



OULUN YLIOPISTO
UNIVERSITY of OULU

OULUN YLIOPISTON KAUPPAKORKEAKOULU

Jere Ruokonen

MARKKINOIDEN REAGOIMINEN OSAVUOSIKATSAUKSIIN

Kandidaatintutkielma

Kauppätieteet

Huhtikuu 2018

SISÄLLYS

1	JOHDANTO.....	1
2	RAHOITUSMARKKINOIDEN KÄYTTÄYTYMINEN.....	3
	2.1 Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi.....	3
	2.2 Behavioristinen rahoitus.....	4
	2.2.1 Behavioristisen rahoituksen teemoja.....	6
	2.2.2 Osavuositarkastukset ja behavioristinen rahoitus.....	7
3	OSAVUOSITARKASTUKSET	9
	3.1 Osavuositarkastukset muotovaatimukset.....	9
	3.2 Yleisimmät tunnusluvut	11
4	OSAVUOSITARKASTUKSIEN TULKINTA JA LUOTETTAVUUS	12
	4.1 Osavuositarkastusten luotettavuus	12
	4.2 Muut tulkintaan ja reagointiin vaikuttavat tekijät	14
5	TULOSJULKISTUSANOMALIA	15
	5.1 Tulosjulkistusanomalian taustaa.....	15
	5.2 Potentiaaliset selitysmallit tulosjulkistusanomialle	17
6	MUITA ILMIÖITÄ OSAVUOSITARKASTUKSIEN YMPÄRILLÄ	21
	6.1 Yritysten näkökulma: signaali ja osinkoreaktiot.....	21
	6.2 Behavioristisen rahoitus ilmiöiden tulkittamiseen	23
7	YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET	26
	LÄHTEET	28

KUVIOT

Kuvio 1. Behavioristinen rahoitus (mukailen Ricciardi & Simon 2000, s. 2) 5

Kuvio 2. Prospektiteorian hyötyfunktio (mukailen Kahneman & Tversky, 1979, s. 18) 7

Kuvio 3. Tulostulkintasanomalia ja epänormaalit tuotot 16

1 JOHDANTO

Markkinat ja pörssikurssit ovat olleet vahvassa nousussa viime vuosien aikana. Nousumarkkina on tuonut markkinoille paljon uusia sijoittajia, jotka eivät vielä täysin ymmärrä kaikkia markkinoilla toimivia mekanismeja. Tämä näkyy esimerkiksi siinä, että Google -hakukoneella hakulauseke ”How to buy stocks” (*kuinka ostaa osakkeita*), on kokenut vahvan nousun viime vuosien aikana. Kokemattomien sijoittajien toiminta markkinoilla on omiaan aiheuttamaan suurta markkinaheiluntaa ja muutoksia osakekurseissa. Tutkielma tutustuu ja kuvaa sijoittajien käyttäytymistä rahoitusmarkkinoilla aikaisempien akateemisten tutkimusten pohjalta.

Tulosjulkistuksia ja osavuosikatsauksia ympäröivistä markkinareaktioista hyvinä esimerkkeinä toimivat suurta kiinnostusta herättävät Nokian Oyj:n tulosjulkistukset. Mediassa julkaistaan uutisia ja tulkintoja tulosjulkistuksesta, joiden perusteella Nokian markkina-arvo kokee rajujakin pudotuksia tai nousuja lyhyen ajan sisällä. Nämä kurssireaktiot ovat motivoineet tämän tutkielman kysymystenasettelun ja kiinnostuksen koota yhteen markkinoilla esiintyvät erilaiset reaktiot ja potentiaaliset selitysmallit.

Tutkielman päätavoite on lisätä markkinoiden erilaisten reaktioiden ja ilmiöiden ymmärtämistä. Tutkielmassa keskitytään osavuosikatsauksien ympärillä toistuvien anomalioiden ja vastaavien ilmiöiden tunnistamiseen. Tavoitteena on helpottaa näiden poikkeuksien ymmärtämistä ja havaitsemista yksittäisen rahoitusmarkkinoiden toimijan eli sijoittajan näkökulmasta, jotta sijoittaja ei tekisi virheellisiä arvioita rahoitusmarkkinoiden poikkeustilanteissa.

Seuraavista tutkimuskysymyksistä ensimmäinen on tutkielman pääkysymys, ja muut on laadittu tukemaan ensimmäistä tutkimuskysymystä.

(1.) Mitkä tekijät aiheuttavat vahvoja reaktiota ja epänormaaleja tuottoja pörssikurseissa? (2.) Mikä aiheuttaa tulosjulkistusanomaliaa? (3.) Mitä behavioristisia käyttäytymismalleja sijoittajien toiminnassa ilmenee? (4.) Ovatko tulosjulkistusten luvut luotettavia ja aiheuttaako virheellinen informaatio ilmiöitä?

Tutkielmassa käytetään seuraavaksi esitettäviä termejä. *Epänormaalit tuotot* ovat niin sanottuja ylituottoja (alituottoja). Markkinoilla on epänormaalin tuoton tapauksessa mahdollisuus saavuttaa suurempaa tuottoa kuin vastaavalla riskillä toisesta sijoituskohteesta. *Anomalia* tarkoittaa pitkäaikaista poikkeamaa tehokkaiden markkinoiden teoriasta ja se on pörssikurssien säännönmukaisuus, jolle ei löydy selitysmallia perinteisten teorioiden avulla. *Arvostuksella* tutkielmassa tarkoitetaan osakkeen pörssinoteerattua tai muuta markkinahintaa, jolla osakkeella käydään kauppaa. *Rationaalisella reaktiolla* tarkoitetaan käyttäytymismallia eli sitä, miten sijoittajan pitäisi johonkin asiaan reagoida perinteisten rahoitusteorioiden näkökulmasta. *Nykypäivällä* tarkoitetaan vuosia 2010 – 2018.

Tutkielman alussa esitellään rahoitusmarkkinoiden teorioita ja erilaisia lähestymistapoja markkinoiden tulkitsemiseen. Aineiston avulla otetaan kantaa siihen, ovatko osavuositarkastukset ja niiden perusteella tehdyt analyysit laadukkaita ja luotettavia. Teoriaosuuden jälkeen tutkielma keskittyy markkinoiden poikkeustilojen kuvaamiseen. Näitä poikkeustiloja ovat esimerkiksi tutkielmassa laajemmin esitelty tulosjulkistus-anomalia, joka tarkoittaa osakkeen hinnoittelun viivettä uuden annetun informaation perusteella. Markkinat eivät toimi tässä suhteessa tehokkaasti ja viivästynyt kurssireaktio vaikuttaakin olevan tulosjulkistus-anomalian perimmäinen syy. Muita ilmiöitä markkinoilla aiheuttaa markkinoiden tehottomuus ja erilaiset kitkatekijät. Lisäksi behavioristiset tekijät saattavat aiheuttaa virheellisiä arvioita ja tästä syystä merkittäviä muutoksia markkinoilla. Lisää johtopäätöksiä esitellään luvussa seitsemän.

2 RAHOITUSMARKKINOIDEN KÄYTTÄYTYMINEN

Tässä luvussa esitellään rahoitusmarkkinoihin liittyviä teorioita, kuten tehokkaiden markkinoiden hypoteesi ja behavioristisen rahoituksen teoria. Behavioristisen rahoituksen osalta käsitellään myös sen teemoja, joiden ymmärtäminen helpottaa sijoittajien käyttäytymiseen vaikuttavien tekijöiden tunnistamista ja ymmärtämistä.

Tällä hetkellä laajasti hyväksytyjä teorioita akateemisessa rahoituksen tutkimuksessa kutsutaan perinteisiksi rahoitusteorioiksi. Teorioista yksi tunnetuimmista on tehokkaiden markkinoiden hypoteesi (efficient market hypothesis). 1990-luvun aikana tutkijat kiinnostuvat myös rahoitustutkimuksen uudenlaisesta lähestymistavasta, jota kutsutaan behavioristisen rahoituksen teoriaksi. Behavioristisen rahoituksen teoria pyrkii liittämään myös muita tieteenaloja rahoituksen tutkimukseen, mikä mahdollistaa parempien selitysmallien luomisen erilaisten rahoitusmarkkinoiden ilmiöiden tutkimiseen.

2.1 Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi

Rahoitusmarkkinoiden ensisijainen rooli on taloudellisen pääoman allokointi talouden eri toimijoiden kesken. Tehokkaiden markkinoiden hypoteesissa eli ideaalitulanteessa markkinahinnat antavat tarkkaa tietoa ja vastaavat täydellisesti kaikkea olemassa olevaa tietoa osakkeesta. Tehokkailla markkinoilla ei ole kitkatekijöitä, jotka haittaavat tai aiheuttavat kuluja osakkeiden kaupankäyntiin tai tiedonhankintaan liittyen. Markkinat, joissa hinnat eli osakkeiden arvostukset vastaavat aina täydellisesti saatavilla olevaa tietoa, kutsutaan tehokkaiksi markkinoiksi. (Fama, 1970.)

Jotta tehokkaat markkinat voisivat olla olemassa ja osakkeita hinnoiteltaisiin aina täydellisesti kaiken olemassa olevan tiedon perusteella, pitäisi seuraavien sääntöjen toteutua: (1) markkinoilla ei ole kustannuksia osakkeiden kaupankäyntiin liittyen, (2) kaikki informaatio on jokaisen osapuolen saatavilla ilmaiseksi ja välittömästi, (3) kaikki toimijat markkinoilla ovat samaa mieltä saatavilla olevan tiedon vaikutuksesta osakkeiden hintaan nyt ja tulevaisuudessa. Näiden sääntöjen toteutuessa markkinoilla osakkeen arvostus vastaa täydellisesti saatavilla olevaa tietoa. Säännöt kuvaavat osaltaan kitkatekijöitä, joita rahoitusmarkkinoilla todellisuudessa ilmenee. Kitkaton

markkina, jossa täydellinen informaatio on aina jokaisen osapuolen saatavilla eikä kaupankäynnistä ja tiedonhankinnasta aiheudu mitään kuluja, ei vastaa todellisuudessa havaittua maailmaa. Informaation epäsymmetrisyydestä voidaan käyttää esimerkkinä tilannetta, jossa yrityksen johdolla ja muulla henkilöstöllä on hallussaan monopolistista tietoa yrityksen tilanteesta. Tiedon avulla he voivat laatia tarkempaa analyysia yrityksen tulevaisuuden arvosta ja hinnoitella osakkeen tarkemmin vastaamaan tulevaisuuden odotettua arvoa. (Fama, 1970.)

