokkiin. Tilanteissa, joissa todennäköisyyksiä arvioidaan sen pohjalta, kuinka paljon verrattavat kohteet muistuttavat toisiaan, altistutaan edustavuuden vääristymälle (*representativeness bias*)¹⁶⁰. Kahneman, Slovic ja Tversky esittävät, että asioiden lajittelu valmiisiin ”henkisiin luokkiin” mahdollistaa nopean ja usein oikeankin reagoinnin uusiin ärsykkeisiin. Joskus uudet ärsykkeet kuitenkin muistuttavat eli *edustavat* virheellisesti jo luokiteltuja tapahtumia tai asioita. Tällöin taipumus luokitteluun aiheuttaa virheellisen luokittelun, eli vääristyneen tulkinnan ärsykkeestä.

Arvopaperimarkkinoilla edustavuuden harha ilmenee esimerkiksi osake-ennusteissa, kun taustainformaatio heijastuu ennusteisiin. Esimerkiksi sijoittajalle annettu positiivinen yhtiötä koskeva informaatio voi aiheuttaa perusteltua korkeamman tuottoennusteen. Tällaisessa tilanteessa sijoittaja ei kiinnitä huomiota tiedon luotettavuuteen tai tarkkuuteen, vaan keskittyy vain annetun informaation suosiollisuuteen. Edustavuuden harha vääristää siis taloudellisia ennusteita, koska ennusteet tehdään etsimällä samankaltaisuuksia aikaisemmasta kehityksestä.¹⁶¹

¹⁵⁸ Tversky & Kahneman, 1974

¹⁵⁹ Tversky & Kahneman, 1974

¹⁶⁰ Kahneman, Slovic & Tversky 1982, s. 33

¹⁶¹ Tversky & Kahneman 1974, s. 1126

Muita esimerkkejä edustavuuden harhasta ovat uhkapelaajan harha (*Gambler's fallacy*), esiintyvyysharha (*Base Rate Neglect*) ja otoskoon harha (*Sample Size Neglect*)¹⁶². Uhkapelaajan harhalla viitataan tilanteeseen, jossa yksilö uskoo jaksottaiseen onneen uhka-peleissä. Uskomus perustuu matemaattisen totuuden sijaan yksilön subjektiiviseen kokemukseen. Stereotypioihin nojaava esiintyvyysharha on puolestaan kyseessä tilanteessa, jossa sijoittaja tekee johtopäätöksiä sijoituskohteen potentiaalista vain osittaisen informaation perusteella. Välttyäkseen työläältä taustatyön tekemiseltä, sijoittaja ”oikaisee” ja pohjaa sijoituspäätöksensä pelkästään esimerkiksi positiiviseen uutisointiin yhtiöstä. Tällöin merkityksellinen, rationaaliselle sijoittajalle tärkeä informaatio, kuten yhtiön edellinen tilinpäätös, saatetaan sivuuttaa kokonaan. Eräänlaisesta oikaisusta on kyse myös otoskoon harhassa. Arvioidessaan sijoituskohteen potentiaalia joillakin sijoittajilla on taipumus leimata kokonainen perusjoukko vain pienen otoksen perusteella. Pienen otoksen perusteella tehdyt yleistykset perusjoukosta ovat kuitenkin alttiita virheille, eivätkä siksi aina kovin luotettavia. Yleistäminen on usein seurausta siitä, että yksilö ei ole kyennyt tulkitsemaan saatavilla olevaa dataa riittävällä tasolla, jolloin datasta on päädytty poimimaan vain ymmärrettävissä olevat osat¹⁶³.

4.5.3 Saatavuusharha

Yksi yleisimmistä ajattelun vääristymistä on saatavuusvinouma. Yksilöillä on taipumus arvioida asioita suhteessa siihen, kuinka helposti ja nopeasti muististamme on löydettävissä vastaavia esimerkkejä ja tehdä päätöksiä oman olettamuksen ja kokemuksen perusteella. Saatavuusvinouma saa ihmiset arvioimaan myös todennäköisyyksiä tuttuuden ka mieleen palauttamisen helppouden perusteella. Todennäköisyyksiä arvioidessa nojataan siis aikaisempiin kokemuksiin ja todennäköisimpänä lopputuloksena pidetään hel-

¹⁶² Pompian 2012b, s. 86

¹⁶³ Pompian 2012b, s. 86

posti mieleen palautettavien tapahtumien kaltaisia vaihtoehtoja. Esimerkiksi sijoituskoh-
teen potentiaalia arvioidessa yrityksen ajatellaan todennäköisesti epäonnistuvan, jos po-
tentiaalisia epäonnistumisen syitä on helppo kuvitella¹⁶⁴.

