



**TURUN
YLIOPISTO**
Kauppakorkeakoulu

Yliluottamusharha yksityissijoittajien ja yritysjohton toiminnassa

Yli-itsevarmuuden ja asiantuntijuuden yhteys taloudellisessa päätöksenteossa?

Laskentatoimen ja rahoituksen
kandidaatintutkielma

Laatija:
Aku Raulos

Ohjaaja:
KTT Mikko Kepsu

28.11.2024
Turku

Turun yliopiston laatujärjestelmän mukaisesti tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck -järjestelmällä.

Kandidutkielma

Oppiaine: Laskentatoimi ja rahoitus

Tekijä: Aku Raulos

Otsikko: Yliluottamusharha yksityissijoittajien ja yritysjohtajien toiminnassa

Ohjaaja: KTT Mikko Kepsu

Sivumäärä: 42 sivua

Päivämäärä: 28.11.2024

Tutkielma käsittelee yliluottamusharhan aiheuttaman yli-itsevarmuuden vaikutuksia yksityissijoittajien ja yritysjohtajien taloudellisessa päätöksenteossa. Yksityissijoittajien osalta tarkastellaan erityisesti heidän tekemiään sijoituspäätöksiä, kun taas yritysjohtajien näkökulmasta syvennytään heidän investointihankkeisiinsa, keskittyen erityisesti yrityskauppoihin ja -järjestelyihin. Näitä aihealueita on käsitelty kirjallisuudessa paljon erikseen, mutta niiden välisen yhteyden tarkastelu ei ole vielä tutkittu alue. Ammattilaisten päätöksentekoa on vertailtu muihin kohderyhmiin aikaisemminkin, mutta näitä vertailuja ei ole tehty kattavasti yliluottamusharhan taloudellisten vaikutusten näkökulmasta.

Nykyajan epävarmassa taloudellisessa ympäristössä markkinatoimijoiden päätöksenteko on entistäkin ajan-kohtaisempi ja tärkeämpi aihe, koska markkinaosapuolet joutuvat tekemään päätöksiä kasvaneen epävarmuuden vallitessa. Geopoliittiset konfliktit tuovat markkinoille epävarmuutta, minkä takia esimerkiksi lisääntynyt riskinotto tai investointiaktiivisuus voi johtaa merkittäviin taloudellisiin tappioihin. Tämän takia on entistä tärkeämpää osata ymmärtää ja tunnistaa kognitiivisten vinoumien, kuten yliluottamusharhan, aiheuttamat vaikutukset.

Tutkielma on toteutettu kirjallisuuskatsauksena ja sen tavoitteena on tunnistaa yksityissijoittajien ja yritysjohtajien yli-itsevarman taloudellisen toiminnan välinen yhteys sekä analysoida heidän välisiään eroja ja ristiriitoja. Tutkielman taustalla on hyödynnetty useita merkittäviä psykologisia ja behavioristisen rahoituksen tutkimuksia, joiden avulla on pyritty kartoittamaan johtajien ja sijoittajien irrationaalista käyttäytymistä. Tutkielman tavoitteena on lisäksi käsitellä yritysjohtajien asiantuntijuutta ja sitä, miten se mahdollisesti erottaa heidän päätöksentekonsa kokemattommista sijoittajista.

Yritysjohtajat ovat usein alansa asiantuntijoita ja ammattilaisia, minkä takia heidän päätöksentekoaan voidaan lähtökohtaisesti pitää muita rationaalisempina. Asiantuntijuus ei kuitenkaan estä kognitiivisten vinoumien ilmentymistä, sillä ammattilaiset saattavat olla niille ajoittain jopa muita alttiimpia. Silloin, kun tulevaisuuden ennustettavuus on korkealla tasolla, asiantuntijat tekevät pääosin muita parempia ennusteita. Kuitenkin epävarmoissa olosuhteissa he nojaavat liikaa omaan tietämykseensä, mikä voi johtaa erittäin vahingollisiin päätöksiin. Asiantuntijoiden vertailu tavallisiin ihmisiin on ajankohtainen ja tärkeä aihe, sillä ammattilaiset saattavat nykyhetken epävarmoissa olosuhteissa tehdä jopa irrationaalisempia päätöksiä kuin muut. Lisäksi yli-itsevarmat johtajat voivat tehdä omistaja-arvoa heikentäviä päätöksiä, minkä takia tutkielmassa käsitellään johtajien ja osakkeenomistajien välistä mahdollista intressiristiriitaa päämies-agentti-ongelman kautta.

Tutkielman johtopäätöksenä havaitaan, että yliluottamusharha muodostaa yksityissijoittajien ja yritysjohtajien taloudellisen toiminnan välille vahvan yhteyden, vaikka heidän toiminnassaan ilmenee myös useita erityispiirteitä ja eroavaisuuksia. Lisäksi yliluottamusharhan aiheuttamien positiivisten vaikutusten laajuus riippuu yksilön liiallisen itsevarmuuden tasosta. Tämän takia yli-itsevarmuus voi olla sekä positiivinen että negatiivinen tekijä. Varsinkin maltillinen yli-itsevarmuus voi johtaa sekä optimistisiin että optimaalisiin taloudellisiin päätöksiin, mutta hallitsemattomana se usein lisää riskialttiiden päätösten, liiallisten investointi- ja sijoitusmäärien sekä alempien odotettujen tuottojen todennäköisyyttä. Tämän takia sen negatiivisten vaikutusten hallitseminen voisi tuoda yrityksille merkittäviä etuja. Kolmantena johtopäätöksenä huomataan, että yliluottamusharha voi vaikuttaa merkittävästi yritysjohtajien ja osakkeenomistajien väliseen päämies-agentti-suhteeseen. Vaikka yli-itsevarmat johtajat saattavat tehdä omistajien edun vastaisia päätöksiä, he kuitenkin aidosti pyrkivät kasvattamaan yrityksen arvoa pitkällä aikavälillä. Tämän takia mahdollinen intressiristiriita voi johtua motivaation puutteen sijaan pikemminkin siitä, että taloudellisten päätösten lopputulokset saattavat poiketa yhteisistä tavoitteista.

Avainsanat: yliluottamusharha, yli-itsevarmuus, sijoitus- ja investointipäätökset, kognitiiviset vinoumat

SISÄLLYS

1	Johdanto	5
1.1	Johdatus tutkielman aiheeseen	5
1.2	Tutkielman tavoite ja rajaukset	7
1.3	Tutkielman menetelmä ja rakenne	8
2	Yli-itsevarmat yksityissijoittajat	10
2.1	Liiallisen itsevarmuuden syntyminen	10
2.2	Yliluottamusharhan vaikutukset sijoituspäätöksiin	11
2.3	Henkilökohtaisten piirteiden merkitys itsevarmuuden kehittymisessä	14
3	Yliluottamusharha yritysjohdossa	16
3.1	Yli-itsevarmojen johtajien investointipäätökset	16
3.2	Yritysjohtajien henkilökohtaiset piirteet	19
3.3	Miksi yli-itsevarmoja johtajia palkataan?	21
3.3.1	Päämies-agentti-ongelma	21
3.3.2	Yli-itsevarmojen johtajien mahdolliset hyödyt	24
4	Yksityissijoittajien ja yritysjohtajien yhteys	26
4.1	Asiantuntijuuden vaikutus yli-itsevarmuuteen	26
4.2	Havaitut yhtäläisyydet	27
4.3	Havaitut erot ja ristiriidat	30
5	Tutkielman johtopäätökset ja arviointi	33
6	Yhteenveto	37
	Lähteet	38

1 Johdanto

1.1 Johdatus tutkielman aiheeseen

Klassisen rahoitusteorian mallit perustuvat pitkälti oletuksille siitä, että markkinat toimivat tehokkaasti ja markkinaosapuolet tekevät rationaalisia päätöksiä. Markkinatoimijoiden oletetaan tekevän jatkuvasti riskituottosuhteen optimoivia päätöksiä, jotka maksimoivat heidän odotetun hyötynsä. (ks. Markowitz 1952; Modigliani & Miller 1958; Fama 1970.) Markkinoilla toimijat tekevät kuitenkin harvoin täysin rationaalisia päätöksiä, sillä heidän päätöksentekoonsa vaikuttavat erilaiset heuristit, jotka yksinkertaistavat todennäköisyyksien arviointia ja ennustamista. Tämä voi toisaalta nopeuttaa päätöksentekoa, mutta voi samalla johtaa myös irrationaalsiin päätöksiin ja vakaviin, systemaattisiin virheisiin. (Kahneman & Tversky 1974, 1124.) Lisäksi Kahneman ja Tversky (1979) esittävät prospektiteoriassaan, että ihmisten päätöksenteko poikkeaa merkittävästi taloustieteen perinteisistä oletuksista, sillä siihen vaikuttavat monet psykologiset tekijät, kuten preferenssit ja kognitiiviset vinoumat. Tämän seurauksena ihmiset tekevät usein päätöksiä, jotka eivät ole taloudellisesti optimaalisia.

Psykologiset tutkimukset osoittavat, että ihmiset ovat yli-itsevarmoja omista kyvyistään ja tulevaisuutensa näkymistä. Tilanteissa, joihin liittyy sekä riskiä että taitoa, selkeä enemmistö ihmisistä kokee olevansa keskiarvoa taidokkaampia ja vähemmän riskialttiita (Svenson 1981, 146). Liiallinen itsevarmuus heijastuu myös taloudellisissa päätöksissä, joissa yksilöt yliarvioivat menestyksensä mahdollisuuksia, jos tuotot riippuvat heidän omista kyvyistään (Camerer & Lovallo 1999, 314). Tällaiseen liialliseen optimistisuuteen voi johtaa esimerkiksi attribuutioharha, jossa onnistumiset mielletään omana ansiona ja epäonnistumiset perustellaan ulkoisilla tekijöillä (Langer & Roth 1975, 951). Tällöin onnistuneet sijoitus- ja investointipäätökset voidaan ajatella omien taitojen ansioksi, kun taas epäonnistuneet päätökset perustellaan esimerkiksi huonona tuurina.

Yksi merkittävimmistä ja tutkituimmista taloudelliseen päätöksentekoon vaikuttavista kognitiivisista vinoumista on yliluottamusharha (overconfidence bias), jonka seurauksena ihmiset esimerkiksi yliarvioivat tietämystään, kykyjään ja informaationsa paikkansapitävyyttä eli he ovat yli-itsevarmoja. Yliluottamusharha vaikuttaa merkittävästi markkinaosapuolien investointi- ja päätöksentekoprosesseihin esimerkiksi lisäämällä heidän sijoitus- ja investointiaktiivisuuttaan ja riskinottoaan (Barber & Odean 2000, 800; Pikulina ym. 2017, 190). Yliluottamusharhan piirteet voivat vaikuttaa merkittävästi esimerkiksi yritysjohton tekemisiin yritysostopäätöksiin. Liian itsevarmat johtajat saattavat esimerkiksi toteuttaa nettonykyarvoltaan (NNA) kannattamattomia projekteja ja puolestaan hylätä NNA-

positiivisia investointeja omien ylioptimististen näkemystensä pohjalta (Heaton 2002, 43; Malmendier & Tate 2005, 2662). Vaikka yritysjohtajien tehtävänä on maksimoida omistaja-arvo, yli-itsevarmat toimitusjohtajat yliarvioivat kykynsä luoda lisäarvoa, mikä voi johtaa arvoa tuhoaviin yrityskauppoihin ja -järjestelyihin (Doukas & Petmezas 2007, 532; Malmendier & Tate 2008, 20). Lisäksi yli-itsevarmat ja riskihakuiset johtajat maksavat osakkeenomistajille vähemmän osinkoja (Deshmukh ym. 2013, 461; Caliskan & Doukas 2015, 40). Jos yritysjohto toimisi osakkeenomistajien edun parhaaksi, heidän tekemiensä yritysostojen tulisi lisätä omistajien varallisuutta. Historiallisesti yritysostot toteuttavien yritysten osakkeenomistajat ovat kuitenkin voineet jopa menettää varallisuuttaan kauppajen seurauksena (Roll 1986, 213; Andrade ym. 2001, 118; Moeller ym. 2005, 758; Malmendier ym. 2018, 3240). Yrityskaupat liittyvät usein merkittäviin ja pysyviin palkkioiden korotuksiin (Yim 2013, 250), minkä takia yritysjohtajilla saattaa olla näissä hankkeissa motiivina omat etunsa yrityksen edun sijaan, mikä voi johtaa omistajaedun vastaisiin päätöksiin. Tästä huolimatta yli-itsevarmoja henkilöitä palkataan todennäköisemmin yritysjohtoon (Goel & Thakor 2008, 2771).

Markkinaosapuolien irrationaalinen päätöksenteko on erittäin ajankohtainen aihe nykyisessä taloudellisessa ympäristössä, jossa epävarmuus on kasvanut merkittävästi esimerkiksi koronaviruspandemian, Venäjän hyökkäyssodan Ukrainaan sekä Gazan sodan seurauksena. Näiden konfliktien vaikutukset talouteen, esimerkiksi energiakriisien ja toimitusketjujen häiriöiden kautta, lisäävät globaalin talouden haavoittuvuutta. Sekä yksityishenkilöt että yritysjohtajat joutuvat tekemään päätöksiä epävarmuuden vallitessa, jolloin tulevaisuuden näkymät voivat olla erittäin arvaamattomia. Tällaisissa olosuhteissa yli-itsevarmuus voi johtaa riskialttiisiin ja ylioptimistisiin investointeihin sekä strategiisiin virhearvioihin, jotka voivat aiheuttaa merkittäviä taloudellisia tappioita ja jopa vaarantaa yritysten pitkän aikavälin selviytymisen.

Aiempi kirjallisuus on tarkastellut sijoittajia ja johtajia pääosin erillisinä ryhminä, minkä takia tämän tutkielman tarkoituksena on verrata näitä kahta ryhmää keskenään, jotta heidän yli-itsevarman toimintansa yhteiset ja erilliset piirteet pystyttäisiin tunnistamaan. Eri osapuolet eivät välttämättä vaikuta yli-itsevarmallalla toiminnallaan markkinoihin samalla tavalla, minkä takia pelkästään yhden ryhmän tarkastelu ei usein riitä tarjoamaan kokonaiskuvaa heidän markkinakäyttäytymisestään (Odean 1998, 1888). Yritysjohtajien taloudelliset valinnat, kuten erilaiset investointi- ja osinkopäätökset, voivat ohjata merkittävästi sijoittajien markkinakäyttäytymistä. Toisaalta myös yksityissijoittajien kollektiivinen toiminta voi vaikuttaa yrityksen osakekurssiin ja siten myös mahdollisesti yritysjohtajien päätöksentekoon. (Andrade ym. 2001, 109–111; Moeller ym. 2005, 781; Deshmukh ym. 2013, 462.) Tämän takia yliluottamusarhan vaikutuksia tarkastellessa on tärkeää ottaa huomioon useamman markkinaosapuolen käyttäytyminen ja vuorovaikutus. Tämä laajentaa näkemystä siitä, miten eri

irrationaaliset toimijat voivat vaikuttaa toistensa päätöksiin ja markkinoiden toimintaan. Näiden ryhmien yliluottamusharhan vaikutusten mahdollisen yhteyden ymmärtäminen auttaa selittämään, miten heidän irrationaalinen toimintansa voi vaikuttaa markkinoilla. Lisäksi ryhmien yli-itsevarman toiminnan vertailun avulla voidaan tunnistaa yhdistäviä toimintatapoja, mikä voi auttaa kehittämään menetelmiä, jotka voivat mahdollisesti hillitä irrationaalisen päätöksenteon negatiivisia vaikutuksia.

Yritysjohtajia voidaan pitää heidän kokemuksensa ja valta-asemansa takia lähtökohtaisesti taitavampina, asiantuntevampina ja rationaalisempina kuin yksityissijoittajia. He saattavat kuitenkin altistua samoille kognitiivisille vinoumille kuin kokemattomamat sijoittajat. Yli-itsevarmuus ei ole vain yksityissijoittajien haasteena, vaan se voi vaikuttaa samalla tavalla myös kokeneisiin johtajiin, joiden päätöksenteko ajoittain heijastaa samanlaisia vinoumia. Joissain tapauksissa heidän asiantuntijuutensa ja korkea asemansa voivat jopa vahvistaa tätä harhaa, sillä he voivat luottaa liikaa omiin kykyihinsä ja tietoihinsa, mikä tekee heidän päätöksistään entistä riskialttiimpia ja arvaamattomampia. (Griffin & Tversky 1992, 430; Glaser ym. 2013, 415.) Irrationaalisuuden vertailu yksityishenkilöiden ja yritysjohdon välillä on erittäin tärkeää, sillä sen avulla voidaan selvittää, miten yli-itsevarmuus voi ilmetä eri tavalla eri rooleissa ja miten tämä vaikuttaa taloudellisiin päätöksiin. Johtajat toimivat heidän asiantuntijuudestaan ja kokemuksestaan huolimatta kognitiivisten vinoumien mukaisesti, minkä takia asiantuntijuus saattaa olla yhteydessä heidän yli-itsevarmuuteensa. Tämä herättää kysymyksen siitä, kuinka rationaalisia ovat niiden henkilöiden päätökset, joiden tulisi epävarmoina aikoina johtaa yrityksiä ja tehdä samalla omistaja-arvoa kasvattavia ratkaisuja.

