

Teemu Hirvikallio

# MIELIALAN JA PERSONALLISUUKSIEN VAIKUTUKSET PIENSIJOITTAJAN KÄYTTÄYTYMISEEN

Johtamisen ja talouden tiedekunta  
Kandidaatintutkielma  
Joulukuu 2022

# TIIVISTELMÄ

Teemu Hirvikallio: Mielialan ja persoonallisuuksien vaikutukset piensijoittajan käyttäytymiseen  
Kandidaatintutkielma  
Tampereen yliopisto  
Kauppatieteiden tutkinto-ohjelma, Yrityksen laskentatoimi  
Joulukuu 2022

---

Käyttäytymistieteellinen rahoitusteoria tarkastelee sijoittajien toimintaa rahoitusmarkkinoilla hyvin eri tavalla kuin perinteiset rahoitusteoriat. Sen mukaan sijoittajien toiminta ei ole aina täysin rationaalista, vaan siihen vaikuttavat erilaiset käyttäytymisharhat ja ajatusvinoumat. Tämän kandidaatintutkielman tavoitteena on havainnoida kirjallisuuskatsauksen avulla käyttäytymistieteellisen rahoituksen tutkimuksen tekemiä havaintoja mielialan ja persoonallisuuksien vaikutuksista piensijoittajien sijoituskäyttäytymiseen.

Tässä tutkielmassa piensijoittajien mielialaa tarkastelevat teoriat jaetaan staattisiin ja dynaamisiin teorioihin. Piensijoittajien persoonallisuuksia tarkastellessa käytetään hyväksi Big Five -persoonallisuusmallia. Vaikka kyseisen mallin kyvykyys kuvaamaan ihmisen persoonallisuutta on rajallinen, se on nähty toimivana työkaluna tutkittaessa eri persoonallisuuksien sijoituskäyttäytymistä.

Mielialalla on vaikutus esimerkiksi piensijoittajien riskinottohalukkuuteen ja sijoitussuoriutumiseen. Mieliala on siis yksi asia, joka sijoittajien kannattaisi ottaa huomioon sijoituspäätöksiä tehdessään. Eri persoonallisuudet käyttäytyvät rahoitusmarkkinoilla eri tavalla. Tästä syystä myös persoonallisuudet ovat asia, joiden vaikutusten tiedostaminen olisi sijoittajille suotavaa.

Mielialan sekä persoonallisuuksien vaikutusten tunteminen mahdollistaa piensijoittajille paremman ymmärryksen heidän sijoitussuoriutumistaan. Se auttaa myös saavuttamaan parempia tuloksia. Näiden vaikutusten tuntemisesta on hyötyä myös esimerkiksi sijoitusneuvojille, joille se mahdollistaa entistä parempien ja henkilökohtaisempien sijoitusneuvojen tarjoamisen.

Mielialan vaikutus piensijoittajien käyttäytymiseen on yksilöllistä, mutta tässä tutkielmassa havaittiin positiivisen mielialan olevan todennäköisesti sijoitustilanteessa piensijoittajille eduksi. Persoonallisuuksien osalta tässä tutkielmassa saatiin sekä yhteneviä että eroavia tuloksia niiden vaikutuksista piensijoittajien sijoituskäyttäytymiseen.

Avainsanat: käyttäytymistieteellinen rahoitus, mieliala, persoonallisuus, piensijoittajat

Tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck –ohjelmalla.

# SISÄLLYSLUETTELO

<b>1 JOHDANTO</b> .....	<b>4</b>
1.1 TUTKIELMAN TAUSTA .....	4
1.2 TUTKIELMAN TAVOITTEET JA RAJAUKSET .....	4
1.3 TUTKIMUSMENETELMÄ JA -AINEISTO .....	5
1.4 TUTKIELMAN RAKENNE.....	6
<b>2 KÄYTTÄYTYMISTIETEELLINEN RAHOITUS</b> .....	<b>8</b>
2.1 RAHOITUSTEORIAM.....	8
2.2 KÄYTTÄYTYMISHARHAT .....	10
2.3 MIELIALAN VAIKUTUS SIOITUSKÄYTTÄYTYMISEEN .....	12
2.3.1 Affekti-infuusiomalli .....	13
2.3.2 Mielialan ylläpitohypoteesi .....	13
2.4 PERSONALLISUUKSIEN VAIKUTUS SIOITUSKÄYTTÄYTYMISEEN .....	14
2.4.1 Neuroottisuus.....	14
2.4.2 Ekstraversio .....	15
2.4.4 Sovinnollisuus .....	15
2.4.5 Tunnollisuus .....	16
<b>3 TULOKSET</b> .....	<b>17</b>
3.1 TUTKIMUSTULOKSET .....	17
3.2 MIELIALAN VAIKUTUS SIOITUSKÄYTTÄYTYMISEEN .....	19
3.2.1 Affekti-infuusiomalli .....	21
3.2.2 Mielialan ylläpitohypoteesi .....	22
3.3 PERSONALLISUUKSIEN VAIKUTUS SIOITUSKÄYTTÄYTYMISEEN .....	23
3.3.1 Neuroottisuus.....	25
3.3.2 Ekstraversio .....	25
3.3.3 Avoimuus .....	26
3.3.4 Sovinnollisuus .....	26
3.3.5 Tunnollisuus .....	27
<b>4 YHTEENVETO</b> .....	<b>28</b>
4.1 TULOSTEN YHTEENVETO .....	28
4.2 JOHTOPÄÄTÖKSET JA POHDINTA.....	29
4.3 JATKOTUTKIMUSMAHDOLLISUUDET.....	30
<b>LÄHDELUETTELO</b> .....	<b>31</b>

## Taulukot

<b>Taulukko 1</b> Tutkielmassa tarkastellut tieteelliset artikkelit .....	17
---	----

# 1 JOHDANTO

## 1.1 Tutkielman tausta

Piensijoittajien osallistuminen rahoitusmarkkinoille on jatkuvassa kasvussa. Lokakuun lopussa vuonna 2022 Suomessa oli jo miltei 960 000 piensijoittajaa (Euroclear Finland Oy). Sijoittajien toimintaan rahoitusmarkkinoilla vaikuttaa monet asiat. Tätä toimintaa pyritään ennustamaan ja selittämään erilaisten mallien avulla. Perinteiset mallit näkevät sijoittajan hyvin rationaalisena toimijana, mutta sijoittajan toimintaan vaikuttaa myös monet behavioristiset ja psykologiset tekijät (DeBondt ym., 2010).

Käyttäytymistieteellinen rahoitusteoria tarjoaa perinteisiin malleihin verrattuna hyvin erilaisen lähestymistavan sijoittajien toimintaan rahoitusmarkkinoilla. Se pyrkii tarjoamaan vastaukset, joita tavanomaiset rahoitusteoriat eivät kykene antamaan. Se näkee sijoittajan paljon aikaisempaa inhimillisempänä olentona, jonka toiminta ei ole täysin rationaalista, vaan siihen vaikuttavat erilaiset käyttäytymisharhat ja ajatusvinoumat. (DeBondt ym., 2010.)

Käyttäytymistieteellisen rahoituksen tutkimus syntyi 1900-luvun lopulla, mutta alalla tehtyjen tutkimusten määrän merkittävä lisääntyminen alkoi vasta 2000-luvun alussa. Erityisesti empiirisen tutkimuksen määrä on kasvanut 2010-luvulta alkaen. (Das, 2022.) Kyseessä on siis vielä varsin tuore rahoituksen ala. Käyttäytymistieteellinen näkökulma rahoitukseen tarkastelee tekijöitä, jotka vaikuttavat sijoittajan sijoituspäätöksiin. Tutkimuksista merkittävä osa keskittyy kognitiivisten ja emotionaalisten harhojen tutkimiseen (Sahi ym., 2013). Käyttäytymisharjojen tutkimuksessa tarkastellaan pääsääntöisesti joko niiden vaikutusta kokonaisvaltaisesti tai keskittyen yhteen harhaan kerrallaan (Fischer & Lehner, 2021).

## 1.2 Tutkielman tavoitteet ja rajaukset

Tämän tutkielman aiheena on käyttäytymistieteellinen rahoitus (behavioral finance) ja tavoitteena on havainnoida kirjallisuuskatsauksen avulla, millaisia tuloksia käyttäytymistieteellisen rahoituksen tutkimus on saanut piensijoittajien epärationaalisesta käyttäytymisestä. Rahoitusmarkkinoita

tarkastellaan tässä tutkielmassa käyttäytymistieteellisestä näkökulmasta aiemmin tehtyjen tutkimusten pohjalta.

Käyttäytymistieteellisen rahoituksen tutkimuksen kenttä on varsin laaja, joten tässä tutkielmassa rajataan tavoitteeksi tehdä havaintoja mielialan ja persoonallisuuksien vaikutuksista piensijoittajan sijoituskäyttäytymiseen. Tarkoituksena on selittää tätä epärationaalista toimintaa käyttäytymistieteellisen rahoituksen teorioiden avulla. Tässä tutkielmassa tutkimusongelmana on: Kuinka mieliala ja persoonallisuudet vaikuttavat piensijoittajan käyttäytymiseen?

Tässä tutkielmassa keskitytään piensijoittajien mielialan ja persoonallisuuksien tarkasteluun, joten esimerkiksi institutionaalisten sijoittajien käsittely jätetään vähemmälle. Englanninkieliset ilmaisut ”individual investor”, ”retail investor” ja ”small investor” käännetään tässä tutkielmassa kaikki tarkoittamaan piensijoittajaa.

Mielialan vaikutuksen piensijoittajan sijoituskäyttäytymiseen osalta tässä tutkielmassa pyritään tarkasteluun valitun tutkimuskirjallisuuden analyysiin ja synteisiin. Mielialan vaikutusta käsittelevät teoriat jaetaan tässä tutkielmassa kahteen luokkaan. Niiden osalta tarkastellaan sekä staattisten että dynaamisten teorioiden takana olevaa empiriaa.

Käsiteltäessä persoonallisuuspiirteiden vaikutusta sijoituskäyttäytymiseen tässä tutkielmassa tukeudutaan Big Five -persoonallisuusmalliin. Vaikka kyseisen mallin kyvykkyys kuvaamaan ihmisen persoonallisuutta on rajallinen, se on nähty toimivana työkaluna tutkittaessa eri persoonallisuuksien sijoituskäyttäytymistä.

### **1.3 Tutkimusmenetelmä ja -aineisto**

Tässä tutkielmassa tutkimusmenetelmänä toimii kirjallisuuskatsaus. Kirjallisuuskatsauksen muoto on narratiivinen kirjallisuuskatsaus, jolla pyritään antamaan laaja kuva käsiteltävästä aiheesta. Toteuttamistapana yleiskatsauksen tarkoituksena on aiemmin tehtyjen tutkimusten tiivistäminen (Salminen, 2011). Analyysimenetelmänä toimii kuvaileva synteesi, jolla pyritään ytimekkääseen ja johdonmukaiseen yhteenvetoon.