Osakkeiden hinnoittelussa ja eri sijoittajien tekemissä osakkeiden arvonmäärityksissä on poikkeamia juuri siitä syystä, että nämä kyseiset säännöt eivät toteudu markkinoilla. Markkinat ovat siis tässä suhteessa tehottomat. Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi Faman (1970) esittämänä onkin vain äärimmäinen malli, jossa sen ei odotetakaan olevan totta. Toinen kevyempi ja ekonomistisesti realistisempi esitys tehokkaiden markkinoiden hypoteesista on Jensenin (1978) esitys siitä, että osakkeiden hinnat vastaavat informaatiota siihen pisteeseen saakka, jolloin informaation hankkimisesta ja hyödyntämisestä aiheutuvat kulut vastaavat siitä saatuja hyötyjä.

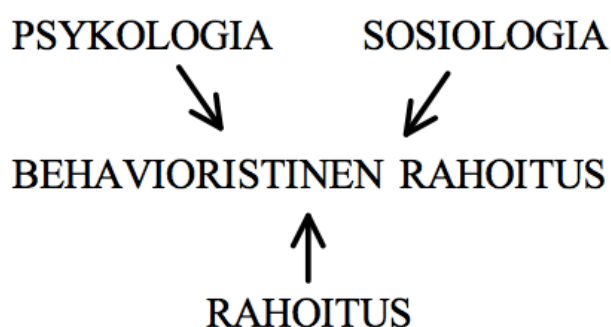
Tällöin syntyy tilanne, jossa suuremmilla resursseilla varustetulla toimijalla, kuten esimerkiksi institutionaalisilla sijoittajilla, on mahdollisuus tehdä laajempaa tiedonhankintaa ja analysointia. Yksityisten ja institutionaalisten sijoittajien välille syntyy epäsymmetristä informaatiota. Epäsymmetrinen informaatio tarkoittaa yksinkertaisesti sitä, että toisella osapuolella on enemmän informaatiota ja tietoa asian suhteen kuin toisella osapuolella. Epäsymmetrinen informaatio on merkittävimpiä tekijöitä, mikä aiheuttaa eroja sijoittajien tekemissä arvonmäärityksissä ja analyyseissa.

2.2 Behavioristinen rahoitus

Perinteiset rahoitusmarkkinoiden teoriat ovat olleet vallitsevia pitkän aikaa. Viime aikoina on kuitenkin esitetty myös vaihtoehtoisia teorioita ja lähestymistapoja rahoitusmarkkinoiden tutkimiseen ja tulkitsemiseen. Perinteiset teoriat ja mallit olettavat yksittäisen sijoittajan rationaalisena toimijana rahoitusmarkkinoilla. Jos rahoituksen ja sijoittajien käyttäytymisen tutkimuksessa käytettäisiin vain perinteisiä teorioita, ei yksittäisen sijoittajan toiminta olisi yksinkertaisesti ja ymmärrettävästi

selitettävissä. Uudempi teoria behavioristinen rahoitus ottaa huomioon myös psykologiset ja sosiaaliset tekijät rahoitusteorian rinnalle. Tämä auttaa, kun tutkitaan rahoitusmarkkinoiden anomalioita, yksittäisen sijoittajan toimintaa ja päätöksiä. Rahoitusmarkkinoilla ilmaantuu monesti ilmiöitä, joita ei voida selittää rationaalisilla tekijöillä tai malleilla. Näihin ilmiöihin liittyy siis myös yksittäisten ihmisten uskomuksia ja erilaisia asenteita. Behavioristinen teoria tarjoaa paremman mallin ja pohjan ihmisen käytöksen ymmärtämiseen. (Park & Sohn, 2013.) Behavioristisen rahoituksen rakennuspalikat ovat kognitiivinen psykologia ja arbitraasin hyödyntämisen rajoitteet. Kognitiivinen psykologia tarkoittaa sitä, miten ihmiset ajattelevat ja arbitraasin hyödyntämisen rajoitteet viittaavat tilanteisiin, jossa markkinat eivät toimi tehokkaiden markkinoiden tavoin. (Daxhammer & Fascar, 2012.)

Behavioristinen rahoitus pyrkii selittämään ja helpottamaan sijoittajien päättelymallien ymmärtämistä ottamalla huomioon tunneprosessit ja näiden prosessien vaikutukset päätöksentekoon. Tämän avulla pyritään selittämään miksi, sijoittajat päätyvät joissakin tilanteissa epärationalisiin päätöksiin. Pohjimmiltaan behavioristinen rahoitus vastaa ja selittää, mitä, miksi ja miten investointipäätöksiä tehdään yksittäisen ihmisen näkökulmasta. Behavioristisen rahoituksen kolmiulotteisuutta ja eri tieteenalojen liittymäkohtia rahoitukseen on kuvattu havainnollistavassa kuviossa 1. (Ricciardi & Simon, 2000.)



Kuvio 1. Behavioristinen rahoitus (mukaillen Ricciardi & Simon, 2000, s. 2).

Teoria tutkii, miten sijoittajat tekevät päätöksiä. Se keskittyy erityisesti siihen, miten informaatiota tulkitaan ja miten sen perusteella toimitaan. Sijoittajat eivät aina toimi markkinoilla rationaalisesti ja saattavat päätyä tekemään päätöksiä, jotka eivät

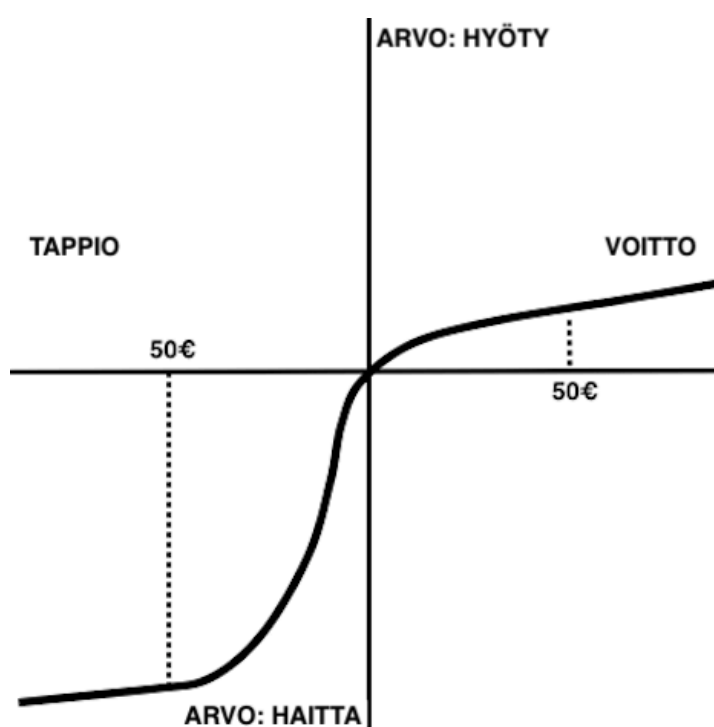
rationaalisia tai yksinkertaisesti selitettävissä. Tämä tarkoittaa sitä, että sijoittajan ja ihmisen päätöksentekoprosessissa on aina mukana myös kognitiivisia harhoja ja tunteiden aiheuttamia näkökulmia. Behavioristinen rahoitus siis painottaa sijoittajan epärationaalista käyttäytymistä, joka johtaa erilaisiin anomalioihin ja aiheuttaa markkinoiden tehottomuutta. Teoria ottaa behavioristisen näkökulman huomioon integroimalla sosiologian, psykologian ja muita behavioristisia tutkimusaloja rahoituksen tutkimukseen, ja liittämällä ne rationaalisten mallien rinnalle. Behavioristinen rahoitus tähtää siihen, että tutkijat voisivat ymmärtää useita epänormaaleja ilmiöitä, joita rahoitusmarkkinoilla ilmenee. (Park & Sohn, 2013.)

2.2.1 Behavioristisen rahoituksen teemoja

Behavioristista rahoitusta voidaan jakaa myös erilaisiin teemoihin, joita voidaan havaita rahoitusmarkkinoilla ja sijoittajien toiminnassa. Ricciardi ja Simon (2000) käsittelevät artikkelissaan neljää eri behavioristisen rahoituksen teemaa. Teemoja ovat yliluottamus (overconfidence), kognitiivinen dissonanssi (financial cognitive dissonance), katumusteoria (regret theory) ja prospektiteoria (prospect theory).

Yliluottamus ja ylimielisyys tarkoittavat sitä, että sijoittajilla on tapana yliarvioida omat taitonsa ja mahdollisuutensa menestyä rahoitusmarkkinoilla. Kognitiivinen dissonanssi tarkoittaa ihmisten pyrkimystä oikeuttaa omaa toimintaansa ja perustella itselleen, miksi tehty päätös oli oikea. Kolmas teema, katumusteoria taas tarkoittaa sitä, että sijoittaja arvioi omia reaktioitaan tulevaisuuden tapahtumaan tai tilanteeseen. Sijoittaja saattaa esimerkiksi välttää myymästä tappiollisia sijoituksiaan, jotta ei joudu tuntemaan katumusta. Katumusteoria liittyy myös behavioristiseen toimintamalliin, jossa sijoittaja ostaa mieluummin suosituksen osakkeen ja toimii suuren sijoittajajoukon mukana. Jos suosittuun osakkeeseen tehty sijoitus osoittautuu tappiolliseksi ja menettää rahallista arvoaan, on sijoittajalle helpompi käsitellä tästä aiheutunut ahdistus ja katumus, koska toisetkin sijoittajat ovat menettäneet omaisuuttaan huonon investoinnin takia. Viimeisempänä teemana Ricciardi ja Simon (2000) esittelivät prospektiteorian, joka viittaa pohjimmiltaan ajatukseen, jonka mukaan ihmiset eivät aina toimi rationaalisesti rahoitusmarkkinoilla. Sijoittajilla on pysyviä psykologisia tekijöitä ja ennakkoluuloja, jotka vaikuttavat heidän taloudellisiin päätöksiinsä tilanteissa, jotka sisältävät merkittävästi epävarmuutta. Sijoittajilla on prospektiteorian

mukaan tapana muuttaa merkittävästi omaa suhtautumistaan riskiin epävarmoissa tilanteissa. (Ricciardi & Simon, 2000.) Kahneman ja Tverskyn (1979) prospektiteorian hyötyfunktio (kuvio 2) osoittaa sijoittajan preferenssejä tuottojen ja tappioiden suhteen. Kuvaajasta näkyy viidenkymmenen euron voitosta (tappiosta) koituvan tunnereaktion ilon (haitan) suuruus. Hyötyfunktio osoittaa, että sijoittajat välttävät riskiä, kun kyseessä ovat voitot. Vastaavasti sijoittajat omaksuvat riskiä ottavia asenteita, kun kyseessä on mahdollisuus suureen tappioon. Sijoittajat siis pyrkivät pois tilanteesta, jossa joutuisivat kärsimään 50 euron tappion, ja vastaavasti sijoittajat eivät ota samaa riskitasoa pyrkiessään 50 euron voittoihin.