1.2 Tutkielman tavoite ja rajaukset

Tämä tutkielma keskittyy siihen, miten yliluottamusharha vaikuttaa yksityissijoittajien ja yritysjohdon tekemiin taloudellisiin päätöksiin. Tutkielman tavoitteena on tunnistaa yhteyksiä yksityissijoittajien ja yritysjohdajien yli-itsevarmuuden välillä vertailemalla heidän taloudellista toimintaansa, keskittyen sekä yhdistäviin että erottaviin tekijöihin ja mahdollisiin ristiriitoihin. Tavoitteena on myös pohtia ja selvittää asiantuntijuuden vaikutusta yli-itsevarmuuden esiintymiseen ja miten se mahdollisesti erottaa yritysjohdajat yksityissijoittajista taloudellisissa päätöksentekotilanteissa. Lisäksi tutkielma käsittelee sitä, miten yliluottamusharha voi vaikuttaa osakkeenomistajien ja yritysjohdajien väliseen päämies–agentti-ongelmaan. Tutkielman tavoitteena on vastata tutkimuskysymykseen:

Miten yliluottamusharha vaikuttaa yritysjohdon ja yksityissijoittajien taloudelliseen päätöksentekoon, ja millaisia yhtäläisyyksiä sekä eroja näillä vaikutuksilla on?

Ihmisten päätöksentekoon voi vaikuttaa yliluottamusharhan lisäksi myös useita muita mahdollisia kognitiivisia vinoumia, minkä takia sitä ei tule pitää ainoana taloudelliseen päätöksentekoon vaikuttavana harhana. Tämä tutkielma keskittyy kuitenkin erityisesti yliluottamusharhan aiheuttamaan liialliseen itsevarmuuteen. Koska yli-itsevarmuus voi vaikuttaa laajasti moniin päätöksenteon osa-alueisiin, tutkielma keskittyy käsittelemään taloudellista päätöksentekoa. Yksityishenkilöiden kohdalla keskitytään erityisesti heidän sijoituspäätöksiinsä, ja yritysjohton näkökulmasta käsitellään yritysten investointeja, erityisesti yrityskauppoja ja -järjestelyitä.

Koska yliluottamusharhaa käsittelevä kirjallisuus on erittäin laaja, tutkielman ulkopuolelle joudutaan rajaamaan useita yli-itsevarmuuden vaikutuksia. Tutkielmassa ei esimerkiksi käsitellä syvällisesti irrationaalisten sijoittajien vaikutuksia anomalioihin, kuten hintakupliin ja momentumvaikutuksiin, vaikka tätä aihetta on tutkittu melko laajasti. Tutkielman ulkopuolelle jää myös esimerkiksi yliluottamusharhan vaikutukset yritysten markkinoille tulemiseen. Tutkielmalle ei ole kuitenkaan asetettu maantieteellistä tai toimialakohtaista rajausta, sillä kognitiiviset ja psykologiset tekijät voivat koskea kaikkien ihmisten päätöksentekoa, minkä takia liiallista itsevarmuutta voi esiintyä toimialasta ja maantieteellisestä sijainnista huolimatta. Kuitenkin tietyt henkilökohtaiset ominaisuudet voivat vaikuttaa yliluottamusharhan esiintymiseen, minkä takia tutkielma pyrkii myös selvittämään, miten nämä henkilökohtaiset piirteet, kuten sukupuoli, varallisuus tai ikä, voivat vaikuttaa yli-itsevarmuuden ilmentymiseen.

1.3 Tutkielman menetelmä ja rakenne

Tutkielma toteutetaan kirjallisuuskatsauksena. Kyseinen menetelmä on valittu tutkielmaa varten, sillä sen avulla laajaa aihepiiriä pystytään käsittelemään aikaisemman kirjallisuuden ja tutkimusten pohjalta. Tutkielman aiheista löytyy osittain ristiriitaisia tuloksia ja näkemyksiä, sillä osa tutkimuksista korostaa liiallisen itsevarmuuden negatiivisia vaikutuksia, kun taas toiset pitävät yli-itsevarmuutta enemmän positiivisena tekijänä taloudellisessa päätöksenteossa, minkä takia tutkielmassa käsitellään yli-itsevarmuutta molemmista näkökulmista. Aiempi kirjallisuus on käsitellyt sijoittajia ja johtajia pääasiassa erillisinä ryhminä, minkä takia tämä tutkielma pyrkii vertaamaan näitä kahta ryhmää keskenään sekä tunnistamaan heidän yli-itsevarmuutensa yhteiset ja erilliset piirteet. Tätä kautta pyritään hahmottamaan yksityissijoittajien ja yritysjohton taloudellisen päätöksenteon yhteyksiä yliluottamusharhan näkökulmasta. Tutkielmassa hyödynnetään tieteellisiä artikkeleita sekä muita tutkimuksia laajan ja kattavan teoreettisen pohjan luomiseksi. Käsittelyn kohteena ovat esimerkiksi behavioristisen rahoituksen ja psykologian keskeisimmät tutkimukset sekä uudemmat ja ajan-kohtaiset havainnot.

Tutkielman rakenne on seuraava: luvussa 2 syvennytään erityisesti siihen, miten ylikuottamusharha ilmenee yksityissijoittajilla ja millaisia vaikutuksia sillä on heidän sijoituspäätöksiinsä ja tuottoihinsa. Luku käsittelee sekä yli-itsevarmuuden negatiivisia että positiivisia vaikutuksia taloudelliseen päätöksentekoon ja sitä, miten henkilökohtaiset piirteet voivat vaikuttaa ylikuottamusharhan esiintymiseen.

Luvussa 3 keskitytään ylikuottamusharhan esiintymiseen yritysjohdossa. Luku käsittelee yli-itsevarmojen yritysjohtajien toteuttamien investointien menestymistä ja vaikutuksia, keskittyen erityisesti yrityskauppoihin ja -järjestelyihin. Lisäksi luvussa pyritään selvittämään, miten yritysjohtajien henkilökohtaiset ominaisuudet vaikuttavat heidän itsevarmuuteensa, ja miksi yli-itsevarmoja johtajia valitaan yritysten johtoon, vaikka heidän heikkoutensa ovat tiedossa tutkimusten kautta. Tätä kysymystä käsitellään erityisesti päämies-agentti-ongelman näkökulmasta, tuoden esille myös yli-itsevarmojen johtajien mahdollisia positiivisia puolia.

Luku 4 käsittelee yli-itsevarmojen yksityissijoittajien ja yritysjohtajien välistä yhteyttä. Luvun alussa käsitellään asiantuntijuuden vaikutuksia johtajien päätöksentekoon. Asiantuntijuuden käsittely on tarpeellista, jotta voidaan ymmärtää, miksi, miten ja milloin johtajat saattavat tehdä erilaisia päätöksiä sijoittajiin verrattuna. Tässä luvussa käsitellään myös sitä, erottaako johtajien kokemus ja asiantuntijuus heidän yli-itsevarman päätöksentekonsa yksityissijoittajista. Asiantuntijuuden käsittelyn jälkeen luvussa vertaillaan kirjallisuuden aihealueita sekä niiden yhtäläisyyksien että eroavaisuuksien näkökulmasta. Tämän pääluvun tarkoituksena on keskittyä erityisesti tutkielmassa asetettuun tutkimuskysymykseen ja sen tavoitteisiin sekä tunnistaa yhdistäviä piirteitä yksityissijoittajien ja yritysjohton toiminnassa. Viimeiset luvut sisältävät tutkielman johtopäätökset, arvioinnin ja yhteenvedon.

2 Yli-itsevarmat yksityissijoittajat

2.1 Liiallisen itsevarmuuden syntyminen

Ihmisillä on taipumus uskoa, että he ovat parempia kuin muut (Svenson 1981, 146). Yksilöt ovat ylioptimistisia, sillä he esimerkiksi uskovat, että heille sattuu todennäköisemmin positiivisia asioita kuin muille (Weinstein 1980, 819). Lisäksi ihmiset uskovat, että he ovat vähemmän alttiita tulevalla epäonnelle kuin muut, mikä luo illusion heidän ainutlaatuisesta haavoittumattomuudestaan (Perloff 1983, 56). Vaikka yksilön itsevarmuudella voi olla myös merkittäviä hyötyjä, sen liiallisuus johtaa usein haitallisiin tuloksiin. Kohtuullinen määrä optimistisuutta on kuitenkin yhteydessä parempaan päätöksentekoon, kun taas liiallinen optimistisuus voi olla haitallista yksilön talouden kannalta (Puri & Robinson 2007, 96). Ihmiset, jotka virheellisesti uskovat heidän henkilökohtaisten ominaisuuksiensa ylivoimaisuuteen, ovat esimerkiksi taipuvaisia riskialttiiseen ja huolimattomaan käyttäytymiseen (Weinstein 1980, 819).

Optimistisuudella ja itsevarmuudella on suuri vaikutus taloudelliseen päätöksentekoon, sillä optimistit esimerkiksi tekevät enemmän töitä, säästävät suuren osan tuloistaan ja ostavat todennäköisemmin osakkeita (Puri & Robinson 2007, 97). Rahoitusmarkkinoilla sijoittajat joutuvat tekemään jatkuvasti päätöksiä omien todennäköisyyskäsitteisiensä pohjalta, minkä takia yksilön mieltymykset omista kyvyistään voivat vaikuttaa suuresti hänen sijoituspäätöksiinsä. Psykologiset tutkimukset osoittavat, että kun ihmiset ovat omasta mielestään erittäin tietoisia tai kyvykkäitä tietyn asian suhteen, he luottavat enemmän omaan päättelykykyynsä kuin todennäköisyyksiin (Heath & Tversky 1991, 22). Sijoittajat tekevätkin irrationaalisia päätöksiä omien uskomustensa ja käsityksiensä pohjalta. Epäpätevät henkilöt yliarvioivat usein omat kykynsä, minkä vuoksi he menestyvät heikosti ja pysyvät tietämättöminä omasta taitotasostaan (Dunning & Kruger 1999, 1131). Silloin, kun heidän sijoituksensa onnistuvat, ne perustellaan liian vahvasti omien kykyjen ja taitojen ansiona, mikä johtaa liialliseen itsevarmuuteen (Gervais & Odean 2001, 19). Vaikka sijoittajien saamat tuotot johtuisivat esimerkiksi markkinoiden yleisestä nousukaudesta, he saattavat uskoa, että heidän omat taitonsa osakepöiminnassa olisivat tuottojen taustalla.

Yliluottamusharhan aiheuttamaa liiallista itsevarmuutta on tutkittu pääasiassa kolmen eri pääpiirteen kautta, joiden avulla ilmiö voidaan jakaa kolmeen alakategoriaan. Ensimmäinen määritelmä yliitsevarmuudelle on yliestimointi eli oman todellisen taitotason, suorituskyvyn tai onnistumismahdollisuuden yliarviointi. Toinen yli-itsevarmuuden muoto, yliarvostaminen, ilmenee, kun yksilöt uskovat olevansa muita parempia eli he asettavat oman kyvykkyytensä keskiarvon yläpuolelle. Kolmas yli-

itsevarmuuden muoto on ylitarkkuus, joka tarkoittaa liiallista varmuutta omien tietojen tai uskomusten tarkkuudesta, mikä ilmenee liian kapeina luottamusväleinä ennusteissa tai arvioissa. (Healy & Moore 2008, 502.) Näillä kolmella piirteellä on vaikutusta sijoittajien taloudelliseen päätöksentekoon rahoitusmarkkinoilla.

2.2 Yliluottamusharhan vaikutukset sijoituspäätöksiin

Perinteisen rahoitusteorian mukaan sijoittajat ostavat ja pitävät hallussaan markkinaportfoliota tai vähintään hyvin hajautettua sijoitussalkkua. Jos sijoittajat pitäisivät hallussaan optimaalista portfoliota, ei heillä olisi taloudellisia kannustimia vaihtaa tai muuttaa sitä, koska tehokkaampaa sijoitussalkkua ei olisi mahdollista saavuttaa. (ks. Markowitz 1952; Fama 1970.) Tämän takia kaupankäyntivolyymien oletetaan perinteisesti olevan alhaisella tasolla. Irrationaaliset sijoittajat eivät kuitenkaan pidä hallussaan markkinaportfoliota, sillä he eivät tee taloudellisesti optimaalisia päätöksiä, minkä takia he käyvät portfolioillaan aktiivisesti kauppaa. Tämä ilmiö näkyy vahvasti rahoitusmarkkinoilla, koska kaupankäynti on niillä erittäin vilkasta. Esimerkiksi Yhdysvalloissa paikallisten osakkeiden vuosittainen vaihtuvuusaste oli noin 116 % vuonna 2017 (World Bank 2024). Markkinoilla käytiin niin paljon kauppaa, että osakkeet vaihtoivat omistajaa keskimäärin yli kerran vuoden aikana. Toisaalta myös kotitaloudet ovat vaihtaneet keskimäärin noin 75 % osakeportfoliostaan vuosittain (Barber & Odean 2000, 799), mikä kertoo suuresta kaupankäyntimäärästä. Vaikka osa kaupankäynnistä voidaan selittää likviditeetin tarpeella, salkun tasapainottamisella ja verotuksella, edes näiden tekijöiden yhdistelmä ei yksinään riitä selittämään erittäin suurta kaupankäyntivolyymia. (Odean 1999, 1296; Barber & Odean 2000, 774.)

Tätä suurta kaupankäyntimäärää voidaan kuitenkin selittää esimerkiksi yliluottamusharhalla, sillä sen aiheuttama liiallinen itsevarmuus vaikuttaa merkittävästi sijoituskäyttäytymiseen, mikä johtaa liialliseen kaupankäyntiin (ks. Odean 1999; Barber & Odean 2000; Gervais & Odean 2001; Glaser & Weber 2007; Pikulina ym. 2017). Liiallisen kaupankäynnin seurauksena sijoittajat kärsivät suurista kaupankäyntikuluista, jotka alentavat heidän odotettuja tuottojaan. Sijoittajat, jotka käyvät eniten kauppaa, saavuttavat jopa 250 % vuosittaisen vaihtuvuusasteen, mikä tarkoittaa, että he vaihtavat sijoituksensa keskimäärin 2,5 kertaa vuoden aikana. Vaikka yli-itsevarmat sijoittajat voivat saada sijoituksilensa suunnilleen samansuuruisia bruttotuottoja kuin muut, johtavat suuren kaupankäyntimäärän kulut huomattavasti matalampiin nettotuottoihin. Aktiivisesti kauppaa käyvät kotitaloudet ovat saavuttaneet keskimäärin 11,4 % nettotuoton vuodessa, kun taas harvemmin kauppaa käyvien tuotto on ollut keskimäärin 18,5 %. (Barber & Odean 2000, 774.) Barber ja Odean (2000, 776) esittävät, että yli-itsevarmojen sijoittajien matalammat tuotot johtuvat nimenomaan heidän kaupankäyntinsä suuresta

määrästä ja sen aiheuttamista kuluista, eivätkä portfolion rakenteesta. Sijoittajat yliarvioivat tietämyksensä, minkä vuoksi he käyvät kauppaa markkinoilla liian aktiivisesti, mikä johtaa keskivertoa huonompiin nettotuottoihin.

Yli-itsevarmat sijoittajat käyttävät lisäksi liikaa resursseja tiedonhankintaan, minkä takia he pärjäävät huonommin kuin tietämättömät sijoittajat, kun informaatio on kallista (Odean 1998, 1889, 1916). Yliitsevarmoilla sijoittajilla saattaa olla hallussaan hyödyllistä informaatiota, jonka he kuitenkin tulkitsevat väärin (Odean 1999, 1296). Menestyneellä yli-itsevarmalla sijoittajalla on todennäköisesti paremmat tiedonhankintataidot, mutta koska hän ei välttämättä osaa käyttää hankkimiaan tietoja hyödykseen, aikaisemmin menestyneen sijoittajan odotetut tuotot voivat olla tulevaisuudessa alemmat kuin vähemmän menestyneen sijoittajan (Gervais & Odean 2001, 20). Mitä enemmän sijoittajat panostavat tiedonhankintaan, sitä enemmän he käyvät kauppaa sijoitustuotteilla (Abreu & Mendes 2012, 872). Koska itsevarmat sijoittajat uskovat liiallisesti arviointikykyynsä, he saattavat käyttää runsaasti aikaa ja rahaa saadakseen lisätietoa markkinoista ja sijoituskohteista, vaikka se ei välttämättä johtaisikaan parempiin sijoituspäätöksiin.

Yli-itsevarmat sijoittajat uskovat, että he pystyvät valitsemaan itselleen parhaiten tuottavat aktiiviset varainhoitajat (Malkiel 2013, 106), minkä takia he saattavat sijoittaa aktiivisiin sijoitusrahastoihin muita useammin. Aktiivisesti hoidettujen rahastojen tuotto on kuitenkin jatkuvasti jäänyt indeksirahastojen alapuolelle, minkä lisäksi sijoittajat joutuvat maksamaan suuria palkkioita aktiivisen rahaston hoitajalle (Malkiel 2013, 97). Lisäksi salkunhoitajat saattavat tehdä kauppvoja, vaikka ne eivät olisi kannattavia (Barber & Odean 2001, 288), minkä takia sijoittajan ja salkunhoitajan välillä saattaa esiintyä intressiristiriita. Toisaalta, koska itsevarmat sijoittavat uskovat myös pystyvänsä itse valitsemaan parhaiten tuottavat osakkeet (Malkiel 2013, 106), he eivät välttämättä sijoita aktiivisiin sijoitusrahastoihin, vaan tekevät sijoituksensa itse. Tällöin he säästävät varainhoitopalkkioissa, mutta joutuvat silti maksamaan suuria kaupankäyntikuluja.