Tutkimusaineistona tässä tutkielmassa toimii kansainväliset akateemiset teokset. Vaikkei narratiiviselle kirjallisuuskatsaukselle ominaisesti tutkimusaineisto ole käynyt läpi erityisen systemaattista seulaa, tutkielmassa pyritään luomaan kattava kuva käsitellystä aiheesta. Tässä tutkielmassa tarkasteluun valikoitui lopulta 13 tieteellistä artikkelia. Haut tehtiin Business Source Ultimate -tietokannasta 3.11.2022. Piensijoittajan mielialaa käsitteleviä artikkeleita haettiin hakulausekkeella ”investor AND mood” ja vuosilta 2000–2022. Osumia saatiin 184. Tarkasteluun päätyneissä artikkeleissa oli empiirisesti tutkittu nimenomaan mielialan vaikutusta piensijoittajien sijoituskäyttäytymiseen. Artikkelit pyrittiin valitsemaan niin, että ne käsittelivät monipuolisesti mielialan erilaisia vaikutuksia.

Piensijoittajan persoonallisuuksia käsitteleviä artikkeleita haettiin hakulausekkeella ”investor AND personality” ja vuosilta 2000–2022. Osumia saatiin 193. Näiden lisäksi käsittelyyn otettiin myös yksi Andor -tietokannasta löydetty erityisen mielenkiintoinen artikkeli. Myös persoonallisuuden osalta valittiin artikkeleita, joissa oli empiirisesti tutkittu piensijoittajien sijoituskäyttäytymistä. Tarkasteluun valittiin artikkelit niin, että ne käsittelivät persoonallisuuden vaikutuksia erilaisiin tekijöihin, ja niissä oli käytetty persoonallisuuden kuvaamisessa Big Five -persoonallisuusmallia.

## **1.4 Tutkielman rakenne**

Tämä tutkielma on jaettu neljään lukuun. Johdannon jälkeisessä toisessa pääluvussa esitellään tutkielman teoriapohja. Ensiksi siinä käsitellään merkittävimmät erot perinteisten rahoitusteorioiden ja käyttäytymistieteellisen rahoituksen teorioiden välillä. Seuraavaksi siinä pohjustetaan sijoittajien toimintaan vaikuttavia käyttäytymisharjoja. Toisen luvun lopuksi käydään lävitse vielä sijoittajien mielialaa ja persoonallisuuksia käsittelevää teoriaa.

Kolmannessa pääluvussa käsitellään tutkimustuloksia. Siinä tuodaan esille asetettuun tutkimusongelmaan saadut vastaukset. Ensiksi siinä esitellään tutkielmaan valikoituneet piensijoittajan mielialaa käsittelevät artikkelit sekä niiden oleellisimmat havainnot, ja lopuksi vedetään vielä yhteen niiden havainnot suhteessa affekti-infuusiomalliin ja mielialan ylläpitohypoteesiin. Persoonallisuuksia käsittelevien artikkeleiden osalta kolmannessa luvussa esitellään ensin käsitellyt artikkelit, ja lopuksi niiden havainnot kootaan vielä eri persoonallisuuksien alle.

Tutkielman päätteeksi viimeisessä pääluvussa tehdään vielä yhteenveto tuloksista. Siinä tehdään tärkeimmistä tuloksista johtopäätöksiä ja pohditaan tutkielmaa sekä sen luotettavuutta. Viimeisen luvun päätteeksi tässä tutkielmassa pohditaan vielä tutkielman tulosten pohjalta heränneitä jatkotutkimusmahdollisuuksia.

## 2 KÄYTTÄYTYMISTIETEELLINEN RAHOITUS

### 2.1 Rahoitusteoriat

Toimintaa rahoitusmarkkinoilla pyritään selittämään eri rahoitusteorioilla (Das, 2022). Ensimmäisen mallin, portfoliomallin, loi Harry Markowitz (1952). Capital Asset Pricing -mallin esittelivät William Sharpe (1964), John Lintner (1965) sekä Jan Mossin (1966). Eugene F. Fama (1970) esitteli yhden rahoituksen vaikutusvaltaisimmista malleista, tehokkaiden markkinoiden hypoteesin (the Efficient Market Hypothesis).

Perinteiset rahoitusteoriat: Moderni portfolioteoria, Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi ja Capital Asset Pricing -malli perustuvat kaikki oletukseen tehokkaista markkinoista ja rationaalisista sijoittajista (Das, 2022). Näiden teorioiden mukaan ihminen tulkitsee saamansa tiedon aina oikein ja osaa sen perusteella arvioida oikein myös tulevien tapahtumien todennäköisyydet. Rahoitusmarkkinoiden tehokkuuden voi kuitenkin kyseenalaistaa, sillä tehokkailla markkinoilla esimerkiksi arbitraasimahdollisuuksia, eli mahdollisuuksia ostaa ja myydä samaa tuotetta eri markkinoilla ja tehdä voittoa hintaerolla (Foucault ym., 2017), ei olisi. Rahoitusmarkkinoilla esiintyy kuitenkin erilaisia poikkeavuuksia, jotka kertovat niiden tehottomuudesta. Esimerkiksi syntyvät kuplat ja pörssiromahdukset ovat osoituksia tästä (Das, 2022).

Ihmisillä on henkilökohtaiset hyötyfunktiot, joiden mukaan he priorisoivat erilaisia vaihtoehtoja ja pyrkivät optimoimaan odotetun hyödyn. Perinteiset rahoitusteoriat kuvaavat sijoittajien mieltymysten määrittämistä odotetun hyödyn hypoteesilla, jonka uskotaan yleisesti esittäneen John von Neumann ja Oscar Morgenstern (1944). Perinteisten rahoitusteorioiden mukaan rationaalinen päätöksentekijä noudattaa kahta yleistä sääntöä. Ensinnäkin hän on valmis ottamaan riskin vain silloin, kun se johtaa lisähyötyihin, eli vain silloin, kun hänellä on mahdollisuus saada lisäpalkkio (Grable & Roszkowski, 2008). Toiseksi sijoittajat tekevät aina valintoja siten, että kokonaishyötysuhde maksimoituu. Käyttäytymisperusteinen lähestymistapa kyseenalaistaa nämä molemmat oletukset sillä perusteella, että riskien välttäminen riippuu ensisijaisesti kontekstista, jossa päätökset tehdään.

Käyttäytymistieteellinen rahoitusteoria syntyi 1980-luvun lopulla vaihtoehtona tavanomaisille rahoitusteorioille. Se pyrkii vastaamaan kysymyksiin, joihin tavanomaiset rahoitusteoriat eivät



kykene vastaamaan. Käyttäytymistieteellinen rahoitus on käyttäytymistalouden alatie, joka keskittyy sijoittamisen psykologisen aspektin ymmärtämiseen. Se pyrkii siis mallintamaan sijoittajien päätöksentekoa ja sen epärationaalisuuksia (DeBondt ym., 2010).

Käyttäytymistieteellinen rahoitus tarkastelee psykologiaan perustuvia teorioita rahoitusmarkkinoiden poikkeavuuksien selvittämiseksi. Sijoittajien päätöksentekoa ohjaa monet luontaiset tekijät. Markkinoilla on korkeat sosiaaliset ja taloudelliset panokset, jolloin on aivan luonnollista, että objektiivista ja loogista lähestymistä haittaa subjektiiviset tunteet. Käyttäytymistieteellisessä rahoituksessa huomioidaan nämä taloudelliseen päätöksentekoon vaikuttavat psykologiset ennakkoluulot, jotka ovat välttämättömiä kaikissa ihmisten päätöksentekokriteereissä (Shefrin, 2001).

Sijoittajat pitävät vaurauden tason muutoksen suuruuksia tärkeämpinä kuin itse vaurauden tasoa. Monet käyttäytymiskokeet ovat osoittaneet, että ihmiset eivät pidä riskeistä, mutta kohdatessaan tappioita he ovat alttiimpia ottamaan riskejä. Nämä havainnot ovat Kahnemanin ja Tverskyn (1979) prospektiteorian perusta, joka on yksi tärkeimmistä käyttäytymistieteellisen rahoituksen teorioista. Se kuvaa päätöksentekoa epävarmuuden vallitessa. Prospektiteorian arvostusfunktio on konkaavi voittojen osalta ja konvekssi tappioiden osalta. Arvostusfunktio on myös jyrkempi tappioiden kuin voittojen osalta. Tietyn suuruinen tappio aiheuttaa siis suuremman mielihyvän kuin vastaavan suuruinen voitto tuo mielihyvää.

Tämä tutkielma pureutuu tarkemmin piensijoittajien sijoituskäyttäytymiseen. Piensijoittaja on henkilö, joka sijoittaa omia rahojaan yleensä välittäjän, pankin tai sijoitusrahaston kautta (Clark ym., 2009). Tutkimuskirjallisuudessa piensijoittajien toimintaa tarkastellaan monesti suhteessa institutionaalisiin sijoittajiin. Institutionaalisen sijoittajalla tarkoitetaan muiden puolesta rahaa hallinnoivia organisaatioita, kuten sijoitusrahastoyhtiöt, eläkerahastoyhtiöt ja vakuutusyhtiöt (Shi ym., 2020). Tutkimusten mukaan piensijoittajien sijoitussuoriutuminen ei ole yhtä onnistunutta kuin institutionaalisten, joilla on käytettävissä huomattavasti enemmän tietoa ja aikaa sijoituspäätösten tekoon kuin keskiverto piensijoittajalla.

Piensijoittajat ovat vähemmän tietoisia ja/tai vähemmän kehittyneitä kuin institutionaaliset sijoittajat ja heidän sijoitussuoriutumisensa on institutionaalisia sijoittajia huonompaa (Han & Chung, 2013). Lyhyen aikavälin kaupankäynnissä piensijoittajat menestyvät institutionaalisia sijoittajia heikommin (Chay & Kim, 2018). Tämä johtuu siitä, että piensijoittajilla on vähemmän tietoa, sekä siitä, että

piensijoittajilla on institutionaalisia sijoittajia korkeammat kaupankäyntikustannukset. Tämän ovat osoittaneet esimerkiksi Barber ym. (2009) ja Stoffman (2014). Barber kumppaneineen tutkivat sijoittajia Taiwanissa, kun taas Stoffman toteutti tutkimuksensa suomalaisella aineistolla.

Sijoittajien käyttäytymiseen vaikuttavat tunteet eivät ole täysin irrationaalisia. Sekä piensijoittajien että institutionaalisten sijoittajien tunteita ohjaa suurelta osin rationaaliset riskitekijät. Tunteet ovat siis osoitus osakkeiden odotettua tuottoa ohjaavista rationaalisista riksitekijöistä. Sijoittajien mielipiteiden ja osakekurssien väliset yhteydet johtuvat odotusten ja rationaalisten näkemysten yhdistelmästä. Institutionaalisten sijoittajien parempi sijoitusmenestys johtuu siitä, että heidän odotuksensa ovat rationaalisempia kuin piensijoittajien. (Verma & Verma, 2008.)

