



<input type="checkbox"/>	Kandidaatintutkielma
<input checked="" type="checkbox"/>	Pro gradu -tutkielma
<input type="checkbox"/>	Lisensiaatintutkielma
<input type="checkbox"/>	Väitöskirja

Oppiaine	Taloustiede	Päivämäärä	20.5.2020
Tekijä(t)	Pauli Silta-Mattila	Sivumäärä	51 + liitteet
Otsikko	Tappion kaihtaminen ja virheelliset referenssipisteet asuntomarkkinoilla		
Ohjaaja(t)	Prof. Heikki Kauppi		

Asuntomarkkinoilla on havaittavissa monia ilmiöitä, joita on vaikeaa selittää perinteisin taloustieteen keinoin. Tässä pro gradu -tutkielmassa tarkastellaan, miten tappion kaihtaminen ja virheellisiin referenssipisteisiin ankkuroituminen voivat selittää näitä ilmiöitä. Työ on kirjallisuuskatsaus ja tutkimuskysymyksenä on: onko kirjallisuudessa havaittu asuntomarkkinoilla esiintyvän tappion kaihtamista ja virheellisiä referenssipisteiden asetteluita sekä niihin ankkuroitumista? Selvitetään aikaisemman tutkimuksen perusteella, miten tappion kaihtaminen ja virheelliset referenssipisteet vaikuttavat asuntomarkkinoilla myyntihintoihin, kaupan-käyntivolyyymiin tai markkinointiaikaan? Näiden lisäksi tarkastellaan, millaisia käytännön hyödyntämiskohteita kirjallisuudessa on esitetty tappion kaihtamisen, ankkuroinnin ja virheellisten referenssipisteiden ymmärtämiselle?

Tappion kaihtaminen ja virheelliset referenssipisteet juontavat juurensa prospektiteoriaan. Prospektiteoriassa ihmiset tekevät valintapäätöksiä peilaamalla niitä tiettyyn pisteeseen, jota kutsutaan referenssipisteeksi. Tappion kaihtaminen viittaa siihen, että tähän referenssipisteeseen verrattu tappio aiheuttaa vahvemman vaikutuksen kuin itseisarvoltaan samansuuruinen voitto. Asunnonomistajilla on taipumuksena käyttää referenssipisteenä asuntojen alkuperäisiä ostohintoja vaikka ne eivät vastaisikaan asunnon todellista markkina-arvoa. Ankkurointi ja tappion kaihtaminen taas johtaa siihen, että myyjien pohjahinnat eivät jousta alaspäin asunnon alkuperäisestä ostohinnasta, sillä tätä alhaisemmat myyntihinnat nähdään tappiona. pohjahintojen joustamattomuus aiheuttaa sen, että laskumarkkinassa asuntojen hinnat ovat korkeampia kuin asunnon todellinen markkina-arvo, mutta nousumarkkinassa hinnat voivat poiketa markkina-arvosta alaspäin. Korkeat pohjahinnat vaikeuttavat ostajan löytämistä, joten myös markkinointiajat pitenevät. Pidemmät markkinointiajat voivat johtaa transaktiovolyymien laskuun, mutta hintojen ja transaktiovolyymien positiiviselle korrelaatiolle on esitetty myös makrotaloudellisia syitä.

Tappion kaihtamista ja virheellisiin referenssipisteisiin ankkuroitumista on kuitenkin havaittavissa asuntomarkkinoilla, vaikka otetaan huomioon myös mahdolliset makrotaloudelliset tekijät. Tämä taas aiheuttaa asuntomarkkinoille epäoptimaalisia käyttäytymismalleja, jotka tulee ottaa huomioon esimerkiksi kiinteistökaupassa tai asuntomarkkinoiden ennusteissa.

Asiasanat	Asuntomarkkinat, prospektiteoria, tappion kaihtaminen, ankkurointi, virheelliset referenssipisteet, käyttäytymistaloustiede
Muita tietoja	





**TURUN
YLIOPISTO**

Kauppakorkeakoulu

**TAPPION KAIHTAMINEN JA
VIRHEELLISET REFERENSSIPISTEET
ASUNTOMARKKINOILLA**

Taloustieteen
pro gradu -tutkielma

Laatija:
Pauli Silta-Mattila

Ohjaajat:
Prof. Heikki Kauppi

20.5.2020
Turku

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

Sisällysluettelo

1	JOHDANTO	7
2	PROSPEKTITEORIA	11
	2.1 Prospektiteorian tausta	11
	2.2 Henkinen tilinpito.....	15
3	TAPPION KAIHTAMINEN JA REFERENSSIPISTEIDEN TUTKIMUS ASUNTOMARKKINOILLA	18
	3.1 Tappion kaihtamisen ja referenssipisteiden tutkimus	18
	3.1.1 Laboratoriokoe.....	19
	3.1.2 Kenttätutkimus.....	20
4	ANKKUROINTI, VIRHEELLISET REFERENSSIPISTEET JA TAPPION KAIHTAMINEN.....	23
	4.1 Ankkurointi ja referenssipisteet asuntomarkkinoilla.....	23
	4.2 Tappion kaihtaminen asuntomarkkinoilla.....	28
5	VIRHEELLISTEN REFERENSSIPISTEIDEN JA TAPPION KAIHTAMISEN VAIKUTUS ASUNTOMARKKINOIHIN	32
	5.1 Virheellisten referenssipisteiden ja tappion kaihtamisen vaikutus myyntihintoihin	32
	5.2 Vaikutukset markkinointiaikaan	34
	5.3 Asuntojen hintojen ja transaktiovolyymien dynamiikka	36
6	ANKKUROINNIN JA TAPPION KAIHTAMISEN HYÖDYNTÄMINEN KÄYTÄNNÖSSÄ	43
	6.1 Ankkurointi ja tappion kaihtaminen kaupankäyntitilanteissa	43
	6.2 Asuntomarkkinoiden ennusteiden parantaminen	44
7	YHTEENVETO.....	46
	LÄHTEET	48
	LIITTEET	52

Kuvaluettelo

Kuva 1 Hypoteettinen arvofunktio (Kahneman & Tversky, 1979, 279 mukailen)...	13
Kuva 2 ankkurointi virheelliseen referenssipisteeseen	24
Kuva 3 Klassiset kysyntä- ja tarjontakäyrät.....	37
Kuva 4 Vanhojen osakeasuntojen hintaindeksi ja kauppojen lukumäärät (Osakeasuntojen hinnat, Tilastokeskus 2020)	38

1 JOHDANTO

Syrjäseudut autoituvat, eikä asuntokauppa käy muuttotappiokunnissa (hs.fi 6.9.2017). Mediassa raportoidaan tasaisin väliajoin kahden asunnon loukussa olevista ihmisistä. Kuitenkin asunnosta pitäisi saada ”suunnilleen omansa pois”. (Iltalehti.fi 27.9.2019.) Tämä taas osaltaan aiheuttaa markkinoiden jäätyksen, eivätkä asuntomarkkinat tällöin toimi optimaalisesti. Mikä tämän käyttäytymismallin aiheuttaa?