Toisaalta sijoittajat, jotka ovat liian itsevarmoja omista arvioistaan tai tiedoistaan, saattavat altistaa itsensä voittajan kiroukselle (winner's curse) huutokauppatilanteissa, minkä takia he tarjoavat kohdeetuuksista todellista korkeampaa hintaa, mikä johtaa matalampiin tuottoihin (Biais ym. 2005, 288). Tällaisia tilanteita voivat olla esimerkiksi yritysten listautumisannit sekä pörssien avaus- ja päätöshuutokaupat, jolloin sijoittajat saattavat puutteellisen tiedon takia yliarvioida osakkeiden markkinahinnan.

Yli-itsevarmat sijoittajat saattavat käydä kauppaa jopa silloin, kun heidän odotetut tuotonsa eivät riitä kattamaan kaupankäyntikustannuksia. Toisaalta liiallisen kaupankäyntimäärän muodostamat

tuotot ovat matalampia myös silloin, kun kaupankäyntikuluja ei oteta huomioon. Tämä johtuu esimerkiksi siitä, että sijoittajilla on tapana ostaa arvopapereita, jotka ovat viime aikoina joko nousseet tai laskeneet enemmän kuin ne sijoitukset, joita he myyvät. Irrationaaliset sijoittajat myyvät huomattavasti enemmän aiemmin voittoa tuottaneita kuin häviäviä osakkeita, minkä takia he saattavat myydä voittajat liian aikaisin ja pitää häviävistä sijoituksista kiinni liian pitkään. (Odean 1999, 1296.) Koska yli-itsevarmuus johtaa liialliseen kaupankäyntivolyyymiin, voittajien liian aikaiset myynnit ja häviäjien liian myöhäiset myynnit voivat merkittävästi heikentää sijoittajien saamia tuottoja. Toisaalta itsevarmat sijoittajat saattavat myös hyötyä optimistisuudesta, jos he kestävät markkinoiden heilahtelut ja välttelevät häviävien osakkeiden paniikkimyyntiä. Kuitenkin liian aikaisin myytyjen voitettavien arvopaperien tuottoihin vaikuttavat niistä maksetut verot, jotka heikentävät nettotuottoja entisestään.

Yli-itsevarmuudelle on esitetty myös positiivisia vaikutuksia sijoituspäätöksenteon kannalta. Maltillinen itsevarmuus johtaa usein optimaaliseen sijoitusaktiivisuuteen, kun taas liian matala itsevarmuus johtaa alhaisiin kaupankäyntitasoihin ja tuottoihin (Pikulina ym. 2017, 190–191). Epävarmat sijoittajat kärsivät kotimarkkinaharhasta (home bias), minkä takia he usein välttelevät ulkomaisiin arvopapereihin sijoittamista. Toisaalta, kun sijoittajat kokevat itsensä päteviksi, he ovat usein halukkaita sijoittamaan omaisuuttaan myös ulkomaille. (Graham ym. 2009, 1105.) Tämä voi johtaa portfolion parempaan maantieteelliseen hajautukseen, koska sijoitukset jakautuvat usealle markkinalle.

Toisaalta Odeanin (1998, 1912) mukaan yli-itsevarmat sijoittajat pitävät hallussaan alihajautettuja portfolioita eivätkä optimoi odotettua hyötyään, minkä takia heidän tuottonsa ovat matalampia kuin rationaalisilla sijoittajilla. Onkin mahdollista, että yli-itsevarmat sijoittajat hajauttavat sijoituksensa tehokkaammin maantieteellisesti, mutta he voivat silti kantaa esimerkiksi suurta yritys kohtaista riskiä, mikä voi johtaa matalampiin odotettuihin tuottoihin. Toisaalta myös alihajautetulla portfolioilla voi saada keskimääräistä suurempia tuottoja, jos tietyn sektorin sijoitukset kasvavat voimakkaasti, vaikka siihen kohdistuukin enemmän riskiä. Vaikka yli-itsevarma sijoittaja onnistuisikin saamaan alihajautetulla portfolioilla suurempia tuottoja, liiallisen kaupankäyntimäärän takia hänen nettotuotonsa ovat silti heikommat.

Lisäksi on esitetty, että yli-itsevarmat sijoittajat voivat saada systemaattisesti suurempia tuottoja kuin rationaaliset sijoittajat, mikä selittää heidän selviytymistään markkinoilla (De Long ym. 1990; 1991; Benos 1998; Hirshleifer & Luo 2001). Koska yli-itsevarmat sijoittajat toimivat aggressiivisesti, he tiedostamattaan hyötyvät itsevarmuudestaan toimiessaan rohkeasti, päättäväisesti ja nopeasti, kun rationaaliset sijoittajat saattavat puolestaan epäröidä päätöksissään (Benos 1998, 356). Yli-itsevarmat

sijoittajat tuovat markkinoille enemmän riskiä, sillä heidän irrationaalinen käytöksensä voi olla arvaamatonta, mikä tekee sijoituskohteista vähemmän houkuttelevia rationaalisille ja riskiä karttaville sijoittajille. Tämä voi puolestaan painaa markkinahintoja alas. Yli-itsevarmat sijoittajat yliarvioivat saatavia tuottoja ja aliarvioivat riskiä, minkä takia he sijoittavat riskialttiisiin sijoituskohteisiin keskimäärin enemmän kuin rationaaliset sijoittajat, mikä voi johtaa korkeampiin keskimääräisiin odotettuihin tuottoihin. (De Long ym. 1990, 706.) Itsevarmat sijoittajat saattavat pärjätä paremmin kuin rationaaliset sijoittajat tietyissä tilanteissa, erityisesti, kun markkinoilla on likviditeetistä tai irrationaalista toiminnasta johtuvaa väärihinnoittelua, sillä he osaavat hyödyntää sitä omaksi edukseen tehokkaammin. Odotetut tuotot eivät ole kuitenkaan suurempia silloin, kun yli-itsevarmoja sijoittajia on markkinoilla liikaa tai heidän itsevarmuutensa on äärimmäistä. (Hirshleifer & Luo 2001, 74, 83.)

Irrationaaliset sijoittajat voivat ansaita suurempia odotettuja tuottoja kuin rationaaliset sijoittajat kantamalla merkittävän osan siitä riskistä, jonka he itse aiheuttavat (De Long ym. 1990, 735). Koska yli-itsevarmat sijoittajat ovat optimistisia, he ottavat enemmän riskiä kuin rationaaliset sijoittajat. Kun markkinat palkitsevat riskinoton, irrationaaliset sijoittajat voivat ansaita muita korkeampia tuottoja ja selvittää pitkällä aikavälillä, vaikka heidän kaupankäyntinsä perustuukin usein virheellisiin oletuksiin. (De Long ym. 1991, 2.) Yli-itsevarmojen sijoittajien vaikutukset ovat voimakkaampia erityisesti pieniyhtiöiden osakkeissa sekä sellaisilla ajanjaksoilla, jolloin yksityissijoittajien osuus osakkeiden kokonaiskannasta on ollut suurempi (Statman ym. 2006, 1563). Yliluottamusharha ei vaikuta pelkästään liian itsevarmojen henkilöiden sijoituspäätöksiin ja -toimintaan, vaan se ulottuu laajemmin myös muihin, mahdollisesti rationaalisempiin osapuoliin, jotka toimivat heidän kanssaan markkinoilla.

2.3 Henkilökohtaisten piirteiden merkitys itsevarmuuden kehittämisessä

Henkilökohtaisilla ominaisuuksilla voi olla merkitystä yli-itsevarmuuden esiintymisessä ja sen voimakkuudessa. Esimerkiksi sukupuoli voi vaikuttaa suuresti yksilöiden taloudelliseen päätöksentekoon, sillä tutkimukset ovat havainneet, että naiset karttavat enemmän sekä riskiä että kilpailua kuin miehet. Sukupuolella on täten merkittävä vaikutus myös sijoittamisessa, sillä miesten on todettu olevan naisia itsevarmempia. (Croson & Gneezy 2009, 448, 454.) Tämän takia yli-itsevarmat miehet sijoittavat enemmän ja riskialttiimmin kuin yli-itsevarmat naiset, minkä takia he saavat liiallisen kaupankäyntinsä takia naisia matalampia tuottoja. Tämä sukupuolten tuoma vaikutus on kaikista suurin niillä, jotka eivät ole parisuhteessa. (Barber & Odean 2001, 289.)

Sukupuolen ja siviilisäädyn lisäksi myös iällä ja varakkuudella on yhteys sijoitusten riskitasoon, sillä sekä nuoret että varakkaat ovat valmiita ottamaan sijoituksillensa enemmän riskiä (Barber & Odean 2001, 285). Yliluottamusharha ei kuitenkaan tee sijoittajista varakkaita, mutta vaurastuminen voi

tehdä heistä yli-itsevarmoja (Gervais & Odean 2001, 2). Sukupuolen ja iän vaikutusta yli-itsevarmuuteen tukee myös Suomessa toteutettu tutkimus, jonka mukaan miehet käyvät enemmän kauppaa kuin naiset, ja iän vaikutus kaupankäyntiin on voimakkainta nuorilla ja vanhoilla ihmisillä. Nuoret aikuiset käyvät eniten kauppaa, mutta tämä vaikutus vähenee heidän ikääntyessään. (Grinblatt & Keloharju 2009, 554.)

Sijoittajat ovat kaikista eniten yli-itsevarmoja nuorina aikuisina heidän uransa alkuvaiheessa, mutta kokemuksen lisääntyessä heidän itsearviointinsa muuttuu realistisemmaksi ja liiallinen itseluottamus vaimenee (Gervais & Odean 2001, 19). Toisaalta kaikki tutkimukset eivät ole yli-itsevarmuuden dynaamisesta luonteesta samaa mieltä, sillä osa tutkimuksista käsittelee yli-itsevarmuutta pysyvänä ja muuttumattomana yksilöllisenä piirteenä (Glaser & Weber 2007, 25). Yli-itsevarmuus ei ole kuitenkaan synnynnäinen piirre, sillä se kehittyy attribuutioharhan ja kokemusten kautta. Lisäksi yli-itsevarmuuden voimakkuus ja esiintyminen voivat riippua tilanteesta ja muuttuvista henkilökohtaisista ominaisuuksista, kuten iästä ja kokemuksen määrästä, minkä takia sen muuttuva ja kehittyvä luonne vaikuttaa realistisemmalta vaihtoehdolta.

Yli-itsevarmuus on siis tekijä, joka todennäköisesti muuttuu dynaamisesti elämän aikana. Sijoittajat eivät aluksi tiedä kyvyistään, minkä takia he oppivat niistä kokemustensa kautta. Tämän takia onnistuneiden sijoitusten jälkeen yli-itsevarmuus johtaa suurempaan kaupankäyntimäärään, mutta toisaalta myös pienempään sijoitusvolyymiin tappioiden jälkeen. (Gervais & Odean 2001, 2; Statman ym. 2006, 1563.) Yliluottamus ja sen merkittävin seuraus, liiallinen kaupankäynti, kasvavat todennäköisesti talouden noususuhdanteen loppuvaiheessa ja vastaavasti vähenevät laskusuhdanteen loppupuolella (Gervais & Odean 2001, 19). Ajan mittaan yli-itsevarmat sijoittajat menettävät sekä varallisuuttaan että itsevarmuuttaan epäoptimaalisten sijoituspäätösten seurauksena, minkä takia he saattavat poistua markkinoilta. Yliluottamusharha on kuitenkin pysyvä ilmiö, sillä jatkuvasti edellisten sijoittajien kuollessa tai poistuessa, uudet kokemattomat ja yli-itsevarmat sijoittajat korvaavat heidät markkinoilla. (Gervais & Odean 2001, 20.)

3 Yliluottamusharha yritysjohdossa

3.1 Yli-itsevarmojen johtajien investointipäätökset

Vuonna 2023 yrityskauppojen ja -järjestelyiden arvo oli maailmanlaajuisesti yhteensä noin 2,5 biljoonaa Yhdysvaltain dollaria (IMAA 2024). Perinteisesti tutkimukset eivät ole kuitenkaan esittäneet pitäviä todisteita siitä, että yritysostot parantaisivat ostavan yrityksen omistaja-arvoa, vaan ne voivat jopa heikentää sitä (Roll 1986, 213; Andrade ym. 2001, 118; Moeller ym. 2005, 758; Malmendier ym. 2018, 3240). Yksi selittävä tekijä näiden investointien epäonnistumiselle on yritysjohtajien yli-itsevarmuus. Yli-itsevarmat johtajat pitävät itseään muita kyvykkäämpinä ja uskovat omien taitojensa paremmuuteen, minkä takia he todennäköisesti investoivat enemmän, mikä voi johtaa jopa liiallisiin investointitasoihin ja epäoptimaaliseen päätöksentekoon yrityksissä. (Doukas & Petmezas 2007, 532; Goel & Thakor 2008, 2771; Pikulina ym. 2017, 190–191.)

Yliluottamusharha saa johtajat tukeutumaan liikaa omaan arviointikykyynsä ja tekemään monimutkaisia sekä riskialttiita investointipäätöksiä, kuten yrityskauppoja. Liiallista itsevarmuutta omaavat johtajat aliarvioivat investointeihin liittyviä riskejä ja yliarvioivat synergiahyötyjä, minkä vuoksi he epätodennäköisemmin lykkäävät yritysostopäätöksiä. (Doukas & Petmezas 2007, 532.) He pitävät mahdollista alkuvaiheen yritysostomenestystään omana ansionaan ja tulevat täten yli-itsevarmoiksi omista kyvyistään, mikä puolestaan johtaa lisääntyneisiin yritysostoihin. Useamman oston sarjaan kuuluvat yritysostot johtavat kuitenkin merkittävästi pienempiin hyötyihin kuin ensimmäiset ostot, sillä ne voivat jopa vähentää omistaja-arvoa. (Doukas & Petmezas 2007, 574; Billett & Qian 2008, 1049.) Samalla tavalla kuin yksityisijoittajilla, myös yritysjohtajien liiallinen itsevarmuus vaikuttaa pohjautuvan attribuutioharhaan.

Yli-itsevarmuuden vaikutukset korostuvat eniten yritysostotilanteissa, joissa kohdeyrityksestä on saatavilla vain rajoitetusti informaatiota, sillä tällöin johtajat todennäköisemmin turvautuvat omiin näkemyksiinsä ja taitoihinsa, jotka voivat olla puutteellisia (Doukas & Petmezas 2007, 533). Lisäksi yli-itsevarmat johtajat aliarvioivat informaation merkityksen, minkä takia he voivat käyttää sen hankintaan vähemmän resursseja, mikä puolestaan voi aiheuttaa tehottomampia ja kannattamattomia investointipäätöksiä (Goel & Thakor 2008, 2762–2763). Toisaalta on myös esitetty, että johtajan liiallinen itsevarmuus saa hänet ponnistelemaan tiedon hankkimiseksi, mikä parantaa yrityksen investointien onnistumisastetta ja arvoa (Gervais ym. 2011, 1761).

Yli-itsevarmat toimitusjohtajat yliarvioivat kykynsä luoda tuottoja, minkä seurauksena heidän yrityksensä maksavat ylihintaa kohdeyhtiöistä, mikä johtaa arvoa vähentäviin yritysostoihin. Nämä

vaikutukset ovat voimakkaimpia silloin, kun johtajilla on mahdollisuus saada sisäistä rahoitusta. (Malmendier & Tate 2008, 21.) Koska itsevarmat johtajat yliarvioivat mahdollisten yritysostokohteiden tuomia tuottoja, he saattavat osallistua herkemmin tarjouskilpailuihin, jolloin heidän ostokohteesta maksamansa hinta voi olla suurempi. Koska he yliarvioivat ostokohteen tuottokyvyn, liian itsevarmat johtajat saattavat myös voittaa tarjouskilpailuita useammin. Irrationaaliset johtajat jättävät kuitenkin rationaalisia johtajia todennäköisemmin voittajan kirouksen huomioimatta ostotarjouksissaan, minkä takia he maksavat ostokohteistaan enemmän kuin niiden arvo todellisuudessa olisi (Roll 1986, 200). Tarjouskilpailut voittaneet yritykset saavuttavatkin merkittävästi huonompia tuottoja kuin hävinneet (Malmendier ym. 2018, 3214).

Johtajien itsevarmuus voi myös vaikuttaa yrityskauppojen määrään, sillä todennäköisyys yritysoston tekemiseen on 65 % suurempi, jos toimitusjohtaja on yli-itsevarma (Malmendier & Tate 2008, 26). Johtajien yli-itsevarmuus ei kuitenkaan johda poikkeuksetta korkeampiin investointitasoihin, vaikkosen yleisesti nähdään johtavan liiallisiin investointimääriin sekä sisäisissä että ulkoisissa hankkeissa. Malmendier ja Tate (2015, 39) esittävät, että tämä yksinkertaistettu oletus pitää paikkansa vain silloin, kun yrityksellä on paljon sisäisiä varoja käytettävissään.