## **2.2 Käyttäytymisharhat**

Käyttäytymistieteellisen rahoituksen teorioiden mukaan sijoittajien toiminnan rationaalisuus rahoitusmarkkinoilla on rajallista. Tämä johtuu erilaisista poikkeamista, jotka johtavat huonoon harkintaan sekä virheelliseen hinnoitteluun. Rajallisen rationaalisuuden teorian mukaan ihmisillä on rajalliset kognitiiviset kyvyt, ja heidän tunteensa vaikuttavat heihin heidän tehdessään valintoja riskin ja epävarmuuden alaisena. (Simon, 2000.)

Tässä tutkielmassa käsitellään myöhemmin Baker ym. (2019) tutkimusta intialaisten piensijoittajien persoonallisuuspiirteiden ja käyttäytymisharhojen välisestä suhteesta sijoituspäätöstä tehdessä. Nyt esitellään kuitenkin tarkemmin heidän käsittelemänsä käyttäytymisharhat, joita olivat ylikuottamus (overconfidence), dispositioefekti (disposition effect), ankkurointi (anchoring), edustavuusharha (representativeness bias), henkinen kirjanpito (mental accounting) ja laumakäyttäytyminen (herd behavior).

Yksilöillä on taipumus yliarvioida tietojensa tarkkuutta ja oikeellisuutta. Liian itsevarmat sijoittajat yliarvioivat todennäköisyyden, että heidän henkilökohtaiset arvionsa arvopaperin arvosta ovat parempia kuin muiden arviot. Tämä voi johtaa huonoihin sijoituspäätöksiin, kuten liialliseen riskinottoon. Sijoittajat siis uskovat vahvemmin omiin arvioihinsa ja antavat vähemmän painoarvoa muiden arvioille. Yksilöiden tullessa liian luottavaisiksi tiedoistaan ja taidostaan arvioidessaan sijoitusriskejä syntyy ylikuottamusharha. (Barber, Brad M & Odean, Terrance, 2001.)

Sijoittajat eivät ole halukkaita myymään osakkeitaan alle hankintahinnan. Vaikka osakkeen kurssi olisi kuinka tappiollinen, sijoittaja toivoo kurssin elpyvän ajan kanssa voitokkaaksi. Voitokkaita osakkeita sijoittajat taas myyvät joskus aivan liian aikaisin varmistaakseen osakkeella tehdyn voiton. Tätä ilmiötä kutsutaan nimellä dispositioefekti. Se ilmenee toimintana, jossa sijoittajat pitävät tappiota tuottavia osakkeita hallussaan liian kauan ja myyvät voitokkaita osakkeita liian aikaisin. He ovat siis haluttomia realisoimaan tappiota ja liian halukkaita realisoimaan voittoja. (Shefrin & Statman, 1985.)

Yksilöt tekevät monissa tilanteissa arvioita aloittamalla alkuperäisestä arvosta, jota mukautetaan, jotta saadaan lopullinen vastaus. Alkuarvo tai lähtöpiste voidaan asettaa ongelman muotoilulla tai se voidaan saada osittaisen laskennan tuloksena. Kummassakin tapauksessa säädöt ovat tyypillisesti riittämättömiä. Toisin sanoen eri lähtöpisteet tuottavat erilaisia arvioita, jotka ovat puolueellisia lähtöarvojen suhteen. Tätä ilmiötä kutsutaan ankkuroinniksi. Ankkuroinnissa ihmiset ovat siis asettaneet alkuperäisen arvon, ja he mukauttavat sitä saadakseen lopullisen vastauksen. (Tversky & Kahneman, 1974.)

Henkinen kirjanpito on joukko yksilöiden taloustoimintojen seurantaan, arviointiin ja organisointiin käyttämiä kognitiivisia toimintoja. Henkisessä kirjanpidossa henkilön oman pään sisällä on tilit, joille tulot ja menot on osoitettu. Henkinen kirjanpito voidaan jakaa kolmeen komponenttiin. Ensimmäinen komponentti kuvaa sitä, kuinka tulokset havaitaan ja koetaan sekä kuinka päätökset tehdään ja myöhemmin arvioidaan. Toinen komponentti käsittää toimintojen osoittamisen tietyille tileille. Siinä sekä varojen lähteet että käyttötarkoitukset on merkitty kuvitteellisiin laskentajärjestelmiin. Henkisen kirjanpidon kolmas komponentti pitää sisällään tilien arviointitiheyden eli sen, kuinka usein tilit tasapainotetaan. (Thaler, 1999.)

Edustavuusharha ilmenee yksilöiden käyttäessä stereotyyppioita tai tehdessä johtopäätöksiä niin pienistä näytteistä, ettei kyseinen otanta voi millään riittää perustelemaan sijoitusta hyväksi. Sijoittajat sekoittavat hyvän yrityksen hyvään sijoitukseen. He ostavat mielellään johdonmukaisen talouskasvun yrityksiä, mutta jättävät huomiotta, että harvat yritykset kykenevät ylläpitämään aiemmin saavutettua korkeaa kasvua. Yrityksen vahvaan aiempaan menestykseen perustuen tehdyt sijoituspäätökset tekevät tällaisista osakkeista ennen pitkää ylihinnoiteltuja. (Baker & Nofsinger, 2002.)

Kuten monilla muillakin elämän osa-alueilla, myös sijoitustoiminnassa ihmisten toimintaan vaikuttaa se, mitä muut ihmiset ympärillä tekevät. Laumakäyttäytymisessä ihmiset perustavat oman käyttäytymisensä toisten käyttäytymiseen. Laumakäyttäytymisessä päätöksentekijä tarkastelee aiempien päättäjien tekemiä päätöksiä tehdessään omaa päätöstään. Tämä on hänelle rationaalista, koska näillä muilla päättäjillä voi olla hänelle tärkeitä tietoja. Yksilöt siis matkivat muiden tekemisiä sen sijaan, että hyödyntäisivät heillä itsellään olevia tietoja. (Banerjee, 1992.)

### **2.3 Mielialan vaikutus sijoituskäyttäytymiseen**

Perinteiset rahoitusteorioiden eivät anna painoarvoa mielialoille päätöksenteossa (Andrade, 2005). Niiden mukaan oma taloudellinen hyöty pyritään maksimoimaan tekemällä päätökset rationaalisesti olemassa olevan tiedon perusteella. Tunteiden ja mielialojen vaikutus tällaisiin päätöksiin on määritelmän mukaan poissuljettu.

Käyttäytymistieteellisten teorioiden, psykologisten teorioiden ja taloudellisten teorioiden yhdistäminen avasi uusia tutkimuslinjoja rahoituksen alalla. Riskillisen päätöksenteon mallintamisessa on nyt olemassa lähestymistapoja, joissa mielialojen vaikutus on keskeisessä osassa (Grable & Roszkowski, 2008). Andrade (2005) lajitteli mielialan vaikutusta ihmisten käyttäytymiseen käsittelevät teoriat kahteen luokkaan, jotka ovat staattiset affektien arviointiteoriat ja dynaamiset affektien säätelyteoriat. Myöhemmin esiteltyistä malleista affekti-infuusiomalli kuuluu luokkaan staattiset affektien arviointiteoriat, ja mielialan ylläpitohypoteesi kuuluu luokkaan dynaamiset affektien säätelyteoriat.

Staattiset teoriat olettavat yksilöiden tunnetilojen vaikuttavan heidän tietonsa käsittelyyn, arvosteluun ja lopulta käyttäytymiseen joko suoraan tai epäsuorasti. Affektiiviset tilat siis vääristävät arvioivaa harkintaa yhdenmukaisella tavalla. Positiivisen mielialan odotetaan johtavan ympäristön suotuisampaan arviointiin, ja negatiivisen mielialan johtavan epäsuotuisampaan arvioon (Andrade, 2005). Johnsonin ja Tverskyn (1983) mukaan negatiivisen mielialan kokevat ihmiset ovat pessimistisempiä, yliarvioivat negatiivisten tapahtumien todennäköisyyden ja aliarvioivat positiivisten tapahtumien todennäköisyyden.

Dynaamiset teoriat vastaavasti olettavat, että yksilöiden ennustetulla eroavaisuudella tunteiden välillä kahdessa eri vaiheessa eli sillä, mitä he tuntevat nyt, ja mitä he voivat tuntea tulevaisuudessa

käyttäytymisensä seurauksena, on merkittävä rooli käyttäytymisen ohjaamisessa (Andrade, 2005). Nämä teoriat ennustavat, että negatiivisissa tunnetiloissa olevat ihmiset ryhtyvät ennakoivaan käyttäytymiseen ennakoiden mielialaa kohottavia seurauksia, pyrkien parantamaan negatiivista mielialaansa lisäämällä riskialtista käyttäytymistään. Positiivisella mielialalla olevat ihmiset taas pidättäytyvät positiivista mielialaa mahdollisesti uhkaavasta toiminnasta (Isen, 1984). Dynaamiset teoriat siis ennustavat yksilöiden todennäköisesti siirtyvän kohti tavoitetta positiivisesta mielentilasta tuntiensa olonsa huonoksi, ja heidän pyrkivän suojelemaan positiivista mielentilaansa.

### **2.3.1 Affekti-infuusiomalli**

Affekti-infuusiomalli (the Affect Infusion Model) tarkastelee ja pyrkii selittämään affektiivisten tilojen roolia sosiaalisissa arvioinneissa. Mallissa affektia käytetään yleisenä terminä viittaamaan sekä mielialaan että tunteisiin. Se kuitenkin liittyy yleensä todennäköisemmin mielialaan kuin tiettyihin tunteisiin. (Forgas, Joseph P, 1995.)

Affekti-infuusiomalli perustuu sosiaalisten arvioiden moniprosessiseen lähestymistapaan. Affekti-infuusiomalli identifioi neljä erillistä tiedonkäsittelystrategiaa. Suoran pääsyn strategia perustuu olemassa olevien arvioiden hyödyntämiselle päätöksenteon yhteydessä. Motivoitunutta käsittelystrategiaa käytettäessä taas hyödynnetään informaatiota valikoiden, kun halutaan jostain syystä päästä johonkin tiettyyn johtopäätökseen. Heuristista käsittelystrategiaa käytettäessä pyritään mahdollisimman vähäiseen kognitiiviseen vaivannäköön ja käytetään erilaisia oikopolkua johtopäätökseen pääsemiseksi. Aineellisen käsittelyn strategiaa käytettäessä osallistutaan tiedon valikointiin, opetteluun ja tulkintaan, sekä liitetään tämä tieto osaksi aiempaa tietämystä. Tarkasteltaessa päätöksentekoa riisitilanteessa affekti-infuusiomallin mukaan positiivinen mieliala edistää riskialtista käyttäytymistä. (Forgas, Joseph P, 1995.)

### **2.3.2 Mielialan ylläpitohypoteesi**

Mielialan ylläpitohypoteesin (the Mood Maintenance Hypothesis) mukaan ihmiset ovat erittäin motivoituneita ylläpitämään positiivisia mielialojaan. Positiivisella mielialalla heillä on taipumus ajatella vähemmän kriittisesti ja käsitellä tietoa vähemmän yksityiskohtaisesti, jotta heidän miellyttävät mielialat eivät heikkenisi. (Isen, 1984.)