Asuntomarkkinoiden erityispiirre on vahva positiivinen korrelaatio hintojen ja transaktiovolyymien välillä (Genesove & Mayer, 2001, 1233). Toinen erityispiirre on negatiivinen korrelaatio markkinointiajan ja hinnan välillä (Kalra & Chan, 1993 253). Tämä tarkoittaa sitä, että hintojen noustessa asuntomarkkinoiden kysyntä kasvaa ja hintojen laskeessa kysyntä pienenee. Erikoista on se, että hintojen laskeessa tämä viittaisi siihen, että asunnot ovat kauemmin markkinoilla.

Buisson (2016, 229) tiivistää yllä kuvatun ilmiön kahteen syyhyn. Ensiksikin kiinteistöillä on varsin korkea lainoitusaste, joten niiden myynissä on paljon likviditeettirajoitteita, jos myyntihinta on ostohintaa alhaisempi. Toisena syynä voidaan nähdä henkisestä tilinpidosta aiheutuva tappion kaihtaminen, mikä on tämän tutkielman aiheena. Henkinen tilinpito viittaa ihmisten taipumukseen luoda ajatuksen tasolla olevia tilejä, joille varoja ja menoja järjestellään (Thaler 1999, 184). Tappion kaihtaminen näkyy asuntomarkkinoilla siten, että kiinteistön ostohinnan tai jonkin omistusaikana olleen korkeimman arvon alittava myyntihinta nähdään tappiona, vaikka se sillä hetkellä vastaisi kiinteistön käypää arvoa. Tämä aiheuttaa markkinoille jäykkyyttä, sillä hintojen laskeessa myyjät eivät myy.

Asunnonomistajilla on taipumus yliarvioida asuntojensa arvo. He siis katsovat omaa asuntoansa niin sanotusti ruusunpunaisten lasien läpi. Esimerkiksi Hollannissa asuntomarkkinoiden laskusuhdanteen ensimmäisten vuosien aikana, suuri osa asunnonomistajista ajatteli oman asuntonsa arvon nousseen, vaikka koko Hollannin tasolla asuntojen hinnat olivat laskeneet. Ilmiö on huomattavissa myös sellaisten asunnonomistajien kohdalla, joiden uskoisi olevan hyvin perillä asuntonsa arvosta, kuten myyntiä suunnittelevien tai vasta hiljattain asunnon ostaneiden. (van der Cruijnsen ym. 2018, 62.)

Korkean lainoitusasteen vaikutus näkyy myös omistajien taipumuksena yliarvioida asuntonsa arvoa enemmän silloin, kun arvo alittaa asunnossa olevan velkaosan. Tämä voi johtua esimerkiksi siitä, että omistaja tietää oman lainansa määrän, mutta hänellä ei ole kompetenssia arvioida kiinteistön arvoa. Tällöin kyseessä olisi virheellinen referenssipiste, kun omistaja käyttää asunnon lainamäärää referenssipisteinä asunnon arvon arviointiin. (van der Cruijnsen ym. 2018, 62).

Kiinteistömarkkinat ovat monimutkaiset ja heterogeeniset. Ne toimivat etsintäympäristössä, eli myyjien ja ostajien tulee löytää toisensa ja päästä yksimielisyyteen sopivasta hinnasta, mikä ei aina prospektiteorian valossa ole yhteneväinen myyjä ja ostajan mielestä. (Genesove & Mayer 2001, 1238.) Kiinteistölle on voinut löytyä halukas ostaja,

mutta kaupankäynnissä saattaa esiintyä ostajasta huolimatta hidasteita. Osakemarkkinoilla osakkeen voi vaihtaa heti kun kiinnostunut ostaja on löytynyt ja transaktio toteutuu välittömästi pörssin ollessa auki, mutta kiinteistöillä kaupankäynti on monimutkaisempaa. Transaktion monimutkaisuuden takia osapuolet joutuvat sopimaan tarkasti, mitä ostetaan ja mitä vastuita on ostajalla tai myyjällä. Tämä vähentää kiinteistöjen likviditeettiä ja tekee kiinteistökaupoista vaikeammin ennustettavia. (Ibbotson & Siegel 1984, 222.) Asunto on usein kotitalouden suurin varallisuusluokka ja yksittäinen omistus. Tämä osaltaan selittää kuluttajien suhtautumista kiinteistöihinsä kaupankäyntitilanteessa. (Díaz & Jerez 2009, 1.)

Perinteisesti taloustieteessä kuluttajien käyttäytymistä on kuvattu odotetun hyödyn teoriolla, jolloin kuluttajan odotetaan maksimoivan odotettua hyötyänsä muista seikoista välittämättä. Tämän ei kuitenkaan ole todettu olevan totta reaali maailmassa, jossa kuluttajat tekevät täysin odotetun hyödyn maksimoinnista poikkeavia ratkaisuja. Näiden ratkaisujen selittämiseksi onkin kehitetty deskriptiivinen, eli kuvaileva päätöksentekomalli, prospektiteoria, jonka tarkoituksena on kuvata kuluttajien päätöksentekoa. (Kahneman & Tversky 1979, 263.)

Prospektiteoriassa kuluttajat arvioivat tiettyyn referenssipisteeseen suhteutettuja voittoja ja tappioita sen sijaan, että he maksimoisivat elinkaarensa odotettua hyötyä. Prospektiteoriaan liittyy myös edellä mainittu tappion kaihtaminen, eli prospektiteorian mukaan käyttäytyvä kuluttaja kokee, että tappiot tuottavat enemmän haittaa kuin samansuuruiset voitot tuottavat hyötyä. Tämä saattaa johtaa odotetun hyödyn teoriasta poikkeaviin päätöksiin. (Kahneman & Tversky 1979.)