Toisin kuin irrationaaliset johtajat, rationaaliset toimitusjohtajat ovat välinpitämättömiä rahoituslähteiden suhteen. He näkevät osakkeiden hinnan markkinoiden asianmukaisesti määrittämänä, minkä takia heille ei ole suurta merkitystä, rahoitetaanko investointi yrityksen sisäisillä varoilla vai hankitaanko rahoitusta esimerkiksi osakeannilla. Yli-itsevarmat toimitusjohtajat puolestaan välttelevät ulkoista pääomaa, koska he uskovat markkinoiden aliarvostavan yrityksen osakkeita ja pyrkivät täten suojaamaan osakkeenomistajia diluutiolta. (Heaton 2002, 43; Malmendier & Tate 2015, 46.) Toisaalta yli-itsevarmat ja riskihakuiset johtajat maksavat osakkeenomistajille vähemmän osinkoja kuin rationaaliset johtajat (Deshmukh ym. 2013, 461; Caliskan & Doukas 2015, 40). Kun johtajat näkevät ulkoisen rahoituksen kalliiksi, he vähentävät osinkojen määrää, jotta yrityksellä olisi enemmän sisäisiä varoja tulevaisuuden investointitarpeita varten (Deshmukh ym. 2013, 461).

Yli-itsevarmat johtajat reagoivat kuitenkin voimakkaammin kassavirran muutoksiin tehdessään investointipäätöksiä. Jos yrityksellä on riittävästi sisäisiä varoja investointeihin, eivätkä pääomamarkkinat tai yrityksen hallintomekanismit rajoita heitä, he investoivat liikaa suhteessa parhaaseen mahdolliseen tasoon. (Heaton 2002, 43; Malmendier & Tate 2005, 2662.) Vaikka johtajat yliarvioivat investointi- ja yritysostohankkeidensa tuoton, liiallisia investointeja tehdään vain silloin, kun sisäiset varat riittävät. Kun joudutaan turvautumaan ulkoiseen pääomaan, investointimäärä riippuu siitä, ovatko johtajat enemmän yli-itsevarmoja nykyisestä osakehinnasta vai investoinnin tuotosta, minkä

takia lopullinen investointitaso voi olla joko optimin ylä- tai alapuolella. (Heaton 2002, 43; Malmendier & Tate 2015, 46.)

Liiallinen itsevarmuus ei siis johda poikkeuksetta yritysostojen lisäykseen, sillä se riippuu myös siitä, miten toimitusjohtajat kokevat yrityksensä aliarvostuksen ja yliarvioivat yritysostoista saatavat tuotot. Liian itsevarmat toimitusjohtajat tekevät kuitenkin heikkolaatuisempia yritysostoja kuin rationaaliset johtajat silloin, kun heidän yrityksellään on runsaasti sisäisiä resursseja. (Malmendier & Tate 2008, 42.) Liian itsevarmat johtajat saattavat myös hylätä NNA-positiivisia investointeja, jotka tarvitsevat ulkoista rahoitusta. Toisaalta he myös yliarvioivat tulevia kassavirtoja, minkä takia he saattavat toteuttaa NNA-negatiivisia investointeja. (Heaton 2002, 43; Malmendier & Tate 2005, 2662.) Johtajien yli-itsevarmuus voi johtaa sekä liiallisiin että puutteellisiin investointitasoihin, jotka molemmat voivat olla haitallisia yrityksen pitkän aikavälin kannattavuuden kannalta.

Liiallinen luottamus omien tietojen tai uskomusten paikkansapitävyyteen vaikuttaa yritysjohtajien tekemiin ennusteisiin. Esimerkiksi talousjohtajat ovat keskimäärin liian itsevarmoja oman informaationsa paikkansapitävyydestä, minkä takia heidän ennusteensa ovat liian optimistisia. Silloin, kun markkinoilla on suurta epävarmuutta, yli-itsevarmat talousjohtajat eivät tee yhtä optimistisia ennusteita, mutta toisaalta juuri näinä aikoina he turvautuvat entistä enemmän omaan tietämykseensä, mikä voi johtaa vakaviin virhearvioihin. Johtajien liiallinen itsevarmuus omien tietojensa paikkansapitävyydestä on suoraan yhteydessä siihen, kuinka tarkkoja heidän antamansa ennusteet yrityksen investointituotoista ovat. (Ben-David ym. 2013, 1576–1577.) Lisäksi itsevarmat johtajat antavat todennäköisemmin optimistisesti vääristyneitä ennusteita, joita ei kuitenkaan myöhemmin saavuteta (Hribar & Yang 2016, 206). Nämä ylioptimistiset ennusteet voivat vaikuttaa suuresti yritysjohtajien taloudelliseen päätöksentekoon, mikä voi johtaa investointeihin, jotka osoittautuvat myöhemmin kannattamattomiksi.

Vääristyneiden ennusteiden lisäksi yli-itsevarmuus voi johtaa taloudelliseen väärinraportointiin, kuten tulosmanipulaatioon (earnings management). Johtajien ylioptimistisuus voi aluksi ilmetä pienenä ja tahattomana virheraportointina, joka voi kuitenkin eskaloitua, mikäli myös seuraavien jaksojen toteutuneet tuotot ovat heikkoja. Tällöin virheellisen raportoinnin laajuus kasvaa vähitellen, sillä sen on sekä katettava edellisten kausien ylioptimistiset väärintulkinnat että ylläpitää aiempien väärinraportoitujen tuottojen määrittämä trendi. (Schrand & Zechman 2012, 312.) Liiallinen itsevarmuus vaikuttaa myös johtajien halukkuuteen toimittaa taloudellista informaatiota osakemarkkinoille. Koska johtajat saattavat virheellisesti pitää NNA-negatiivisia projekteja kannattavina, he voivat olla haluttomia julkaisemaan investointeja koskevia negatiivisia tietoja. Johtajat uskovat, että kärsimättömät

sijoittajat, jotka toimivat lyhyen aikavälin uutisten pohjalta, voivat vaatia yritystä lopettamaan nämä projektit. Tämän takia yli-itsevarmuus voi johtaa huonojen uutisten panttaamiseen. (Kim ym. 2016, 1721.)

Taloudellisten ennusteiden ja raportointien virheellisyydellä sekä negatiivisten uutisten panttaamisella voi olla merkittäviä vaikutuksia yrityskauppojen ja -järjestelyiden kannalta, sillä ostettavan yrityksen ylioptimistinen raportointi voi huomattavasti vääristää sen talouslukuja. Tämän lisäksi myös ostavan yrityksen johtajien ennusteet yrityskaupan sekä kohdeyrityksen taloudellisen tilanteen suhteen voivat olla liian luottavaisia. Tällöin ylikuottamusharhan vaikutus voisi kasvaa, jos molemmat osapuolet kärsivät sen aiheuttamasta virheellisestä toiminnasta, mikä voisi olla erityisen vahingollista investointihankkeiden onnistumisen kannalta. Yli-itsevarmuuden vaikutusten arvioinnissa yrityskauppoihin ja -järjestelyihin ei tulisi ottaa huomioon vain ostavan yrityksen johtajia, vaan myös ostokohteena olevan yrityksen johto, sillä liiallisen itsevarmuuden haitalliset piirteet saattavat vaikuttaa myös heidän toimintaansa.

Yli-itsevarmuuden vaikutukset tulee ottaa yritysrahoituksen päätöksissä tosissaan, sillä ne voivat aiheuttaa tuhoisia seurauksia. Yli-itsevarmojen toimitusjohtajien johtamilla yrityksillä on muita suurempi osakekurssin romahdusriski, koska heidän vahva uskonsa omiin kykyihinsä ja NNA-negatiivisten investointien tulevaisuuteen altistaa yritykset riskeille. He sivuuttavat saamansa kriittisen palautteen, mikä voi johtaa siihen, että projekteja toteutetaan pitkiä aikoja niiden kannattamattomuudesta huolimatta. Näiden arvoa tuhoavien investointien vaikutukset kasautuvat ajan myötä, johtaen lopulta osakekurssin romahdukseen. (Kim ym. 2016, 1721.)

3.2 Yritysjohtajien henkilökohtaiset piirteet

Niin kuin yksityissijoittajilla, myös yritysjohtajien henkilökohtaiset ominaisuudet voivat vaikuttaa heidän itsevarmuutensa kehittymiseen ja määrään. Sukupuolten välillä on eroja myös johtajatasolla, sillä mies- ja naisjohtajat voivat tehdä keskenään erilaisia talous- ja investointipäätöksiä. Toisin kuin yksityissijoittajilla, riskihakuisuuden erot miesten ja naisten välillä johtaja- ja ammattilaistasolla ovat huomattavasti pienemmät ja usein lähes olemattomat (Croson & Gneezy 2009, 453).

Naiset ovat kuitenkin johtajina vähemmän itsevarmoja kuin miehet, minkä takia he toteuttavat yritysostoja epätodennäköisemmin. Naisten edustus ostavan yrityksen hallituksessa on sekä negatiivisesti että vahvasti yhteydessä tarjouspreemion suuruuteen. Täten naisjohtajat ovat vähemmän todennäköisiä heikentämään omistaja-arvoa maksamalla ylihintaa ostokohteista. (Huang & Kisgen 2013, 835; Levi ym. 2014, 198.) Sijoittajat reagoivatkin myönteisemmin tärkeisiin yritysrahoituksen

päätöksiin, jotka ovat naisjohtajien tekemiä (Huang & Kisgen 2013, 835). Toisaalta naisjohtajien hallitsemat yritykset kasvavat hitaammin. Sukupuolella on vaikutusta lisäksi pääomarakenteen päätöksissä, sillä naisjohtajat ottavat epätodennäköisemmin velkaa kuin miehet, vaikka he eivät kuitenkaan tee velkaantumisasasteeseen merkittäviä muutoksia. (Huang & Kisgen 2013, 823.)

Sukupuolen lisäksi myös ikä vaikuttaa johtajien yritysostohalukkuuteen. Yritysostot ovat yhteydessä merkittäviin ja pysyviin muutoksiin toimitusjohtajan palkkiossa, mikä johtaa väheneviin kannustimiin tehdä yritysostoja uran ja palkkioiden kehittyessä. Ikä on tärkeä tekijä yritysostoaktiivisuuden taustalla, sillä yritys, jolla on nuorempi toimitusjohtaja, on todennäköisempi tekemään yritysostoja. (Yim 2013, 271.) Palkkiot tarjoavat suuremman kannusteen nuorille johtajille, minkä takia he toteuttavat enemmän yritysostoja kuin vanhemmat toimitusjohtajat. Gervais ja Odean (2001, 19) esittävät, että sijoittajien yli-itsevarmuus on huipussaan uran alkuvaiheessa ja hiipuu kokemuksen myötä. Yim (2013, 271) kuitenkin väittää, että yritysjohtajien iän vaikutusta yritysostojen määrään ei voida selittää heidän liiallisen itsevarmuutensa kautta.

Liiallisella optimistisuudella ja itsevarmuudella on myös eroavaisuuksia eri johtajatasojen välillä. Esimerkiksi toimitusjohtajat ovat huomattavasti optimistisempia kuin talousjohtajat. Johtajien itsevarmuuden välillä on myös maantieteellisiä eroavaisuuksia, sillä yhdysvaltalaisen yritysten toimitus- ja talousjohtajat ovat riskinsietokykyisempiä, optimistisempia ja vanhempia kuin muissa maissa. Toisaalta Yhdysvaltojen ulkopuoliset johtajat ovat yleensä kärsimättömämpiä ja he karttavat tappioita todennäköisemmin kuin yhdysvaltalaiset toimitusjohtajat. (Graham ym. 2013, 111–112.)

Johtajien itsevarmuuteen, riskinotto- ja taloudelliseen päätöksentekoon voivat vaikuttaa elinikäisesti heidän lapsuutensa ja nuoruutensa kokemukset, kuten lama-aika sekä armeija- tai taistelukokemus. Esimerkiksi toimitusjohtajat, jotka kokivat 1930-luvun laman varhaisessa elämässään, ovat olleet huomattavasti haluttomampia käyttämään ulkopuolisia pääomamarkkinoita. Toisaalta toisen maailmansodan kokeneet toimitusjohtajat valitsevat yrityksilleen aggressiivisempia toimintatapoja, kuten korkeita velkaantumisasasteita. Makroekonomisilla shokeilla ei todennäköisesti ole vaikutusta vain yritysten sen hetkiseen strategiaan, vaan ne vaikuttavat myös tulevaisuuden toimintatapoihin, kun nuorista sijoittajista tulee seuraavan sukupolven yritysjohtajia. (Malmendier ym. 2011, 1730.) Vaikka 1930-luvun laman ja toisen maailmansodan aikana kasvaneita johtajia on enää hyvin harvakseltaan, nykypäivän sotilaalliset konfliktit ja taloudelliset kriisit voivat puolestaan vaikuttaa tulevien yritysjohtajien taloudelliseen päätöksentekoon.

3.3 Miksi yli-itsevarmoja johtajia palkataan?

3.3.1 Päämies–agentti-ongelma

Päämies–agentti-suhde tarkoittaa sopimusta, jolla päämiehet eli yrityksen omistajat palkkaavat agentin eli yritysjohtajan toimimaan heidän puolestaan, jolloin omistajuus ja päätösvalta erkaantuvat. Päämiesten ja agenttien väliseen suhteeseen liittyy kuitenkin useita ongelmia ja ristiriitoja. Agentit eivät välttämättä aina toimi päämiesten etujen mukaisesti, koska molemmat osapuolet pyrkivät maksimoimaan oman hyötynsä, mikä luo heidän välilleen intressiristiriidan. Tämä suhde muodostaa kustannuksia, jotka jaotellaan seuranta- ja vakuuttelukustannuksiin sekä jäännöstappioihin. (Jensen & Meckling 1976, 308.)

Yli-itsevarman johdon on todettu tekevän epäoptimaalisia, omistaja-arvoa heikentäviä päätöksiä esimerkiksi kannattamattomien yrityskauppojen muodossa. Nämä liian itsevarmat päätökset ovat osakkeenomistajien intressien vastaisia ja voivat johtaa heidän varallisuutensa heikentymiseen. (Jensen 1986, 328.) Pitkittyneet kannattamattomat investoinnit voivat johtaa jopa osakekurssin romahdukseen, jolla on tuhoisat vaikutukset omistajien kannalta (Kim ym. 2016, 1721). Vaikka liian itsevarmojen johtajien mahdolliset negatiiviset vaikutukset ovat tiedossa, yli-itsevarmoja henkilöitä palkataan silti muita todennäköisemmin yritysjohton tehtäviin (Goel & Thakor 2008, 2771).

Omistaja-arvoa vähentävät johtajat ovat ongelmallisia yrityksille päämies–agentti-ongelman näkökulmasta. Koska johtajien tehtävänä on toimia osakkeenomistajien edun mukaisesti, yrityksen arvoa heikentävät päätökset ovat ristiriidassa heidän intressiensä kanssa. Johtajilla on kuitenkin kannustimia kasvattaa yritystä suuremmaksi kuin mikä olisi optimaalista omistajien näkökulmasta, sillä yrityksen koon kasvattaminen lisää johtajien valta-asemaa, koska heidän hallinnassaan on enemmän resursseja (Jensen 1986, 323). Koska yli-itsevarmat johtajat todennäköisesti lisäävät yrityksen investointitasoja esimerkiksi yritysostoilla, jotka saattavat kasvattaa yrityksen kokoa ilman lisäarvoa, heidän voitaisiin tulkita omistajaedun kannalta epäsoviviksi johtajiksi, joita tulisi välttää.

Lisäksi, kun johdolla on mahdollisuus käyttää vapaata kassavirtaa, he saattavat käyttää sitä kannattamattomiin projekteihin, joista todennäköisesti vain he itse hyötyvät. Osingonmaksu toimii tätä ongelmaa rajoittavana tekijänä, sillä kun ylimääräinen kassavirta maksetaan osakkeenomistajille osinkoina, johdolle jää vähemmän sisäisiä varoja käytettäväksi liiallisia investointeja varten. Osingonjaon lisäksi myös velan on esitetty estävän vapaiden kassavirtojen ongelmaa, sillä sen kustannukset vähentävät mahdollisesti haitallisiin investointeihin käytettävissä olevia resursseja. Velka on myös sitovampi tekijä kuin lupaukset osinkojen korotuksesta, sillä osinkoja voidaan tulevaisuudessa helposti

vähentää. (Jensen 1986, 324.) Jensenin (1986, 323) mukaan vapaan kassavirran vähentäminen osingonjaon ja velan kautta lisää omistaja-arvoa sekä vähentää intressiristiriitaa päämiesten ja agenttien välillä.

Yli-itsevarmat johtajat kuitenkin kokevat ulkoisen rahoituksen kalliiksi, minkä takia he käyttävät investointeihin sisäisiä varoja (Deshmukh ym. 2013, 461; Malmendier & Tate 2015, 46). Tämän seurauksena he maksavat osakkeenomistajille vähemmän osinkoja kasvattaakseen vapaata kassavirtaa tulevaisuuden investointitarpeita varten (Deshmukh ym. 2013, 461). Silloin, kun heillä ei ole käytössään sisäisiä varoja, investointimääriä leikataan, mikä voi johtaa ali-investointeihin (Heaton 2002, 43; Malmendier & Tate 2005, 2662). Tämän takia Jensenin (1986) väite siitä, että vapaan kassavirran rajoittaminen vähentäisi intressiristiriitaa, ei todennäköisesti päde yli-itsevarmoihin johtajiin, sillä puutteelliset investointitasot voivat olla jopa haitallisempia kuin satunnaiset NNA-negatiiviset investoinnit. Toisaalta, koska yli-itsevarmat johtajat maksavat vähemmän osinkoja, he saattavat toimia osakkeenomistajien edun vastaisesti enemmän kuin rationaaliset johtajat.