Saatavuuden vääristymä voidaan jakaa alakategorioihin, joista seuraavia neljää voidaan
helpoiten soveltaa sijoittajien käytöksen tarkasteluun:

- 1) noudettavuus (*retrievability*), helposti mieleen palautettavia seikkoja pidetään
usein vakuuttavimpina. Eniten mediassa esillä ollut ja markkinoinnissaan onnis-
tunut sijoitusrahasto ansaitsee usein sijoittajien mielissä parhaan sijoitusrahas-
ton paikan, vaikka todellisuudessa menestyneimmät sijoitusrahastot eivät juuri-
kaan markkinoi tuotteitaan.
- 2) kategorisointi (*categorization*) Aivot käyttävät tiedonhaun apuna erilaisia haku-
termejä, jotka auttavat navigoimaan aivojen luokittelujärjestelmässä ja löytä-
mään kaivattavan informaation. Tieto on järjestelty erilaisiin kategorioihin, joihin
pätevät tietyt ehdot. Kun tiedonhaku osoittautuu tiettyjen ehtojen puitteissa
hankalaksi, tehdään johtopäätöksiä helposti vain tämän perusteella. Jos esimer-
kiksi tietyllä toimialalla onnistuneita yrityksiä on vaikea palauttaa mieleen, teh-
dään johtopäätös, että on heikko todennäköisyys sille, että toinenkaan yritys tällä
toimialalla voisi menestyä.
- 3) kokemusten vähyyys (*narrow range of experience*) Kokemusten niukkuus ja kapea-
alaisuus vaikeuttaa objektiivisten arvioiden tekemistä ja arvioita tehdään nojaten
vain omaan subjektiiviseen kokemukseen. Jos esimerkiksi metsälalla toimivalta
henkilöltä kysytään sijoituksen arvoista toimialaa, vastaa hän suurella todennä-
köisyydellä metsäalan, koska on päivittäin tekemisissä alalla menestyneiden
kanssa.

¹⁶⁴ Pompian 2012b, s. 155–156

- 4) resonanssi (*resonance*) Sijoittajat suosivat usein sijoituskohteita, jotka sopivat heidän persoonallisuuteensa ja se, kuinka paljon esimerkiksi yrityksen toimiala resonoi sijoittajan omien kiinnostuksen kohteiden kanssa, vaikuttaa sijoituspäätöksentekoon. Esimerkiksi intohimoinen golfaaja voi olla alttiimpi sijoittamaan golf-alan yritykseen, koska yliarvioi golfharrastajien määrän ja tätä kautta sijoituksen kannattavuuden. Penninvenyttäjä puolestaan saattaa luonnostaan suosia arvoyhtiöihin sijoittamista, mutta unohtaa salkkunsu tasapainottamisen esimerkiksi kasvuyhtiöiden osakkeilla, koska arvon konsepti on hänelle helpompi ymmärtää kuin kasvun konsepti ja siksi palautettavissa helpommin mieleen¹⁶⁵.

Bainbridgen mukaan pakolliset tiedonantovaatimukset voivat pahentaa saatavuusharhaa antamalla sijoittajille kerralla suuria määriä informaatiota, jota sijoittajat eivät ehkä täysin kykene ymmärtämään tai analysoimaan. Tämä saattaa aiheuttaa sen, että sijoittajat keskittyvät niihin tietoihin, jotka ovat helpommin saatavilla tai muulla tavoin erityisen mieleenpainuvia sen sijaan, että sijoittajat ottaisivat huomioon kaiken saatavilla olevan tiedon. Bainbridgen mukaan saatavuusharha voi myös saada ihmiset yliarvioimaan juuri julkaistun informaation tärkeyden, koska tutkimusten mukaan sijoittajat usein ylireagoivat äskettäin julkistettuun informaatioon.¹⁶⁶