Sijoittajien tapauksessa tämä positiivisen mielialan ylläpito ilmenee toimintana, jossa ei olla niin halukkaita tekemään monimutkaisia kaupankäyntipäätöksiä, vaan hyvällä mielialalla olevat ihmiset haluavat pysyä siinä tilassa, joten välttyäkseen tappioiden aiheuttamalta huonolta mielialalta he eivät ole halukkaita ottamaan riskejä. Negatiivisella mielialalla he taas ovat valmiimpia ottamaan riskejä saavuttaakseen paremman mielialan. (Isen, 1984.)

## **2.4 Persoonallisuuden vaikutus sijoituskäyttäytymiseen**

Ihmisten persoonallisuuden on todettu vaikuttavan heidän sijoituskäyttäytymiseensä. Psykologiassa persoonallisuudella on tärkeä rooli sijoittajan käyttäytymisen ja suorituskyvyn määrittämisessä osakemarkkinoilla (Borghans, L ym., 2008). Tässä tutkielmassa persoonallisuuden vaikutusta sijoituskäyttäytymiseen tarkastellaan Big Five -persoonallisuusmallin avulla.

Big Five -persoonallisuusmallin keskeiset ulottuvuudet ovat neuroottisuus (neuroticism), ekstrasversio (extraversion), avoimuus (openness), sovinnollisuus (agreeableness) ja tunnollisuus (conscientiousness) (McAdams, 1992). Vaikka kyseisen mallin kyvykkyys kuvaamaan ihmisten persoonallisuutta on rajallinen, sitä on silti monissa tutkimuksissa pidetty käyttökelpoisena työkaluna mallinnettaessa eri persoonallisuuden sijoituskäyttäytymistä, ja siksi sitä käytetään myös tässä tutkielmassa.

### **2.4.1 Neuroottisuus**

Neuroottisuus on persoonallisuutena yhteydessä tavallista vähäisempään käsitteelliseen ymmärrykseen ja kriittiseen ajatteluun, sekä vähäisempiin analyttisiin taitoihin ja kognitiivisiin kykyihin (Sarwar ym., 2020). Nämä ominaisuudet saavat neuroottiset yksilöt pelkäämään riskialtista päätöksentekoa. Tästä syystä neuroottiset yksilöt välttävät epävarmuutta, ja sijoittavat muita harvemmin ulkomaisiin arvopapereihin.

Neuroottiset sijoittajat ovat myös erityisen herkkiä ympäristön ärsykeille (Tauni ym., 2017). Vaikka neuroottisilla yksilöillä olisikin suhteellisen paljon tietoa sijoituspäätöstä tehdessään, he keskittyvät mahdolliseen tappioon ja tuntevat olonsa epävarmaksi.

### **2.4.2 Ekstraversio**

Ekstrovertin persoonallisuuden omaavat yksilöt ovat aktiivisia, optimistisia, jännitystä etsivä ja he viihtyvät hyvin suurissa väkijoukoissa (Tauni ym., 2017). Ekstrovertit yksilöt hankkivat tietoa enemmän kuin muut, johtuen heidän sosiaalisuudestaan.

Ekstraversioon taipuvaset yksilöt ovat todennäköisemmin riskinottajia, ja he saavuttavat rahoitusmarkkinoilla korkeamman tuoton (Sarwar ym., 2020). Ekstroverteillä on myös taipumusta keskittyä vain positiiviseen tietoon, joka aiheuttaa liiallista luottamusta taloudelliseen päätöksentekoon.

### **2.4.3 Avoimuus**

Persoonallisuutena avoimuus tarkoittaa avarakatseisuutta, kekseliäisyyttä ja luovuutta (Tauni ym., 2017). Uudet ajatukset ja estetiikka vetoavat avoimiin yksilöihin. Avoimet yksilöt jatkavat tutkimista, kunnes he löytävät mielestään uskottavaa tietoa.

Avoimuus lisää yksilöiden halukkuutta sijoittaa osakkeisiin ja se vaikuttaa yleensä myös positiivisesti riskinsietokykyyn (Sarwar ym., 2020). Avoimuus lisää myös yksilöiden halukkuutta omaksua taloudellisessa päätöksenteossa käytetyt epätavanomaiset peukalosäännöt.

### **2.4.4 Sovinnollisuus**

Sovinnollisuus on persoonallisuutena yhteydessä yhteistyöhön, henkilökohtaiseen lämpöön, altruismiin, auttavaisuuteen sekä myötätuntoon muita kohtaan (Tauni ym., 2017). Sovinnolliset yksilöt mukailevat muiden käyttäytymistä rahoitusmarkkinoilla.

Sovinnaisilla yksilöillä on tapana luottaa talousanalyytikon harkintaan (Sarwar ym., 2020). Henkilökohtaisten taloudellisten päätösten tekeminen on heille haasteellista. Sovinnolliset yksilöt suhtautuvat myönteisesti ja ilman kriittistä arviointia toisten antamiin tietoihin, ja heillä on taipumus välttää konflikteja.

### **2.4.5 Tunnollisuus**

Tunnollisen persoonallisuuden omaavat yksilöt ovat sitkeitä, määrätietoisia, täsmällisiä, luotettavia ja hyvin organisoituneita (Tauni ym., 2017). Tunnolliset yksilöt eivät yleensä ota suuria riskejä. Tunnollisilla yksilöillä on vahva halu tehdä työtä menestyksensä eteen.

Tunnolliset yksilöt ovat tarkkoja sijoitusvalintojensa suhteen ja he tekevät sijoituspäätöksensä varovaisesti (Sarwar ym., 2020). He ovat aktiivisesti mukana päätöksenteossa, eivätkä he luota harhaluuloihin.



## 3 TULOKSET

### 3.1 Tutkimustulokset

Tässä tutkielmassa artikkelihaku tehtiin Business Source Ultimate -tietokannasta 3.11.2022. Piensijoittajan mielialaa käsitteleviä artikkeleita haettiin hakulausekkeella ”investor AND mood” ja vuosilta 2000–2022. Osumia saatiin 184. Piensijoittajan persoonallisuuksia käsitteleviä artikkeleita haettiin hakulausekkeella ”investor AND personality” ja vuosilta 2000–2022. Osumia saatiin 193. Näiden lisäksi käsittelyyn otettiin myös yksi Andor -tietokannasta löydetty erityisen mielenkiintoinen artikkeli. Tarkempaan tarkasteluun valikoitui 13 tieteellistä artikkelia.

Taulukossa 1 on kuvattuna tutkielmaan valikoituneet tieteelliset artikkelit. Siinä kuvataan artikkeleiden käsittelemät aiheet, sekä mitä teoriaa artikkeleiden tutkimusten taustalla on. Taulukossa kerrotaan myös, missä empiiriset tutkimukset on toteutettu.

**Taulukko 1** Tutkielmassa tarkastellut tieteelliset artikkelit

Artikkeli	Teema	Teoria	Sijainti
Grable & Roszkowski (2008), The influence of mood on the willingness to take financial risks.	Mielialan vaikutus taloudellisten riskien sietokykyyn	Affekti-infuusiomalli	USA
Kostopoulos & Meyer (2018), Disentangling investor sentiment: Mood and household attitudes towards the economy.	Mielialan vaikutus kaupankäyntimääriin ja sen riskisyyteen	Affekti-infuusiomalli	Saksa
Kourtidis, Šević & Chatzoglou (2016), Mood and stock returns: Evidence from Greece.	Mielialan vaikutus sijoituskäyttäytymiseen ja -suoriutumiseen	Affekti-infuusiomalli	Kreikka

Lepori (2015), Investor mood and demand for stocks: Evidence from popular TV series finales.	Mielialan vaihteluiden aiheuttamat reaktiot osakemarkkinoilla	Affekti-infuusiomalli	USA
Moueed, Hunjra & Yang (2020), Use anger to guide your stock market decision-making: Results from Pakistan.	Mielialan ja muiden psykologisten sekä sosiaalisten tekijöiden vaikutus sijoituspäätöksiin	Affekti-infuusiomalli	Pakistan
Strydom, Scally & Watson (2019), Impact of mood and gender on individual investors' reactions to retractions and corrections of earnings forecasts.	Mielialan ja sukupuolen vaikutus reagoinnissa tulostennusteiden peruutuksiin ja korjauksiin	Affekti-infuusiomalli	Australia
Kliger & Kudryavtsev (2014), Out of the blue: Mood maintenance hypothesis and seasonal effects on investors' reaction to news.	Mielialan vaikutus sijoittajien reaktioihin analyytikoiden tekemiin suositusten muutoksiin	Mielialan ylläpito-hypoteesi	USA
Akhtar, Thyagaraj & Das (2017), The impact of social influence on the relationship between personality traits and perceived investment performance of individual investors: Evidence from Indian stock market.	Persoonallisuuden vaikutukset havaittuun sijoitussuoriutumiseen	Big Five	Intia
Aumeboonsuke & Caplanova (2021), An analysis of impact of personality traits and mindfulness on risk aversion of individual investors.	Persoonallisuuden vaikutukset riskien välttämiseen	Big Five	Thaimaa
Baker, Kumar & Goyal (2019), Personality traits and investor sentiment.	Persoonallisuuden ja käyttäytymisharjojen yhteys sijoituspäätöksiä tehdessä	Big Five	Intia
Isidore & Arun (2021), Risk Profiling of Secondary Equity Investors from the Chennai City of India Based on the Big Five Personality Model.	Persoonallisuuden, iän, sijoituskokemuksen ja tulojen vaikutus sijoittajan ottamaan riskiin	Big Five	Intia

Tauni, Rao, Fang, Mirza, Memon & Jebran (2017), Do investor's Big Five personality traits influence the association between information acquisition and stock trading behavior?	Persoonallisuuden vaikutukset tiedonhankinnan ja osakekaupankäynnin väliseen yhteyteen	Big Five	Kiina
Tauni, Yousaf & Ahsan (2020), Investor-advisor Big Five personality similarity and stock trading performance.	Sijoittajan ja sijoitusneuvojan persoonallisuuden yhtäläisyyden vaikutus sijoitussuoriutumiseen	Big Five	Kiina

Tutkimustulosten osalta piensijoittajan mielialan ja persoonallisuuksien vaikutuksia sijoituskäyttäytymiseen käsittelevät artikkelit esitellään erikseen. Mielialaa käsittelevien artikkeleiden osalta esitellään ensin käsitellyt artikkelit sekä niiden oleellisimmat havainnot, ja lopuksi vedetään vielä yhteen niiden havainnot suhteessa affekti-infuusiomalliin ja mielialan ylläpitohypoteesiin. Persoonallisuuksia käsittelevien artikkeleiden osalta esitellään myös ensin käsitellyt artikkelit, ja lopuksi niiden havainnot kootaan vielä eri persoonallisuuksien alle.