Kuvio 2. Prospektiteorian hyötyfunktio (mukailen Kahneman & Tversky, 1979, s. 18).

2.2.2 Osavuositarkastukset ja behavioristinen rahoitus

Behavioristisen rahoituksen ja hyötyfunktion osalta on tärkeää ymmärtää myös, että sijoittajat haluavat kokea voittoja mieluummin erillisesti kuin yhtenä. Tällä tavoin he voivat nauttia jokaisesta voitosta erillisenä tapahtumana. Kaksi tappiota käsitellään mieluummin yhtenä ja kaksi voittoa erikseen. (Shefrin & Statman, 1984.)

Prospektiteorian hyötyfunktio osoittaa, että sijoittajat kärsivät tappioista paljon intensiivisemmin, kuin he kokevat voitoista aiheutuneen mielihyvän (Kahneman & Tversky, 1979). Hyötyfunktio on varsin merkittävä ja mielenkiintoinen malli, kun yritetään ymmärtää sijoittajan suhtautumista riskeihin ja erilaisiin rahoitusmarkkinoiden tuottoihin.

Behavioristisen rahoituksen teoriaa ja teemoja voidaan käyttää laajasti apuna osavuosisikatsauksien ja tulosjulkistusten ympärille ilmaantuvien kurssireaktioiden tulkitsemiseen. Markkinoilla toimivat järjestelmät ja mallit ovat kuitenkin kaikki ihmisten kehittämiä, eivätkä ihmiset ole rationaalisesti toimivia koneita. Tästä syystä yksinkertaisen ja jokaiseen tilanteeseen soveltuvan teorian kehittäminen ei ole mielekäästä eikä tarkoituksenmukaista. Ilmiöiden tulkitsemisessa tuleekin käyttää laajasti erilaisia teorioita ja olla avoin erilaisille selitysmalleille. Behavioristinen rahoitus tarjoaakin helpomman ja ymmärrettävämmän teoriapohjan anomalioiden ja markkinailmiöiden tulkitsemiseen (Park & Sohn, 2013). Behavioristisen rahoituksen teemat tarjoavat liittymäkohtia ja mahdollisia selitysmalleja erilaisiin anomalioihin ja tilanteisiin, joissa poiketaan tehokkaiden markkinoiden periaatteista. Behavioristista rahoitusta kuvataan tarkemmin luvussa kuusi, jossa käsitellään behaviorististen tekijöiden vaikutusta sijoittajien päätöksentekoon ja käyttäytymiseen.

3 OSAVUOSIKATSAUKSET

Tässä luvussa esitellään lyhyesti osavuositarkastuksen perusmuoto ja tavoitteet. Luvussa käydään läpi osavuositarkastuksissa esiintyviä yleisimpiä tunnuslukuja, joita yritykset käyttävät selkeyttämään ja helpottamaan taloudellisen tilanteen kuvaamista. Luvussa neljä esitellään osavuositarkastuksien yleisimpiä käyttäjiä, tulkitaan osavuositarkastuksien luotettavuutta ja merkitystä osana toimivia rahoitusmarkkinoita.

Markkinat ja sijoittajat ovat erityisen kiinnostuneita yritysten osavuositarkastuksissa esitettävistä taloudellisista luvuista. Taloudelliset luvut antavat pohjaa yrityksen menestymisen arviointiin ja kertovat, miten yritys on suoriutunut menneen kvartaalin aikana markkinoilla. Hyvä taloudellinen tulos saattaa tarkoittaa myös tulevaisuudessa suurempaa osinkoa tai investointeja, jotka kasvattavat sijoittajan varallisuutta. Osavuositarkastukset ovat siis neljännesvuosittaisia tulosjulkistuksia ja selvennyksiä yrityksen taloudellisesta tilanteesta ja menestymisestä.

Osavuositarkastuksen tarkoitus on tuottaa mahdollisimman realistinen ja totuudenmukainen tilannekuva yrityksen taloudellisesta asemasta ja tuloksesta tilikauden eri vaiheissa. Tämä helpottaa yrityksen tilanteen ja tulevaisuuden arviointia tilikauden aikana vertailtaessa yrityksen menestymistä muihin yrityksiin tai liiketoiminnan kehitystä kvartaaleittain. Listayhtiön eli yrityksen, jonka osake on julkisen kaupankäynnin kohteena pörssissä, tulee laatia osavuositarkastus jokaisen tilikauden kolmelta, kuudelta ja yhdeksältä ensimmäiseltä kuukaudelta. Osavuositarkastus on julkistettava kahden kuukauden kuluttua kunkin kauden eli neljänneksen päättymisestä. Tietyissä tilanteissa tästä raportointivelvollisuudesta voidaan poiketa kolmannen ja yhdeksännen kuukauden kohdalla, jolloin yritys voi laatia vaihtoehtoisesti kirjallisen selostuksen yrityksen senhetkisestä tilanteesta. (Dittmar & Inderius, 2014.)

3.1 Osavuositarkastukset muotovaatimukset

Osavuositarkastuksen tulee antaa yrityksen sidosryhmille mahdollisimman totuudenmukainen ja riittävä kuva yrityksen taloudellisesta tilanteesta. Jotta tämä velvollisuus täytettäisiin, on osavuositarkastukselle määrätty tietyt muotovaatimukset.

Osavuositarkastus sisältää perusmuodoltaan selostusosan ja taulukko-osan. Selostusosa on aina vakioimuotoinen ja sisältää tietyt pakolliset selvitykset. Taulukko-osan sisältövaatimus taas vaihtelee yrityksen koon, toimialan ja tilanteen mukaan. Osavuositarkastuksissa esitettyjen tietojen tulee olla vertailukelpoisia yli tilikausien eli osavuositarkastuksien laadinnassa on noudatettava samoja periaatteita ja arvostusperusteita; tätä kutsutaan jatkuvuuden periaatteeksi. Tästä periaatteista saa poiketa vain erittäin painavista syistä ja jos siitä poiketaan ja esitysmuotoihin tehdään muutoksia, on vertailutieto muutetuista kohdista suositeltavaa toimittaa myös edeltäviltä tilikausilta totuudenmukaisen kuvan antamiseksi. Tällä pyritään välttämään harhaanjohtavan tiedon välittämistä sidosryhmille. Osavuositarkastuksessa on myös mainittava siitä, onko osavuositarkastus tilintarkastettu ja missä laajuudessa tarkastus on suoritettu. Tilintarkastuksella vahditaan muotoseikkojen täyttämistä ja totuudenmukaisten lukujen esittämistä. (Dittmar & Inderius, 2014.)

Osavuositarkastuksen selostusosa sisältää yleiskuvauksen taloudellisesta asemasta sekä näiden mittareiden kehityksen tarkasteltavalta kaudelta. Selostusosassa on tuotava esille merkittävät liiketoimet ja tapahtumat sekä niiden arvioidut tai toteutuneet vaikutukset taloudelliseen asemaan. Lisäksi selostusosa käsittelee mahdollisia epävarmuustekijöitä ja riskejä, joita yritys kohtaa tai saattaa kohdata liiketoiminnassaan tai toimialalla yleisesti. Yrityksen tulee ilmoittaa selostusosassa myös osakkeiden suhteellinen omistus, osakkeiden kokonaismäärä ja äänimäärät. Selostusosa sisältää siis kirjallisesti esitettynä yrityksen toimintaan ja menestymiseen vaikuttavat seikat. (Dittmar & Inderius, 2014.)

Taulukko-osa voi olla muodoltaan joko laaja tai suppea esitys. Se sisältää yrityksen kassavirtoja kuvaavia laskelmia ja näiden laskelmien lisätietoja, kuten esimerkiksi kauden voittoa tai tappiota osoittavia laskelmia. Osioissa käsitellään myös yrityksen taloudellista omaisuutta eli tasetta. Näiden tietojen lisäksi yrityksen on esitettävä vertailutiedot eli edellisten taloudellisten katsauksien vastaavat tiedot taulukko-osassa, jotta sijoittajat voivat vertailla kehitystä ja muutoksia. Osavuositarkastuksessa esitellään laajasti myös muita tekijöitä, jotka vaikuttavat tai saattavat vaikuttaa yrityksen taloudelliseen asemaan nyt tai tulevaisuudessa. Tällaisia tietoja ovat esimerkiksi maksetut osingot, satunnaiset suuret rahaerät tai liiketoimintaan muutoin merkittävästi vaikuttavat tekijät. Osavuositarkastuksen laajuus vaihtelee sen mukaan, paljonko

esitettäviä tietoja on ja sovelletaanko osavuositarkastuksessa laajaa vai suppeaa taulukko-osaa. Lähtökohtaisesti yrityksen koko ja toimiala määrittelevät osavuositarkastuksen laajuuden. (Dittmar & Inderius, 2014.)

3.2 Yleisimmät tunnusluvut

Osavuositarkastuksen selostusosassa voidaan käyttää apuna taloudellisen tilanteen kuvaamiseen yleisesti hyväksytyjä ja tunnettuja tunnuslukuja (Dittmar & Inderius, 2014). Tunnuslukuista yleisimpiä ovat prosenttimääräiset tunnusluvut, joissa verrataan taseesta tai tuloslaskelmasta saatavia arvoja toisiinsa. Tunnuslukujen avulla kuvataan eri mittareiden mukaan suoriutumista tai yrityksen taloudellista asemaa. Tunnuslukujen tulee olla selkeästi esitettyinä ja perusteltuna osavuositarkastuksessa, jotta niitä voidaan käyttää selostusosan apuna.