Myers ja Majluf (1984) esittävät, että johtajat saattavat kieltäytyä investoinneista, jotka ovat NNA-positiivisia, jos näiden investointien toteuttaminen vaatisi aliarvostettujen osakkeiden liikkeeseenlaskua markkinoille, minkä takia osakkeenomistajat hyötyvät enemmän silloin, kun yrityksellä on vapaata kassavirtaa tehdä kannattavia investointeja. Vapaa kassavirta on osakkeenomistajien näkökulmasta hyödyllistä, sillä se tarjoaa johtajille joustavuutta investointien rahoittamiseen ilman aliarvostettujen osakkeiden liikkeeseenlaskua. Kun johtajat, jotka toimivat osakkeenomistajien edun parhaaksi, tietävät enemmän yrityksen todellisesta arvosta kuin markkinat, ulkoiset sijoittajat eivät välttämättä tunnista yrityksen investointien todellista arvoa. (Myers & Majluf 1984, 219–220.)

Vallan ja voimakkuuden tunteen on huomattu lisäävän johtajien liiallista itsevarmuutta entisestään (Fast ym. 2012, 259). Tämä voisi muodostaa liian itsevarmoissa johtajissa kierteen, joka saisi heidät lisäämään investointitasoja saadakseen enemmän valtaa, joka puolestaan lisäisi heidän itsevarmuuttaan entisestään. Toisaalta, vaikka johtajaksi palkattu henkilö ei olisi yli-itsevarma kyvyistään, johtajuuden tuoma valta-asema saattaisi johtaa siihen.

Kuten yli-itsevarmat yritysjohtajat, myös narsistiset johtajat ovat itsevarmoja omista kyvyistään suoriutua muita paremmin, minkä takia he ovat todennäköisempiä toteuttamaan yritysostoja. Toisin kuin yli-itsevarmat johtajat, he tekevät niitä kuitenkin myös siksi, että ne ovat suurieleisiä ja paljon huomiota herättäviä päätöksiä. (Chatterjee & Hambrick 2007, 360.) Yli-itsevarmoja johtajia ei tule kuitenkaan suoraan yhdistää narsistisiin johtajiin, vaikka heidän välillään onkin useita samankaltaisia piirteitä. Huomionhakuiset päätökset erottavat narsistiset johtajat yli-itsevarmoista johtajista, sillä yli-

itsevarmat johtajat uskovat kykyynsä luoda oikeita päätöksiä henkilökohtaisen huomion hakemisen sijasta. Voidaankin päätellä, että kaikki narsistiset johtajat ovat yli-itsevarmoja, mutta kaikki yli-itsevarmat johtajat eivät ole narsisteja. Narsistiset johtajat tavoittelevat henkilökohtaista huomiota ja etuaan, minkä takia heidän intressinsä voivat olla suuresti ristiriidassa osakkeenomistajien kanssa.

Toisaalta myös liian varovaisella johtajalla saattaa olla henkilökohtaisia intressejä, kuten heidän oma varallisuutensa tai urakehityksensä, joita he haluavat suojata varovaisuudellaan. Riskiä välttävät johtajat saattavat esimerkiksi hylätä tai lykätä osakkeenomistajille hyödyllisiä investointeja, jotka voisivat epäonnistuessaan olla haitaksi johtajalle henkilökohtaisesti, mikä on ristiriidassa osakkeenomistajien tavoitteiden kanssa. (Gormley & Matsa 2016, 451.)

Yli-itsevarmat johtajat kuitenkin eroavat näistä omaa etua ajavista johtajista, sillä he aidosti tavoittelevat omistajien etua, vaikka he tekevätkin välillä arvoa tuhoavia päätöksiä. Vaikka heidän projektinsa olisivat kannattamattomia, he kuitenkin vilpittömästi uskovat maksivoivansa yrityksen arvoa pitkällä tähtäimellä. (Malmendier & Tate 2005, 2664; Doukas & Petmezas 2007, 538; Kim ym. 2016, 1725.) Toisin kuin narsistiset ja omia intressejään tavoittelevat johtajat, yli-itsevarmat johtajat toimivat tiedostamattomasti yrityksen haitaksi, minkä takia heidän ja omistajien intressit eivät ole todennäköisesti ristiriidassa, koska heidän tavoitteensa ovat samat. Vaikka johtajien ja osakkeenomistajien välillä ei olisikaan selvää intressiristiriitaa, on heidän välisensä suhde silti hyvin monimutkainen.

Omaa etua tavoittelevia johtajien intressejä on pyritty ohjaamaan yrityksen etujen mukaisiksi esimerkiksi osake- ja optioperusteisten palkkioiden avulla. Koska yli-itsevarmat johtajat eivät tavoittele vain omaa etuaan, perinteiset kannustimet eivät todennäköisesti lievennä heidän liiallisen itsevarmuutensa haitallisia vaikutuksia, minkä takia yhtiön hallituksen tulisi käyttää myös muita toimia liiallisen itseluottamuksen hillitsemiseksi. (Malmendier & Tate 2005, 2696; Kim ym. 2016, 1744.) Kuitenkin esimerkiksi ehdollisen konservatiivisuuden ja varovaisuuden periaatteiden noudattaminen yrityksen kirjanpidossa ja talousraportoinnissa voivat auttaa lieventämään yksittäisten johtajien yli-itsevarmuuden haitallisia vaikutuksia, kuten negatiivisten tietojen pimittämistä (Kim ym. 2016, 1744; Kim & Zhang 2016, 438). Yli-itsevarmuuden vakavat negatiiviset vaikutukset, kuten osakekurssin mahdollinen romahdusriski, ovat suurempia ja todennäköisempiä yrityksissä, joissa toimitusjohtajalla on enemmän valtaa johtoryhmässä. Tämän takia esimerkiksi hyvällä hallinnointitavalla voidaan lieventää liiallisen itsevarmuuden haitallisia vaikutuksia. (Kim ym. 2016, 1722.)

Kuitenkin yhtiön hallitus, joka toimii osakkeenomistajien edun mukaisesti, erottaa toimitusjohtajan, jos häntä pidetään joko liian varovaisena tai liian itsevarmana. Vaikka toimitusjohtajat ovat keskimäärin taipuvaisia liialliseen itsevarmuuteen, niiden toimitusjohtajien, jotka pysyvät tehtävissään,

itsevarmuuden taso on osakkeenomistajien kannalta lähempänä optimaalista. (Goel & Thakor 2008, 2771.) Toimitusjohtajien liiallinen itsevarmuus voi karsiutua pois yhtiöistä, jotka onnistuvat löytämään tasapainon yli-itsevarmuuden määrälle, sillä vain ne johtajat, joiden itsevarmuus on osakkeenomistajien näkökulmasta sopivalla tasolla, saavat jatkaa tehtävissään.

3.3.2 Yli-itsevarmojen johtajien mahdolliset hyödyt

Vaikka yli-itsevarmoilla johtajilla on huomattu olevan negatiivisia vaikutuksia investointimenestykseen, he saattavat olla tietyissä tilanteissa erittäin hyödyllisiä yritysten toiminnan kannalta. Ensinnäkin itsevarmat johtajat ovat huomattavasti muita innovatiivisempia, mikä voi luoda heidän yritykselleen edellytyksiä merkittävää kasvua varten. Yli-itsevarmat toimitusjohtajat voivat tehdä suuria muutoksia yritysten innovaatiostrategiaan nostamalla niiden innovaatiotasoa, sillä heidän uskomuksensa innovaatioiden epäonnistumisesta ovat muita pienemmät. Yli-itsevarmat toimitusjohtajat investoivat enemmän innovaatioihin ja heidän panostuksensa tutkimus- ja kehitystoimintaan tuottavat enemmän tuloksia. Nämä vaikutukset korostuvat etenkin kilpailuilla toimialoilla, joissa innovaatioiden tuoma kilpailuetu voi jopa hyvittää liiallisen itsevarmuuden negatiiviset vaikutukset. (Galasso & Simcoe 2011, 1483; Hirshleifer ym. 2012, 1494.) Yli-itsevarmat johtajat voivat olla hyödyllisiä etenkin kasvuyrityksissä, joissa innovaatiot ja riskinotto ovat kriittisiä menestyksen kannalta. Toisaalta yrityksissä, joissa ei ole kasvuyritysten tapaisia merkittäviä kannustimia uusille innovaatioille, yli-itsevarmat johtajat saattavat olla enemmän haitaksi toteuttamiensa kannattamattomien investointien vuoksi.

Vaikka innovaatiot ovat usein tärkeitä yrityksen tulevan kasvun kannalta, innovaatiotason lisäys ei kuitenkaan poikkeuksetta tarkoita sitä, että nämä itsevarmojen johtajien ohjaamat innovaatiot olisivat optimaalisia tai edes kannattavia. Innovaatiotason nousemisessa on myös riskinä, että se johtaa haitallisiin liikainvestointeihin. Toisaalta innovaatioilla voi olla laajempia yhteiskunnallisia hyötyjä, jotka ylittävät niiden yritykselle tuomat hyödyt, minkä takia yhteiskunnan näkökulmasta suuret investointimäärät voivat olla toivottavia. (Galasso & Simcoe 2011, 1483.) Yli-itsevarmojen johtajien innovaatiovaikutuksista on esitetty myös negatiivisia tuloksia. Yritykset, joiden toimitusjohtajat ovat yli-itsevarmoja, tekevät vähemmän hyödyllisiä tutkimus- ja kehitysinvestointeja. Koska näiden hankkeiden onnistuminen tai epäonnistuminen vie usein huomattavan paljon aikaa, toimitusjohtajien liiallinen itsevarmuus voi vaikuttaa näihin investointeihin jopa voimakkaammin kuin muihin projekteihin. (Chen ym. 2014, 265–266.) Vaikka yritys ei itse välttämättä saisi taloudellista hyötyä innovaatioistaan, yhteiskunta voi silti hyötyä niistä merkittävästi, mikä ei kuitenkaan välttämättä ole optimaalista omistaja-arvon näkökulmasta. Toisaalta on todennäköistä, että osakkeenomistajat silti hyötyvät

innovaatioiden tuomista yhteiskunnallisista hyödyistä, kuten talouskasvusta, vaikka se tapahtuisi heidän omistamansa yrityksen menestyksen kustannuksella.

Yli-itsevarmoja johtajia palkataan myös, koska he voivat olla parempia johtamaan yrityksiä, joissa työntekijöiden osaaminen ja sidosryhmien suhteet korostuvat. Yli-itsevarmat toimitusjohtajat esimerkiksi houkuttelevat ja ylläpitävät vahvempia toimittajasuhteita, varsinkin teollisuudenaloilla, joissa vahvat suhteet toimittajiin ovat äärimmäisen tärkeitä. Näiden johtajien alaisuudessa toimittajasuhteet ovat usein tiiviimpiä ja vähemmän alttiita päättymiselle. He ovat myös taitavampia pitämään kiinni avainhenkilöistä aloilla, joilla henkilöstön osaaminen on avainasemassa. Tällöin työntekijät sitoutuvat esimerkiksi omistamalla enemmän yhtiön osakkeita. (Phua ym. 2018, 542.) Kun yksilöt yliarvioivat taitonsa, he työskentelevät ahkerammin, koska he uskovat työnsä tuottavan enemmän hyötyä kuin se todellisuudessa tuottaa. Tämä voi vähentää yritysten mahdollista vapaamatkustajaongelmaa, sillä yli-itsevarmat työntekijät kokevat saavansa suuren hyödyn omasta työpanoksestaan, mikä voi lopulta hyödyttää koko yritystä, jos muutkin reagoivat heidän lisääntyneeseen työpanokseensa työskentelemällä itsekin ahkerammin. (Gervais & Goldstein 2007, 479–480.) Johtajien yli-itsevarmuus voi johtaa parempiin tuloksiin yhteistyötä vaativissa tehtävissä, sillä heidän ahkeruutensa voi inspiroida muitakin työntekijöitä ponnistelemaan kovemmin.

Vaikka yli-itsevarmuus johtaa usein epäoptimaalisiin investointeihin, maltillinen yli-itsevarmuus voi vähentää puutteellisen investointitason ongelmaa, johtaen optimaalisempaan investointimäärään, joka kasvattaa yritysarvoa (Goel & Thakor 2008, 2740; Pikulina ym. 2017, 176). Usein osakkeenomistajien kannalta paras ratkaisu onkin johtaja, jonka yli-itsevarmuus on maltillista (Goel & Thakor 2008, 2740). Yli-itsevarmuus voi olla investointitason näkökulmasta hyvä ominaisuus johtajalle, mikäli se ei ole liian korkealla tasolla. Toisaalta on myös esitetty, että yli-itsevarmat toimitusjohtajat, jotka ottavat enemmän riskejä, luovat yritykselle enemmän arvoa kuin muut paremman osaketuoton kautta. Yli-itsevarmat toimitusjohtajat voivat tuoda vuositasolla jopa 3–4,5 % enemmän kasvua osakehinnalle kuin rationaaliset johtajat. (Bharati ym. 2016, 108.) Vaikka liiallinen itsevarmuus on perinteisesti nähty enimmäkseen negatiivisena tekijänä yritysjohtamisen toiminnassa, yli-itsevarmat johtajat voivat kuitenkin olla hyödyllisiä eri tilanteissa, yrityksissä ja toimialoilla.

4 Yksityissijoittajien ja yritysjohtajien yhteys

4.1 Asiantuntijuuden vaikutus yli-itsevarmuuteen

Asiantuntijuuden ja yli-itsevarmuuden välisen yhteyden ymmärtäminen on tärkeää, jotta yritysjohtajien ja yksityissijoittajien päätöksentekoa voidaan verrata keskenään, sillä asiantuntijuus voi merkittävästi vaikuttaa yksilön tapaan tehdä päätöksiä ja arvioida riskejä. Yritysjohtajat ovat usein kokeneita, oman alansa asiantuntijoita. Yli-itsevarmuuden on esitetty vähenevän kokemuksen myötä (Gervais & Odean 2001, 19), minkä takia asiantuntevien johtajien päätöksenteon voisi kuvitella olevan rationaalisempaa kuin sijoittajilla, jotka eivät usein ole yhtä kokeneita. Kognitiivisten vinoumien esiintyminen ei kuitenkaan rajoitu pelkästään maallikoihin, sillä myös kokeneet henkilöt ovat alttiita samoille päätöksenteon virheille, erityisesti tehdessään intuitiivisia päätöksiä (Kahneman & Tversky 1974, 1130).

Vaikka yksityissijoittajien on esitetty olevan institutionaalisia sijoittajia yli-itsevarmempia kaupankäynnissään (Chuang & Susmel 2011, 1643; Liu ym. 2016, 538), ammattilaisten yli-itsevarmuutta tutkimalla on huomattu heidänkin tekevän vinoutuneita ja virheellisiä päätöksiä. Ammatillaiset ovat esimerkiksi itsevarmempia kuin opiskelijat, joiden taitotaso on yleensä huomattavasti alemmalla tasolla. Ammatillaiset tekevät vinoutuneita päätöksiä jopa omaan työhönsä liittyvissä tehtävissä, kuten taloudellisessa ennustamisessa. Tämä osoittaa, että asiantuntijuus ei vähennä päätöksenteon irrationaalisuutta, vaan voi jopa puolestaan lisätä sitä. (Glaser ym. 2013, 415.) Koska ammatillaiset tekevät harhaisia päätöksiä myös omaan työhönsä liittyvissä päätöksissä, heidän asiantuntijuutensa ei aina suojaa heitä kognitiivisilta vinoumilta.

Ammattilaisten asiantuntijuudella on muitakin vaikutuksia heidän ominaisuuksiinsa verrattuna maallikoihin. Esimerkiksi toimitusjohtajat ovat tavallisiin ihmisiin verrattuna huomattavasti optimistisempia ja riskinsietokykyisempiä (Graham ym. 2013, 104). Nämä ominaisuudet tukevat heidän itsevarmuutensa piirteitä. Vaikka ammatillisilla on enemmän taloudellista tietämystä, he ovat silti liian itsevarmoja kyvyistään (Pikulina ym. 2017, 176). Korkeampi taitotaso ei estä heitä arvioimasta kykyjään liian optimistisesti, minkä takia myös ammattitaitoiset johtajat tekevät vinoutuneita päätöksiä. Toisaalta erittäin pätevät henkilöt saattavat yliarvioimisen sijasta myös aliarvioida kykyjään suhteessa muihin, koska he eivät tiedosta muiden olevan vähemmän kyvykkäitä kuin he itse ovat (Dunning & Kruger 1999, 1131).

Yli-itsevarmat henkilöt, jotka uskovat virheellisesti omiin johtamistaitoihinsa, ovat todennäköisempiä hakeutumaan urallansa esihenkilötehtäviin (Gervais ym. 2011, 1760). Tämän takia esimerkiksi

toimitusjohtajaa palkatessa hallituksella on todennäköisesti valittavanaan joukko yli-itsevarmoja ehdokkaita, minkä takia liiallinen itsevarmuus on laajempi ilmiö johtajien kuin muun väestön keskuudessa (Goel & Thakor 2008, 2739, 2771).

