

Essays on investors' trading policy around interim earnings announcements in a thinly traded securities market

KTL Markku Vierun laskentatoimen väitöskirja "Essays on Investors' Trading Policy around Interim Earnings Announcements in a Thinly Traded Securities Market" (Sijoittajien kaupankäyntikäyttäytyminen osavuosituloksen julkistamisen yhteydessä ohuilla osakemarkkinoilla) tarkastettiin 11.8.2000 Oulun yliopiston taloustieteiden tiedekunnassa. Vastaväittäjänä toimi professori Teppo Martikainen Helsingin kauppakorkeakoulusta ja kustoksena oli professori Jukka Perttunen Oulun yliopistosta.

Sijoittajien kaupankäynti-käyttäytyminen osavuosi-tuloksen julkistamisen yhteydessä ohuilla osakemarkkinoilla

Kaksi viikkoa sitten useat sijoittajat, analytikot ja taloustoimittajat valmistautuivat kuka enemmän, kuka vähemmän jännittynein mielin seuraamaan Nokian osavuosituloksen julkistamista ja sitä miten osakemarkkinat ottavat julkaistun tiedotteen vastaan. Julkistettu puolivuositulos oli Nokian historian paras, mutta tiedotteeseen sisällyttynyt ilmoitus loppuvuoden ennakoitua heikommasta tuloksesta syöksi Nokian kurssin vauhdilla ensin Helsingissä yli 15 % ja myöhemmin New Yorkissa yli 25 % suuruiseen kurssilaskuun. Samalla Helsingin Pörssissä vaihdettiin uutisen julkistamisen jälkeen 3 tunnin aikana ennätyksellinen määrä yli 13 miljardilla markalla Nokia osakkeita lähes 10 000 yksittäisessä kaupassa, mikä tarkoittaa keskimäärin yhtä kauppaa sekunnissa keskimääräisen kaupan koon ollessa yli miljoonan markan suuruinen. Kaupankäynti oli normaalivaihtoon verrattuna monikymmenkertaista.

Jo vuosikymmenten ajan eräs kiinnostavimpia kysymyksiä alan tutkijoiden, sijoituspäätöksiä tekevien ammattilaisten ja alan harrastajien keskuudessa on ollut miten sijoittajat reagoivat julkistettuun uutiseen. Vastauksia tähän kysymykseen on haettu eri suunnilta. Ääripäissään reaktion ajatellaan olevan sijoittajan rationaalisen toiminnan tulos tai pelkästään markkinapsykologiaa.

Rahoituskirjallisuudessa mainituissa ihanneoloissa osakkeelle markkinoilla muodostuva hinta heijastaa täydellisesti ja välittömästi kaikkea sitä tietoa, joka on välttämätöntä osakkeen oikean hinnan muodostumisen kannalta. Osakkeen hinta saadaan diskonttaamalla tulevat kassavirtaodotukset riskisopeutetulla tuottovaatimuksella nykyhetkeen. Julkistettu uutinen, esimerkiksi osavuosituloksen julkistaminen, vaikuttaa sijoittajien kassavirtaodotuksiin ja tuottovaatimukseen, mikä heijastuu puolestaan osakkeen hintaan. Kuitenkaan kassavirtaodotukset ja tuottovaatimus eivät ole suoraan havaittavissa eikä osakkeen oikeaa hintaa siten myöskään voida mekaanisesti laskea. Kun markkinoilla on ammattitaidoiltaan ja resurseintaan erilaisia sijoittajia ja kaupankäynnin kohteena olevat yritykset ovat toimintoiltaan erilaisia, syntyy erilaisia käsityksiä osakkeen oikeasta arvosta. Jos tutkijat ovat olleet valmiita esittämään tulkintoja osakkeen hintareaktion syistä, samaa rohkeutta ei yleensä ole ollut, kun kaupankäynnin määrän eli volyymin syitä on pohdittu. Tämä johtuu osin siitä, että volyymin selittävät teoreettiset mallit ovat huomattavasti monimutkaisempia konstruoida. Toisaalta osakkeen hinta- ja tuottotarkasteluilla on ollut rahoituksen ja laskentatoimen tutkimuksessa keskeinen asema. Volyymitutkimukset ovat lisääntyvässä määrin virinneet vasta 1980-luvun lopulla.