### 3.2 Mielialan vaikutus sijoituskäyttäytymiseen

Grable ja Roszkowski (2008) pyrkivät löytämään tukea joko affekti-infuusiomallille tai mielialan ylläpitohypoteesille siitä, miten mieliala vaikuttaa piensijoittajan arvioon omasta taloudellisten riskien sietokyvystä. Heidän Yhdysvalloissa toteutetun tutkimuksensa mukaan nuoret vastaajat, erityisesti miehet, kokivat olevansa muita riskinsietokykyisempiä. Myös suuremmat tulot ja nettovarallisuus lisäsivät koettua riskinsietokykyä. He havaitsivat taloudellisen tietämyksen ja koulutuksen liittyvän positiivisesti koettuun riskinsietokykyyn, kun taas taloudellinen tyytyväisyys vaikutti heidän löydöstensä perusteella negatiivisesti koettuun halukkuuteen ottaa taloudellisia riskejä. Heidän tutkimuksensa tärkein havainto oli, että ohimenevät tilat, kuten mieliala, vaikuttavat koettuun riskinsietokykyyn yhtä vahvasti kuin esimerkiksi jotkut ympäristötekijät. Heidän mukaansa onnellisuus lisää olennaisesti koettua riskinsietokykyä, joka on siis affekti-infuusiomallin mukainen tulos. Yksilöiden arvio omasta riskinsietokyvystään ei siis kestä aina samana, vaan se muuttuu mielialan muuttuessa. Esimerkiksi euforinen mieliala voi johtaa sijoittajan riskintietokyvyn yliarviointiin.

Kostopoulos ja Meyer (2018) toteuttivat Saksassa tutkimuksen, jossa tarkasteltiin, kuinka mieliala ja kotitalouden asenteet taloutta kohtaan vaikuttavat piensijoittajien sijoituskäyttäytymiseen. He tutkivat tätä käyttäen akustista analyysiä perustuen iTunesin suosituimpiin musiikkilatauksiin. Valittu tutkimusmenetelmä oli varsin luova, mutta sen nähtiin vain tuovan monipuolisuutta tässä tutkielmassa tarkasteltuihin tutkimuksiin. Heidän löydöstensä mukaan positiivinen mieliala on yhteydessä lisääntyneeseen kaupankäyntiaktiivisuuteen. He havaitsivat myös, että positiivisella mielialalla riskialttiilla arvopapereilla käydään kauppaa enemmän, ja ei niin riskialttiilla arvopapereilla vähemmän.

Kourtidis ym. (2016) tutkivat kreikkalaisten piensijoittajien mielialan vaikutusta heidän kaupankäntikäyttäytymiseensä ja tulokseen. He onnistuivat luomaan positiivisen mielialan ja negatiivisen mielialan sijoittajaprofiilit. Profiileita vertailemalla he tulivat siihen tulokseen, että positiivisella tuulella olevat sijoittajat saavuttavat korkeamman osaketuoton kuin negatiivisella tuulella olevat sijoittajat. He tekivät vastaavanlaisia havaintoja kuin Hirshleifer ja Shumway (2003), jotka olivat tutkineet auringonpaisteen määrää maan johtavan pörssin kaupungissa, ja havainneet sen korreloivan merkitsevästi osaketuottojen kanssa.

Lepori (2015) tutki Yhdysvaltain osakemarkkinoiden reaktiota sijoittajien mielialan päivittäisiin vaihteluihin. Hän huomasi suosittujen televisiosarjojen loppumisen aiheuttavan osaketuoton laskun. Hänen löydöstensä perusteella tämä vaikutus on voimakkaampaa herkemmin heilahtelevissa osakkeissa, joten hänen tuloksensa oli yhdenmukainen sen hypoteesin kanssa, että negatiivinen mieliala vähentää riskialttiiden omaisuuserien kysyntää. Vastaavanlaisia havaintoja tekivät esimerkiksi Johnson ja Tversky (1983), jotka tutkivat koehenkilöiden mielialaa luetuttamalla heille positiivisiin tai negatiivisiin uutisiin pohjautuvia kappaleita. Positiivisia kappaleita lukeneet koehenkilöt arvioivat negatiivisten tapahtumien toteutumistodennäköisyyden pienemmäksi kuin negatiivisiin uutisiin pohjautuvia kappaleita lukeneet, joka tekee heistä halukkaampia ottamaan riskejä kuin negatiivisia kappaleita lukeneet.

Moueed ym. (2020) havainnoivat Pakistanissa psykologisten ja sosiaalisten tekijöiden roolia sijoittajien päätöksenteossa. Heidän tutkimuksensa löydösten perusteella erityisesti viha, pelko ja positiivinen mieliala vaikuttivat positiivisesti sijoittajien päätöksentekoon, kun taas stressi, sosiaalinen vuorovaikutus ja laumakäyttäytyminen tuottivat negatiivisia vaikutuksia. Sosiaalisella vuorovaikutuksella he tarkoittavat tilannetta, jossa ympäröivät tekijät vaikuttavat yksilöiden

käyttäytymiseen. Tällöin yksilöt uskovat esimerkiksi muiden tietojen olevan parempia kuin heidän omat tietonsa. He havaitsivat, että viha vaikuttaa positiivisesti sijoituspäätöksentekoon, eli siis vihaisessa tilassa olevat sijoittajat tekevät parempia päätöksiä. Sijoittajien tulisi tulosten perusteella siis välttää tekemästä päätöksiä sen perusteella, mitä sosiaalinen vuorovaikutus on saanut heidät pitämään luotettavana tietona, sekä heidän pitäisi välttää laumakäyttäytymistä tehdessään sijoituspäätöksiä.

Strydom ym. (2019) tutkivat Australiassa mielialan ja sukupuolen vaikutusta piensijoittajien reaktioihin johdon tulosestymysten peruutuksiin ja korjauksiin. He osoittivat, etteivät piensijoittajat reagoi oikein aiemmin julkistettujen tietojen peruutuksiin ja korjauksiin. He havaitsivat mielialalla ja sukupuolella olevan merkittävä rooli piensijoittajien reaktioihin näihin ilmoituksiin. Positiivisella mielialalla olevat ihmiset sopeutuivat heidän mukaansa parhaiten päätöksentekoon. Tämä oli vastoin heidän oletuksiaan, sillä tähänastiset todisteet viittaavat siihen, että positiivisella mielialalla olevat voivat tehdä optimistisia päätöksiä. He dokumentoivat sijoittajien ylireagoinnin julkistetun tiedon muuttuessa negatiivisesta positiiviseksi, ja havaitsivat negatiivisen mielialan aiheuttavan suurimman ylireagoinnin. Tutkittaessa tilannetta, jossa aiemmin ilmoitetut huonot uutiset ilmoitetaan olevan huonompia kuin aiemmin, heidän löydöstensä mukaan sijoittajat eivät sopeudu oikein, vaan alireagoivat. Heidän havaintojensa perusteella omassa aikaisemmassa uskomuksessa pysyttelyä tapahtuu todennäköisesti negatiivisella mielialalla olevilla yksilöillä, ja tämä on yleisempää miehillä kuin naisilla. Tämä tutkimus oli toki suppea, koska se ei keskittynyt muihin taloudellisiin tietoihin kuin tulosestymysten peruutuksiin ja korjauksiin.

Kliger ja Kudryavtsev (2014) tutkivat mielialan ylläpitohypoteesin roolia rahoitusmarkkinoilla. Heidän havaintojensa mukaan negatiiviset osakekurssireaktiot suositusten alentamiseen ovat huomattavasti voimakkaampia aikana, jona päivänvalon määrä kasvaa, koska huonot uutiset tulivat pilaamaan sijoittajan hyvän mielialan. Heidän toinen tutkimustulos oli, etteivät suositusten parannusten aiheuttaneet merkittävästi korkeampaa osaketuottoa lisääntyvän päivänvalon jaksojen aikana. Tämä johtui heidän mukaansa siitä, että sijoittajat olivat jo valmiiksi hyvällä tuulella, eikä positiiviset uutiset aiheuttaneet tästä syystä sen suurempaa reaktiota.

### **3.2.1 Affekti-infuusiomalli**

Affekti-infuusiomallin mukaan positiivinen mieliala edistää riskialtista käyttäytymistä (Forgas, Joseph P, 1995). Tämän mallin mukaisia havaintoja tekivät esimerkiksi Kostopoulos ja Meyer (2018)

sekä Grable ja Roszkowski (2008). Strydom ym. (2019) havaitsivat positiivisella mielialalla olevien piensijoittajien reagoivan parhaiten johdon tulosehdotteiden peruutuksiin ja korjauksiin. Kostopoulosin ja Meyerin (2018) tutkimustulosten mukaan positiivinen mieliala lisää ylipäättään sijoitusaktiivisuutta. Moueed ym. (2020) löysivät positiivisen mielialan olevan yhteydessä parempiin sijoituspäätöksiin, ja myös Kourtidis ym. (2016) havaitsivat positiivisen mielialan olevan yhteydessä korkeampaan osaketuottoon.

Negatiivisen mielialan Strydom ym. (2019) havaitsivat aiheuttavan suurimman ylireagoinnin johdon tulosehdotteiden muuttuessa negatiivisista positiivisiksi. Tilanteessa, jossa aiemmin ilmoitettujen huonojen uutisten ilmoitettiin olevan huonompia kuin aiemmin ajateltiin, myös alireagointi on suurinta negatiivisen mielialan sijoittajilla. Leporin (2015) havaintojen mukaan negatiivinen mieliala on yhteydessä osaketuoton laskuun, sekä se vähentää riskialttiiden omaisuserien kysyntää.

Muiden tekijöiden osalta Moueed ym. (2020) totesivat vihan ja pelon olevan yhteydessä parempiin sijoituspäätöksiin. Tämän he perustelivat niiden olosuhteiden tarkkailua lisäävällä vaikutuksella. Stressin, laumakäyttäytymisen ja sosiaalisen vuorovaikutuksen he taas havaitsivat aiheuttavan huonompia sijoituspäätöksiä. Grable ja Roszkowski (2008) totesivat koulutuksen, taloudellisen tietämyksen, varallisuuden sekä suurten tulojen lisäävän riskinottoa, kun taas taloudellisen tyytyväisyyden vähentävän sitä.

### **3.2.2 Mielialan ylläpitohypoteesi**

Mielialan ylläpitohypoteesin mukaan positiivisella mielialalla sijoittajat välttelevät riskinottoa suojellakseen positiivista mielialaansa, mutta negatiivisella mielialalla he ovat valmiimpia ottamaan riskejä (Isen, 1984). Kliger ja Kudryavtsev (2014) saivat tutkimustuloksen, jonka mukaan positiivisella mielialalla vastaanotettujen huonojen uutisten aiheuttavan huomattavasti tavallista suuremman negatiivisen kurssireaktion. Positiivisella mielialalla vastaanotetut hyvät uutiset taas eivät aiheuttaneet tavallisuudesta poikkeavaa kurssireaktiota.

Varsinkin suoranaisesti sijoittamista käsitteleviä mielialan ylläpitohypoteesia tukevia tutkimuksia löytyi varsin vähän. Ainoan tähän tutkielmaan valikoituneen artikkelin toinen kirjoittajista Kudryavtsev (2017; 2018) kuitenkin käytti sitä kahdessa artikkelissaan selittämään lomavaikutuksen esiintymistä. Lomavaikutus (the Holiday Effect) osakemarkkinoilla on laajasti analysoitu kalenteripoikkeama, jonka mukaan osaketuotot ovat korkeampia suuria pyhiä edeltävinä päivinä

(Kim & Park, 1994). Vapaaapäiviä edeltävinä päivinä osakekaupankäynnin määrä on myös tavallista vähäisempää, jolle mahdollisena selityksenä voidaan nähdä mielialan ylläpitohypoteesi (Isen, 1984). Sen mukaan ennen lomaa sijoittajat voivat olla vähemmän halukkaita tekemään monimutkaisia kaupankäyntipäätöksiä ja käymään kauppaa ylipäättään, ylläpitääkseen positiivista mielialaansa.