Tässä tutkimuksessa selvitetään, millä tavoin kirjallisuudessa on havaittu asuntomarkkinoiden tappion kaihtamista ja virheellisiä referenssipisteitä sekä virheellisiin referenssipisteisiin ankkuroitumista. Asuntomarkkinoiden tutkimuksessa useimmiten käytettyjä prospektiteoreettisia osa-alueita ovat tappion kaihtaminen, virheelliset referenssipisteet ja niihin ankkurointi. Ankkuroinnilla tarkoitetaan ihmisten taipumusta perustaa arvioita edellä mainittuihin referenssipisteisiin (Thaler & Sunstein 2008, 23–24). Tutkimuskysymyksiä on kolme: ensimmäiseksi tarkastellaan, onko kirjallisuudessa havaittu asuntomarkkinoilla esiintyvän tappion kaihtamista ja virheellisiä referenssipisteiden asetteluita sekä niihin ankkuroitumista? Tappion kaihtamisella viitataan Kahnemanin ja Tverskyn (1979) havaitsemaan prospektiteorian osaan, jossa tappiot koetaan vaikutuksiltaan suuremmiksi kuin itseisarvoltaan samansuuruiset voitot. Virheellinen referenssipiste taas on tilanne, jossa se piste johon voittoja ja tappioita verrataan, on asetettu väärin.

Väärin aseteltu referenssipiste voisi olla esimerkiksi markkina-arvosta poikkeava arvo asunnolle. Tämä voisi tapahtua siksi, että oletetaan asunnon olevan edelleen samanarvoinen kuin ostettaessa, vaikka nykyisen omistajan ostohetkestä olisi pitkäkin aika ja asuntojen arvot yleisesti nousseet tai laskeneet. Toisaalta silloin kun tiedetään asunnon arvon nousseen jollain aikavälillä, voidaan ankkuroitua siihen korkeampaan arvoon ja käyttää

tätä referenssipisteenä. Tällöin asunnon arvo nähdään virheellisesti, jos asuntojen hinnat ovat kyseisestä hetkestä laskeneet.

Toisena tutkimuskysymyksenä selvitetään aikaisemman tutkimuksen perusteella, miten tappion kaihtaminen ja virheelliset referenssipisteet vaikuttavat asuntomarkkinoilla myyntihintoihin, kaupankäyntivolyymiin tai markkinointiaikaan? Asuntomarkkinoiden etsintäympäristö aiheuttaa sen, että asunnot eivät ole esimerkiksi yhtä likvidejä kuin moni muu omaisuusluokka. Tällöin erilaiset hinnoitteluvirheet vaikuttavat siihen, kuinka helposti asunnolle on löydettävissä ostaja, mikä taas vaikuttaa hintaan ja markkinointiaikaan, jotka taas ovat kiinteässä yhteydessä transaktiovolyymiin. Viimeisenä tutkimuskysymyksenä tarkastellaan millaisia käytännön hyödyntämiskohteita kirjallisuudessa on esitetty tappion kaihtamisen, ankkuroinnin ja virheellisten referenssipisteiden ymmärtämiselle? Tämä vastaa myös osaltaan siihen, miksi tappion kaihtaminen ja virheellisiin referenssipisteisiin ankkuroituminen ovat tärkeitä ymmärtää.

Tutkimuskysymyksiin vastaaminen auttaa asunnonostajia ja -myyjiä ymmärtämään mahdolliset virheensä ajattelussaan ja hinnoittelussaan sekä myyjiä saamaan asuntonsa nopeammin pois markkinoilta. Tällöin saataisiin parannettua asuntomarkkinoiden tehokkuutta. Tutkimuksen tavoitteena on myös auttaa jatkotutkimusta esittelemällä erilaisten metodien vahvuuksia ja heikkouksia ja muita asuntomarkkinoille tyypillisiä asioita, jotka pitää ottaa huomioon asuntomarkkinoita tutkiessa. Jos kuluttajat käyttäytyvät prospektiteorian mukaisesti, eli vertaavat voittoja tai tappioitaan johonkin referenssipisteeseen ja ovat tappioita kaihtavia, niin hypoteesina voidaan nähdä, että nämä ilmiöt on havaittavissa myös asuntomarkkinoilla. Tappion kaihtamisen tulisi tällöin vähentää transaktioita laskumarkkinassa, pidentää tappioita kohtaavien asuntojen markkinointiaikaa ja pitää myyntihinnat keskimäärin aikaisempien ostohintojen yläpuolella, vaikka asuntojen arvot olisivatkin teoriassa sen alapuolella.

Tämä tutkielma on käyttäytymistaloustieteellinen kirjallisuuskatsaus, jossa pyritään löytämään vastauksia siihen, miten tappion kaihtaminen ja virheelliset referenssipisteet vaikuttavat asuntomarkkinoilla. Vaikka prospektiteoriaa on tutkittu jo vuodesta 1979 asti Kahnemanin ja Tverskyn toimesta, asuntomarkkinoilla suurimmat askeleet on otettu vasta 2000-luvulla Genesoven ja Mayerin (2001) tutkimuksen siivittämänä.

Tutkielman rakenne on seuraavanlainen: toisessa luvussa käsitellään prospektiteoriaa ja sen taustoja ja taustaolettamuksia. Kyseinen luku auttaa hahmottamaan tulevien lukujen pohjalla olevaa käyttäytymistä. Tutkimuskohteena ovat prospektiteorian mukaiset ilmiöt, referenssipisteen käyttämisestä voittojen ja tappioiden arvioimiseen ja tappion kaihtamiseen kyseiseen referenssipisteeseen nähden. Tämän ymmärtämistä helpottaa prospektiteorian ymmärtäminen. Kolmas luku käsittelee tappion kaihtamisen ja virheellisten referenssipisteiden tutkimusta asuntomarkkinoilla, tutkimustyyppinä sekä niiden hyviä ja huonoja puolia. Tämän luvun tarkoituksena on auttaa ymmärtämään seuraavassa luvussa esitetyjä tuloksia ja niiden taustoja sekä luoda pohjaa sille, miksi neljänten lukuun on

valittu juuri hinnat, markkinointiaika ja transaktiovolyymi. Neljäs luku esittelee ankkuroinnin, virheellisten referenssipisteiden ja tappion kaihtamisen esiintymistä asuntomarkkinoilla. Luvussa käydään läpi, millaisia referenssipisteitä asuntomarkkinoilla käytetään, miten ne toimivat ja miten tappion kaihtaminen esiintyy asuntomarkkinoilla.