Vaikka kurssi- ja volyyminmuutokset näyttävät tavallisesti kehittyvän julkistamisten yhteydessä absoluuttisessa mielessä samaan suuntaan, ei tutkijoiden mukaan kuitenkaan voida ajatella, että ne kuvastaisivat samaan taloudellista ilmiötä. Jo vuonna 1968 Beaver esitti käsityksen näiden eroista. Hänen mukaansa osakkeen hinnan muutos kuvastaa sijoittajien aggregoitua reaktiota julkistettuun uutiseen, kun taas volyymin kuvastaa yksittäisten sijoittajien käsitysten muuttumista julkistetun uutiseen seurauksena. Vaikka kaupankäynnin taustalla voivat olla myös mm. likviditeetti-, ja verotussyyt, sekä riskitason ylläpito- ja diversifiointisyyt, hänen mukaansa volyymin kasvu kuvastaa sijoittajien välisiä käsityseroja osakkeen oikeasta hinnasta. Kaupankäyntimäärät lisääntyvät julkistamisten yhteydessä, koska sijoittajat tulkitsevat raporttia eri tavoin. Tulkintaerojen häivyttyä volyymin tasoittuu takaisin normaalitasolle.

Markkinapaikan luotettavuuden kannalta on ensiarvoisen tärkeää, että sijoittajilla on käytettävissään yhtäläistä ja ajantasaista sekä riittävää ja oikeaa tietoa noteeratusta yrityksestä ja sen tuloksentuottamiskyvystä. Arvopaperimarkkinalaissa on säädetty tästä tiedonantovelvollisuudesta. Noteeratulla yrityksellä on velvollisuus julkistaa sitä itseään tai sen osaketta koskeva informaatio samanaikaisesti pörssin ja keskeisten tiedotusvälineiden välityksellä. Jotta yksittäiset sijoittajat kykenisivät nopeasti arvioimaan julkistetun informaation vaikutuksen osakkeen hintaan, tulee informaation olla esitystavaltaan sellaista, että se ei tarpeettomasti vaikeuta johtopäätösten tekoa tai johdata sijoittajia harhaan. Mitä vähemmän tulkintaa ja arvailuja tarvitaan, sitä rationaalisemmin markkinat käyttäytyvät. Selkeä ja avoin tiedottaminen niin hyvien kuin myöskin huonojen uutisten yhteydessä on parasta tiedottamispolitiikkaa, sillä se helpottaa

markkinoiden työtä ja poistaa sijoittajien kokemaa epävarmuutta tukien siten osakkeen arvon kehitystä. Tulkintavaikkeudet synnyttävät toisistaan poikkeavia käsityksiä uutisen merkityksestä ja hidastavat volyymin palautumista normaalille tasolle. Väitöskirjaksi aiotussa tutkimuksessa on selvitetty empiiristen menetelmien avulla sitä, miten osavuosituloksen julkistaminen vaikuttaa sijoittajien kaupankäyntiin suomalaisilla osakemarkkinoilla. Tutkimus tuo uutta tietoa ja vahvistaa lähinnä amerikkalaisilla osakemarkkinoilta saatuja teoreettisia ja empiirisiä tuloksia siitä, miten sijoittajat käyttäytyvät, kun ennakkoon tiedossa olevasta julkistamisesta tiedotetaan markkinoille.

Tutkimus koostuu kolmesta itsenäisestä artikkelista. Ensimmäisessä artikkelissa selvitettiin volyymin kasvun lisääntymisen syitä käyttäen hyväksi Kim ja Verrecchian vuonna 1991 kehittämää teoreettista mallia, joka pohjautuu Beaverin vuonna 1968 esittämään käsitykseen volyymin kasvun syistä. Mallin mukaan volyymin lisääntyminen on selitettävissä uutisen aiheuttamalla absoluuttisella kurssimuutoksella ja sijoittajien välisellä informaation epäsymmetrialla. Kurssimuutos kuvastaa uutisen yllätyksellisyyttä ja informaation epäsymmetria kertoo sijoittajien käsityseroista liittyen julkistettavaan uutiseen. Niin sanotut informoidut sijoittajat, joiden käsitysten mukainen julkistettu uutinen on, eivät pidä uutista kovin informatiivisena, eivätkä siten koe tarvetta ryhtyä transaktioitomiin. Kun taas osa sijoittajista, niin sanotut ei-informoidut, kokevat uutisen yllätyksenä ja näkevät kaupankäyntitarvetta. Mallin mukaan julkistaminen synnyttää volyymireaktion vain, jos julkistaminen muuttaa osakkeen hintaa ja sijoittajien välillä on käsityseroja uutisesta ennen sen julkistamista. Jos toinen näistä puuttuu esim. sijoittajien väliset käsityserot osakkeen hinta voi muuttua, mutta ilman erityistä volyymireaktiota.