4.5.4 Vahvistusharha

Vahvistusheuristiikka saa ihmiset valikoimaan päätöksentekonsa tueksi rajatusti tietoa, jonka lisäksi ihmisillä on taipumus tulkita keräämäänsä informaatiota niin, että se vahvistaa heidän jo olemassa olevia näkemyksiään asiasta. Tämä informaation valikointi ja tulkinta saa ihmiset pitämään tiettyä vaihtoehtoa luonnostaan parempana ja aiheuttaa jopa sellaisen tiedon huomioimatta jättämisen, joka on ristiriidassa jo olemassa olevan

¹⁶⁵ Pompian 2012b, s. 156–158

¹⁶⁶ Bainbridge 2000

näkemyksen kanssa¹⁶⁷. Yksilöillä on siis taipumus tulkita informaatiota niin, että se vahvistaa heidän omia ennakkokäsityksiään ja hypoteesejaan. Asioita tulkitaan oman halun mukaisesti esimerkiksi tilanteissa, joissa halutaan voimakkaasti uskoa omaan hypoteesiin, jotta voidaan välttää kognitiivinen dissonanssi ja sen aiheuttama psykologinen epä-mukavuus. Myös vahva tunneside voi altistaa vahvistusharhalle¹⁶⁸.

Arvopaperimarkkinoilla vahvistusharha näkyy esimerkiksi siten, että sijoittajat tarkoituksella ohittavat negatiivisen informaation sijoituskohteestaan, eikä negatiivisiin seikkoihin kiinnitetä huomiota vahvojenkaan näyttöjen edessä¹⁶⁹. Vahvistusharha aiheuttaa myös sen, että markkinat ohittavat sellaisen uuden informaation, joka ei ole linjassa aikaisemmin julkaistun informaation kanssa¹⁷⁰.

Martel ja Schneemeier¹⁷¹ päätyivät kuitenkin optimaalista tiedonannon tasoa vahvistusharhasta kärsivillä markkinoilla tarkastelevassa tutkimuksessaan hieman yllättävään lopputulokseen – markkinoiden hintatehokkuus ja yksittäisten yritysten arvot ovat korkeimmillaan, kun markkinoilla on jonkinasteista vahvistusharhaa. Tämä johtuu siitä, että epä-johdonmukaisten signaalien huomioimatta jättäminen heikentää markkinoiden arviota yrityksen johdon kyvykkyydestä, joka puolestaan johtaa epäoptimaalisiin kaupankäyntivalintoihin, ja toisaalta positiivisesta vahvistusharhasta kärsivä markkina rohkaisee yrityksen johtoa tuottamaan kallista informaatiota markkinoille.

¹⁶⁷ Bazerman & Moore 2009, s. 9–10

¹⁶⁸ Khan 2018, s. 24

¹⁶⁹ Pompian 2012b, s. 76

¹⁷⁰ Martel & Schneemeier 2019

¹⁷¹ Martel & Schneemeier 2019

5 Johtopäätökset

Tutkimuksen tavoitteena on ollut kuvata liikkeeseenlaskijoiden tiedonantamisen ja käyttäytymistaloustieteen risteyskohtaa ja tarjota näkökulmia siihen, miten liikkeeseenlaskijat voisivat ottaa viimeisimmän sijoittajien käyttäytymistä koskevan tutkimuksen huomioon tiedonannossaan. Toisaalta tutkimuksen tarkoituksena on ollut vastata tutkimuskysymykseen – mitkä piirteet liikkeeseenlaskijoiden tiedonannossa voivat käyttäytymistaloustieteen periaatteiden mukaisesti mahdollisesti vaikuttaa sijoittajien reaktioihin ja päätöksentekoon.

Tiedonantovelvollisuuden sääntelyä perustellaan lähtökohtaisesti markkinatehokkuuden tavoitteella. Informaatiotehokkuus on yksi tehokkaiden markkinoiden vaatimuksista, ja jos markkinat eivät ole informaatiotehokkaat, on pääomamarkkinoiden tehokkuus ja eheys vaarassa vahingoittua, minkä seurauksena pääomien kohdentuminen yhteiskunnassa heikkenee. Tämän lisäksi informaation epäsymmetrisyys heikentää sijoittajien luottamusta arvopaperimarkkinoiden asianmukaiseen ja oikeudenmukaiseen toimintaan. Tämä puolestaan voi heikentää arvopaperimarkkinoiden tehokkuutta ja eheyttä entisestään ja vaikeuttaa markkinaluottamuksen palauttamista ennalleen.