Tunnettuja tunnuslukuja ovat esimerkiksi nettotulosprosentti, liikevoittoprosentti ja sijoitetun pääoman tuotto. Nämä kuvaavat yrityksen kannattavuutta ja kertovat yrityksen kyvystä käyttää siihen sijoitettuja varoja tehokkaasti. Merkittäviä ovat myös vakavaraisuutta kuvaavat tunnusluvut, joita ovat esimerkiksi nettovelkaantumisaste ja omavaraisuusaste. Vakavaraisuuden tunnuslukujen on tarkoitus antaa sijoittajalle mahdollisuus arvioida yrityksen rahoituksellista tilannetta. Tunnusluvut kuvaavat muutoksia yrityksen toiminnassa ja niitä käytetään vertaamalla vastaavia lukuja aiempiin yrityksen lukuihin tai toimialalla toimivien muiden samankokoisten yritysten lukuihin. Sijoittajan tulee ymmärtää kirjanpidolliset arvot, joita käytetään tunnusluvuissa, ennen kuin tunnuslukuja voidaan käyttää laajemmin sijoituspäätöksen tukena. Erilaiset kirjanpidolliset liikkumakohdat voivat muuttaa merkittävästi joidenkin tunnuslukujen arvoja ja näin johtaa kokemattomampaa sijoittajaa harhaan.

4 OSAVUOSIKATSAUKSIEN TULKINTA JA LUOTETTAVUUS

Newell (1971) toteaa tutkimuksessaan osavuositarkastuksien merkittävydestä ja luotettavuudesta, että osavuositarkastukset ovat merkittäviä, sillä sijoittajat ovat hyvin kiinnostuneita yrityksen taloudellisista raporteista. Niiden avulla sijoittajat voivat tehdä arvioita yrityksen tulevaisuuden suoriutumisesta ja arvioida omia sijoitusmahdollisuuksiaan yrityksen toimintaan. Sijoitustoiminta perustuu suurelta osin tiedon analysointiin ja analysoinnin perusteella tehtyihin arvonmäärityksiin yrityksen arvosta ja tulevaisuuden potentiaalista. Osavuositarkastukset tarjoavat tähän tarpeeseen kattavasti tietoa yrityksen tilanteesta vuositarkastuksien välissä ja tilikauden aikana. Luotettavuudesta Newell (1971) toteaa, että osavuositarkastuksien toivotaan ja uskotaan yleisesti auttavan yrityksen tulevaisuuden arvioinnissa tarjoamalla tarkkaa ja ajankohtaista informaatiota markkinoille ja sijoittajille päätösten tueksi.

Laadukas taloudellinen informaatio ja erilaiset tarkastukset yrityksen tilanteeseen ovatkin merkittävä osa toimivia rahoitusmarkkinoita. Laadukas informaatio mahdollistaa pohjan erilaisille sopimuksille ja helpottaa riskin jakamista taloudellisten toimijoiden kesken. Taloudellista informaatiota hyödyntävät yrityksen sidosryhmät, joita ovat esimerkiksi yrityksen johto ja työntekijät, analyytikot, velkojat ja rahoittajat, osakkeenomistajat, asiakkaat ja strategiset kumppanit, sääntöseläijät ja verottaja sekä äänestäjät. Taloudellisen informaation käyttäjiä ja käyttötarkoituksia on siis olemassa lukuisia, joten informaation luotettavuus ja totuudenmukaisuus on merkittävä osa taloudellista raportointia. (Easton, McAnally, Fairfield, Zhang & Halsey, 2010.) Taloudellisen raportoinnin totuudenmukaisuutta ja luotettavuutta valvotaan tilintarkastuksien, erilaisten lakien ja säännösten avulla.

4.1 Osavuositarkastuksien luotettavuus

Al-Darayseh ja Brown (1992) tutkivat 190 yhdysvaltalaisen yrityksen osavuositarkastuksien luotettavuutta ja annettujen tietojen tarkkuutta verrattaessa osavuositarkastuksia kerran vuodessa julkaistaviin taloudellisiin raporteihin. Kirjanpidosta saatavaan dataan ja sen laatuun kiinnitetään nykyään enemmän huomioita erityisesti siihen, onko kirjanpidosta saatava informaatio käyttökelpoista sijoituspäätösten tueksi ja ovatko annetut tiedot johdonmukaisia. Tutkimus toteutettiin

testaamalla kolmea eri hypoteesia, joista kolmas testasi, sisältääkö osavuositarkastus samat keskimääräiset tiedot kuin vuositarkastukset.

Tutkimus osoittaa, että osavuositarkastuksien ja vuositarkastuksien välillä on pientä hajontaa, kun niitä verrataan toisiinsa. Analyysistä ilmenee, että osavuositarkastuksien taloudellinen informaatio ei ole välttämättä yhtä tarkkaa kuin vuositarkastuksissa annettu informaatio. Tuloksista selviää myös, että yritykset ovat saattaneet pyöristää osavuositarkastuksien lukuja, mikä antaa siten harhaanjohtavaa tietoa sijoittajille. Tiivistettynä osavuositarkastuksessa annetut taloudelliset tiedot eivät välttämättä ole yhtä tarkkoja kuin vuositarkastuksissa, eivätkä osavuositarkastuksissa esitetyt tiedot olleet johdonmukaisia vuositarkastuksiin verrattaessa. (Al-Darayseh & Brown, 1992.) Tutkimuksessa saaduissa tuloksissa on huomioitava, että käytetty osavuositarkastuksien informaatio ei ollut tilitarkastettua, vaikka nämä raportit oli annettu markkinoiden käyttöön. Nykyään myös osavuositarkastukset ovat tilintarkastettuja, mikä poistaa epäsymmetrisen ja harhaanjohtavan informaation ongelmaa markkinoilta.

Newell (1971) tutkii tapauksia, joissa yhdysvaltalaiset yritykset olivat raportoineet virheellisesti taloudellisia lukuja osavuositarkastuksissa ja myöhemmin korjanneet näitä lukuja vastaamaan todellisuutta. Hän huomasi, että näillä toimenpiteillä ja korjauksilla ei ollut suurta merkitystä lopullisen vuosittaisen kassavirran ja yrityksen tulevaisuuden arviointiin, joten nämä virheelliset tiedot eivät tutkimuksen perusteella aiheuttaneet markkinoilla merkittävästi vääristyneitä reaktiota. Tästä syystä nämä tilanteet ovat jokseenkin merkityksettömiä osavuositarkastuksien luotettavuuden arvioinnissa. Jos virhe on vain kertaluontoinen ja se korjataan jälkikäteen, ei sen pitäisi aiheuttaa suurempia vääristymiä yrityksen arvonmääritykseen ja sen tulkintaan. Tutkimuksessa todettiin, että yritykset korjaavat useasti osavuositarkastuksiaan jälkikäteen vastamaan totuudenmukaisemmin yrityksen todellisia kassavirtoja ja taloudellista tilannetta. Tämä siis tapauksessa, jossa virheellisiä tietoja on epähuomiossa tai jostakin muusta syystä raportoitu. Newellin (1971) mukaan tässä ei ole lähtökohtaisesti syytä epäillä yrityksiä vilpillisestä tai harhaanjohtavasta raportoinnista, jolla sijoittajien saamaa kuvaa yrityksestä yritettäisiin parantaa tai muuttaa. (Newell, 1971.)

Virheellisesti raportoidut luvut osavuositarkastuksissa eivät ole enää nykypäivänä yleisiä. Raportointi tapahtuu lähes kokonaan erilaisten järjestelmien ja tietokoneiden

avulla, jolloin inhimillisen virheen mahdollisuus pienenee merkittävästi. Osavuositarkastukset ovat nykyään luotettavampia muun muassa sääntöelä, valvonnan ja järjestelmien kehittämisen ansiosta. Luotettavuuden ja läpinäkyvyyden merkitys on korostunut entisestään viime vuosina. Rahoitusmarkkinoita sääntöelä tiukemmin ja tarkemmin. Tämä ilmenee esimerkiksi EU-pankkidirektiiveistä (MiFID2) ja siitä, että Suomessa suurien listayhtiöiden tulee laatia tilinpäätöksensä myös IFRS-muodossa, joka on kansainvälinen tilinpäätöskäytäntö. Uudet toimenpiteet ja sääntöelä kertovat vahvasta pyrkimyksestä raporttien yhtenäisyyteen ja todenmukaisuuteen.

4.2 Muut tulkintaan ja reagointiin vaikuttavat tekijät

Osavuositarkastusten tulkintaan ja uuden tiedon aiheuttamaan markkinareaktioon vaikuttaa myös monet muut tekijät. Nämä tekijät eivät varsinaisesti liity yrityksen raportointiin lukuihin, yritykseen tai sen toimintaan. Sijoittajien käyttäytymiseen vaikuttaa yleisesti esimerkiksi vallitseva ympäristö, yleiset asenteet, markkinatilanne ja suhdannevaihtelut. Ympäristö määrittelee suuresti yksittäisen ihmisen toimintaa ja saattaa aiheuttaa merkittäviäkin muutoksia sijoittajan käyttäytymiseen.

Suhdannevaihtelut, esimerkiksi laskusuhdanne, muuttaa merkittävästi suuremman sijoittajajoukon käyttäytymistä markkinoilla. Laskusuhdanteen aikana osakkeiden hinnat perinteisesti laskevat ja sijoituksia tehdään vähemmän. Osa toimialoista reagoi voimakkaammin ja osa heikommin suhdannevaihteluihin. Yleiset asenteet ja tulkinta toimialan menestymisestä suhdannevaihteluiden eri vaiheissa saattavat olla myös merkittävä sijoitusstrategia joidenkin sijoittajien toiminnassa. Yritykset voivat itse suurelta osin vaikuttaa osakkeen arvostukseen, mutta on olemassa myös monia edellä esitettyjä tekijöitä, jotka ovat yrityksen vaikutusalueen ulkopuolella. Tekijät tulee ottaa huomioon, kun arvioidaan ilmiöitä ja uuden tiedon hinnoittelua yksittäisten osavuositarkastusten ja tulosjulkistuksen ympärillä. Esimerkiksi jos yritys antaisi vahvasti positiivisen tuloksen ja osavuositarkastuksen, voi reagointi ja kurssinousu jäädä hyvinkin heikoksi, mikäli markkinatilanne, toimiala ja tulevaisuus vaikuttavat huonoilta. Nämä tilanteet ja syyt on erotettava toisistaan.