Viides luku käsittelee tappion kaihtamisen ja virheellisten referenssipisteiden vaikutuksia asuntojen myyntihintoihin, markkinointiaikaan ja transaktiovolyymiin. Tässä luvussa käydään läpi luvun kolme ilmiöiden vaikutuksia asuntomarkkinoilla ja millaisia tuloksia tappion kaihtamisen ja referenssipisteiden vaikutuksista on saatu näihin kolmeen asuntomarkkinoiden osaan. Kuudes luku käsittelee sitä, miten näiden ilmiöiden ymmärtämistä voidaan hyödyntää asuntomarkkinoilla ja mitä haittoja tai jäykkyyksiä nämä aiheuttavat asuntomarkkinoille. Luvussa eritellään, miksi on tärkeää ymmärtää näitä käyttäytymistaloustieteen elementtejä, sen sijaan, että markkinat oletettaisiin aina täydelliseksi ja rationaaliseksi. Seitsemäs luku pitää sisällään johtopäätökset ja tutkielman yhteenvedon.

2 PROSPEKTITEORIA

2.1 Prospektiteorian tausta

Jotta tappionkaihtamista ja virheellisiä referenssipisteitä asuntomarkkinoilla voi ymmärtää, on tärkeää käsitellä, mistä nämä ilmiöt ovat tulleet. Tässä luvussa käydään läpi prospektiteorian perusteet ja miten prospektiteoria eroaa perinteisemmistä taloustieteen malleista, joita on käytetty käyttäytymisen kuvailemiseen.

Käyttäytymistaloustieteessä keskitytään useimmin normatiivisten mallien sijaan deskriptiivisiin eli kuvaileviin malleihin. Kuvailevissa malleissa tutkitaan sitä, miten todellisuudessa käyttäydytään ja normatiivisissa malleissa tutkitaan sitä, miten tulisi käyttäytyä. Odotetun hyödyn teoria nojaa oletukseen rationaalisesta toimijasta, mutta todellisuudessa rationaalisuusolettama ei aina päde (Gazioğlu & Çalişkan 2011, 1581). Kahneman ja Tversky (1979) kehittivät prospektiteorian vastaamaan näihin tilanteisiin, joissa odotetun hyödyn teoria ei onnistu selittämään todellista käyttäytymistä. Prospektiteorian mukaan kuluttaja tekee valinnan tiettyyn referenssipisteeseen vertautuvan voiton tai tappion mukaan. Prospektiteorian mukaan kuluttajat ovat tappion kaihtajia, mikä näkyy siinä, että samansuuruinen voitto tuottaa vähemmän hyötyä kuin vastaavan suuruinen tappio haittaa. Odotetun hyödyn teoria ei kykene selittämään tätä ilmiötä.

Prospektiteoriaa on perinteisesti tutkittu kyselytutkimuksilla siten, että vastaajille on esitetty erilaisia valintatilanteita (esim. Kahneman & Tversky, 1979). Näitä valintoja on tämän jälkeen peilattu normatiivisten mallien antamaan, optimaaliseen valintaan. Normatiivisilla malleilla tarkoitetaan malleja, jotka pyrkivät selittämään, miten valinta tulisi tehdä, eli mikä on optimaalista. Seiler ym. (2008, 471) esittävätkin, että deskriptiivisiä, eli kuvailevia malleja tulisikin käyttää yhdessä näiden normatiivisten mallien kanssa. Normatiiviset mallit asettaisivat vertailukohdan, johon näitä kuvailevien mallien tuloksia voidaan verrata.

Odotetun hyödyn teorian mukaan tietyn valinnan hyöty on sen todennäköisyyksillä painotettujen lopputulosten hyötyjen summa. Useiden vaihtoehtojen mallissa tämä toimii niin, että lasketaan jokaisen mahdollisen epävarman tuloksen niiden todennäköisyydellä painotettu summa. Optimaalinen valinta olisi tällöin se vaihtoehto, jonka hyöty olisi suurin. (Tversky & Kahneman 1992, 299.) Levy ym. (2003, 3) tiivistää prospektiteorian pääpiirteet seuraavasti. Kuluttajat arvioivat hyödykkeitä niiden tuottamien voittojen ja tappioiden suhteen, eivätkä lopullisen varallisuusvaikutuksen suhteen. Tappiot tuottavat 2,25 kertaisen pettymyksen vastaaviin voittoihin verrattuna. Kuluttajien arvofunktio on s-muotoinen ja sen käännekohta on origossa. Kuluttajat yliarvostavat erittäin pieniä mahdollisuuksia ja aliarvostavat erittäin suuria.

Jos $v(y)$ kuvaa uhkapelin y positiivista tulosta ja $v(-y)$ sen negatiivista tulosta ja $v(x)$ uhkapelin x positiivista ja $v(-x)$ negatiivista tulosta niin panosten ollessa $x > y \geq 0$ ja todennäköisyyksien ollessa samat, ihmiset suosivat valintaa, jossa panos on pienempi. Kahneman ja Tversky (1979, 279) kuvaavat prospektiteorian mukaista arvofunktiota näin:

$$v(y) + v(-y) > v(x) + v(-x) \text{ ja } v(-y) - v(-x) > v(x) - v(y) \quad (1)$$

kun $y=0$ niin saadaan:

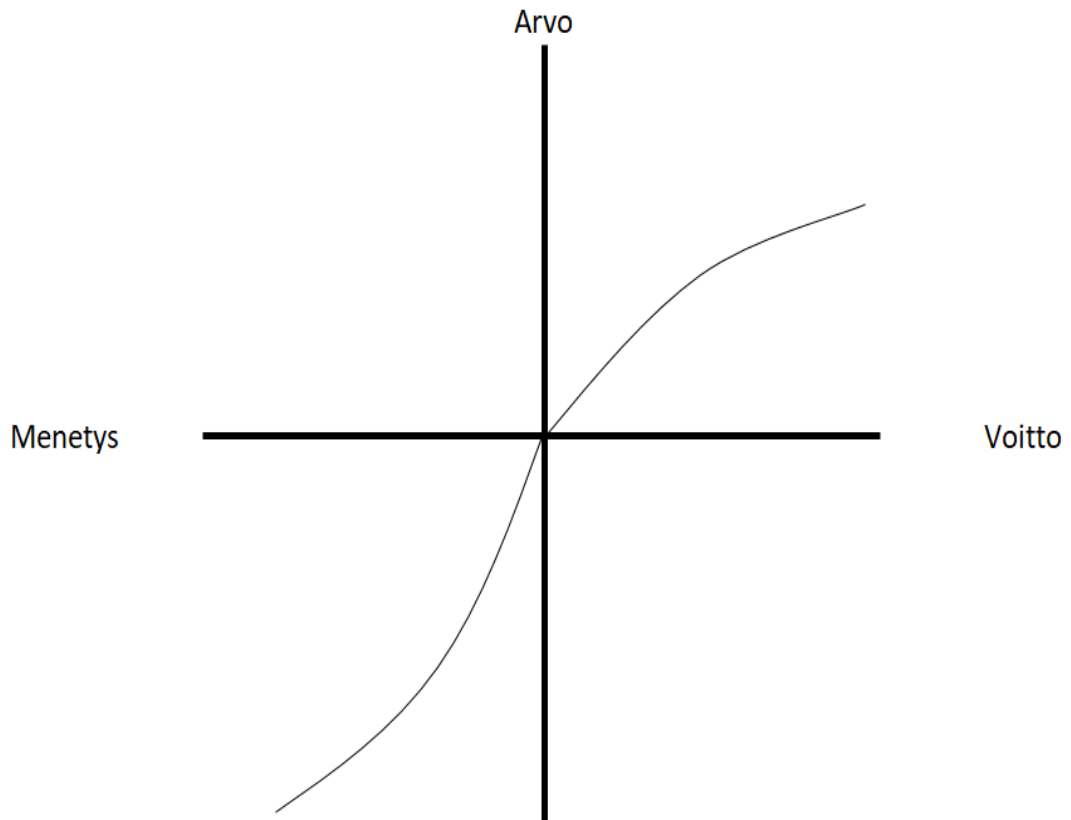
$$v(x) < -v(-x) \quad (2)$$

ja kun y lähestyy x :ää:

$$v'(x) < v'(-x) \quad (3)$$

jos v on derivoituva.

Yllä oleva kaava muodostaa kuvan 1 mukaisen arvofunktion. Kuva 1 havainnollistaa Kahnemanin ja Tverskyn (1979, 279) näkemystä kuluttajan suhtautumisesta voittoihin ja tappioihin. Funktio on määritelty referenssipisteen ulkopuolella, se on konkaavi voittojen ja konvekssi tappioiden kohdalla ja funktion kulmakerroin on jyrkempi tappioiden puolella kuin voittojen puolella. Ero kulmakertoimien jyrkkyydessä viittaa tappion kaihtamiseen. Tämä tarkoittaa siis sitä, että esimerkiksi 100€ lottovoitto, ei aiheuta yhtä voimakasta hyötyä kuin vaikkapa yllättävä 100€ ylinopeussakko aiheuttaa haittaa.



Kuva 1 Hypoteettinen arvofunktio (Kahneman & Tversky, 1979, 279 mukailten)

Tappion kaihtaminen onkin yksi tämän tutkimuksen pääkysymyksiä. Asuntomarkkinoilla tappion kaihtaminen voi aiheuttaa sen, että asuntoa pyritään myymään korkeammalla hinnalla kuin mikä sen todellinen arvo olisi. Tämä johtaa siihen, että laskumarkkinassa useampi asunnonomistaja kohtaa tappion ja tämän takia asuntomarkkinat tyrehtyvät ja kaupankäyntimäärät laskevat.

Kahneman ja Tversky (1979, 268–269) huomasivat, että kuluttajat ovat riskin kaihtajia, kun kyseessä on tuotto, mutta ottavat riskiä silloin kun kyseessä on mahdollisuus tappioon. Heidän tutkimuksessaan esimerkiksi useimmat kuluttajat valitsivat mieluummin 80 % mahdollisuuden 4000 Israelin sekelin tappioon varman 3000 tappion sijaan. Ero suhtautumisessa positiivisiin ja negatiivisiin vaihtoehtoihin näyttää Kahnemanin ja Tverskyn (1979, 268) tutkimuksen mukaan olevan täysin toistensa vastakohta. Tätä ilmiötä he kutsuvat heijastusvaikutukseksi (engl. reflection effect). Valitsijat ovat siis riskin kaihtajia voittojen suhteen, mutta ottavat enemmän riskiä tappioiden puolella.

Prospektiteoriassa päätöksenteko jaetaan kahteen osaan: editointiin ja arviointiin. Editoinnissa päätöksentekijä tekee alustavan arvion valittavana olevista vaihtoehtoista. Arviointivaiheessa editoituja vaihtoehtoja arvioidaan tarkemmin ja suurimman arvon tuottava vaihtoehto valitaan. (Kahneman & Tversky 1979, 274.) Editointivaiheen Kahneman ja Tversky (1979, 274) jakavat vielä pienempiin osiin. Editointivaiheen tarkoituksena on organisoida vaihtoehtoja ja muokata ne helpommin valintaan sopiviksi osiksi. Editointi

aloitetaan koodaamisvaiheella, jossa mahdollisia lopputuloksia peilataan referenssipisteeseen. Toisinaan vaihtoehtoja on mahdollista yhdistellä, jolloin valinnasta tulee yksinkertaisempi. Tämän lisäksi voidaan vaihtoehtoja jakaa osiin, jotta niistä saa paremman kuvan vaihtoehtojen tarjoamasta voitosta ja tappiosta.