Tiedonantovelvollisuuden sääntelyn arvioinnin keskiössä on arvioida sääntelyn vaikutuksia ja tehokkuutta liikkeeseenlaskijoiden tiedonantovelvollisuuteen liittyvissä asioissa. Arviointi voi kohdistua esimerkiksi yritysten antaman tiedon laadun ja määrän arviointiin tai julkistamisvelvollisuuden oikea-aikaisuuden tarkasteluun. Tiedonantovelvollisuuden sääntelyn arvioinnin keskiössä on myös varmistaa, että liikkeeseenlaskijat noudattavat sääntöjä ja määräyksiä, jotka liittyvät tiedonantovelvollisuuteen. Lisäksi tiedonantovelvollisuuden sääntelyn arvioinnissa on tärkeää kiinnittää huomioita sääntelyn vaikutusten arviointiin. Sääntelyn liiallinen kiristäminen voi esimerkiksi heikentää yritysten kilpailukykyä ja hidastaa niiden kasvua ja investointeja, kun taas liian löysä sääntely voi johtaa markkinoiden epävarmuuteen, vääristymiseen ja riskialttiuteen.

Käyttäytymistaloustiede on hyödyllinen työkalu tiedonannon tarkasteluun, mutta ainaakaan vielä sitä ei kuitenkaan voida käyttää laaja-alaisena perusteluna lisääntyvälle tiedonantovelvollisuuden sääntelylle. Selvää on kuitenkin se, että systemaattisista päätöksenteon kognitiivisista vinoumista saadaan koko ajan yhä enemmän näyttöä. Tämän myötä emme enää voi olettaa yritysten johdon tai sijoittajien toimivan rationaalisesti, vaan kognitiivista vinoumista on tultava normaali osa normatiivista analyysia. Vivahteikas ja realistisempi ymmärtäminen yksilöiden käyttäytymisestä voi johtaa tehokkaampaan tiedonantovelvollisuuden sääntelyyn, joka palvelee paremmin sekä yritysten että sijoittajien etua. Käyttäytymistekijöiden huomioon ottaminen sääntelyn laadinnassa voi johtaa myös hyötyihin. Yksi esimerkki voisi olla se, että yhtiöiden tiedonantotapaa viettäisiin suuntaan, jossa informaatio räätälöitäisiin tietyn kohdeyleisön erityistarpeiden ja kognitiivisten rajoitusten mukaan sen sijaan, että luotetaan nykyisenlaiseen yhden koon lähestymistapaan.

Tutkimusta voisi jatkaa esimerkiksi tarkastelemalla tarkemmin sitä, miten tiedonantovelvollisuus vaikuttaa yhtiöiden pääomakustannuksiin ja arvonmääritykseen käyttäytymistaloustieteen näkökulmasta. Jatkotutkimuksessa voitaisiin tarkastella myös käyttäytymistaloustieteen löydösten näkökulmasta sitä, voisiko jonkin kasvumarkkinan markkinatohokkuutta parantaa lisäämällä tiedonantovelvollisuuden sääntelyä, koska tiedetään, että esimerkiksi laumakäyttäytymistä esiintyy enemmän kehittyvillä markkinoilla.