### **3.3 Persoonallisuuden vaikutus sijoituskäyttäytymiseen**

Akhtar ym. (2017) tutkivat Intian osakemarkkinoilla piensijoittajien persoonallisuuspiirteiden ja havaitun sijoitussuoriutumisen väliseen suhteeseen vaikuttavia tekijöitä. Rahoitusmarkkinoilla toimiessaan piensijoittajat ovat sosiaalisen vaikutuksen alaisena, jolloin heidän toimintaansa vaikuttavat niin ystävät, perhe, ikätoverit kuin erilaiset mediatkin. Heidän havaintojensa perusteella sosiaalisella vaikutuksella on positiivinen vaikutus ekstroverttien sijoitustulokseen, mutta negatiivinen vaikutus sovinnoillisten havaittuun sijoitustulokseen. Heidän tutkimustulostensa mukaan sosiaalisella vaikutuksella ei ole vaikutusta tunnollisten, avoimien tai neuroottisten havaittuun sijoitussuoriutumiseen. He päättelivät sosiaalisen vaikutuksen voivan selittää merkittäviä eroja persoonallisuuspiirteiden ja havaitun sijoitussuoriutumisen välisessä yhteydessä.

Aumeboonsuke ja Caplanova (2021) tutkivat Thaimaassa persoonallisuuden vaikutuksia piensijoittajien riskinottohalukkuuteen. Heidän tulostensa perusteella ekstraversiolla ei ole merkittävää vaikutusta piensijoittajien riskinottohalukkuuteen. Tunnollisuuden, neuroottisuuden ja avoimuuden he havaitsivat vähentävän piensijoittajien riskinottohalukkuutta. Sovinnollisuuden he totesivat lisäävän piensijoittajien riskinottohalukkuutta.

Baker ym. (2019) tarkastelivat intialaisten piensijoittajien persoonallisuuspiirteiden ja käyttäytymisharjojen välistä suhdetta sijoituspäätöstä tehdessä. Heidän käsittelemänsä käyttäytymisharhat olivat ylikuottamus (overconfidence), dispositioefekti (disposition effect), ankkurointi (anchoring), edustavuusharha (representativeness bias), henkinen kirjanpito (mental accounting) ja laumakäyttäytyminen (herd behavior). He löysivät neuroottisuuden olevan merkittävästi yhteydessä useimpiin käyttäytymisharhoihin: dispositioefektiin, ankkurointiin, edustavuusharhaan ja laumakäyttäytymiseen. Muut henkilöt eivät todennäköisesti vaikuta tällaisten henkilöiden sijoituspäätöksiin, mikä vaikeuttaa esimerkiksi sijoitusneuvojan toimintaa. Heidän tulostensa mukaan ekstraversiolla on positiivinen yhteys kaikkiin heidän tutkimiinsa käyttäytymisharhoihin. Ekstraversio altistaa siis suuresti epärationaaliselle sijoituskäyttäytymiselle. Avoimuudella he havaitsivat olevan yhteys vain henkiseen kirjanpitoon. Heidän mukaansa

sovinnollisuudella ei ole merkittävää yhteyttä yhteenkään tutkituista käyttäytymisharhoista. Tunnollisuudella he havaitsivat olevan merkitsevä yhteys ylikuottamusharhaan.

Isidore & Arun (2021) pyrkivät Intiassa rakentamaan riskiprofiileita erilaisten tekijöiden, kuten piensijoittajien persoonallisuuden, iän, sijoituskokemuksen ja tulojen pohjalta, käyttäen Big five - persoonallisuusmallia. Heidän tärkein havaintonsa oli, että tunnollisuus on yhteydessä vähäiseen riskinottoon. He saivat saman tuloksen kokeneilla ja kokemattomilla sijoittajilla. Heidän mukaansa sovinnolliset sijoittajat, joilla on suuret tulot ja korkea sijoituskokemus ottavat yleensä vähemmän riskejä. Vain nuorilla sijoittajilla tunnollisuus oli yhteydessä suurempaan riskinottohaluun, ja ekstraversio yhteydessä vähäisempään riskinottoon. He totesivat sovinnollisuuden ja avoimuuden vaikuttavan negatiivisesti ansaittuun tuottoon, kun taas muut persoonallisuuspiirteet vaikuttivat siihen positiivisesti.

Tauni ym. (2017) tutkivat Kiinan osakemarkkinoilla tiedon hankinnan vaikutusta sijoittajien kaupankäyntikäyttäytymiseen, sekä sijoittajien persoonallisuuspiirteiden vaikutusta tiedonhankinnan ja kaupankäyntikäyttäytymisen suhteeseen. Heidän tulostensa mukaan tiedonhankintamäärä on positiivisesti yhteydessä arvopapereilla käydyn kaupan määrään. Heidän havaintojensa perusteella tunnollisuudella on positiivinen vaikutus tiedonhankinnan ja osakekaupankäynnin väliseen suhteeseen. He totesivat myös ekstraversioon ja sovinnollisuuden vahvistavan tiedonhankintatiheyden ja kaupankäyntitiheyden välistä suhdetta. He havaitsivat, että avoimuus heikentää tiedonhankinnan ja kaupankäyntitiheyden suhdetta. Heidän löydönsä perusteella neuroottisuudella on tiedonhankinnan ja kaupankäyntitiheyden välistä suhdetta heikentävä vaikutus.

Tauni ym. (2020) tarkastelivat tutkimuksessaan Kiinan rahoitusmarkkinoilla sijoitusneuvojan ja piensijoittajan persoonallisuuksien yhtäläisyyksien ja eroavaisuuksien vaikutuksia sijoitussuoriutumiseen. Heidän tuloksensa osoittivat sijoitusneuvojan ja sijoittajan samankaltaisuuden avoimuuden, ekstraversioon, tunnollisuuden ja sovinnollisuuden suhteen vaikuttavan positiivisesti piensijoittajan sijoitussuoriutumiseen. Sijoittajien ja neuvonantajien samankaltaisuus neuroottisuudessa liittyi heidän havaintojensa mukaan negatiivisesti piensijoittajan sijoitussuoriutumiseen. He siis osoittivat piensijoittajien sijoitussuoriutumisen olevan erilaista riippuen heidän persoonallisuudestaan suhteessa heidän sijoitusneuvojansa persoonallisuuteen.



### 3.3.1 Neuroottisuus

Sarwar ym. (2020) määrittelivät neuroottisten yksilöiden välttävän epävarmuutta, joka ilmenee vähäisenä riskinottona. Tämän tuloksen saivat myös Aumeboonsuke ja Caplanova (2021), joiden mukaan neuroottisuus vähentää piensijoittajan riskinottohalukkuutta. Baker ym. (2019) löysivät neuroottisuudella olevan yhteys moniin käyttäytymisharhoihin: dispositioefektiin, ankkurointiin, edustavuusharhaan sekä laumakäyttäytymiseen.

Akhtar ym. (2017) totesivat tutkimuksessaan, ettei sosiaalisella vaikutuksella ole sen suurempaa vaikutusta neuroottisuuden piirteitä omaavien piensijoittajien sijoitussuoriutumiseen. Tauni ym. (2017) havaitsivat lisääntyneen tiedonhankintamäärän vähentävän osakekaupankäynnin määrää neuroottisilla piensijoittajilla, ja Tauni ym. (2020) huomasivat sijoitusneuvojan ja sijoittajan samankaltaisuuden neuroottisuuden suhteen vaikuttavan negatiivisesti sijoitussuoriutumiseen. Isidore ja Arun (2021) havaitsivat neuroottisuudella olevan positiivinen vaikutus piensijoittajan ansaitsemaan tuottoon.

### 3.3.2 Ekstraversio

Ekstraversioon taipuvaset ihmiset ovat todennäköisemmin riskinottajia (Sarwar ym., 2020), mutta Aumeboonsuke ja Caplanova (2021) eivät havainneet ekstraversiolla olevan yhteyttä riskinottoon. Isidoren ja Arunin (2021) havaintojen perusteella ekstraversio on yhteydessä jopa vähäisempään riskinottoon. Baker ym. (2019) totesivat ekstraversiolla olevan yhteys kaikkiin heidän tutkimiinsa käyttäytymisharhoihin, eli: dispositioefektiin, ylikuottamusharhaan, henkiseen kirjanpitoon, ankkurointiin, edustavuusharhaan ja laumakäyttäytymiseen.

Akhtar ym. (2017) saivat tutkimustuloksen, jonka mukaan sosiaalisella vaikutuksella on positiivinen vaikutus ekstroverttien piensijoittajien sijoituskäyttäytymiseen. Tauni ym. (2017) havaitsivat tiedonhankintamäärän lisääntymisen lisäävän osakekaupankäynnin määrää ekstroverteilla piensijoittajilla, ja Tauni ym. (2020) osoittivat sijoitusneuvojan ja sijoittajan samankaltaisuuden ekstraversion suhteen vaikuttavan positiivisesti sijoitussuoriutumiseen. Piensijoittajan ansaitsemaan tuottoon Isidore ja Arun (2021) totesivat ekstraversiolla olevan positiivinen vaikutus.

### 3.3.3 Avoimuus

Sarwar ym. (2020) väittävät avoimuuden vaikuttavan positiivisesti yksilön riskinsietokykyyn, mutta Aumeboonsuke ja Caplanova (2021) saivat tutkimustuloksen, jonka mukaan se vähentää piensijoittajan riskinottohalukkuutta. Tauni ym. (2017) havaitsivat tiedonhankintamäärän kasvun vähentävän osakekaupankäynnin määrää avoimilla piensijoittajilla. Sijoitusneuvojan ja sijoittajan samankaltaisuuden avoimuuden suhteen Tauni ym. (2020) osoittivat vaikuttavan positiivisesti piensijoittajan sijoitussuoriutumiseen.

Baker ym. (2019) löysivät avoimuudella olevan yhteys henkiseen kirjanpitoon. Sosiaalisella vaikutuksella Akhtar ym. (2017) eivät havainneet olevan vaikutusta avoimien piensijoittajien sijoitussuoriutumiseen. Isidore ja Arun (2021) totesivat avoimuudella olevan negatiivinen vaikutus piensijoittajan ansaitsemaan tuottoon.

### 3.3.4 Sovinnollisuus

Sovinnollisilla henkilöillä on tapana luottaa muiden antamiin tietoihin, ja henkilökohtaisten taloudellisten päätösten tekeminen voi olla heille haasteellista (Sarwar ym., 2020). Akhtar ym. (2017) havaitsivat, että sosiaalisella vaikutuksella on negatiivinen vaikutus sovinnollisten piensijoittajien sijoitussuoriutumiseen. Isidoren ja Arunin (2021) tutkimustulosten mukaan sovinnollisuus vaikuttaa negatiivisesti piensijoittajan ansaitsemaan tuottoon. Baker ym. (2019) eivät löytäneet sovinnollisuudella olevan yhteyttä mihinkään heidän tutkimaansa käyttäytymisharhaan.