Mallin empiirisessä testauksessa sijoittajien välisiä käsityseroja mitattiin Startel/Taloussanomien kokoamien ja sen markkinaosapuolille ennen julkistamista välittämien analyttikoiden tulosten vaihteluvälin avulla. Kurssireaktiota mitattiin ns. Sharpen markkinamallin avulla, jossa otettiin osakkeen kaupankäynnin ohuus tuottohavainnon heteroskedastisuutta aiheuttavana tekijänä lisäksi huomioon. Havaintoaineistona olivat kaikki osavuosikatsaukset, joista oli saatavilla analyttikoiden tulosten vaihteluväli vuodesta 1991 vuoden 1996 loppuun saakka. Empiirinen aineisto muodostui 21 yrityksen julkistamista 118 osavuosikatsauksen. Tulokset tukivat Kim ja Verrecchian teoreettista mallia. Tulosten mukaan kaupankäynnin lisääntymiseen näytti vaikuttavan toisaalta osavuosituloksen yllätyksellisyys, joka ilmenee osakkeen kurssimuutoksena ja toisaalta sijoittajien väliset käsityserot osavuosikatsauksen tulossisällöstä. Pitkäkestoinen kaupankäynnin lisääntyminen näkyi erityisen selkeästi positiivisten uutisten jälkeen, kun taas negatiivisten uutisten jälkeen volyymi laski nopeasti julkistamista edeltävälle tasolle.

Toisessa artikkelissa selvitettiin miten osavuosikatsauksen julkistaminen vaikuttaa kaupankäynnin ajoittumiseen pörssipäivän aikana. Kirjallisuudessa on kehitetty teoreettisia malleja, joiden avulla on kyetty löytämään selityksiä sille, miksi volyymi on taipuvainen keskittymään lähemmäksi pörssin avautumista ja sulkeutumista kuin pörssipäivän keskivaiheille. Keskittymisilmiö on tuttu myös Helsingin Pörssissä. Mallien mukaan volyymin keskittyminen johtuu yksinkertaistaen sijoittajien kyvyttömyydestä käydä kauppaa pörssin ollessa kiinni sekä siitä, että markkinoilla on riskinsietokyvyltään, ammattitaidoiltaan tai sijoitushorisontiltaan erilaisia sijoittajia. Preferenssien poiketessa sijoittajien välillä on eroja sietää yönaikaista riskiä. Vastaavasti markkinoiden ollessa kiinni osa sijoittajista käyttää ajan tehokkaasti ja perehtyy tuoreimpiin markkinatapahtumiin ja on valmis hyödyntämään näkemystään heti markkinoiden avautumisen jälkeen.

Artikkelissa on sovellettu näitä malleja osavuosikatsauksen julkistamisten yhteyteen, jolloin on kyetty luomaan hypoteesi siitä, miten osavuosikatsauksen ennalta tiedossa oleva julkistaminen vaikuttaa kaupankäynnin ajoittumiseen pörssipäivänä. Sijoittaja pyrkii viivyttämään kaupantekoaan ennen osavuosikatsauksen julkistamista, jotta viimeisinkin saatavilla oleva informaatio kyettäisiin ottamaan huomioon. Toisaalta sijoittaja pyrkii suojautumaan yönaikaiselta riskiltä ja toteuttaa riskiä hajauttavat kaupat lähempänä pörssin sulkeutumista. Vastaavasti kaupankäynti alkaa julkistamisen jälkeisinä päivinä tavanaomaista vilkkaammin, sillä markkinaosapuolet ovat rohkeampia aloittamaan kaupankäynnin osavuosikatsauksen perusteellisemmän analysoinnin jälkeen.