Päätöksentekijöillä on myös tapana yksinkertaistaa valintamahdollisuuksia. Esimerkiksi todennäköisyys 49 % mielletään herkästi 50 % mahdollisuudeksi ja 101€ ajatellaan olevan tasan 100 €. Yksinkertaistamista tehdään myös silloin, jos jokin mahdollisista lopputuloksista on erityisen harvinainen tai epätodennäköinen. Toinen päätöksentekoon vaikuttava operaatio on dominoitujen vaihtoehtojen etsiminen. Selvästi dominoidut vaihtoehdot jätetään arvioimatta yleensä kokonaan. (Kahneman & Tversky 1979, 275).

Yllä esitetyn lisäksi konteksti vaikuttaa editointivaiheen tuottamiin tuloksiin. Päätöksenteko saattaa muuttua radikaalistikin, riippuen esimerkiksi siitä, missä järjestyksessä vaihtoehdot esitetään. Editointivaiheeseen voidaan liittää myös useat päätöksenteon anomaliat, sillä editointivaiheessa saatetaan poistaa huonolta vaikuttavia vaihtoehtoja ilman suurempia arviointeja. Osa editointioperaatioista myös tekee toisista operaatioista mahdolltomia ja näin aiheuttavat anomalioita vastausvaihtoehdoissa. (Kahneman & Tversky 1979, 275.)

Kahnemanin ja Tverskyn (1979, 264) saavuttamista tuloksista eroja klassisiin talousteorioiden malleihin tuo myös ihmisten käyttäytymisessä havaittu transitiivisuuden puutos. Klassisessa talousteoriassa yksi perusoletuksista on transitiivisuusehto, eli jos $a > b$ ja $b > c$ niin tällöin myös $a > c$. Kuitenkin ihmisten käyttäytymisessä on huomattu valintoja, joissa transitiivisuus puuttuu, eli edellisen a, b, c –esimerkin mukaan, jos $a > b$ ja $b > c$ niin silti voi olla, että $c > a$. Tämä osoittaa, että ihminen saattaa todellisuudessa käyttäytyä epärationaalisesti valintatilanteissa. Tämä nähdään erityisesti suhtautumisessa riskiin, sillä jossain tilanteessa henkilö voi olla riskiä kaihtava, kun taas toisessa hän on riskinrakastaja. Suhtautuminen riskiin saattaa riippua myös aikaisemmista tapahtumista. Esimerkiksi pokeripöydässä aikaisemmat voitot saattavat lisätä riskinottohalukkuutta. Tätä kutsutaan pelaamiseksi talon rahoilla (engl. house money effect), jolla tarkoitetaan voittojen olevan niin sanottua ”talon rahaa”. Talon rahaan suhtaudutaan eri tavalla kuin omaan rahaan ja esimerkiksi talon rahalla häviäminen ei aiheuta samanlaista vaikutusta kuin omalla rahalla häviäminen. Talon rahaa käsitellään paremmin henkisen tilinpidon puolella. Tappiot toisaalta eivät lisänneet riskinottohalukkuutta, ellei mahdollisuutena ollut omien aikaisempien tappioiden kattaminen (Thaler 1999, 198.)

Kahneman ja Tversky (1979) huomasivat tekemissään valintatesteissä, että ihminen käyttäytyy epäjohdonmukaisesti esimerkiksi siten, että voiton mahdollisuuksien ollessa merkittäviä ihminen valitsee useimmiten sen vaihtoehdon, jonka todennäköisyys on suurempi. Todennäköisyyksien ollessa pieniä, jolloin voitto on hyvin epätodennäköinen, ihmiset valitsevat useimmiten sen vaihtoehdon, jossa voitto on suurempi. Rationaalisesti

käyttäytyvä valitsija suosisi joko todennäköisyyttä tai tuottoa ja preferenssi pysyisi samana kummassakin valinnassa.

2.2 Henkinen tilinpito

Prospektiteoriaan liittyy myös Richard Thalerin (1999) käyttämä käsite ”henkinen tilinpito” (engl. mental accounting). Henkisellä tilinpidolla tarkoitetaan ihmisten taipumusta luoda itselleen erilaisia ajatuksen tasolla olevia tilejä, hieman samaan tapaan kuin yrityksillä on erilaisia tilejä kirjanpidossa. Näille tileille tiliöidään suorituksia, kuten esimerkiksi ruokaostokset ajatellaan veloittettavan ruokatililtä, vuokra vuokratililtä ja viihde viihdetililtä. Näille tileille myös kohdennetaan varoja samaan tapaan kuin yrityksessä tehdään talousarvioita. (Thaler 1999, 184.) Tässä luvussa esitetään henkisen tilinpidon perusteet ja miten henkinen tilinpito liittyy asuntomarkkinoihin.

Esimerkiksi aikaisemmassa luvussa mainittu pelaaminen ”talon rahoilla” viittaa henkiseen tilinpitoon, sillä voittojen katsotaan olevan toisella henkisellä tilillä kuin oman alkuperäisen panoksen. Talon raha nähdään erilaisena rahana kuin oma raha ja talon rahassa häviämistä ei koeta yhtä suurena kuin oman rahan häviämistä. (Thaler 1999, 198.) Seiler ym. (2012, 19) kuvaavat henkistä tilinpitoa epäjohdonmukaisena tapana tulkita rahavirtojen arvo sen mukaan, mistä ne ovat syntyneet. Henkinen tilinpito on ristiriidassa uusklassisen talousteorian kanssa, jossa kaikki henkilön rahavarat olisivat yhtä lailla käytettävissä. Henkinen tilinpito poikkeaa tästä siten, että esimerkiksi vuokraan varatuista rahoista on todellisuudessa vaikea ottaa ruokaan tarvittavia varoja ja toisinpäin (Thaler 1999, 193.)

Henkinen tilinpito jaetaan kolmeen osaan. Ensimmäinen osa kuvaa sitä, miten päätökset tehdään ja miten niitä arvioidaan sekä miten erilaisia lopputuloksia ennakoitaan ja miten nämä lopputulokset koetaan. Tämä viittaa esimerkiksi siihen, millaisen arvon henkilö kokee transaktiossa saaneensa. (Thaler 1999, 184.) Hyvänä käytännön esimerkkinä voidaan osoittaa kauppojen alennusmyynnit: Henkilö perustelee ostaneensa tuotteita siksi, että nämä olivat alennuksessa. Kyseinen henkilö ei olisi näitä tuotteita kuitenkaan ostanut normaalihintaisena. Tällöin henkilö ajattelee saaneensa korkean arvon tässä transaktiossa, kun esimerkiksi 200 euron arvoisen tuotteen onkin saanut 150 eurolla. Kuluttaja kokee tällöin saaneensa 50 euroa voittoa, sen sijaan, että olisi menettänyt 150 euroa.