Aumeboonsuken ja Caplanovan (2021) löydösten mukaan sovinnollisuus lisää piensijoittajan riskinottohalukkuutta, kun taas Isidoren ja Arunin (2021) mukaan kokeneilla sijoittajilla sen olevan yhteydessä vähäisempään riskinottoon. Tauni ym. (2017) havaitsivat tiedonhankintamäärän kasvun lisäävän osakekaupankäynnin tiheyttä sovinnollisilla piensijoittajilla. Sijoitusneuvojan ja sijoittajan samankaltaisuuden sovinnollisuuden suhteen Tauni ym. (2020) totesivat vaikuttavan positiivisesti piensijoittajan sijoitussuoriutumiseen.

### 3.3.5 Tunnollisuus

Tunnolliset yksilöt ovat tarkkoja sijoitusvalintojensa suhteen, eivätkä he ota suuria riskejä (Sarwar ym., 2020). Myös Isidore ja Arun (2021) sekä Aumeboonsuke ja Caplanova (2021) havaitsivat piensijoittajan tunnollisuuden olevan yhteydessä vähäisempään riskinottohalukkuuteen. Isidore ja Arun (2021) tosin löysivät tunnollisuuden olevan nuorilla sijoittajilla yhteydessä suurempaan riskinottohalukkuuteen. Käyttäytymisharjoista Baker ym. (2019) havaitsivat tunnollisuuden olevan yhteydessä ylikuottamusharhaan.

Sosiaalisella vaikutuksella Akhtar ym. (2017) eivät havainneet olevan vaikutusta tunnollisten piensijoittajien sijoitussuoriutumiseen. Tauni ym. (2017) saivat tutkimustuloksen, jonka mukaan tiedonhankintamäärän lisääntyminen lisää osakekaupankäynnin määrää tunnollisilla piensijoittajilla. Tauni ym. (2020) osoittivat sijoitusneuvojan ja sijoittajan samankaltaisuuden tunnollisuuden suhteen vaikuttavan positiivisesti sijoitussuoriutumiseen. Piensijoittajan ansaitsemaan tuottoon Isidore ja Arun (2021) havaitsivat tunnollisuudella olevan positiivinen vaikutus.

## 4 YHTEENVETO

### 4.1 Tulosten yhteenveto

Tutkimus antoi varsin kattavan kuvan mielialan vaikutuksista piensijoittajien sijoituskäyttäytymiseen. Heidän toimintansa rahoitusmarkkinoilla ei siis ole täysin rationaalista, vaan esimerkiksi mieliala vaikuttaa siihen. Mielialan vaikutusta ihmisten käyttäytymiseen käsittelevistä teorioista on erotettavissa kaksi luokkaa (Andrade, 2005), joita molempia tukevia tutkimuksia on löydettävissä. Staattiseen luokkaan kuuluvat teoriat olettavat tunnetilojen vääristävän yksilöiden päätöksentekoprosesseja, kun taas dynaamiseen luokkaan kuuluvien teorioiden mukaan yksilöiden nykyisen tunnetilan ja mahdollisen tulevaisuuden tunnetilan ennustus ohjaa yksilöiden käyttäytymistä.

Sijoittajien käyttäytyminen rahoitusmarkkinoilla ei siis ole aina johdonmukaista. Huomattava enemmistö uusimmista tutkimuksista lähestyy mielialan vaikutuksia staattisesta näkökulmasta. Niiden tutkimustulokset ovat linjassa affekti-infuusiomallin kanssa, ja havainnoista yleisimpiä olivat esimerkiksi positiivisen mielialan riskialtista käyttäytymistä edistävä (Kostopoulos & Meyer, 2018; Grable & Roszkowski, 2008) ja sijoitussuoriutumista parantava vaikutus (Moueed ym., 2020; Kourtidis ym., 2016; Strydom ym., 2019). Näiden havaintojen perusteella piensijoittajalle on siis eduksi harjoittaa sijoitustoimintaa positiivisella mielialalla.

Dynaamisesta näkökulmasta sijoittajien käyttäytymistä tarkastelevia tutkimuksia löytyi siis varsin vähän. Tähän tutkielmaan valittiin lopulta vain yksi sijoittajien käyttäytymistä tarkastellut tutkimus, joka havaitsi mielialan ylläpitohypoteesin mukaisesti positiivisen mielialan vähentävän sijoittajien riskinottoa (Kliger & Kudryavtsev, 2014). Toinen tämän artikkelin kirjoittajista on käyttänyt mielialan ylläpitohypoteesia selittämään myös lomavaikutuksen esiintymistä (Kudryavtsev, 2017; Kudryavtsev, 2018).

Perinteisten rahoitusteorioiden olettamuksen tehokkaista markkinoista ja rationaalisista sijoittajista (Das, 2022) vastaisesti tutkimus toi esille monia havaintoja myös persoonallisuuspiirteiden vaikutuksista piensijoittajien käyttäytymiseen rahoitusmarkkinoilla. Tämä tutkielma tarkasteli persoonallisuuspiirteiden vaikutusta Big Five -persoonallisuusmallin avulla. Tarkasteluun

valikoituneet artikkelit käsittelivät varsin monenlaisia sijoittajien toimintaan liittyviä tekijöitä persoonallisuuksien näkökulmasta. Samojen tekijöiden vaikutuksia tarkastelleet empiiriset tutkimukset saivat joiltain osin yhteneviä tuloksia, mutta havainnoissa oli myös eroavaisuuksia. Tutkimuksissa oli havainnoitu esimerkiksi käyttäytymisharjojen (Baker ym., 2019), sosiaalisen vaikutuksen (Akhtar ym., 2017), tiedonhankinnan ja osakekaupan yhteyden (Tauni ym., 2017) sekä sijoitusneuvojan ja sijoittajan samankaltaisuuden (Tauni ym., 2020) vaikutusta eri persoonallisuuksien sijoitussuoriutumiseen. Lisäksi oli käsitelty eri persoonallisuuksien suhtautumista riskiin (Aumeboonsuke & Caplanova, 2021; Isidore & Arun, 2021).

## 4.2 Johtopäätökset ja pohdinta

Käyttäytymistieteellinen rahoitus on vielä varsin nuori rahoituksen ala, mutta sen alta löytyy jo huomattava määrä tutkimusta. Siinä on jo kehitetty teorioita, joita tukee empiiriset tutkimustulokset. Sijoittajien käyttäytyminen ei siis ole täysin rationaalista, joten kaiketi pyrkimystä rationaalisuuteen tukisi käyttäytymiseen vaikuttavien tekijöiden huomiointi mahdollisimman kattavasti. Mielialan vaikutukset ovat toki yksilökohtaisia, mutta enemmistö tämän tutkielman käsittelemistä artikkeleista näki positiivisen mielialan piensijoittajalle eduksi. Persoonallisuuksien osalta huomattavaa oli, että eri persoonallisuuksien vaikutuksista piensijoittajan riskinottohalukkuuteen on poikkeavia empiirisiä tuloksia. Otanta on toki hyvin pieni, mutta siinä missä Sarwar ym. (2020) totesivat ekstraversion ja avoimuuden lisäävän piensijoittajan riskinottohalukkuutta, havaitsivat Isidore ja Arun (2021) ekstraversion ja Aumeboonsuke sekä Caplanova (2021) avoimuuden vähentävän sitä.

Mielialan ja persoonallisuuksien vaikutusten ymmärtämisestä on hyötyä monille eri tahoille. Niiden vaikutuksen tiedostaminen on luonnollisesti hyödyksi piensijoittajalle itselleen. Rahoitusalan osaajille rahoitusinstrumenttien käyttäytymisen ymmärtäminen on toki tärkeää, mutta kattava ymmärrys rahoitusasiakkaan käyttäytymisestä auttaa luonnollisesti tarjoamaan jokaiselle asiakkaalle juuri hänen mielialaansa ja persoonallisuuteensa sopivaa rahoitusneuvontaa.

Olisi mielenkiintoista nähdä jokaiselle sijoittajalle persoonallisuuteen ja kulloiseenkin mielialaan perustuen parhaat sijoitusneuvot määrittävä malli. Tämä toki vaatisi huomattavan määrän dataa. Sijoittajien mieliala ja persoonallisuudet täytyisi pystyä määrittämään, ja niiden vaikutuksista rahoitusmarkkinoilla täytyisi päästä yksimielisyyteen. Sijoittaja pystyy toki omatoimisesti esimerkiksi tekemään verkossa varsin tarkan ja luotettavan persoonallisuustestin. Mielialansa taas

pystyy kuvailemaan kuka tahansa, varsinkin ääripäistä puhuttaessa. Näiden muuttaminen vedenpitäviksi sijoitussuosituksiksi olisi taas huomattavasti haastavampaa.

Tähän tutkielmaan valikoituneista persoonallisuuden vaikutuksia käsittelevistä tutkimuksista moni oli toteutettu Kiinassa ja Intiassa, kun taas mielialan vaikutuksia käsitteleviä tutkimuksia oli toteutettu myös Euroopassa, kuten Saksassa ja Kreikassa. Iso osa uusimmista käyttäytymistieteellisen rahoituksen parissa tehdyistä tutkimuksista on toteutettu kehittyvissä maissa, joka luonnollisesti heikentää tulosten yleistettävyyttä esimerkiksi suomalaisiin piensijoittajiin.

Tässä tutkielmassa on pyritty parantamaan ymmärrystä käyttäytymistieteellisen rahoituksen tutkimuksen saamista tuloksista liittyen mielialan ja persoonallisuuksien vaikutuksiin piensijoittajien käyttäytymiseen. Tutkielman luotettavuutta arvioitaessa täytyy kuitenkin muistaa, että lopullisten tutkielmaan päätyneiden tieteellisten artikkeleiden valinta on perustunut pelkästään kirjoittajan omaan harkintaan.

### **4.3 Jatkotutkimusmahdollisuudet**

Mieliala ja persoonallisuudet vaikuttavat siis piensijoittajien käyttäytymiseen. Aihetta voisi tutkia enemmän monesta eri näkökulmasta, ja eri puolella maailmaa toteutetuilla empiirisillä tutkimuksilla olisi mahdollista lisätä tulosten yleistettävyyttä. Mielenkiintoista olisi esimerkiksi tutkia empiirisesti sitä, missä määrin tavalliset piensijoittajat ylipäättään ovat tietoisia käyttäytymistieteellisen rahoituksen tutkimuksesta, ja ottavatko he mielialaansa tai persoonallisuuttaan huomioon tehdessään sijoituspäätöksiä.