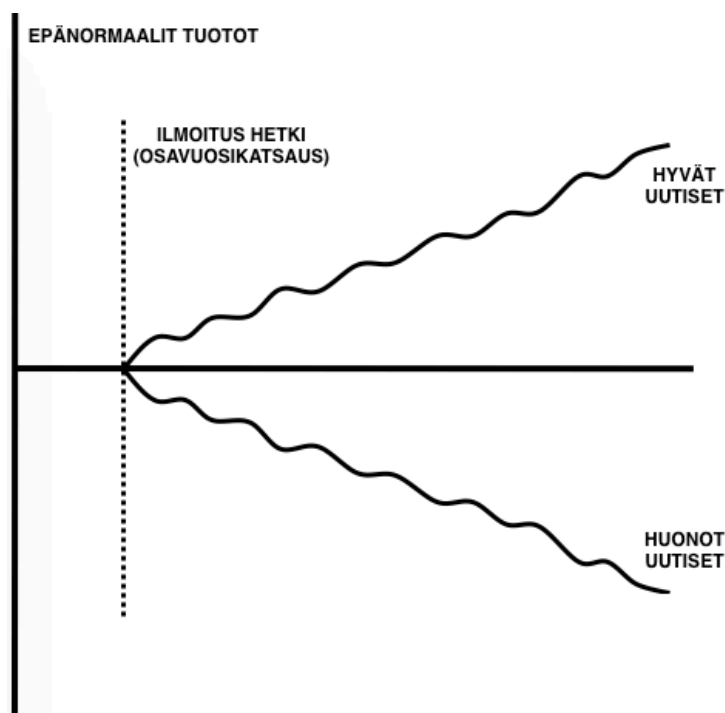
5 TULOSJULKISTUSANOMALIA

Tehokkaiden markkinoiden hypoteesissa kuvattiin, kuinka kaikki olemassa oleva tieto tulisi hypoteesin mukaan olla aina hinnoiteltuna osakkeen arvostukseen (Fama, 1970). Markkinat epäonnistuvat kuitenkin toistuvasti määrittelemään ja tulkitsemaan, miten uusi informaatio vaikuttaa osakkeen arvostukseen. Myös muut seikat, kuten transaktiokustannukset, saattavat vaikuttaa siihen, miksi uusi informaatio ei ole aina hinnoiteltuna osakkeen arvostukseen. Tulosjulkistusanomalia (post-earnings announcement drift) tarkoittaa osakkeen hinnoittelun viivettä uuteen informaatioon. Faman (1998) mukaan se on yksi markkinoiden merkittävimmistä tuotto- ja alireagointianomaliaista, mikä johtuu sijoittajien kyvyttömyydestä arvioida tiedon vaikutusta osakkeen arvostukseen. Tulosjulkistusanomalia luo markkinoille tilanteen, jossa sijoittajalla voi olla mahdollista saavuttaa (kärsiä) niin sanottuja epänormaaleja tuottoja (tappioita) osakkeen hinnan ajalehtiessä. Anomalian aikana osakkeen hinta ajalehtii tulosjulkistuksen suuntaisesti jopa useamman kuukauden ajan tulosjulkistuksen jälkeen (Mendenhall, 2004).

5.1 Tulosjulkistusanomalian taustaa

Ball ja Brownin (1968) informaatioisisältötutkimuksessa havaittiin yrityksen vuoden sisällä raportoidun uuden tiedon näkyvän vain 50-prosenttisesti kirjanpidon luvuissa ja osakkeen arvostuksessa. Vastaavasti yli vuoden markkinoilla saatavilla olevasta tiedosta yritysten kirjanpidolliset luvut sekä osakkeen arvostus sisältävät jo 80 – 90 % kaikesta yritystä koskevasta informaatiosta, kuten uutisista, raporteista, huhupuheista, tulosvaroituksista ja erilaisista analyyseistä. Tästä syystä vuosiraportit eivät ole markkinoille niin merkittäviä, koska ne kertovat informaatiota, joka on jo sisällytetty osakkeen arvostukseen aikaisemmin raportoidun tiedon avulla ja on näin ollen vanhaa informaatiota. Tutkimuksen mukaan kirjanpidon luvut ovat siis hyvin informatiivisia, mutta suurin osa niiden sisältävästä tiedosta on osakkeenomistajien tiedossa ja hinnoiteltu osakkeen arvostukseen. (Ball & Brown, 1968.) Kuten tutkimus kertoo, markkinoilla pidempään saatavilla oleva tieto on hinnoiteltu osakkeeseen 80 – 90-prosenttisesti. Uuden tiedon siirtäminen osakkeen arvostukseen vaikuttaa kuitenkin vievän markkinoilta jonkin verran aikaa, ja tätä pidetään osaltaan merkittävimpänä aiheuttajana tulosjulkisanomaliolle.

Ball ja Brown (1968) tekivät siis ensimmäisiä havaintoja tulosjulkistus-anomaliasta tutkiessaan yritysten kirjanpidollisia lukuja ja niiden tuomaa informaatioarvoa markkinoille. Lisäksi he huomasivat, kuinka yrityksen antama uusi tulosjulkistus vaikuttaa yrityksen arvostukseen pitkään. Positiivinen (negatiivinen) tulosjulkistus aiheuttaa kumulatiivista epänormaalia nousua (laskua) ja muutoksia osakkeen hinnassa vielä kauan tulosjulkistuksen jälkeen.



Kuvio 3. Tulosjulkistus-anomalia ja epänormaalit tuotot.

Kuvio 3 on havainnollistava esimerkki tulosjulkistus-anomalian perusluonteesta ja esiintyvistä epänormaaleista tuottoista. Pystyakseli kuvaa epänormaalien tuottojen määrää ja vaaka-akseli kulunutta aikaa. Poikkiviiva kuvaa ilmoitushetkeä eli ajankohtaa, jolloin uusi informaatio on markkinoiden saatavilla. Heittelevät viivat kuvaavat osakkeen pörssikurssin muutoksia ja epänormaaleja tuottoja anomalian aikana. Kuviossa molemmat epänormaalit tuotot on kuvattu yhtä suuriksi esimerkin selkeyttämiseksi. Markkinoilla on kuitenkin havaittu, että riskikorjatut epänormaalit tuotot ovat suurempia, kun kyseessä on positiivinen tulossyylätys. Negatiivisen tulossyylätys tapauksessa riskikorjatut tuotot ovat vastaavasti pienempiä. (Kallunki, Martikainen, Martikainen & Yli-Olli, 1997.)

Tulosjulkistusanomalia esiintyy sitä voimakkaampana, mitä pienempi yritys on ja mitä merkittävämpää uusi informaatio on yrityksen toiminnan ja tulevaisuuden kannalta (Foster, Olsen & Shevlin, 1984). Merkittävin osa tulosjulkistusanomalian aiheuttamasta kurssiheittelystä, noususta tai laskusta tapahtuu kolmen kuukauden aikana (Bernard & Thomas, 1989). Markkinoilla uudet ja pienemmät yritykset kohtaavat voimakkaampaa tulosjulkistusanomaliaa osaltaan siitä syystä, ettei kaikkea informaatiota ole yksinkertaisesti hinnoiteltu osakkeen arvostukseen. Suurempia ja vakiintuneempia yrityksiä seurataan tarkemmin useamman analyytikon ja sijoittajan toimesta. Tällöin tiedon prosessointi ja arvostuksen muodostuminen on tehokkaampaa. Jossakin tapauksissa voi olla kyse siitä, että kustannukset estävät hyödyntämästä uutta informaatiota.

5.2 Potentiaaliset selitysmallit tulosjulkistusanomaliolle

Bernard ja Thomas (1989) tutkivat tulosjulkistusanomalian potentiaalisia syitä. Kaksi hallitsevaa selitysmallia tulosjulkistusanomalian ilmenemiselle jakautuu kahteen eri kategoriaan. Ensimmäinen selitysmalli tarjoaa ratkaisua tulosjulkistusanomaliolle viivästyneestä kurssireaktiosta. Osa tulosjulkistuksessa annetusta uudesta informaatiosta hinnoitellaan osakkeen arvostukseen välittömästi, mikä jo itsessään saattaa aiheuttaa vahvan kurssireaktion. Toisaalta taas osaa informaatiosta ei onnistuta hinnoittelemaan välittömästi, ja tämä aiheuttaa viivettä ja liikkumaa osakkeen hinnassa tulosjulkistuksen jälkeen. Informaation hinnoittelua saattaa viivästyttää myös jokin muu seikka, kuten transaktiokustannukset tai vaihtoehtoiskustannukset, jotka estävät suurinta osaa sijoittajista hyödyntämästä uutta informaatiota. Eli kulut uuden tiedon hyödyntämisestä ylittävät siitä saatavat tuotot, toisin sanoen vaihtoehtoiskustannus on suurempi. (Bernard & Thomas, 1989.)

Toinen selitys tulosjulkistusanomaliolle perustuu CAPM-malliin (capital asset pricing model), joka on keskeinen arvopapereiden hinnoittelumalli. Selityksen mukaan CAPM-malli ei onnistu arvioimaan ylimääräisiä tuottoja verrattaessa riskiin, ja tästä syystä osakkeen arvostus mallin mukaan epäonnistuu, mikä jättää tilaa tulosjulkistusanomaliolle. Tämän seurauksena epänormaalit tuotot ovat vain kohtuullinen korvaus sijoittajan kantamasta riskistä, joka on hinnoiteltu osakkeen arvostukseen,

mutta jota sijoittajat eivät ole havainneet CAPM-mallin perusteella tehdyillä arvioilla. (Bernard & Thomas, 1989.)

Bernardin ja Thomasin (1989) tutkimus testasi näiden kahden selitysmallin paikkansapitävyyttä empiirisen aineiston perusteella. Aineistoon kuului dataa yhteensä 84 792 kvartaalia NYSE/AMEX-yrityksistä vuosilta 1974 – 1986. Lisäksi tutkimuksessa tehtiin muutamia tukevia testejä 15 457 listaamattomien yritysten kvartaaleista, jotka olivat NASDAQ-systeemissä vuosina 1974 – 1985. Empiirisen aineiston ja tutkimuksen perusteella riskin väärinhinnoittelun selitykselle (CAPM-selitys) ei löydetty todisteita ja monet seikat olivat vahvasti vastaan tämän teorian todenmukaisuutta. Lisäksi monia muita vastaavia tulosjulkistusanomalian selitysmalleja kumottiin tämän tutkimuksen löydösten perusteella. Muista selitysmalleista siis puuttui vahvat empiiriset todisteet. Edellä esitellyn empiirisen aineiston perusteella todisteet olivat linjassa informaation käsittelyn hitauden ja viivästyneen kurssireaktion kanssa. (Bernard & Thomas, 1989.)