Lähteet

- Ahmad, M., Hassan, A., Mahmood, S. & Aslam, S. (2016). Impact of investor personality types with interaction effects of demographics on investment behavior: Evidence from Pakistan. *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*, 10(3), 638–658.
- Al-Janadi, Y., Rahman, R. A. & Omar, N. H. (2021). The level of voluntary disclosure practices among public listed companies in Saudi Arabia and the UAE: Using a modified voluntary disclosure index. *International Journal of Disclosure and Governance*, 9(2), 181–201. <https://doi.org/10.1057/jdg.2011.19>
- Arvopaperilaki 14.12.2012/746. Finlex. Noudettu 4.1.2023 osoitteesta <https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2012/20120746#O3L7P6>
- Bainbridge, S. M. (2000). Mandatory disclosure: A behavioral analysis. *University of Cincinnati law review*, 68(4), 1023–1060. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.329880>
- Bazerman, M. H. & Moore, D. A. (2009). *Judgment in Managerial Decision Making*. (7. painos). John Wiley & Sons.
- Benston, G. J. (1973). Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934. *The American Economic Review*, 63(1), 132–155.
- Bikhchandani, S. & Sharma, S. (2001). Herd Behavior in Financial Markets: A Review. *IMF Staff Papers*. 47(3), 279–310.
- Bueno, G., Marcon, R., Pruner-da-Silva, A. L., & Ribeirete, F. (2018). The role of the board in voluntary disclosure. *Corporate Governance*, 18(5), 809–838. <https://doi.org/10.1108/CG-09-2017-0205>
- Chiu, V. & Yahya, M. A. (2022). The Meme Stock Paradox. *Corporate and Business Law Journal*, 3(1), 51–101. <https://ssrn.com/abstract=3918506>
- Cooke, T. E. (1989). Voluntary Corporate Disclosure by Swedish Companies. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 1(2), 171–195. <https://doi.org/10.1111/j.1467-646X.1989.tb00009.x>
- Daniel, W. (2021, 23. tammikuuta). *GameStop spikes another 91% as Reddit investors push down stock to dizzying new highs*. Market Insider. Noudettu 20.3.2023

osoitteesta <https://markets.businessinsider.com/news/stocks/gamestop-stock-climbs-reddit-fueled-rally-continues-2021-1-1030004902>

- Erkkilä, J. (2021, 13. maaliskuuta). *Milloin sosiaalisen median sijoituskeskustelu on kurssimanipulaatiota? Fiva ottaa kantaa ajankohtaiseen teemaan*. Salkunrakentaja. Noudettu 15.10.2022 osoitteesta <https://www.salkunrakentaja.fi/2021/03/some-kurssimanipulaatio-fiva/>
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Finanssivalvonta. (2018). *Markkinoiden väärinkäyttöasetus – MAR*. Noudettu 19.11.2022 osoitteesta <https://www.finanssivalvonta.fi/saantely/saantelykokonaisuudet/markkinoiden-vaarinkayttoasetus/>
- Finanssivalvonta. (2021). *Liikkeeseenlaskijan tiedonantovelvollisuus*. Noudettu 19.11.2022 osoitteesta <https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/liikkeeseenlaskijat-ja-sijoittajat/tiedonantovelvollisuus/>
- Fischer, S. & Dornbusch, R. (1983). *Economics: An Introductory Analysis*. McGraw-Hill Inc.
- Florackis, C. (2008). Agency costs and corporate governance mechanisms: evidence for UK firms. *International Journal of Managerial Finance*, 4(1), 37. <https://doi.org/10.1108/17439130810837375>
- Fox, M. B. (1997). Securities Disclosure in a Globalizing Market: Who Should Regulate Whom. *Michigan Law Review*, 95(8), 2498–2632. <https://doi.org/10.2307/1290126>
- Fox, M. B. (1999). Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice Is Not Investor Empowerment. *Virginia Law Review*, 85(7), 1335–1419. <https://doi.org/10.2307/1073870>
- Grossman, S. J. (1981). The Informational Role of Warranties and Private Disclosure about Product Quality. *Journal of Law and Economics*, 24(3), 461–483. <http://dx.doi.org/10.1086/466995>
- Grossman, S. J. & Hart, O. D. (1980). Disclosure Laws and Takeover Bids. *The Journal of Finance*, 35(2), 323–334. <https://doi.org/10.2307/2327390>