# LÄHDETUETTELO

## Kirjallisuus

- Akhtar, F., Thyagaraj, K. S., & Das, N. (2017). The impact of social influence on the relationship between personality traits and perceived investment performance of individual investors: Evidence from Indian stock market. *International Journal of Managerial Finance*, *14*(1), 130–148. <https://doi.org/10.1108/IJMF-05-2016-0102>
- Andrade, E. B. (2005). Behavioral Consequences of Affect: Combining Evaluative and Regulatory Mechanisms. *Journal of Consumer Research*, *32*(3), 355–362. <https://doi.org/10.1086/497546>
- Aumeboonsuke, V., & Caplanova, A. (2021). An analysis of impact of personality traits and mindfulness on risk aversion of individual investors. *Current Psychology*, 1–18. <https://doi.org/10.1007/s12144-021-02015-9>
- Baker, H. K., Kumar, S., & Goyal, N. (2019). Personality traits and investor sentiment. *Review of Behavioral Finance*, *13*(4), 354–369. <https://doi.org/10.1108/RBF-08-2017-0077>
- Baker, H. K., & Nofsinger, J. R. (2002). Psychological biases of investors. *Financial Services Review (Greenwich, Conn.)*, *11*(2), 97-.
- Banerjee, A. V. (1992). A simple model of herd behavior. *Quarterly Journal of Economics*, *107*(3), 797. <https://doi.org/10.2307/2118364>
- Barber, B. M., Odean, T., & Zhu, N. (2009). Do Retail Trades Move Markets? *The Review of Financial Studies*, *22*(1), 151–186. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn035>
- Barber, Brad M & Odean, Terrance. (2001). BOYS WILL BE BOYS: GENDER, OVERCONFIDENCE, AND COMMON STOCK INVESTMENT.: EBSCOhost. *The Quarterly journal of economics*, *116*(1), 261–292. <https://doi.org/DOI:10.1162/003355301556400>
- Borghans, L, Duckworth, A.L, Heckman, J, & ter Weel, B.J. (2008). The Economics and Psychology of Personality Traits.: EBSCOhost. *The Journal of human resources*, *43*(4), 972–1059. <https://doi.org/DOI:10.1353/jhr.2008.0017>
- Chay, J.-B., & Kim, W. (2018). Short-Term Trading Skills of Individuals, Institutions, and Foreigners: A New Approach Based on Relative Performance. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, *47*(5), 660–694. <https://doi.org/10.1111/ajfs.12234>
- Clark, G. L., Caerlewy-Smith, E., & Marshall, J. C. (2009). Solutions to the Asset Allocation Problem by Informed Respondents: The Significance of the Size-of-Bet and the 1/N Heuristic. *Risk Management and Insurance Review*, *12*(2), 251–271. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6296.2009.01166.x>
- Das, A. R. (2022). Trends in Behavioral Finance: A Literature Survey. *NMIMS Management Review*, *30*(1), 90–99. <https://doi.org/10.53908/NMMR.300105>
- DeBondt, W., Forbes, W., Hamalainen, P., & Gulnur Muradoglu, Y. (2010). What can behavioural finance teach us about finance? *Qualitative Research in Financial Markets*, *2*(1), 29–36. <https://doi.org/10.1108/17554171011042371>
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance (New York)*, *25*(2), 383-. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Fischer, K., & Lehner, O. M. (2021). Behavioral Finance Research in 2020: Cui Bono et Quo Vadis? *ACRN Journal of Finance and Risk Perspectives*, *10*(1), 54–76. <https://doi.org/10.35944/jofrp.2021.10.1.004>
- Forgas, Joseph P. (1995). Mood and Judgment: The Affect Infusion Model (AIM). *Psychological bulletin*, *117*(1), 39–66. <https://doi.org/DOI:10.1037/0033-2909.117.1.39>
- Foucault, T., Kozhan, R., & Tham, W. W. (2017). Toxic Arbitrage. *The Review of Financial Studies*, *30*(4), 1053–1094. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhw103>

- Grable, J. E., & Roszkowski, M. J. (2008). The influence of mood on the willingness to take financial risks. *Journal of Risk Research*, 11(7), 905–923. <https://doi.org/10.1080/13669870802090390>
- Han, A., & Chung, C. Y. (2013). Are individual investors less informed than institutional investors? Unique evidence from investor trading behaviours around bad mergers in Korean financial market. *Applied Economics Letters*, 20(12), 1145–1149. <https://doi.org/10.1080/13504851.2013.791012>
- Hirshleifer, D., & Shumway, T. (2003). Good Day Sunshine: Stock Returns and the Weather. *The Journal of Finance*, 58(3), 1009–1032. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00556>
- Isen, A. M. (1984). Toward understanding the role of affect in cognition. Teoksessa *Handbook of social cognition*, Vol 3. (ss. 179–236). Lawrence Erlbaum Associates Publishers.
- Isidore, R., & Arun, C. J. (2021). Risk Profiling of Secondary Equity Investors from the Chennai City of India Based on the Big Five Personality Model. *Copernican Journal of Finance & Accounting*, 10(4), 45–65. <https://doi.org/10.12775/CJFA.2021.014>
- Johnson, Eric J & Tversky, Amos. (1983). Affect, generalization, and the perception of risk. *Journal of personality and social psychology*, 45(1), 20–31. <https://doi.org/DOI: 10.1037/0022-3514.45.1.20>
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263–291. <https://doi.org/10.2307/1914185>
- Kim, C.-W., & Park, J. (1994). Holiday Effects and Stock Returns: Further Evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29(1), 145–157. <https://doi.org/10.2307/2331196>
- Kliger, D., & Kudryavtsev, A. (2014). Out of the blue: Mood maintenance hypothesis and seasonal effects on investors' reaction to news. *Quantitative Finance*, 14(4), 629–640. <https://doi.org/10.1080/14697688.2012.745646>
- Kostopoulos, D., & Meyer, S. (2018). Disentangling investor sentiment: Mood and household attitudes towards the economy. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 155, 28–78. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2018.08.003>
- Kourtidis, D., Šević, Ž., & Chatzoglou, P. (2016). Mood and stock returns: Evidence from Greece. *Journal of Economic Studies*, 43(2), 242–258. <https://doi.org/10.1108/JES-09-2014-0158>
- Kudryavtsev, A. (2017). "I' Ll Think About It Tomorrow": Price Drifts Following Large Pre-Holiday Stock Price Moves. *Review of Finance & Banking*, 9(2), 7–26.
- Kudryavtsev, A. (2018). Holiday effect on stock price reactions to analyst recommendation revisions. *Journal of Asset Management*, 19(7), 507–521. <https://doi.org/10.1057/s41260-018-0095-6>
- Lepori, G. M. (2015). Investor mood and demand for stocks: Evidence from popular TV series finales. *Journal of Economic Psychology*, 48, 33–47. <https://doi.org/10.1016/j.joep.2015.02.003>
- Lintner, J. (1965). The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13–37. <https://doi.org/10.2307/1924119>
- Markowitz, H. (1952). PORTFOLIO SELECTION. *The Journal of Finance (New York)*, 7(1), 77–91. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x>
- McAdams, D. P. (1992). The Five-Factor Model in Personality: A Critical Appraisal. *Journal of Personality*, 60(2), 329–361. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6494.1992.tb00976.x>
- Mossin, J. (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market. *Econometrica*, 34(4), 768–783. <https://doi.org/10.2307/1910098>
- Moueed, A., Hunjra, A. I., & Yang, Z. (2020). Use anger to guide your stock market decision-making: Results from Pakistan. *Cogent Economics & Finance*, 8(1), 1–20. <https://doi.org/10.1080/23322039.2020.1733279>
- Sahi, S. K., Arora, A. P., & Dhameja, N. (2013). An Exploratory Inquiry into the Psychological Biases in Financial Investment Behavior. *Journal of Behavioral Finance*, 14(2), 94–103. <https://doi.org/10.1080/15427560.2013.790387>
- Salminen, A. (2011). Mikä kirjallisuuskatsaus? Johdatus kirjallisuuskatsauksen. -opetusjulkaisu.



Vaasan yliopiston julkaisu, Opetusjulkaisu 62.

- Sarwar, D., Sarwar, B., Raz, M. A., Khan, H. H., Muhammad, N., Azhar, U., Zaman, N. uz, & Kasi, M. K. (2020). Relationship of the Big Five Personality Traits and Risk Aversion with Investment Intention of Individual Investors. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(12), 819–829. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no12.819>
- Sharpe, W. F. (1964). CAPITAL ASSET PRICES: A THEORY OF MARKET EQUILIBRIUM UNDER CONDITIONS OF RISK. *The Journal of Finance (New York)*, 19(3), 425–442. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>
- Shefrin, H. (2001). Behavioral Corporate Finance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3), 113–126. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2001.tb00443.x>
- Shefrin, H., & Statman, M. (1985). The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence. *Journal of Finance (Wiley-Blackwell)*, 40(3), 777–790. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb05002.x>
- Shi, W., Connelly, B. L., Hoskisson, R. E., & Ketchen, D. J. (2020). Portfolio Spillover of Institutional Investor Activism: An Awareness–Motivation–Capability Perspective. *Academy of Management Journal*, 63(6), 1865–1892. <https://doi.org/10.5465/amj.2018.0074>
- Simon, H. A. (2000). Bounded rationality in social science: Today and tomorrow. *Mind & Society*, 1(1), 25–39. <https://doi.org/10.1007/BF02512227>
- Stoffman, N. (2014). Who trades with whom? Individuals, institutions, and returns. *Journal of Financial Markets (Amsterdam, Netherlands)*, 21, 50–75. <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2014.08.002>
- Strydom, M., Scally, A., & Watson, J. (2019). Impact of mood and gender on individual investors' reactions to retractions and corrections of earnings forecasts. *Applied Economics*, 51(9), 941–955. <https://doi.org/10.1080/00036846.2018.1524125>
- Tauni, M. Z., Rao, Z.-R., Fang, H., Mirza, S. S., Memon, Z. A., & Jebran, K. (2017). Do investor's Big Five personality traits influence the association between information acquisition and stock trading behavior? *China Finance Review International*, 7(4), 450–477. <https://doi.org/10.1108/CFRI-06-2016-0059>
- Tauni, M. Z., Yousaf, S., & Ahsan, T. (2020). Investor-advisor Big Five personality similarity and stock trading performance. *Journal of Business Research*, 109, 49–63. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.10.055>
- Thaler, R. H. (1999). Mental accounting matters. *Journal of Behavioral Decision Making*, 12(3), 183–206. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1099-0771\(199909\)12:3<183::AID-BDM318>3.0.CO;2-F](https://doi.org/10.1002/(SICI)1099-0771(199909)12:3<183::AID-BDM318>3.0.CO;2-F)
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases: Biases in judgments reveal some heuristics of thinking under uncertainty. *Science (American Association for the Advancement of Science)*, 185(4157), 1124–1131. <https://doi.org/10.1126/science.185.4157.1124>
- Verma, R., & Verma, P. (2008). Are survey forecasts of individual and institutional investor sentiments rational? *International Review of Financial Analysis*, 17(5), 1139–1155. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2007.04.001>
- Von Neumann, J., & Morgenstern, O. (1944). *Theory of games and economic behavior* (ss. xviii, 625). Princeton University Press.

## Muut lähteet

- Euroclear (2022). Kotitalousomistajat. Viitattu 17.11.2022.  
<https://www.euroclear.com/finland/fi/statistics/archieve.html>