Toinen osa henkisessä tilinpidossa on erilaisten tilien luominen erilaisia tarkoituksia varten. Tällaisia voivat olla esimerkiksi ruoka-, vuokra-, ja huvitilit. Kulut jaotellaan tällöin näihin ryhmiin samalla tavalla kuin yrityksenkin kirjanpidossa. Tärkeää on kuitenkin muistaa, että tämä kaikki tapahtuu pääasiassa henkilöiden mielessä, eikä oikeita tilejä välttämättä ole. (Thaler 1999, 184.) Esimerkiksi henkilöillä on käyttövaroja kuun lopulla

yhteensä jäljellä 100 euroa. Kyseisen henkilön ruokabudjetissa on jäljellä vain 50 euroa. Henkisen tilinpidon mukaan henkilö ei voi näin ollen 45 euron arvoisten ruokaostosten lisäksi ostaa 10 euron pihviä. Kuitenkin alennuksesta löydetty 50 euron kevättakki on täysin mahdollinen hankinta, vaikka edellinenkin on vielä käyttökelpoinen.

Kolmas osa henkistä tilinpitoa on tilien tarkastaminen. Tämä viittaa siihen, kuinka usein ja kuinka tarkasti tilien saldoa arvioidaan. (Thaler 1999, 184.) Esimerkiksi käyttövarojen saldoa voitaisiin arvioida useammin, sillä tämän tilin saldo vaikuttaa erityisen paljon jokapäiväiseen elämään. Tämän tutkimuksen aiheena olevan asuntoparallisuuden arvo voidaan tarkastaa harvemmin, mikä taas selittäisi edellisen tiedetyn arvon käyttöä referenssipisteinä. Henkisen tilinpidon alle lukeutuu siis myös referenssipisteiden käyttö päätöksenteossa ja niihin ankkuroitumisen aiheuttamat virheet. Esimerkkinä virheellisestä referenssipisteestä on liian korkealle asetettu myyntihinta asuntoparallisuuden ollessa tiedossa ostajalla on taipumus ankkuroida tarjouksensa aikaisempaan hintaan. Tällöin ostaja saattaa tehdä asunnosta markkina-arvoa korkeamman ostotarjouksen. (Leung & Tsang 2013, 48.)

Asunnonomistajalla on ikään kuin henkisessä taseessaan asunnolle arvo, joka vastaa suunnilleen asunnon ostohintaa. Toinen asunnon arvostukseen vaikuttava tekijä on asunnon lainamäärä. Jos asunnosta on lainaa enemmän kuin asunnon arvo, asunnon arvo yliarvotetaan asunnonomistajan mielessä. Tätä arvoa vastaan hän peilaa tulevaan myyntihintaan, jos asunnonomistajan ajatuksena on asunnon myyminen. Näin ollen asunnonomistaja asettaa listahinnan tämän jäljellä olevan lainamäärän mukaisesti. (van der Cruijzen ym. 2018, 62.)

Nämä kolme aspektia erottavat henkisen tilinpidon rahankäytön perinteisestä taloudellisesta käsityksestä rahasta. Rahan pitäisi perinteisesti olla siirrettävissä. Raha yhdellä henkisellä tilillä ei kuitenkaan usein ole korvattavissa rahalla toiselta henkiseltä tililtä. Esimerkiksi tilien tarkastuksen tiheys vaikuttaa kulutusvalintoihin. (Thaler 1999, 185.)

Thaler (1980, 44) esittelee myös omistusefekti – ilmiön (engl. endowment effect). Sen mukaan ihmisillä on taipumus arvostaa asioita enemmän silloin kun he itse omistavat ne kuin silloin, jos ne ovat jollain muulla. Tämä johtuu siitä, että asian poistaminen omistuksesta aiheuttaa tappion, kun taas saman asian lisääminen omistukseen, jossa kyseistä asiaa ei ole, aiheuttaa voiton. Voittojen aiheuttaessa pienemmän hyvän olon tunteen kuin tappioiden aiheuttama harmitus, ihmisillä on taipumus arvostaa omistuksessaan olevia asioita enemmän kuin samoja asioita silloin kun he eivät itse niitä omista.

Asuntoparallisuuden tämä näkyminen, että asunnonomistajilla on taipumus yliarvostaa oman asuntonsa arvo noin 8–11 % korkeammaksi kuin asunnon todellinen arvo. Suuri joukko asunnonomistajia uskoo, että heidän asuntojensa arvo on noussut sellaisillakin periodeilla, joilla asuntojen arvot todennäköisimmin ovat laskeneet. Asunnonomistajat ovat myös varsin optimistisia oman asuntonsa arvosta, vaikka tulevaisuudessa olisikin

näkyvillä laskumarkkina. Merkittävä osa asunnonomistajista uskoo asuntonsa olevan arvokkaampi, paremmin huollettu ja helpommin myytävissä kuin keskimääräinen talo samalla alueella. (van der Cruijzen ym. 2018, 80–81).

Yksi henkisen tilinpidon ilmiö on tilien sulkeminen. Tilien sulkemisen vaikutukset näkyvät myös asuntomarkkinoiden tappion kaihtamisessa. Aikaisemmin esiteltyssä tilien tarkistuksessa esiintyvä voitto tai tappio, eli vain paperilla oleva voitto tai tappio muuttuu todelliseksi vasta kun asunto myydään, eli asuntotili suljetaan. Todellinen eli realisoitu voitto tai tappio tuntuu vahvemmin kuin vastaava vain paperilla oleva voitto tai tappio. Tästä voidaan tulkita tappion kaihtamisen suosivan esimerkiksi hyvien sijoitusten myyntiä ja huonojen sijoitusten pitämistä, vaikka teoriassa huonot sijoitukset voisivat olla kannattavaa myydä. Asuntomarkkinoilla tämä taas tarkoittaisi sitä, että asuntoa ei myydä silloin, kun sen arvo on tappiolla, sillä realisoitu tappio on kivuliaampi kuin paperilla oleva tappio. (Thaler 1999, 190.)