Kun tulevaisuuden ennustettavuus on korkealla tasolla, asiantuntijat ovat yleensä arvioissaan ja ennusteissaan muita tarkempia. Toisaalta silloin, kun ennustettavuus on erittäin alhaisella tasolla, ammattilaiset saattavat olla alttiimpia liialliselle itsevarmuudelle. Jos esimerkiksi osakemarkkinoiden ennustaminen on erittäin hankalaa tai jopa mahdotonta, ammattilaiset, joilla on syvälinen ymmärrys niistä, saattavat luottaa liikaa omaan asiantuntijuuteensa. (Griffin & Tversky 1992, 430.) Yritysjohtajilla onkin tapana nojata omaan tietämykseensä epävarmoissa tilanteissa, joissa heillä on saatavillaan vain rajallisesti informaatiota (Doukas & Petmezas 2007, 533; Ben-David ym. 2013, 1577). Viimeaikaiset globaalit kriisit, kuten geopoliittiset konfliktit ja koronaviruspandemia, ovat aiheuttaneet epävarmuutta markkinoilla, minkä takia niiden ennustaminen voi olla erittäin hankalaa. Yritysten asiantuntevat ammattilaiset saattavatkin tehdä parhaillaan yksityissijoittajia yli-itsevarmempia taloudellisia päätöksiä, mikä voi johtaa erittäin riskialttiisiin ja arvaamattomiin investointihankkeisiin.

4.2 Havaitut yhtäläisyydet

Sijoittajat, jotka kokevat sijoitusmenestyksensä henkilökohtaisena saavutuksenaan, sekä yritysjohtajat, jotka näkevät investointien onnistumisen omien kykyjensä ansiona, selittävät menestyksensä usein omalla osaamisellaan, mikä vahvistaa heidän liiallista itsevarmuuttaan. He eivät kuitenkaan tiedä kyvyistään etukäteen, sillä kumpikaan ryhmä ei synny yli-itsevarmana, minkä takia liiallinen itsevarmuus ei ole muuttumaton luonteenpiirre. He kehittävät itsevarmuutensa kokemustensa kautta tekemällä attribuutiovirheen, joka estää heitä ymmärtämästä epäonnistumistensa todellisen syyn. (Gervais & Odean 2001, 2; Doukas & Petmezas 2007, 574; Billett & Qian 2008, 1037.) Yritysjohtajia ja yksityissijoittajia koskeva yliluottamusharha johtuu todennäköisesti samasta syystä, heidän kokemastaan attribuutioharhasta. Vaikka johtajat ovat lähtökohtaisesti sijoittajia asiantuntevampia, he toimivat irrationaalisissa päätöksissään melko samalla tavalla. Sijoittajien ja johtajien yli-itsevarman taloudellisen toiminnan väliltä löytyy useita yhtäläisyyksiä, mikä kertoo ryhmien välisestä yhteydestä.

Yli-itsevarmat henkilöt saavat sijoituksilleen alempia nettotuottoja kuin rationaaliset sijoittajat (Odean 1999, 1296; Barber & Odean 2000, 774; Gervais & Odean 2001, 20). Toisaalta irrationaaliset yritysjohtajat puolestaan luovat omistaja-arvoa tehottomammin verrattuna rationaalsiin johtajiin, minkä lisäksi useiden yrityskauppojen sarjojen odotetut hyödyt ovat huomattavasti matalammat, koska ne voivat jopa vähentää omistaja-arvoa (Doukas & Petmezas 2007, 574; Billett & Qian 2008,

1049). Yksi vahvimista yhteyksistä löytyy sijoitus- ja investointipäätösten odotetun hyödyn väliltä, sillä molemmat ryhmät saavat pääosin alempia odotettuja tuottoja taloudellisille päätöksilleen.

Lisäksi yksityissijoittajien ja yritysjohton yli-itsevarmuuden välillä on yhtäläisyyksiä heidän henkilökohtaisissa sijoituspäätöksissään. Onnistuneiden yritysostojen jälkeen toimitusjohtajat lisäävät omien osakeostojensa määrää ennen seuraavia yrityskauppoja, mikä heijastaa heidän kasvavaa luottamustaan yrityksen tulevaisuuteen (Billett & Qian 2008, 1049). Heidän itsevarmat sijoituspäätöksensä ovat kuitenkin ristiriidassa sen kanssa, että nämä myöhemmät yritysostot johtavat usein negatiivisiin taloudellisiin vaikutuksiin osakkeenomistajien näkökulmasta. Lisäksi liiallinen kaupankäynti on ylikuottamusharhan merkittävin vaikutus yksityissijoittajien taloudellisessa päätöksenteossa (ks. Odean 1999; Barber & Odean 2000; Gervais & Odean 2001; Glaser & Weber 2007). Yli-itsevarmuus johtaa todennäköisesti henkilökohtaisen kaupankäynnin kasvuun sekä yksityissijoittajilla että yritysjohtajilla.

Sekä yksityissijoittajat että yritysjohtajat saattavat ponnistella enemmän saadakseen lisää informaatiota silloin, kun he ovat yli-itsevarmoja (Odean 1998, 1916; Gervais ym. 2011, 1761). Mitä enemmän yksityissijoittajat hankkivat lisäinformaatiota, sitä enemmän he käyvät kauppaa (Abreu & Mendes 2012, 872), mikä puolestaan johtaa entistä huonompiin tuottoihin. Toisaalta yritysjohtajien tiedonhankinnasta on myös esitetty eriäviä väitteitä, koska he saattavat vähätellä informaation tärkeyttä (Goel & Thakor 2008, 2762–2763). Johtajat saattavatkin ponnistella hankkiakseen lisäinformaatiota, mutta koska he yliarvioivat oman tietämyksensä paikkansapitävyyden, he saattavat altistua muillekin vinoumille, kuten vahvistusharhalle (confirmation bias). Muille kognitiivisille harhoille altistuminen saattaisi johtaa sellaisten tietojen sivuuttamiseen, jotka ovat ristiriidassa heidän omien käsitystensä kanssa. Toisin kuin yksityissijoittajilla, johtajilla resurssien käyttö tiedonhankintaan voi tuottaa myös positiivisia vaikutuksia investointipäätösten kannalta. Tämä voi johtua esimerkiksi johtajien asiantuntijuudesta. Koska heillä on usein syvällisempi tietämys kuin yksityissijoittajilla, he voivat mahdollisesti osata tulkita ja hyödyntää hankkimaansa informaatiota paremmin, mikä saattaa auttaa heitä tehokkaampien investointipäätöksien toteuttamisessa.

Vaikka liiallinen itsevarmuus johtaa usein riskialttiisiin taloudellisiin päätöksiin, maltillinen itsevarmuus voi olla kuitenkin eduksi sijoitus- ja investointipäätöksenteossa. Tämä koskee molempia ryhmiä, sillä heidän maltillinen yli-itsevarmuutensa voi ehkäistä taloudellisten päätösten alhaista volyyymia, mikä johtaa optimaaliseen sijoitus- ja investointitasoon (Goel & Thakor 2008, 2740; Pikulina ym. 2017, 176). Toisaalta maltillinen itsevarmuus sekä optimaalinen sijoitus- ja investointitaso ovat vaikeasti määriteltävissä, sillä ne voivat vaihdella merkittävästi tilanteen mukaan. Toimitusjohtajan

maltillinen itsevarmuus ja optimaalinen investointitaso voivat riippua esimerkiksi markkinatilanteesta tai yrityksen tavoitteista, minkä takia niiden määrittelyyn ei todennäköisesti ole olemassa vain yhtä ratkaisua.

Liian itsevarmoja sijoittajia ja johtajia yhdistää lisäksi heidän selviytymisensä markkinoilla. Hallitus erottaa liian itsevarmat johtajat tehtävistään, koska he eivät toimi osakkeenomistajien edun mukaisesti, mutta ne johtajat, jotka saavat pysyä tehtävissään ovat osakkeenomistajien kannalta optimaalisia (Goel & Thakor 2008, 2771). Yli-itsevarmat sijoittajat puolestaan menettävät todennäköisesti varallisuuttaan ja itsevarmuuttaan epäoptimaalisen sijoituspäätöksenteon seurauksena, minkä takia he saattavat jopa poistua markkinoilta (Gervais & Odean 2001, 20). Toisaalta yli-itsevarmojen sijoittajien on esitetty myös saavan muita suurempia tuottoja, mikä selittää heidän selviytymistään markkinoilla (De Long ym. 1990; 1991; Benos 1998, Hirshleifer & Luo 2001). Todennäköisesti ne johtajat, jotka pysyvät työtehtävissään ja ne sijoittajat, jotka liiallisesta itsevarmuudestaan huolimatta onnistuvat pärjäämään markkinoilla, ovat itsevarmuudessaan optimaalisemmalla tasolla. Toisaalta äärimmäisen itsevarmat henkilöt saattavat joutua poistumaan markkinoilta ja johtotehtävistä, koska heidän itsevarmuutensa haitat ylittävät reilusti sen tuomat hyödyt. Kuitenkin markkinoilta poistuneiden sijoittajien tilalle tulee aina uusia, yli-itsevarmoja sijoittajia (Gervais & Odean 2001, 20), minkä lisäksi yli-itsevarmat henkilöt ovat todennäköisempiä pyrkimään ja päätyämään johtotehtäviin (Goel & Thakor 2008, 2771; Gervais ym. 2011, 1760). Tämän takia yli-itsevarmoja johtajia ja sijoittajia tulee todennäköisesti aina olemaan, vaikka liiallista itsevarmuutta osattaisiin tehokkaasti hallita. Yliluottamusharha on pysyvä ilmiö molemmilla ryhmillä, vaikka sen hallitsemisella voidaan saavuttaa tehokkaampaa taloudellista päätöksentekoa.

Yksityissijoittajien ja yritysjohtajien henkilökohtaiset piirteet vaikuttavat heidän yli-itsevarmaan taloudelliseen toimintaansa pääosin samalla tavalla. Miehet ovat naisia yli-itsevarmempia molemmissa ryhmissä, mikä näkyy heidän taloudellisessa päätöksenteossaan, vaikka sukupuolesta johtuvat riskihakuisuuden erot ovat huomattavasti pienemmät johtajien kuin yksityishenkilöiden välillä (Croson & Gneezy 2009, 453). Sukupuolen lisäksi myös ikä on yhdistävä tekijä yritysjohtajien ja yksityissijoittajien yli-itsevarmuudessa. Nuoret yksityissijoittajat tekevät riskialttiimpia sijoituksia (Barber & Odean 2001, 285; Grinblatt & Keloharju 2009, 554), mikä näkyy osaltaan myös johtajien yritysostokäyttäytymisessä, sillä nuoremmat yritysjohtajat ovat todennäköisempiä toteuttamaan useita yritysostoja, jotka voivat olla erittäin riskialttiita investointeja (Yim 2013, 271). Ajan myötä molempien ryhmien edustajien yli-itsevarmuus kuitenkin vähenee, mikä voi johtua esimerkiksi kokemuksen lisääntymisestä ja heikommista kannusteista tehdä riskialttiita talouspäätöksiä.

Sijoittajien ja johtajien välisestä yhteydestä kertoo myös heidän liiallisen itsevarmuutensa mahdolliset positiiviset puolet. Kun sijoittajat tuntevat itsensä päteviksi, he ovat valmiimpia sijoittamaan myös kotimaansa ulkopuolelle (Graham ym. 2009, 1105), minkä takia he todennäköisesti hajauttavat sijoituksensa paremmin maantieteellisesti. Toisaalta myös itsevarmat johtajat, joiden investointeihin liittyy enemmän riskiä, voivat tuottaa yritykselle enemmän arvoa kuin rationaaliset johtajat paremman osaketuoton kautta (Bharati ym. 2016, 108). Lisäksi johtajat voivat luoda sekä yritykselle että yhteiskunnalle lisäarvoa suurempien innovaatiopanostustensa takia (Galasso & Simcoe 2011, 1483; Hirshleifer ym. 2012, 1494). Sijoittajat voivat tuottaa itselleen suurempia voittoja, kun taas johtajat voivat luoda yritykselle ja osakkeenomistajille lisäarvoa, mikä todennäköisesti nostaa välillisesti heidänkin hyötyään.

4.3 Havaitut erot ja ristiriidat

Vaikka johtajien ja sijoittajien itsevarmalle päätöksenteolle pystytään havaitsemaan useita yhteyksiä, esiintyy ryhmien välillä myös eroja ja ristiriitoja. Yksi eroavaisuus löytyy kaupankäynti- ja investointitasojen väliltä. Koska johtajat yliarvioivat sekä omat kykynsä että investoinneista saatavat tuotot, monet tutkimukset esittävät johtajan korkeamman itsevarmuuden johtavan lähes poikkeuksetta korkeampiin investointitasoihin (Doukas & Petmezas 2007, 574; Pikulina ym. 2017, 190). Yli-itsevarmat sijoittajat ja johtajat saattavat käydä enemmän kauppaa henkilökohtaisilla portfolioillaan, mutta itsevarmuus ei kuitenkaan välttämättä lisää yritysten investointimääriä.

Vaikka johtajan liiallinen itsevarmuus on usein yhteydessä korkeampiin investointitasoihin, se ei kuitenkaan johda aina suurempaan investointimäärään, sillä se riippuu johtajan käsityksestä yrityksen aliarvostuksen ja hankkeesta saatavien tuottojen yliarvostuksen suhteesta (Heaton 2002; Malmendier & Tate 2005; 2008; 2015). Yli-itsevarmuus ei siis johda poikkeuksetta yritystensä lisäykseen. Toisin kuin yksityissijoittajilla, yritysjohtajien liiallinen itsevarmuus saattaa johtaa myös puutteellisiin investointitasoihin, jos yrityksellä ei ole riittävästi sisäisiä varoja käytettävään, mikä voi olla erittäin ongelmallista yrityksen toiminnan kannalta.

Henkilöiden vanhetessa heidän yli-itsevarmuutensa usein vähenee (Gervais & Odean 2001, 19). Kuitenkin iän noustessa voidaan myös katsoa heidän kokemuksensa kasvavan, minkä on huomattu olevan joissain tapauksissa yhteydessä lisääntyneeseen irrationaalisuuteen (Kahneman & Tversky 1974, 1130). Tällöin mahdollinen ristiriita esiintyy ryhmien iän ja asiantuntijuuden vaikutusten välillä. Toisaalta kokemusten lisääntyminen ja niistä oppiminen ovat kaksi erillistä asiaa, mikä voi selittää tätä mahdollista ristiriitaa. Vaikka henkilön ikääntyessä hänen kokemuksensa karttuisi, ei hän kuitenkaan välttämättä opi näistä tilanteista, minkä seurauksena itsevarmuus voi pysyä liiallisena.

Lisäksi varallisuus vaikuttaa ylikuottamusharhan aiheuttamaan toimintaan molemmissa ryhmissä, mutta vastakkaisilla tavoilla. Varakkuus voi tehdä sijoittajista yli-itsevarmoja (Gervais & Odean 2001, 2), minkä seurauksena heidän riskinotto kykynsä ja kaupankäyntivolyyminsa todennäköisesti kasvavat. Toisaalta yritysjohtajilla yritysostojen myötä nousevat palkkiot ja varallisuus vähentävät kannustimia jatkaa yritysostojen tekemistä, minkä takia vanhemmat ja varakkaammat johtajat tekevät vähemmät yritysostoja (Yim 2013, 271). Voi kuitenkin olla, että varakkaiden johtajien riskinotto ja kaupankäyntivolyyymi kasvavat heidän henkilökohtaisissa sijoituspäätöksissään samalla, kun ne laskevat heidän yrityksensä investointipäätöksissä.

Yli-itsevarmojen johtajien ja osakkeenomistajien välinen suhde on ristiriitainen. Vaikka liian itsevarmat johtajat toimisivat Jensenin (1986, 324) ehdottaman mallin mukaisesti vähentämällä vapaata kassavirtaa, johtaisi se todennäköisesti silti osakkeenomistajien kannalta epäedullisiin päätöksiin puutteellisten investointien seurauksena. Tämän takia osakkeenomistajat saattavat suosia sitä, että yritykseen jää vapaata kassavirtaa kannattavien investointien toteuttamiseen (Heaton 2002, 43). Kuitenkin epävarmat sijoittajat, jotka välttelevät riskiä ja epävarmuutta, suosivat korkeampaa osinkotuottoa (Breuer ym. 2014, 263). Tämä saattaa korostaa osakkeenomistajien ja johtajien välistä intressiristiriitaa, koska johtajien päätökset voivat johtaa sekä alhaisiin osinkotuottoihin että kannattamattomiin investointeihin, jotka voivat laskea omistaja-arvoa. Toisaalta, koska yli-itsevarmat sijoittajat eivät yleensä karta riskiä tai epävarmuutta, liian itsevarmojen johtajien osinko- ja investointipäätökset saattavat olla enemmän ristiriidassa epävarmojen osakkeenomistajien kuin itsevarmojen omistajien kanssa. Koska johtajien ja sijoittajien yli-itsevarma taloudellinen käyttäytyminen on samanlaista, yli-itsevarmat johtajat voivat mahdollisesti edistää yli-itsevarmojen osakkeenomistajien tavoitteita tehokkaammin, sillä heidän näkemyksensä riskeistä ja omista taidoistaan ovat yhtenäiset.

Yli-itsevarmat sijoittajat uskovat kykynsä valita itselleen parhaiten tuottavan salkunhoitajan (Malkiel 2013, 106). Niin kuin yritysjohtajilla, myös salkunhoitajilla on päämies-agentti-suhde sijoittajiin, minkä takia sama ilmiö saattaa päteä myös toimitusjohtajan valinnassa. Sijoittajien agenttisuhteiden intressiristiriidat saattavat siis osittain johtua siitä, että he eivät osaa valita itselleen oikeaa agenttia rationaalisesti, mikä voi johtaa puolestaan heidän varallisuutensa heikentymiseen. Täten yli-itsevarmojen osakkeenomistajien agenttiongelmaksi voisi johtua agenttien toiminnan lisäksi myös päämiesten irrationalisuudesta. Vaikka toimitusjohtajan valitsee yhtiön hallitus, osakkeenomistajat voivat vaikuttaa tähän välillisesti, sillä he valitsevat hallituksen edustamaan itseään.