Transaktio- eli kaupankäyntikustannuksia on myös pidetty mahdollisena syynä tulosjulkistusanomialle. Bernard ja Thomas (1989) kumosivat transaktiokustannukset tulosjulkistusanomalian aiheuttajana. Vasta-argumenttina esitettiin miksi anomaliaa ei hyödynnä jokin taho, jolla ei ole transaktiokustannuksia. Toisaalta taas tätä argumenttia voidaan pitää turhan yksinkertaisena, koska väärinhinnoittelutilanteiden havaitseminen ei ole aina helppoa tai edes mahdollista. Väärinhinnoittelutilanteiden etsiminen ja havaitseminen vaatii paljon aikaa ja kustannuksia. Lisäksi tahoilla, joilla ei ole transaktiokustannuksia, ei välttämättä ole tarpeeksi pääomaa tai muutoin mahdollisuutta kokonaisvaltaiseen väärinhinnoittelun hyödyntämiseen jokaisessa tilanteessa, ja siksi tulosjulkistusanomalia ei poistu kokonaan. Varmasti nämä tahot hyötyvät etsimällä ja korjaamalla väärinhinnoittelun tilanteita, mutta edellä mainituista syistä pelkästään nämä tahot eivät ilmiöitä pysty aina kokonaisvaltaisesti korjaamaan. Transaktiokustannuksia ei siksi pidä sivuuttaa kokonaisuudessaan etsittäessä ja tutkittaessa potentiaalisia selitysmalleja tulosjulkistusanomialle.

Ng, Rusticus ja Verdi (2008) syventyivät tutkimuksessaan tarkemmin siihen, mitä vaikutuksia transaktiokustannuksilla on tulosjulkistusanomalille. He kuvaavat, kuinka

transaktiokustannukset voivat tarjota osaltaan selityksen tulosjulkisanomalian olemassaololle. Ensinnäkin alireagoiminen positiiviseen tulosjulkistukseen saattaa johtua siitä, että transaktiokustannukset rajoittavat informoitujen sijoittajien kannattavaa kaupankäyntiä. Kustannukset johtavat siis siihen, että erityisesti yritysten, joiden osakkeilla on korkeat transaktiokustannukset (esimerkiksi pienet yritykset tai listaamattomat yritykset), positiiviset tulosjulkistukset saattavat jäädä alireagoидуiksi. Kurssi ei siis nouse sille tasolle, mihin sen pitäisi rationaalisten tekijöiden perusteella nousta, vain siitä syystä, että kaupankäynti osakkeella on liian kallista. Kulut ylittävät siis kaupankäynnistä aiheutuvat hyödyt, eikä tietoa päästä hyödyntämään. Tutkimuksessa havaittiin, että yrityksillä, joiden osakkeissa on korkeammat kaupankäyntikustannukset, esiintyy vahvempaa tulosjulkistusanomaliaa ja suurempia epänormaaleja tuottoja. Vaikka epänormaalit tuotot näillä osakkeilla ovat suurempia, eivät sijoittajat pääse niitä hyödyntämään kannattavasti. Suurimmat väärinhinnoittelun tilanteet ilmenevät siis osakkeilla, joiden väärinhinnoittelua on vaikeinta ja kalleinta hyödyntää. Transaktiokustannusten ollessa matalat, kaikki väärinhinnoittelutilanteet poistuvat markkinoilta nopeasti, kun sijoittajat hyödyntävät tilannetta niin pitkään, että väärinhinnoittelu poistuu ja osakkeen arvostus vastaa normaalia arvostustasoa tai muita perusteita. (Ng, Rusticus & Verdi, 2008.)

Myös Chung ja Hrazdil (2011) tutkimus tukee aiemmin Bernard ja Thomasin (1989) esittämiä tuloksia viivästyneestä kurssireaktiosta. Pitkäaikainen tulosjulkistusanomalia ei johdu transaktiokustannuksista eikä muista markkinoiden kitkatekijöistä. Tulosjulkistusanomalia johtuu tutkimusten perusteella epätehokkaasta uuden tiedon sisällyttämisestä osakkeen arvostukseen. Chungin ja Hrazdilin (2011) tutkimuksessa verrattiin epänormaaleja tuottoja tehokkaissa ja tehottomissa olosuhteissa toimivien yritysten välillä. Tulokset osoittivat, että tehokkaissa olosuhteissa toimivat yritykset kokivat huomattavasti pienempää tulosjulkistusanomaliaa ja epänormaaleja tuottoja. He osoittivat myös, että markkinoiden tehokkuus hallitsee ja dominoi muita muuttujia, kuten volaliteettia, transaktiokustannuksia, volyyimia ja sijoittajan pätevyyttä. Näitä tekijöitä on aiempien tutkimusten mukaan pidetty anomalian aiheuttajana. (Chung & Hrazdil, 2011.)

Tutkimusten perusteella tulosjulkistusanomalian potentiaalisin syy on viivästynyt kurssireaktio, jota aiheuttaa markkinoiden tehottomuus eli tiedon analysoinnin hitaus,

transaktiokustannukset ja muut osatekijät (Bernard & Thomas, 1989; Chung & Hrazdil, 2011). Selitys on varsin looginen ja antaa perusteita myös sille, miksi tulosjulkistusanomalia ei poistu markkinoilta, vaikka sijoittajat tietävät siitä. Väärinhinnoittelun tilanteita voitaisiin verrata arbitraasiin eli riskittömään tuottoon. Tässä tapauksessa sijoittajien tietäessä tulosjulkistusanomaliasta epänormaaleja tuottoja hyödynnettäisiin niin pitkään, että epänormaalit tuotot poistuisivat markkinoilta. Markkinoiden tehottomuuden takia tätä ei kumminkaan tapahdu. Lisäksi on huomioitava Mendenhallin (2004) esittämä arbitraasin riskin suuruus tulosjulkistusanomalian voimakkuuden mittaamisessa. Arbitraasin hyödyntäminen ei todellisessa maailmassa ole täysin riskitöntä. Hän huomasi vahvan korrelaation arbitraasiriskin ja tulosjulkistusanomalian voimakkuuden välillä. Arbitraasin riskisyys, rajoitteet ja kitkatekijät estävät jossakin tapauksissa sijoittajia, jotka pyrkivät hyötymään arbitraasitilanteista. (Mendenhall 2004.)

Kitkatekijät ja edellä mainitut rajoitteet aiheuttavat sen, että markkinoilla on väärinhinnoiteltuja osakkeita. Sijoittajat tietävät näistä osakkeista, mutta tilannetta ei voida hyödyntää kannattavasti. Markkinat eivät siis tässä tapauksessa toimi tehokkaiden markkinoiden hypoteesin mukaan.

Mikä sitten aiheuttaa viivästynyttä kurssireaktiota? Tutkimuksien pohjalta voidaan päätellä, että tietoa ei yksinkertaisesti pystytä analysoimaan välittömästi. Tiedon analysoinnin käsittelyn syventyessä ja ajan kuluessa kurssi korreloi ja sijoittajat ymmärtävät paremmin uuden informaation vaikutuksen osakkeen arvostukseen. Markkinoiden tehottomuus aiheuttaa siis tulosjulkistusanomaliaa. Tätä näkemystä tukee myös Boothin, Kallungin ja Martikaisen (1996) tutkimus, jonka mukaan Suomen markkinoilla ilmentyvää tulosjulkistusanomaliaa selittää osaltaan informaation käsittelystä aiheutuvat kulut. Kitkatekijät ja transaktiokustannukset siis hidastavat oikeihinnoittelun ja tiedon viemistä osakkeen arvostukseen, mutta eivät itsenäisinä tekijöinä aiheuta tulosjulkistusanomaliaa, vaan määrittelevät sen voimakkuutta (Chung & Hrazdil, 2011).

6 MUITA ILMIÖTÄ OSAVUOSIKATSAUKSIEN YMPÄRILLÄ

Aiemmassa luvussa esitelty tulosjulkistusanomalia ja sen aiheuttajat tarjoavat potentiaalisen selityksen osalle markkinoilla esiintyvistä väärinhinnoittelun ja tehottomuuden tilanteista. Voidaan päätellä, että jokaisen reaktion takana ovat lähtökohtaisesti ihmisten käyttäytymismallit ja näiden muodostamat ilmiöt. Tämän lisäksi kitkatekijöillä on merkittävä vaikutus. Tässä luvussa pyritään etsimään muita ilmiöitä, joita osavuosisikatsauksien aiheuttama uusi informaatio luo markkinoille. Luvussa esitellään myös lyhyesti muita yrityksen antamia ilmoituksia, jotka voivat aiheuttaa vahvoja reaktioita osakkeen arvostuksessa. Nämä ilmiöt ovat hyvin läheisessä yhteydessä osavuosisikatsauksissa annettuun informaatioon. Tilanteista merkittävimpiä ovat varmasti signaloinnin aiheuttamat reaktiot, osinkoilmoitukset ja muut yksittäiset ilmiöt. Luvussa sivutaan myös sitä, mitä yritykset itse haluavat osavuosisikatsauksillaan ja ilmoituksillaan viestiä markkinoille.

Useimmat pörssikursseihin liittyvät ilmiöt näyttävät yli- tai alireagoinnin kautta, mikä näkyy yrityksen arvostuksessa. Kastnerin (2006) mukaan ylireagointi tarkoittaa sijoittajien odotusten korjaamista suhteessa epävarmoihin tuottoihin (epävarmat tuotot ovat sellaisia, joita on vaikea ennustaa sijoittajan toimesta). Ylireagointi on sitä voimakkaampaa, mitä pidempi on samanlaisten tapahtumien sarja (esimerkiksi useampi positiivinen tulosityllätys) ja sittemmin poikkeama tästä. Sijoittajat siis odottavat pitkien samanlaisten tapahtumasarjojen aikana lisää samansuuntaisia positiivisia (negatiivisia) yllätyksiä. Jos tulosjulkistuksesta ei ilmene positiivista (negatiivista) yllätystä, sijoittajat korjaavat radikaalisti odotuksiaan, mikä heijastuu yrityksen arvostukseen. Tutkimuksen tulokset osoittavat, että markkinat alireagoivat hieman tulosjulkistuksiin ja pitkällä aikavälillä ylireagoivat radikaalisti odottamattomiin tuottoihin. Markkinat siis ylireagoivat mahdollisiin tulosityllätyksiin ja alireagoivat normaaleihin tuottoihin. (Kastner, 2006.)