- Haggard, K. S., Martin, X. & Pereira, R. (2008). Does Voluntary Disclosure Improve Stock Price Informativeness? *Financial Management*, 37(4), 747–768.
<https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2008.00033.x>
- HE 32/2012 vp. Hallituksen esitys eduskunnalle arvopaperimarkkinoita koskevaksi lain-säädännöksi.
- Healy, P. M. & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of accounting & economics*, 31(1), 405–440. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)
- Hellström, T. (2021, 5. kesäkuuta). *Myös suomalaiset ovat löytäneet meemiosakkeet – ”Tämähän on ihan hulluttelua ja järjenvastaista”*. Kauppalehti. Noudettu 20.3.2023 osoitteesta <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/myos-suomalaiset-ovat-loytaneet-meemiosakkeet-tamahan-on-ihan-hulluttelua-ja-jarjenvastaista/dc1c5134-1d0c-4d6d-9f57-17442a7999c1>
- Heukelom, F. (2014). *Behavioral Economics: A History*. Cambridge University Press.
<https://doi.org/10.1017/CBO9781139600224>
- Hirvonen, A. (2011). *Mitkä menetit? Opas oikeustieteen metodologiaan*. Ari Hirvonen.
- Hoppu, K. (2005). Omaisuudenhoitosopimuksista. Teoksessa Halila, H., Hemmo, M., & Sisula-Tulokas, L. (toim.), *Juhlakirja Esko Hoppu 1935–15/1–2005*. Suomalainen lakimiesyhdistys.
<https://www.finanssivalvonta.fi/paaomamarkkinat/liikkeeseenlaskijat-ja-sijoittajat/tiedonantovelvollisuus/>
- Husa, J., Mutanen, A., & Pohjolainen, T. (2008). *Kirjoitetaan juridiikkaa: Ohjeita oikeustieteellisten kirjallisten töiden laatijoille* (2. uud.p.). Talentum.
- Häyrynen, J. & Kajala, V. (2013). *Uusi arvopaperimarkkinalaki*. Helsingin Kamari Oy.
- Jin, G. Z., Luca, M. & Martin, D. (2021). Is No News (Perceived As) Bad News? An Experimental Investigation of Information Disclosure. *American economic journal. Microeconomics*, 13(2), 141–173. <https://doi.org/10.1257/mic.20180217>
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263–291. <https://doi.org/10.2307/1914185>

- Kahneman, D., Knetsch, J. L., & Thaler, R. H. (1991). Anomalies: The Endowment Effect, Loss Aversion, and Status Quo Bias. *The Journal of Economic Perspectives*, 5(1), 193–206. <https://doi.org/10.1257/jep.5.1.193>
- Kahneman, D., Slovic, P. & Tversky, A. (1982). *Judgment under uncertainty: Heuristics and biases* (24. painos). Cambridge University Press.
- Khan, A. (2018). A Behavioral Approach to Financial Supervision, Regulation, and Central Banking. *IMF Working Paper*, 178.
- Lichtenstein, S. & Slovic, P. (1971). Reversals of preference between bids and choices in gambling decisions. *Journal of Experimental Psychology*, 89(1), 46–55. <https://doi.org/10.1037/h0031207>
- Lichtenstein, S. & Slovic, P. (1973). Response-induced reversals of preference in gambling: An extended replication in Las Vegas. *Journal of Experimental Psychology*, 101(1), 16–20. <https://doi.org/10.1037/h0035472>
- Lichtenstein, S. & Slovic, P. (2006). *The Construction of Preference*. Cambridge: Cambridge University Press. <http://dx.doi.org/10.1017/CBO9780511618031>
- Määttä, K. (2016). *Oikeustaloustieteen perusteet* (2. uud. p.). Edita.
- Määttä, T. (2015). Metodinen pluralismi oikeustieteessä – ympäristöoikeudellisen tutkimuksen suuntaukset ja menetelmät. *Edilex*, 45. Noudettu 29.3.2023 osoitteesta www.edilex.fi/artikkelit/15891
- Malkiel, B. G. (2003). The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. *Journal of Economic Perspectives*, 17(1), 59–82. <https://doi.org/10.1257/089533003321164958>
- Malkiel, B. G. (2019). *A random walk down Wall Street* (12. painos). WW Norton.
- Martel, J., & Schneemeier, J. (2019). Information Provision in a Biased Market. *Kelley School of Business Research Paper*, 19–17. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3332016>
- McDermott, J. F. (2015). Perfect competition, methodologically contemplated. *Journal of post Keynesian economics*, 37(4), 687–703. <https://doi.org/10.1080/01603477.2015.1050335>