Näitä ylikuottamusharhan aiheuttamien vaikutusten eroja ja ristiriitoja ryhmien välillä voidaan todennäköisesti osittain selittää sillä, miten itsevarmuutta on tutkimuksissa mitattu. Yli-itsevarmuuden

vertailussa ryhmien välillä tulee kiinnittää huomiota siihen, miten koehenkilöiden liiallista itsevarmuutta on tutkittu, koska sen erilaiset määrittely- ja mittaustavat voivat vaikuttaa suuresti tutkimustuloksiin. Tämän takia niillä on suuri merkitys. Yli-itsevarmuutta onkin erittäin hankalaa mitata, minkä takia siihen on käytetty useita eri tapoja ja menetelmiä. Esimerkiksi Malmendier ja Tate (2005, 2663) mittaavat toimitusjohtajien yli-itsevarmuutta heidän henkilökohtaisten sijoitustensa, erityisesti osakeoptioiden kautta. Mikäli toimitusjohtajat käyttävät optionsa myöhään tai säilyttävät niitä koko voimassaoloajan, heitä pidetään itsevarmoina, sillä he luottavat yrityksensä tulevaan menestykseen (Malmendier & Tate 2005, 2663). Myös monet muut tutkimukset ovat käyttäneet samankaltaisia mittaustapoja johtajien yli-itsevarmuuden määrittämisessä.

Toisaalta johtajien itsevarmuutta on mitattu myös liikemaailman uutisartikkeleiden avulla. Malmendier ja Tate (2008, 23) mittaavat johtajien itsevarmuutta laskemalla artikkeleita, joissa toimitusjohtajia kuvaillaan yli-itsevarmuuteen viittaavilla sanoilla, kuten luottavaisiksi tai optimistisiksi. Tämän jälkeen artikkelit suhteutetaan niiden artikkeleiden määrään, joissa toimitusjohtajia kuvataan itsevarmuuden vastaisilla sanoilla, kuten varovaisiksi tai tasaisiksi. Mittaustapa kuitenkin toimii todennäköisesti vain johtajiin, jotka työskentelevät yhtiöissä, jotka saavat suurta huomiota mediassa, minkä takia samaa menetelmää ei voida soveltaa yksityissijoittajiin.

Grinblatt ja Keloharju (2009, 552) mittaavat yksilöiden itsevarmuutta psykologisella testillä, joka teetetään kaikille suomalaisille miehille heidän astuessaan asepalvelukseen. Lisäksi Graham ym. (2013, 105) mittaavat johtajien persoonallisuudenpiirteitä psykologisen testin avulla. Vaikka he eivät tutki suoranaisesti johtajien yli-itsevarmuutta, he mittaavat silti siihen liittyviä ominaisuuksia, kuten optimistisuutta ja riskinsietokykyä. Itsevarmuutta mitataan tutkimuksissa monilla eri tavoilla, minkä takia niiden vertailu on haastavaa, mutta tarpeellista.

Mittaus- ja määrittelytavan lisäksi yliluottamusharhaa käsittelevien tutkimusten erilaisia tuloksia voidaan selittää sillä, että tutkimukset painottavat eri yli-itsevarmuuden piirteiden vaikutusta sijoittajien ja johtajien käyttäytymiseen. Glaser ja Weber (2007, 32) esittävät, että yli-itsevarmat sijoittajat, jotka uskovat olevansa keskiarvoa parempia, käyvät enemmän kauppaa. He eivät kuitenkaan havaitse yhteyttä liiallisen omiin tietoihin luottamisen ja kaupankäyntivolyymin välillä. Toisaalta Ben-David ym. (2013, 1551) korostavat ylitarkkuuden merkitystä, sillä he osoittavat todennäköisen yhteyden talousjohtajien, jotka liiallisesti uskovat omien ennusteidensa tarkkuuteen, ja heidän yritysten korkeamman investointitason välillä. Pikulina ym. (2017, 176) puolestaan korostavat yliestimoinnin vaikutuksia, sillä heidän mukaansa omien kykyjen yliarviointi on vahvempi sijoituspäätösten ennustaja kuin itsensä keskivertoa paremmaksi kokeminen.

5 Tutkielman johtopäätökset ja arviointi

Tämän tutkielman tarkoituksena oli tarkastella ylikuottamusharhasta johtuvan liiallisen itsevarmuuden vaikutusta yksityissijoittajien ja yritysjohtajien investointi- ja sijoituspäätöksiin sekä selvittää näiden ryhmien mahdollisia yhteyksiä. Suurin osa yli-itsevarmuuteen liittyvistä tutkimuksista keskittyy joko yritysjohtajiin tai yksityissijoittajiin erikseen. Yritysjohtajien kohdalla tutkimukset keskittyvät investointipäätöksiin, erityisesti yrityskauppoihin ja -järjestelyihin, kun taas yksityissijoittajien näkökulmasta tarkastellaan yleisimmin heidän kaupankäyntiään, kuten sen riskitasoa, volyyymia ja hajautusta. Vaikka sijoittajien ja johtajien liiallista itsevarmuutta on tutkittu paljon erillisinä ryhminä, näiden ryhmien välisen yhteyden ja yli-itsevarmuuden taloudellisten vaikutusten vertailu ei ole vielä tutkittu alue. Tutkielman tutkimuskysymys on:

Miten ylikuottamusharha vaikuttaa yritysjohtajien ja yksityissijoittajien taloudelliseen päätöksentekoon, ja millaisia yhtäläisyyksiä sekä eroja näillä vaikutuksilla on?

Ensimmäiseksi tämän tutkielman perusteella voidaan tehdä johtopäätös, että ylikuottamusharha luo yhteyden yksityissijoittajien ja yritysjohtajien taloudellisen toiminnan välille. Molemmilla tarkasteltavilla ryhmillä ylikuottamusharhan aiheuttama liiallinen itsevarmuus näkyy heidän taloudellisessa päätöksenteossaan usealla eri tavalla ja sillä on keskeinen rooli heidän sijoitus- ja investointikäyttäytymisessään. Vaikutukset ovat pääosin samanlaisia, mikä tukee ryhmien välistä yhteyttä, mutta sijoittajien ja johtajien toiminnan välillä on kuitenkin myös useita eroavaisuuksia. Molempien ryhmien yli-itsevarmuus johtuu heidän tekemästään attribuutioharhasta, jonka takia he pitävät mahdollisen taloudellisen menestyksensä ansiona ulkoisten tekijöiden sijasta omia kykyjään. Liiallinen itsevarmuus ei ole kummallakaan ryhmällä synnynnäinen piirre, vaan se kehittyy heidän kokemustensa myötä. Lisäksi sukupuolen tuomat vaikutukset ovat melko samanlaiset molemmilla ryhmillä, sillä miehet ovat naisia itsevarmempia.

Johtajien ja sijoittajien epäoptimaalisista päätöksistä voidaan päätellä, että ryhmien välinen yhteys näkyy heidän odotetussa hyödyssään. Mitä enemmän liian itsevarma yksityissijoittaja käy kauppaa, sitä enemmän tuhoa hän tekee varallisuudelleen. Lisäksi mitä enemmän yli-itsevarma johtaja toteuttaa kannattamattomia yritysostoja tai investointeja, sitä enemmän hän heikentää yrityksen osakkeenomistajien varallisuutta. Toisaalta, vaikka molempien ryhmien odotetut tuotot ovat lähtökohtaisesti keskivertoa heikommat, he voivat kuitenkin ansaita sijoitus- ja investointipäätöksillään myös muita korkeampia tuottoja, vaikka niihin kohdistuukin usein enemmän riskiä. Tämä selittää yli-itsevarmojen osapuolien selviytymistä markkinoilla.

Tutkimuksen tavoitteena oli lisäksi selvittää asiantuntijuuden merkitystä yli-itsevarman päätöksenteon näkökulmasta. Asiantuntijuus mahdollisesti selittää ryhmien välisiä eroja, sillä johtajat esimerkiksi pystyvät hyödyntämään hankkimaansa tietoa sijoittajia tehokkaammin. Vaikka yritysjohtajat ovat usein kokeneita asiantuntijoita ja heidät nähdään perinteisesti yksityissijoittajia taidokkaampina sekä rationaalisempina toimijoina, heidän päätöksentekonsa ei ole kuitenkaan virheetöntä. Asiantuntijat saattavat tehdä harhaisia ja vinoutuneita päätöksiä, jotka voivat olla jopa vääristyneempiä kuin kokemattomilla yksityissijoittajilla. Toisaalta yli-itsevarmuus on jopa yleisempi ilmiö yritysjohtajien keskuudessa, sillä itsevarmat henkilöt ovat todennäköisempiä hakeutumaan urallaan johtotehtäviin, mikä selittää heidän taipumustaan arvioida omia kykyjään liian optimistisesti. Ammatillaiset, kuten kokeneet yritysjohtajat, saattavat myös osoittaa jopa suurempaa yli-itsevarmuutta kuin yksityissijoittajat, mikä voi johtaa riskialttiisiin taloudellisiin päätöksiin. Vaikka asiantuntijat voivat olla muita tarkempia ennusteissaan ja arvioissaan, he silti nojaavat liikaa omaan tietämykseensä, mikä voi olla erittäin riskialtista erityisesti epävarmoissa markkinatilanteissa, joita viime aikojen globaalit kriisit ovat aiheuttaneet.

Toiseksi tehdään johtopäätös, että yliluottamusharhan aiheuttamien positiivisten vaikutusten laajuus riippuu yksilön yli-itsevarmuuden tasosta. Yli-itsevarmuus voi sekä kohtuullisena että liiallisena edistää taloudellista päätöksentekoa molemmilla ryhmillä, vaikka se onkin usein yhdistetty pääosin epäoptimaalisiin sijoitus- ja investointipäätöksiin. Kaikista parhaiten pärjäävät ne henkilöt, joiden yli-itsevarmuus on kohtuullista, sillä se on yhteydessä optimaaliseen taloudelliseen päätöksentekoon, joka esimerkiksi nostaa mahdollisesti liian matalaa sijoitustasoa ilman, että liiallisen yli-itsevarmuuden haitat ilmenevät. Kuitenkin myös liiallisella yli-itsevarmuudella voi olla useita positiivisia vaikutuksia sekä sijoittajien että yritysjohtajien näkökulmasta. Toisaalta ne henkilöt, joiden yli-itsevarmuus on äärimmäistä, pärjäävät kaikista heikoimmin. He saattavat jopa joutua poistumaan markkinoilta, sillä liian itsevarmat johtajat usein erotetaan tehtävistään, ja äärimmäisen itsevarmat sijoittajat eivät usein selviydy pitkällä aikavälillä. Yliluottamusharha on kuitenkin pysyvä ilmiö, sillä markkinoilta poistuneet korvautuvat jatkuvasti uusilla yli-itsevarmoilla henkilöillä.

Kuitenkin ilman itsevarmuutta johtajat eivät tekisi investointeja tai ne olisivat liian varovaisia, jolloin yritysten toiminta kärsisi pitkällä aikavälillä. Toisaalta liian varovaiset sijoittajat voivat epäröidä päätöksissään, minkä takia he eivät esimerkiksi uskalla sijoittaa kotimaansa ulkopuolelle. Lisäksi he saattavat jättää varansa kokonaan sijoittamatta. Kun ihmiset tuntevat itsensä itsevarmaksi ja päteväksi, he todennäköisemmin ottavat riskejä, mikä voi olla erittäin hyödyllistä pitkällä aikavälillä, sillä ilman riskinottoa on vaikeaa saavuttaa merkittäviä edistyksiä ja läpimurtoja. Tämän takia esimerkiksi johtajien itsevarmoilla innovaatiohankkeilla voi olla erittäin positiivisia vaikutuksia.

Yliluottamusharhan vaikutukset voivat lisäksi esiintyä muiden harhojen rinnalla, minkä takia on todennäköistä, että irrationaaliset päätöksentekijät voivat kärsiä myös muista kognitiivista vinoumista päätöksenteossa. Niin kuin attribuutioharha voi johtaa yliluottamusharhan ilmentymiseen, liiallinen itsevarmuus voi esimerkiksi vaikuttaa yksityissijoittajien harhaan välttää tappioita ja myydä voitollisia sijoituksia aikaisin (disposition effect). Lisäksi sekä yksityissijoittajat että yritysjohtajat voivat altistua voittajan kiroukselle toimiessaan päättäväisesti, minkä takia he saattavat maksaa hankkimistaan varallisuuseristä liian korkeaa hintaa. Koska yli-itsevarmat henkilöt uskovat liiallisesti oman tietonsa paikkansapitävyyteen, he saattavat altistua myös esimerkiksi vahvistusharhalle. Toisaalta liiallinen itsevarmuus voi myös ehkäistä muiden harhojen ilmentymistä, sillä itsensä päteväksi tuntevat sijoittajat ovat vähemmän alttiita kotimarkkinaharhalle.

Kolmanneksi tehdään johtopäätös, että johtajien ja osakkeenomistajien väliseen päämies–agentti-suhteeseen voi vaikuttaa molempien osapuolien yliluottamusharha. Ryhmien välinen suhde on todennäköisesti ongelmattomampi, kun molemmat osapuolet ovat yli-itsevarmoja. Itsevarmoille osakkeenomistajille sopii parhaiten itsevarma johtaja, koska molemmilla on taipumus aliarvioida riskejä ja yliarvioida kykynsä, minkä takia heidän tavoitteensa ovat todennäköisesti samat. Toisaalta yli-itsevarmat johtajat saattavat olla enemmän haitaksi epävarmojen sijoittajien tavoitteille. Rationaaliset osakkeenomistajat saattavat puolestaan hyötyä eniten maltillisesti yli-itsevarmoista johtajista, jotka ehkäisevät puutteellisia investointitasoja ja tekevät tasapainoisempia sekä riskitietoisempia päätöksiä. Yli-itsevarmat sijoittajat saattavat kuitenkin ajautua haastaviin agenttisuhteisiin, sillä he yliarvioivat kykynsä valita itselleen parhaiten tuottavan agentin, minkä takia heidän puolestaan toimivat agentit voivat tehdä tehottomia päätöksiä, jotka eivät lisää omistaja-arvoa pitkällä aikavälillä.

Vaikka yli-itsevarmojen johtajien luomista tuotoista on esitetty myös erittäin positiivisia tuloksia, he tekevät usein omistaja-arvoa heikentäviä päätöksiä. Heidän tavoitteensa ja motiivinsa kuitenkin poikkeavat omaa etua tavoittelevista johtajista, sillä he aidosti uskovat maksimoivansa yrityksen arvon pitkällä aikavälillä. Tämän takia yritysjohtajien ja osakkeenomistajien välinen mahdollinen intressiristiriita ei todennäköisesti johdu heidän tavoitteidensa erilaisuudesta, vaan pikemminkin siitä, että itsevarman päätöksenteon aiheuttamat tulokset voivat poiketa näistä yhteisistä tavoitteista. Koska yli-itsevarmojen johtajien ja osakkeenomistajien välillä ei ole tavallista tavoiteristiriitaa, perinteiset kannustinmallit eivät todennäköisesti lievennä liiallisen itsevarmuuden haitallisia vaikutuksia. Tämän takia sen hillitsemiseksi onkin alettu soveltamaan muita keinoja, kuten hyvää hallinnointitapaa sekä konservatiivisuuden ja varovaisuuden periaatteiden noudattamista kirjanpidossa ja talousraportoinnissa. Toisaalta sijoittajien yli-itsevarmuuden vaikutukset puolestaan yleensä lieventyvät kokemuksen myötä, koska tällöin heidän itsearviointinsa kehittyy realistisemmaksi. Tämä saattaa päteä myös

yrittäjäjohtajiin, mutta koska kokemus ja asiantuntijuus voivat tietyissä olosuhteissa lisätä itsevarmuutta, yritysten toimenpiteet sen haitallisten vaikutusten ehkäisemiseksi voivat olla erittäin tarpeellisia.

Tutkielman taustalla on pyritty hyödyntämään mahdollisimman paljon korkealaatuisia lähteitä, jotka käsittelevät yksityissijoittajia, yritysjohtajia, näiden ryhmien tekemiä yli-itsevarmoja sijoitus- ja investointipäätöksiä sekä näiden teemojen yhteyksiä. Tutkielmassa esille tulleet johtopäätökset pätevät laajasti yksityissijoittajien ja yritysjohtajien taloudellisiin päätöksentekoprosesseihin ja ne ovat sovellettavissa näiden ryhmien taloudellisen toiminnan tarkastelussa. Tutkielmasta voi olla hyötyä etenkin organisaatioiden hallituksille, johtajille ja päätöksentekijöille, joita irrationaalinen päätöksenteko voi mahdollisesti koskea. Toisaalta tutkielmasta voi olla hyötyä myös sijoittajille, sillä se auttaa ymmärtämään, miten ylikuottamusharha voi vaikuttaa taloudelliseen päätöksentekoon.