6.1 Yritysten näkökulma: signalointi ja osinkoreaktiot

Tutkielmassa on aiemmin vahvasti pitäydytty sijoittajan näkökulmassa. Tässä esitellään lyhyesti, mitä yritys saattaa pyrkiä omilla ilmoituksillaan viestimään markkinoille. Yritys voi pyrkiä haluttuun reaktioon, välttää suurimpia reaktioita ja

pörssikurssin heittäilyä. Suuria kurssireaktioita pyritään keventämään velvoittamalla yrityksiä tekemään tulosvaroitukset, jos toteutunut tulos on merkittävästi ennustettua heikompi. Signaalointi tarkoittaa yrityksen viestimistä laadustaan markkinoille.

Osinkojaon muutokset saattavat aiheuttaa suuriakin muutoksia osakkeiden arvostuksessa. Yritykset pyrkivätkin tästä syystä maksamaan omistajilleen tasaista tai hiljattain kasvavaa osinkoa. Osingon kasvattaminen (laskeminen) aiheuttaa keskimäärin +0,7 % (-4,4 %) kurssireaktion (Wansley, Sirmans, Shilling & Lee, 1991). Tätä ilmiötä kutsutaan osinkojakoefektiksi (dividend announcement effect). Osinko pienentää epäsymmetristä informaatiota sijoittajien ja yrityksen johdon välillä, ja se on varsin vahva signaaloinnin väline yritykseltä markkinoille. Osingonjaon ilmoitukset vahvistavat osavuosikatsauksissa ja tulosraporteissa annettua informaatiota ja taloudellisia lukuja eli sitä, ovatko ne samansuuntaisia, esimerkiksi antaako tulosjulkistus liian positiivisen kuvan yrityksen tilanteesta. Osingonjako kertoo markkinoille, pitääkö osavuosikatsauksien informaatio paikkaansa. Reaktiot ovat suuria varsinkin, jos osingonjako on erisuuntainen kuin tulosjulkistus (positiivinen tulos – laskeva osinko). Lisäksi, mitä vaikeampi tulevaisuuden tuottoja on ennustaa, sitä vahvempaa reaktiota osingonjakoilmoitus aiheuttaa. Kochin ja Sunin (2004) tutkimuksessa todettiin, että kyseessä ei ole niinkään varsinaisesti osinkojen aiheuttama reaktio, vaan viivästynyt kurssireaktio tulosraportista. Muutokset osingoissa saavat sijoittajat uudelleenarvioimaan odotukset jo ilmoitettujen tulosten paikkansapitävyydestä. (Koch & Sun, 2004; Miller & Rock, 1985.)

Osinkojen osalta markkinat siis saavat varmuuden jo aiemmin ilmoitettuun informaatioon, ja kurssi korreloi tämän informaation kanssa. Yrityksen fundamentaalinen arvo tässä tapauksessa ei siis muutu. Johdolla on hallussaan sisäpiiritietoa, jota sijoittajat eivät voi saada haltuunsa, ja osinko toimii välineenä viestiä tätä informaatiota sijoittajille. Yrityksen johto pystyy viestimään esimerkiksi kasvavalla osingolla yrityksen hyvästä laadusta ja tulevaisuudesta. (Miller & Rock, 1985.) Osingon noustessa osakkeen arvostus saattaa kokea pitkäänkin epärationaalista kurssinousua; tätä ilmiötä kutsutaan osinkoanomaliaksi.

Toinen mahdollinen selitys osinkoilmoitusten aiheuttamille reaktioille on sijoittajien kulutustottumukset. Ihmiset eivät lähtökohtaisesti halua leikata omaa kulutustaan.

Osinkojen kulutusalttius on sama kuin kokonaistuloilla, joten osinkoja käsitellään kuin ansiotuloja. Osingot ovat sijoittajan mielestä helppo kuluttaa, ja ne saattavatkin olla merkittävä osa sijoittajan kulutusta ja elintaso. Jos osinkoja verrataan esimerkiksi pääomatuloihin, on kulutusalttius pääomatuloilla paljon pienempi ja tästä syystä jotkut sijoittajat suosivat osinkoja. (Shefrin & Statman, 1984.) Teoriaa tukee myös Kahneman ja Tverskyn (1979) esittämää prospektiteorian hyötyfunktio (kuvio 2). Sijoittajat haluavat mieluummin kokea voitot erikseen kuin yhdessä, jotta jokaisesta voitosta voidaan nauttia erikseen. (Shefrin & Statman, 1984.) Edellä esitetyistä syistä markkinat ja osa sijoittajista suosisivat osinkoja. Markkinat rankaisevat yrityksiä varsin suurillakin kurssipudotuksilla, jos yritykset leikkaavat osingonjakoaan. Toisaalta pienemmällä osingonjaolla saatetaan säästää esimerkiksi tulevaisuuden investointeihin, ja tästä syystä kurssilaskut vaikuttavat jossakin tapauksissa varsin epärationaalisilta.

6.2 Behavioristisen rahoitus ilmiöiden tulkitsemiseen

Al-Daraysehin ja Brownin (1992) tutkimus etsii syitä, miksi sijoittajat päätyvät epärationaalsiin päätöksiin. Heidän mukaansa taloudellisissa raporteissa annettu data on lähtökohtaisesti tarkkaa, ja he pyrkivät selvittämään, mikä johdattaa sijoittajia epärationaalsiin päätöksiin. Ongelma ja selitys saattavat löytyä sijoittajista itsestään, eikä varsinaisesti osavuosikatsauksissa annetusta datasta tai sen luotettavuudesta. Sijoittajat saattavat tehdä harhaanjohtavia arvioita yrityksen tilanteesta ja tulevaisuuden näkymistä annetun informaation perusteella. Toiset sijoittajat onnistuivat myös saamaan sisäpiiritietoa tehokkaammin kuin muut, mikä aiheuttaa eriäviä analyysejä ja poikkeavia arvioita yrityksen tilanteesta. Toisaalta sisäpiiritiedon käyttö on lainvastaista ja sitä voidaan pitää eräänlaisena osakemanipulointina. Sijoittajat voivat siis käyttää päätösten tueksi myös joitain muita tietolähteitä kuin tuloskatsauksia, ja se saattaa aiheuttaa poikkeamaa odotetuista kurssireaktioista. (Al-Darayseh & Brown, 1992.) Behavioristiset tekijät ja toissijaisten tietolähteiden käyttö aiheuttaa eroavuuksia eri sijoittajien tekemiin tulkintoihin.

Pitkään on uskottu, että tehokkaiden markkinoiden hypoteesi olisi totta, koska markkinoilla on arbitraasia hyödyntäviä sijoittajia, joiden pitäisi korjata nämä poikkeamat tehokkaista markkinoista. Kuten aiemmin tekstissä on todettu, on

markkinoilla olemassa kitkatekijöitä, jotka estävät joidenkin arbitraasin hyödyntämisen. Tästä johtuen markkinoilla on olemassa väärinhinnoiteltuja osakkeita ja erilaisten ilmiöiden, kuten anomalioiden, muodostuminen mahdollistuu. Markkinoilla on rajoitteita arbitraasin hyödyntämiseen. Lisäksi rajoitettu rationaalisuus vaikuttaa sijoittajan päätöksentekoon. Optimaalista eli rationaalista päätöksentekoa vaikeuttaa informaation rajallisuus, sijoittajat vajaat kognitiiviset kyvyt sekä päätöksentekoon käytettävissä oleva aika. (Barberis & Thaler, 2003.)

Rajoitettu rationaalisuus tarkoittaa siis sitä, että vaikka sijoittaja ajan kuluessa päätyisi odotettuun eli rationaaliseen päätökseen, saattavat jotkut tekijät estää sijoittajaa päätymästä tähän lopputulokseen. Silloin sijoittaja tekee päätöksen, joka on sillä hetkellä hänen kognitiiviset taitonsa, informaation käsittelyn kapasiteetti ja muut tekijät huomioon ottaen kaikkein rationaalisin. Sijoittajat kilpailevat esimerkiksi siitä, kuka pystyy ja osaa hyödyntää osavuositarkastuksissa annetun uuden informaation parhaiten ja näin hyötyä eniten mahdollisesta kurssinoususta tai vastaavasta tapahtumasta. Tällöin aikaa analyysin ja päätöksen tekemiseen ei ole paljon. Päätös on siis tehtävä nojaten sen hetken tekijöihin, saatavilla olevaan informaatioon ja muuttujiin.

Luvussa kaksi esiteltiin muita behavioristisen rahoituksen teemoja. Aiempaan esimerkkiin liittyy vahvasti rajoitettu rationaalisuus ja liiallinen luottamus omiin taitoihinsa. Sijoittaja joutuu tekemään investointipäätöksen nopeasti, koska aikaikkuna informaation hyödyntämiseen sulkeutuu. Sijoittajan luottaessa virheellisesti liikaa omiin taitoihinsa voi arvio olla hyvinkin väärä, koska sijoittaja ei ylimielisyyttään ole huomionut kaikkia vaikuttavia tekijöitä. (Barberis & Thaler, 2003; Ricciardi & Simon, 2000.)

Kognitiivinen dissonanssi eli pyrkimys oikeuttaa omaa toimintaansa, saattaa vaikuttaa sijoittajaan sillä tavalla, että hän kokee katumusta tai huonoa oloa tehdyn päätöksen johdosta. Silloin sijoittaja muuttaa omaa sijoitustyyliään tai uskomuksiaan tukeakseen tekemänsä päätöstä. Tähän liittyy myös tappioiden välttely (loss aversion) ja katumusteoria, jossa sijoittaja ei halua realisoida tappioitaan, koska joutuisi silloin myöntämään olleensa väärässä. Sijoittaja saattaa siis elätellä toiveita mahdollisesta kurssinoususta tai osakkeen palautumisesta aikaisemmalle tasolle, eikä realisoi

tappioitaan. (Ricciardi & Simon, 2000.) Kahnemanin ja Tverskyn (1989) hyötyfunktio (kuvio 2) osoittaa sijoittajien kärsivän tappioista paljon voimakkaammin kuin voitoista. Tällöin sijoittajat pyrkivät välttämään tappioita viimeiseen asti, mikä saattaa osaltaan johtaa suurempiin tappioihin tai muihin haittoihin.