Käytetty havaintoaineisto käsitti samat 118 osavuosikatsauksen julkistamista kuin ensimmäisessä artikkelissa. Pörssipäivä jaettiin 10Ejaksoon pörssin avautumisesta sen sulkeutumiseen. Julkistamisen aiheuttamaa muutosta jakson suhteellisessa kaupankäyntiaktiivisuudessa verrattiin jakson tavanomaiseen osuuteen. Kaupankäyntiaktiivisuutta mitattiin osakkeen kappalemääräisellä vaihdolla ja yksittäisten transaktioiden määrällä. Tulosten mukaan julkistamista edeltävinä päivinä kaupankäyntiaktiivisuus näytti ajoittuvan keskimäärin lähemmäksi pörssin sulkeutumista kuin tavanomaisena pörssipäivänä. Tämä siirtyminen näyttää olevan jossain määrin voimakkaampaa, mikäli analyttikoilla on suuria näkemyseroja osavuosikatsauksen tulossisällöstä. Osa sijoittajista pyrki näin suojautumaan yönaikaiselta riskiltä ennen markkinoiden sulkeutumista. Vastaavasti julkistamisen jälkeisenä päivänä osakekaupat näyttäisivät ajoittuvan jossain määrin lähemmäksi pörssin avautumista kuin "normaalina" pörssipäivänä.

Viimeisessä artikkelissa selvitettiin osavuositarkastuksen julkistamisen vaikutuksia suurten osakekauppojen pysyvään hintavaikutukseen. Aikaisemmissa tutkimuksissa pysyvällä hintavaikutuksella on mitattu informaation epäsymmetrian suuruutta. Koska ammattimaisten salkunhoitajien, niin sanottujen suursijoittajien uskotaan kykenevät tekemään keskimääräistä parempia arvioita osakkeen oikeasta hinnasta, suursijoittajien toimia tarkkaillaan ja seuraillaan markkinoilla. Ennen osavuositarkastuksen julkistamista sijoittajien keskuudessa voi olla hyvinkin poikkeavia näkemyksiä osavuositarkastuksen informaatioisällöstä. Tätä indikoi analyttikoiden tulosten suuri vaihteluväli. Osavuositarkastuksen julkistaminen paljastaa informaatioisällön ja jos tulkintaeroja ei synny ammattimaiset salkunhoitajat menettävät hetkellisesti informaatioetunsa. Tämän tulisi johtaa suurten ja pienten osakekauppojen välisen pysyvän hintavaikutuseron poistumiseen. Koska ammattimaisten salkunhoitajien analysointitaidot ovat yleisesti ottaen paremmat, informaatioetu ei kokonaisuudessaan poistu.

Tutkimusaineisto koostui viimeisessä artikkelissa 432 osavuositarkastuksen julkistamisesta vuosilta 1993-1997. Pysyvä hintavaikutus mitattiin aikaisempien tutkimusten mukaisesti vertaamalla hintatasoa nostavaa, niin sanottua uptick- kauppaa, sitä edeltävän ja seuraavaan kaupan hintatasoon. Vastaavasti tehtiin myös hintatasoa laskevan, niin sanotun downtick-kaupan, kohdalla. Koska yksittäisen kaupan signaaliarvo vähenee kaupankäynnin ollessa vähäistä, asetettiin kaupankäynnin vilkkaukselle omat vaatimukset. Tulosten mukaan suurten osakekauppojen, joiden siis oletetaan edustavan ammattimaisten salkunhoitajien toimeksiantoja, hintataso ennen osavuosituloksen julkistamista viestittää muille sijoittajille enemmän kuin vastaavat kaupat julkistamisen jälkeen. Näin ollen julkistaminen hetkellisesti vähentää sijoittajien taipumusta seuralla omissa kaupoissaan suursijoittajien aikaisemmin käyttämää hintaa. Julkistaminen siis vähensi informaation epäsymmetriaa sijoittajien väliltä. Erityisen selvästi seurailminen laski hintatasoa nostavien kauppojen yhteydessä. Tulos on tulkittavissa siten, että sijoittajat käyttävät julkistettua uutista toimeksiantojensa perustana, mikä vähentää sijoittajien taipumusta seurata suursijoittajien toimia.