Koska ylikuottamusharha on monimuotoinen ilmiö, jonka mittaaminen ja tutkiminen on erittäin hankalaa, sitä tutkiessa voi syntyä paljon erilaisia ja toisistaan poikkeavia tutkimustuloksia. Käytetyllä mittausmenetelmällä on suuri merkitys itsevarmuuden määrittelyssä, sillä erilaiset tavat mitata johtajien ja sijoittajien itsevarmuutta voivat johtaa toisistaan poikkeaviin tutkimustuloksiin. Erilaiset lähestymistavat vaikeuttavat tulosten yleistettävyyttä, mutta tutkimusten vertailtavuus paranee, kun mittausmenetelmät ovat yhtenäiset. Lisäksi ylikuottamusharhan vaikutusten tutkimiseen liittyy muitakin haasteita ja ristiriitoja. Useat ilmiötä käsittelevät empiiriset tutkimukset perustuvat korrelaatioihin yli-itsevarmuutta mittaavien tekijöiden ja päätöksentekijöiden käyttäytymismallien välillä. Korrelaatiot tuovat mukanaan kuitenkin haasteita, sillä ne eivät välttämättä tarkoita, että esimerkiksi ylikuottamusharhan ja sijoitus- tai investointimäärän välillä olisi kausaalisuhdetta. Muuttujat voivat esiintyä ja vaihdella yhdessä, vaikka toinen niistä ei välttämättä olisikaan syy toiseen.

Koska tämän tutkielman aihepiiri on erittäin laaja, monet ylikuottamusharhan vaikutukset jäivät sen käsittelyn ulkopuolelle. Jatkotutkimuksissa aiheita voisi rajata koskemaan pelkästään johtajien ja sijoittajien henkilökohtaisia sijoituksia. Tällöin voitaisiin pyrkiä tunnistamaan, miten ryhmien välinen suhde mahdollisesti muuttuu, kun molemmat vastaavat pelkästään omasta varallisuudestaan. Vaikutukset yritysjohtajilla ja yksityissijoittajilla voivat olla sekä negatiivisia että positiivisia, minkä takia niiden syvällisempi tutkiminen voisi auttaa ymmärtämään, miten haitallisia vaikutuksia voisi taloudellisessa päätöksenteossa vähentää. Eri yli-itsevarmuuden piirteiden päällekkäisyyksien tutkiminen voisi antaa arvokasta tietoa siitä, miten näiden eri osa-alueiden yhteisvaikutus heijastuu irrationaaliseen päätöksentekoon.

6 Yhteenveto

Tämän tutkielman avulla on kartoitettu yksityissijoittajien ja yritysjohtajien yli-itsevarman taloudellisen päätöksenteon välistä yhteyttä sekä eroja ja ristiriitoja. Aihetta käsiteltiin erityisesti vertailemalla yksityissijoittajien ja johtajien taloudellista toimintaa. Sijoittajien osalta tarkasteltiin heidän kaupankäyntiään, kun taas johtajien näkökulmasta keskityttiin heidän investointipäätöksiinsä. Vaikka yritysjohtajia voidaan pitää heidän asiantuntijuutensa vuoksi lähtökohtaisesti rationaalisempina päätöksentekijöinä, he eivät ole immuuneja yliluottamusharhalle ja sen vaikutuksille. Johtajien asiantuntijuus voi tehdä heidän päätöksenteostaan jopa muita virheellisempää. Tämän huomioon ottaminen on erittäin tärkeää varsinkin epävakaisissa markkinatilanteissa, kuten geopolitiittisten kriisien aikana, jolloin liiallinen itsevarmuus voi johtaa arvoa tuhoaviin päätöksiin epävarmoissa taloudellisissa ympäristöissä.

Tutkielman johtopäätöksenä voidaan ensinnäkin todeta, että yliluottamusharha luo yhteyden yksityissijoittajien ja yritysjohtajien taloudellisen päätöksenteon välille, vaikka heidän toiminnallaan on myös useita eroja sekä ristiriitoja. Yli-itsevarmuus näkyy molempien ryhmien taloudellisissa päätöksissä usealla eri tavalla ja se ohjaa selkeästi heidän sijoitus- ja investointikäyttäytymistään. Yliluottamusharha vaikuttaa sekä yksityissijoittajien että yritysjohtajien toimintaan merkittävästi, minkä lisäksi ryhmien päätöksenteossa on useita yhteisiä piirteitä. Yliluottamusharha, joka usein johtuu attribuutioharhasta, saa molemmat ryhmät arvioimaan kykynsä liian optimistisesti, mikä johtaa taloudellisesti riskialttiisiin päätöksiin ja usein matalampiin odotettuihin tuottoihin.

Lisäksi yliluottamusharhan aiheuttamat vaikutukset riippuvat yli-itsevarmuuden määrästä. Liiallinen itsevarmuus on perinteisesti esitetty etenkin negatiivisena tekijänä taloudellisessa päätöksenteossa, vaikka sillä voi olla myös positiivisia vaikutuksia. Varsinkin maltillisena yli-itsevarmuus on yhteydessä keskivertoa optimaalisempiin sijoitus- ja investointitasoihin. Kuitenkin äärimmäisenä ja hallitsemattomana se voi johtaa sekä varallisuutta että yritysarvoa heikentäviin taloudellisiin päätöksiin.

Kolmanneksi esitettiin, että yliluottamusharha voi vaikuttaa merkittävästi yritysjohtajien ja osakkeenomistajien väliseen päämies–agentti-suhteeseen. Vaikka liiallinen itsevarmuus usein johtaa arvoa heikentäviin investointeihin, johtajien päätöksissä korostuu heidän aito pyrkimyksensä toimia omistajien parhaaksi, minkä takia heidän intressinsä eivät välttämättä ole ristiriidassa. Tämän takia perinteiset kannustimet eivät todennäköisesti lievennä yli-itsevarmuuden haittoja, minkä takia yrityksissä tulisi pyrkiä hillitsemään sen haitallisia vaikutuksia esimerkiksi hyvän hallintotavan periaatteilla sekä kehittämällä uusia ratkaisuja, sillä hallittuna itsevarmuus voi olla yrityksille merkittävä etu.

Lähteet

- Abreu, Margarida – Mendes, Victor (2012) Information, overconfidence and trading: Do the sources of information matter? *Journal of Economic Psychology*, Vol. 33 (4), 868–881.
- Andrade, Gregor – Mitchell, Mark – Stafford, Erik (2001) New evidence and perspectives on mergers. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15 (2), 103–120.
- Barber, Brad M. – Odean, Terrance (2000) Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors. *The Journal of Finance*, Vol. 55 (2), 773–806.
- Barber, Brad M. – Odean, Terrance (2001) Boys will be boys: Gender, overconfidence and common stock investment. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 116 (1), 261–292.
- Ben-David, Itzhak – Graham, John R. – Harvey, Campbell R. (2013) Managerial miscalibration. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 128 (4), 1547–1584.
- Benos, Alexandros V. (1998) Aggressiveness and survival of overconfident traders. *Journal of Financial Markets*, Vol. 1 (3–4), 353–383.
- Bharati, Rakesh – Doellman, Thomas – Fu, Xudong (2016) CEO confidence and stock returns. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, Vol. 12 (1), 89–110.
- Biais, Bruno – Hilton, Dennis – Mazurier, Karine – Pouget, Sébastien (2005) Judgemental overconfidence, self-monitoring, and trading performance in an experimental financial market. *The Review of Economic Studies*, Vol. 72 (2), 287–312.
- Billett, Matthew T. – Qian, Yiming (2008) Are overconfident CEOs born or made? Evidence of self-attribution bias from frequent acquirers. *Management Science*, Vol. 54 (6), 1037–1051.
- Breuer, Wolfgang – Rieger, M. Oliver – Soypak, K. Can (2014) The behavioral foundations of corporate dividend policy a cross-country analysis. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 42, 247–265.
- Caliskan, Deren – Doukas, John. A (2015) CEO risk preferences and dividend policy decisions. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 35, 18–42.
- Camerer, Colin – Lovo, Dan (1999) Overconfidence and excess entry: An experimental approach. *The American Economic Review*, Vol. 89 (1), 306–318.
- Chatterjee, Arijit – Hambrick, Donald C. (2008) It's all about me: Narcissistic chief executive officers and their effects on company strategy and performance. *Administrative Science Quarterly*, Vol. 52 (3), 351–386.
- Chen, Sheng-Syan – Ho, Keng-Yu – Ho, Po-Hsin (2014) CEO overconfidence and long-term performance following R&D increases. *Financial Management*, Vol. 43 (2), 245–269.

- Chuang, Wen-I – Susmel, Rauli (2011) Who is the more overconfident trader? Individual vs. institutional investors. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 35 (7), 1626–1644.
- Croson, Rachel – Gneezy, Uri (2009) Gender differences in preferences. *Journal of Economic Literature*, Vol. 47 (2), 448–474.
- De Long, James B. – Shleifer, Andrei – Summers, Lawrence H. – Waldmann, Robert J. (1990) Noise trader risk in financial markets. *Journal of Political Economy*, Vol. 98 (4), 703–738.
- De Long, James B. – Shleifer, Andrei – Summers, Lawrence H. – Waldmann, Robert J. (1991) The survival of noise traders in financial markets, *The Journal of Business*, Vol. 64 (1), 1–19.
- Deshmukh, Sanjay – Goel, Anand M. – Howe, Keith M. (2013) CEO overconfidence and dividend policy. *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 22 (3) 440–463.
- Doukas, John A. – Petmezas, Dimitris (2007) Acquisitions, overconfident managers and self-attribution bias. *European Financial Management*, Vol. 13 (3), 531–577.
- Dunning, David – Kruger, Justin (1999) Unskilled and unaware of it: How difficulties in recognizing one's own incompetence lead to inflated self-assessments. *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol. 77 (6), 1121–1134.
- Fama, Eugene F. (1970) Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, Vol. 25 (2), 383–417.
- Fast, Nathanael J. – Sivanathan, Niro – Mayer, Nicole D. – Galinsky, Adam D. (2012) Power and overconfident decision-making. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, Vol. 117 (2), 249–260.
- Galasso, Alberto – Simcoe, Timothy S. (2011) CEO overconfidence and innovation. *Management Science*, Vol. 57 (8), 1469–1484.
- Gervais, Simon – Odean, Terrance (2001) Learning to be overconfident. *The Review of Financial Studies*, Vol. 14 (1), 1–27.
- Gervais, Simon – Goldstein, Itay (2007) The positive effects of biased self-perceptions in firms. *Review of Finance*, Vol. 11 (3), 453–496.
- Gervais, Simon – Heaton, J.B. – Odean, Terrance (2011) Overconfidence, compensation contracts, and capital budgeting. *The Journal of Finance*, Vol. 66 (5), 1735–1777.
- Glaser, Markus – Weber, Martin (2007) Overconfidence and trading volume. *The Geneva Risk and Insurance Review*, Vol. 32 (1), 1–36.
- Glaser, Markus – Langer, Thomas – Weber, Martin (2013) True overconfidence in interval estimates: Evidence based on a new measure of miscalibration. *Journal of Behavioral Decision Making*, Vol. 26 (5), 405–417.

- Goel, Anand M. – Thakor, Anjan V. (2008) Overconfidence, CEO selection, and corporate governance. *The Journal of Finance*, Vol. 63 (6), 2737–2784.
- Gormley, Todd A. – Matsa, David A. (2016) Playing it safe? Managerial preferences, risk, and agency conflicts. *Journal of Financial Economics*, Vol. 122 (3), 431–455.
- Graham, John R. – Harvey, Campbell R. – Huang, Hai (2009) Investor competence, trading frequency, and home bias. *Management Science*, Vol. 55 (7), 1094–1106.
- Graham, John R. – Harvey, Campbell R. – Puri, Manju (2013) Managerial attitudes and corporate actions. *Journal of Financial Economics*, Vol. 109 (1), 103–121.
- Griffin, Dale – Tversky, Amos (1992) The weighing of evidence and the determinants of confidence. *Cognitive Psychology*, Vol. 24 (3), 411–435.
- Grinblatt, Mark – Keloharju, Matti (2009) Sensation seeking, overconfidence and trading activity. *The Journal of Finance*, Vol. 64 (2), 549–578.
- Healy, Paul J. – Moore, Don A. (2008) The trouble with overconfidence. *Psychological Review*, Vol. 115 (2), 502–517.
- Heath, Chip – Tversky, Amos (1991) Preference and belief: Ambiguity and competence in choice under uncertainty. *Journal of Risk and Uncertainty*, Vol. 4 (1), 5–28.
- Heaton, J.B. (2002) Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management*, Vol. 31 (2), 33–45.
- Hirshleifer, David – Luo, Guo Ying (2001) On the survival of overconfident traders in a competitive securities market. *Journal of Financial Markets*, Vol. 4 (1), 73–84.
- Hirshleifer, David – Low, Angie – Teoh, Siew Hong (2012) Are overconfident CEOs better innovators? *The Journal of Finance*, Vol. 67 (4), 1457–1498.
- Hribar, Paul – Yang, Holly (2016) CEO overconfidence and management forecasting. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 33 (1), 204–227.
- Huang, Jiekun – Kisgen, Darren J. (2013) Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives? *Journal of Financial Economics*, Vol. 108 (3), 822–839.
- IMAA Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances (2024) Number & value of M&A worldwide. <https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>, haettu 22.10.2024.
- Jensen, Michael C. – Meckling, William H. (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 (4), 305–360.
- Jensen, Michael C. (1986) Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, Vol. 76 (2), 323–329.

- Kahneman, Daniel – Tversky, Amos (1974) Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*, Vol. 185 (4157), 1124–1131.
- Kahneman, Daniel – Tversky, Amos (1979) Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, Vol. 47 (2), 263–292.
- Kim, Jeong-Bon – Zhang, Liandong (2016) Accounting conservatism and stock price crash risk: Firm-level evidence. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 33 (1), 412–441.
- Kim, Jeong-Bon – Wang, Zheng – Zhang, Liandong (2016) CEO overconfidence and stock price crash risk. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 33 (4), 1720–1749.
- Langer, Ellen J. – Roth, Jane (1975) Heads I win, tails it's chance: The illusion of control as a function of the sequence of outcomes in a purely chance task. *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol. 32 (6), 951–955.
- Levi, Maurice – Li, Kai – Zhang, Feng (2014) Director gender and mergers and acquisitions. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 28, 185–200.
- Liu, Hsiang-Hsi – Chuang, Wen-I – Huang, Jih-Jeng – Chen, Yu-Hao (2016) The overconfident trading behavior of individual versus institutional investors. *International Review of Economics and Finance*, Vol. 45, 518–539.
- Malkiel, Burton G. (2013) Asset management fees and the growth of finance. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 27 (2), 97–108.
- Malmendier, Ulrike – Tate, Geoffrey (2005) CEO overconfidence and corporate investment. *The Journal of Finance*, Vol. 60 (6), 2661–2700.
- Malmendier, Ulrike – Tate, Geoffrey (2008) Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*, Vol. 89 (1), 20–43.
- Malmendier, Ulrike – Tate, Geoffrey – Yan, Jon (2011) Overconfidence and early-life experiences: The effect of managerial traits on corporate financial policies. *The Journal of Finance*, Vol. 66 (5), 1687–1733.
- Malmendier, Ulrike – Tate, Geoffrey (2015) Behavioral CEOs: The role of managerial overconfidence. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 39 (4), 37–60.
- Malmendier, Ulrike – Moretti, Enrico – Peters, Florian S. (2018) Winning by losing: Evidence on the long-run effects of mergers. *The Review of Financial Studies*, Vol. 31 (8), 3212–3264.
- Markowitz, Harry (1952) Portfolio selection. *The Journal of Finance*, Vol. 7 (1), 77–91.
- Modigliani, Franco – Miller, Merton H. (1958) The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, Vol. 48 (3), 261–297.

- Moeller, Sara B. – Schlingemann, Frederik P. – Stulz, René M. (2005) Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firms returns in the recent merger wave. *The Journal of Finance*, Vol. 60 (2), 757–782.
- Myers, Stewart C. – Majluf, Nicholas S. (1984) Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, Vol. 13 (2), 187–221.
- Odean, Terrance (1998) Volume, volatility, price, and profit when all traders are above average. *The Journal of Finance*, Vol. 53 (6), 1887–1934.
- Odean, Terrance (1999) Do investors trade too much? *The American Economic Review*, Vol. 89 (5), 1279–1298.
- Perloff, Linda S. (1983) Perceptions of vulnerability to victimization. *Journal of Social Issues*, Vol. 39 (2), 41–61.
- Phua, Kenny – Tham, T. Mandy – Wei, Chishen (2018) Are overconfident CEOs better leaders? Evidence from stakeholder commitments. *Journal of Financial Economics*, Vol. 127 (3), 519–545.
- Pikulina, Elena – Renneboog, Luc – Tobler, Philippe N. (2017) Overconfidence and investment: An experimental approach. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 43, 175–192.
- Puri, Manju – Robinson, David T. (2007) Optimism and economic choice. *Journal of Financial Economics*, Vol. 86 (1), 71–99.
- Schrand, Catherine M. – Zechman, Sarah L.C (2012) Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 53 (1–2), 311–329.
- Roll, Richard (1986) The hubris hypothesis of corporate takeovers. *The Journal of Business*, Vol. 59 (2), 197–216.
- Statman, Meir – Thorley, Steven – Vorkink, Keith (2006) Investor overconfidence and trading volume. *The Review of Financial Studies*, Vol. 19 (4), 1531–1565.
- Svenson, Ola (1981) Are we all less risky and more skillful than our fellow drivers? *Acta Psychologica*, Vol. 47 (2), 143–148.
- Weinstein, Neil D. (1980) Unrealistic optimism about future life events. *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol. 39 (5), 806–820.
- World Bank (2024) Stocks traded, turnover ratio of domestic shares (%) – United States. https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRNR?locations=US&name_desc=false, haettu 22.10.2024.
- Yim, Soojin (2013) The acquisitiveness of the youth: CEO age and acquisition behavior. *Journal of Financial Economics*, Vol. 108 (1), 250–273.