Toimintamallit ovat yksittäisen sijoittajan harhoja, mutta laajemmin niitä voi käyttää pohjana joukon toiminnan tutkimiseen. Lisäksi behavioristiset tekijät näyttävät voimakkaammin markkinoille esimerkiksi hedge-rahastojen (hedge funds) kautta, jossa valtavien pääomien sijoittamisesta vastaa pieni joukko tai yksittäinen ihminen. Hedge-rahastot hallinnoivat uuden tutkimuksen mukaan jopa viiden – seitsemän triljoonan pääomaa Yhdysvaltain dollareina (Barth, Joenväärä, Kauppila & Wermers, 2018). Suuret markkinavoimat ovat siis pienen joukon käsissä hedge-rahastoissa ja näiden rahastojen tekemät päätökset voivat aiheuttaa suuria muutoksia osakekurssissa. Tyypillisiä sijoitusstrategioita näissä rahastoissa ovat erilaisten markkinoiden vääristymien, kuten arbitraasien tai anomalioiden hyödyntäminen.

Behavioristisen rahoituksen tutkimus on hyvin vähäistä. Tutkijat ovat pyrkineet kehittämään erilaisia malleja, jotka selittävät sijoittajien käyttäytymistä rahoitusmarkkinoilla. Nämä mallit ovat kuitenkin jokseenkin kapea-alaisia, koska ne pystyvät selittämään vain yhtä sijoittajiin vaikuttavista asioista, kuten rajoitettua rationaalisuutta, arbitraasin hyödyntämisen rajoitteita, sijoittajan uskomuksia tai tunnereaktioita. Behavioristisen rahoituksen tutkimuksessa ollaan siis vielä hyvin alkutekijöissä. Mahdollisesti tulevaisuudessa tutkijat pystyvät kehittämään malleja, jotka selittävät sijoittajan käyttäytymistä laajemmin kuin yhden sijoittajaan vaikuttavan tekijän avulla. (Barberis & Thaler, 2003.) Näin tulevaisuudessa sijoittajan toimintaa ja ilmiöitä voidaan ymmärtää ja tulkita paremmin.

7 YHTEENVETO JA JOHTOPÄÄTÖKSET

Behavioristiset tekijät ja markkinoiden tehottomuus näyttävät olevan tutkielmassa esitettyjen ilmiöiden ja anomalioiden takana. Kuten tutkielmassa on kerrottu, rationaalisten tekijöiden lisäksi ihmisten toimintaan vaikuttavat laajasti tunteet ja erilaiset behavioristiset tekijät. Behavioristisen rahoituksen teoria muodostaakin ymmärrettävämmän ja helpomman mallin tulkita yksittäisen sijoittajan toimintaa ja päätöksiä verrattuna perinteisiin rahoitusteorioihin. Markkinoiden tehottomuus taas muodostaa esteitä ja rajoittaa sijoittajan rationaalista päätöksentekoa. Tutkimusten perusteella voidaan myös päätellä, että markkinat ylireagoivat toistuvasti yllätyksiin. Heikkoja tulosjulkistuksia ja negatiivisia uutisia markkinat rankaisivat varsin raskaillakin kurssipudotuksilla.

Osavuosikatsaukset tuottavat markkinoille luotettavaa ja ajankohtaista informaatiota sijoituspäätösten tueksi. Informaatioisisällöissä on kuitenkin ollut poikkeamaa osavuosikatsausten ja vuosikatsausten välillä. Nykypäivänä informaation laatuun kiinnitetään enemmän huomioita tilintarkastuksilla ja muilla toimenpiteillä. Osavuosikatsauksien sisältämää informaatiota ei voida yleisesti pitää syynä erilaisiin markkinoiden poikkeustiloihin. Tilanne on toinen, jos informaatiota tulkitaan sijoittajan tai analysoivan tahon toimesta väärin.

Tulosjulkistusanomaliaa aiheuttaa tutkimusten perusteella markkinoiden tehottomuus. Tarkemmin määriteltynä potentiaalisiin selityksiin on viivästynyt kurssireaktio eli uuden informaation sisällyttämisen viive osakkeen arvostukseen (Bernard & Thomas, 1979; Chung & Hrazdil, 2011). Markkinoiden kitkatekijät, kuten transaktiokustannukset ovat tekijöitä, jotka vaikuttavat anomalian voimakkuuteen ja kestoon, mutta eivät itsessään sitä aiheuta (Chung & Hrazdil, 2011). Viivästynyt kurssireaktio on Kochin ja Sunin (2004) mukaan syynä myös osaan osingonjaon aiheuttamista kurssireaktiosta, koska osingonjako vahvistaa osavuosikatsauksissa annettua informaatiota. Osinkomuutoksiin reagoidaan vahvasti myös siksi, koska osinkoon liittyy sijoittajan kuluttamisen ja laadun signaalointiin liittyviä tekijöitä (Shefrin & Statman, 1984; Miller & Rock, 1985). Osavuosikatsauksien ja signaloinnin avulla yritykset voivat pyrkiä pienentämään epäsymmetristä informaatiota yrityksen ja sijoittajien välillä. Tällöin

osakkeen arvostuksen pitäisi korreloida paremmin yrityksen totuudenmukaiseen ja odotettuun menestymiseen.

Markkinoiden poikkeustilat eli anomaliat tarjoavat sijoitusmahdollisuuksia. Tulosjulkisanomaliaa sijoitusstrategiana onkin tutkittu laajasti. Anomalian aikana markkinoilla ilmenee epänormaaleja tuottoja, joita jotkut sijoittajat pyrkivät toistuvasti saamaan ja hyödyntämään. Hedge-rahastot hyödyntävät strategiassaan laajasti erilaisia poikkeamia markkinoilla ylimääräisten tuottojen saavuttamiseksi. Lähtökohtaisesti mitä kauemmas tehokkaiden markkinoiden hypoteesista mennään, sitä suurempia tuottomahdollisuuksia markkinoilla on tarjolla sellaisille sijoittajille, jotka näitä tuottomahdollisuuksia pystyvät hyödyntämään.

Tutkielmassa esitetyjä ilmiöitä ja anomaliaita pystyisi esittelemään vielä huomattavasti laajemmin. Anomaliaita ja niiden aiheuttajia onkin tutkittu paljon ja selitysmalleja on kehitetty monenlaisia. Tarkempi eri ilmiöihin ja anomaliaoihin tutustuminen on jätetty lukijan vastuulle. Tässä tutkielmassa käsiteltiin tarkoituksenmukaisesti vain erilaisia yleisimpiä markkinoiden reaktioita ja poikkeustiloja ja pyrittiin luomaan koonti mahdollisista osavuositarkastusten liittyvistä kurssireaktioista ja niiden potentiaalisista aiheuttajista.

LÄHTEET

- Al-Darayseh, M., & Brown, James F., Jr. (1992). Annual and quarterly financial data: Accuracy of investment decision. *Journal of Applied Business Research*, 8(2), 20
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159-178.
- Barberis, N., & Thaler, R. (2003). A survey of behavioral finance. *Handbook of the economics of finance* (pp. 1053-1128)
- Barth, D., Kauppila, M., Joenväärä, J., Wermers, R. (julkaisematon). Hedge Fund Industry Size and Performance.
- Bernard, V., & Thomas, J. (1989). Post-Earnings-Announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium? *Journal of Accounting Research*, 27, 1-36.
- Booth, G. G., Kallunki, J. And Martikainen, T. (1996), Post-Announcement Drift and Income Smoothing: Finnish Evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 23: 1197-1211.
- Chung, D. Y. and Hrazdil, K. (2011), Market Efficiency and the Post-Earnings Announcement Drift*. *Contemporary Accounting Research*, 28: 926–956.
- Daxhammer, R., & Facsar, M. (2012). *Behavioral finance*. München: UVK-Vera.-Ges.
- Dittmar & Inderius. (2014). *Pörssiyhtiöiden tiedonanto-opas*. Haettu osoitteesta: http://www.dittmar.fi/sites/default/files/publications/2014_06_17_Porssiyhtion-tiedonanto-opas.pdf
- Easton P., McAnally M., Fairfield P., Zhang X., Halsey., R. (2010). *Financial statement analysis & valuation* (2. Painos). Cambridge, UK: Cambridge Business Publishers
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance* 25(2), 383-417.
- Fama, E. F. (1998). Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of Financial Economics*, 49(3), 283-306
- Foster, G., Olsen, C. and Shevlin, T. (1984) Earnings Releases, Anomalies, and the Behavior of Security Returns. *Accounting Review*, 59, 574-603.

- Hyoyoun Park, & Wook Sohn. (2013). Behavioral finance: A survey of the literature and recent development. *Seoul Journal of Business*, 19(1)
- Jensen, Michael C., 1978, Some anomalous evidence regarding market efficiency, *Journal of Financial Economics* 6, 95–101.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory. *Econometrica*, 47(2), 263-291.
- Kallunki, J., Martikainen, M., Martikainen, T., & Yli-Olli, P. (1997) The Finnish stock market: A survey of some empirical evidence and its practical relevance. *Finnish Journal of Business Economics* 4, 474-495
- Kastner, M. (2006). Investors' misreaction to unexpected earnings: Evidence of simultaneous overreaction and underreaction.
- Koch, A., & Sun, A. (2004). Dividend Changes and the Persistence of past Earnings Changes. *The Journal of Finance*, 59(5), 2093-2116.
- Mendenhall, R. (2004). Arbitrage Risk and Post-Earnings-Announcement Drift. *The Journal of Business*, 77(4), 875-894
- Merton H. Miller, & Kevin Rock. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031-1051.
- Newell, G. E. (1971). Revisions of reported quarterly earnings. *The Journal of Business: B*, 44(3), 282-285.
- Ng, J., Rusticus, T. O. & Verdi, R. S. (2008). Implications of transaction costs for the Post-Earnings announcement drift. *Journal of Accounting Research* 46(3), 661-696.
- Ricciardi, V., & Simon, K. H. (2000). What Is Behavioral Finance?. *Business, Education & Technology Journal*, 2, 1-9.
- Shefrin, H. M., & Statman, M. (1984). Explaining investor preference for cash dividends. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 253-282.
- Wansley, J. W., Sirmans, C. F., Shilling, J. D. and Lee, Y.-j. (1991), Dividend Change Announcement Effects and Earnings Volatility and Timing. *Journal of Financial Research*, 14, 33–49.