- Meek, G., Roberts, C. & Gray, S. (1995). Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures by U.S., U.K. and Continental European Multinational Corporations. *Journal of International Business Studies*, 26(3), 555–572.
<https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490186>
- Menkhoff, L., Schmidt, U. & Brozynski, T. (2006). The impact of experience on risk taking, overconfidence, and herding of fund managers: Complementary survey evidence. *European economic review*, 50(7), 1753-1766.
<https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2005.08.001>
- Milgrom, P. R. (1981). Good news and bad news: Representation theorems and applications. *Bell Journal of Economics*, 12(2), 380–391
<https://doi.org/10.2307/3003562>
- Neuhierl, A., Scherbina, A. & Schiusene, B. (2013). Market Reaction to Corporate Press Releases. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(4), 1207-1240.
<https://doi.org/10.1017/S002210901300046X>
- Oksaharju, J. & Salo-Lahti M. (2019). Järkevät sijoittajatyypit sijoitusstrategioiden kolmi-
jaossa. *Liikejuridiikka*, 3, 78–114.
- Olsen, A. & Whitman, K. (2007). Effective Retirement Savings Programs: Design Features and Financial Education. *Social Security Bulletin*, 67(3), 53–72.
- Parkkonen, J. & Knuts, M. (2014). *Arvopaperimarkkinalaki*. (5. uud. p.) Talentum.
- Pompian, M. M. (2012a). *Behavioral Finance and Investor Types: Managing Behavior to Make Better Investment Decisions*. John Wiley & Sons, Incorporated.
- Pompian, M. M. (2012b). *Behavioral finance and wealth management: How to build investment strategies that account for investor biases* (2. painos). John Wiley & Sons, Incorporated.
- Samuelson, W. & Zeckhauser, R. (1988). Status quo bias in decision making. *Journal of Risk and Uncertainty*, 1(1), 7–59. <https://doi.org/10.1007/BF00055564>
- Sijoituspalvelulaki 14.12.2012/747*. Finlex. Noudettu 13.4.2023 osoitteesta
<https://www.finlex.fi/fi/laki/ajantasa/2012/20120747>
- Simon, H. A. (1955). A Behavioral Model of Rational Choice. *The Quarterly journal of economics*, 69(1), 99–118. <https://doi.org/10.2307/1884852>

- Skogsvik, K. (1998). Conservative Accounting Principles, Equity Valuation and the Importance of Voluntary Disclosures. *The British accounting review*, 30(4), 361-381. <https://doi.org/10.1006/bare.1997.0069>
- Stiebel, J. H. (2021). GameStop: Power to the Players? *Journal of Insurance and Financial Management*, 6(4), 95–116. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3883295>
- Thaler, R., Tversky, A., Kahneman, D. & Schwartz, A. (1997). The effect of myopia and loss aversion on risk taking: An experimental test. *The Quarterly Journal of Economics*, 112(2), 647–661. <https://doi.org/10.1162/003355397555226>
- Tversky, A. & Kahneman, D. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science*, 185(4157), 1124–1131. <https://doi.org/10.1126/science.185.4157.1124>
- Tversky, A. & Kahneman, D. (1981). The Framing of Decisions and the Psychology of Choice. *Science*, 211(4481), 453–458. <https://doi.org/10.1126/science.7455683>
- Tversky, A. & Kahneman, D. (1986). Rational Choice and the Framing of Decisions. *The Journal of Business*, 59(4), 251–278. <http://www.jstor.org/stable/2352759>
- Tversky, A. & Kahneman, D. (1992). Advances in prospect theory: Cumulative representation of uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty*, 5(4), 297–323. <https://doi.org/10.1007/BF00122574>
- Umar, Z., Yousaf, I. & Zaremba, A. (2021). Comovements between Heavily Shorted Stocks during a Market Squeeze: Lessons from the GameStop Trading Frenzy. *Research in international business and finance*, 58(4). <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101453>
- Virtanen, M. (2010). *Sijoittajasuhteet johdon vastuuna*. WSOYpro.
- Viscusi, W. K. (1978). A Note on “Lemons” Markets with Quality Certification. *Bell Journal of Economics*, 9(1), 277–79. <https://doi.org/10.2307/3003627>
- Volcker, P. (2011, 24. marraskuuta). Financial Reform: Unfinished Business. *The New York Review*. Noudettu 12.3.2023 osoitteesta <https://www.nybooks.com/articles/2011/11/24/financial-reform-unfinished-business/>
- Von Neumann, J. & Morgenstern, O. (2007). *Theory of games and economic behavior*. Princeton University Press. <https://doi.org/10.1515/9781400829460>

Watson, A., Shrides, P. & Marston, C. (2002). Voluntary Disclosure of Accounting Ratios In the UK. *The British Accounting Review*, 34(4), 289–313.
<https://doi.org/10.1006/bare.2002.0213>