Tämä voittojen ja tappioiden erilainen kohtelu sen mukaan, ovatko ne vain paperilla vai realisoituja, eroaa klassisista malleista ja rationaalisen kuluttajan ajattelusta siten, että rationaalisesti ajateltuna sekä paperilla oleva voitto että tappio olisivat samanarvoisia kuin realisoitu voitto tai tappio. Kriitikot kuvailevatkin toisinaan henkisiä tilejä siten, että rahaa siirretään taskusta toiseen. Toisaalta paperilla olevan voiton tai tappion likviditeettirajoitteet voivat erottaa arvon realisoitujen vastaavien arvosta. (Thaler 1999, 189–190.)

Kun prospektiteorian perusteet ja tämän tutkielman pohjana olevat henkinen tilinpito ja tappion kaihtaminen on käsitelty, on mahdollista ymmärtää tutkielman seuraavat luvut. Seuraavassa luvussa käydään läpi hieman, miten tappion kaihtamista ja referenssipisteiden käyttöä asuntomarkkinoilla on tutkittu ja miten nämä kyseiset ilmiöt mahdollisesti esiintyvät asuntomarkkinoilla.

3 TAPPION KAIHTAMINEN JA REFERENSSIPISTEIDEN TUTKIMUS ASUNTOMARKKINOILLA

3.1 Tappion kaihtamisen ja referenssipisteiden tutkimus

Kiinteistömarkkinoilla on havaittu vahva positiivinen korrelaatio hintakehityksen ja transaktiovolyymien välillä. Markkinoiden ollessa nousussa asunnot tulevat helposti ja nopeasti myydyiksi ja hinnat ovat lähelle tai jopa yli pyyntihintojen. Laskumarkkinassa taas asunnot saattavat pysyä myynnissä pitkäänkin ja asunnoille on vaikeaa löytää ostajia. Tällöin myyjät joutuvat laskemaan pyyntihintaa tai vetämään asunnot myynnistä kokonaan. (Genesove & Mayer 2001, 1233.) Tässä luvussa käydään läpi, miten tappion kaihtamista ja referenssipisteitä on asuntomarkkinoilla tutkittu.

Kiinteistömarkkinat toimivat siis etsintäympäristössä, eli myyjän tulee löytää sopivat ostajat ja ostajien sopivat ostokohteet. Tämän jälkeen myyjien ja ostajien tulee vielä päästä yksimielisyyteen sopivasta hinnasta, joka ei aina ole yhteneväinen myyjän ja ostajan mielestä. (Genesove & Mayer 2001, 1238.) Liian korkeasta pyyntihinnasta voi kustannuksena olla se, että ostajaa on vaikeampi löytää. Einiö ym. (2008, 20) huomauttavat, että lainojen käsirahavaatimuksia lukuun ottamatta rationaalinen kuluttaja ei ota huomioon asunnon aikaisempaa ostohintaa ja siihen liittyvää tappiota myyntipäätöstä tehdessään, vaan ostohintaa pitäisi kohdella uponneena kuluna, eikä sen pitäisi vaikuttaa myyntipäätökseen. Jos näin kuitenkin tehdään, on kyseessä epärationaalinen käyttäytyminen.

Asuntomarkkinoiden hintojen, transaktiovolyymien ja markkinointiaikojen dynamiikkaa on tutkittu monin erilaisin tavoin ja erilaisilla tutkimuksilla on saatu hyvin erilaisia tuloksia. Asuntomarkkinoiden tutkimus on siirtynyt fyysisten ja institutionaalisten tekijöiden tarkastelusta aina enemmän ja enemmän psykologisten ja käyttäytymistaloustieteellisten tekijöiden suuntaan (Bao & Meng 2017, 49). Tässä luvussa tarkastellaan erityyppisiä tappion kaihtamisen ja referenssipisteiden tutkimuksia asuntomarkkinoiden kontekstissa. Tarkoituksena on selvittää, millaisilla keinoilla tappion kaihtamista on asuntomarkkinoilla pyritty tutkimaan sekä mitä hyviä ja huonoja puolia näillä tutkimustyypeillä mahdollisesti on.

Vaikka prospektiteoriaa on useimmiten tutkittu erilaisten kyselyiden ja valintatehtävien pohjalta, ei prospektiteoria suoraan ota kantaa, millaisissa tilanteissa prospektiteoria vaikuttaa valintoihin. Onko tällainen valintatilanne esimerkiksi asunnon myynti? (Genesove ja Mayer 2001, 1236–1237.) Bao ja Meng (2017, 60) jakavat tutkimustyyppit kolmeen osaan: laboratoriokoe, kenttätutkimus ja kenttäkoe. Kiinteistömarkkinoiden tutkimus eroaa yleisestä tappion kaihtamisen tutkimuksesta erityisesti juuri käytettyjen metodien perusteella. Yleisesti tappion kaihtamista tutkitaan laboratoriokokeilla. Asuntomark-

kinoilla laboratoriokokeen muodostaminen voi olla kuitenkin hankalaa, joten asuntomarkkinoiden tutkimuksessa käytetään yleisimmin kenttätutkimusta. (Bao & Meng 2017, 61–62.) Kenttäkoe on eräänlainen hybridi laboratoriokokeen ja kenttätutkimuksen välillä, eikä sille ole tarkkaa määritelmää. Kenttäkoetta ei juurikaan käytetä asuntomarkkinoiden tappion kaihtamisen tutkimuksessa, sillä vain 11 Baon ja Mengin tutkimasta 119 tutkimuksesta käyttivät jonkinasteista kenttäkoe-asetelmaa. (Bao & Meng 2017, 63.) Tästä syystä kenttäkoetta ei käsitellä tässä tutkielmassa laajemmin.

Seuraavaksi käydään läpi millaisia eri tapoja on tutkia tappion kaihtamista ja referenssipisteitä asuntomarkkinoilla sekä sitä, miten niitä on sovellettu asuntomarkkinoiden tutkimukseen.

3.1.1 Laboratoriokoe

Laboratoriokoe on perinteinen tappion kaihtamisen tutkimustyyppi. Laboratoriokoetta on käytetty prospektiteorian tutkimuksessa jo alan tutkimuksen alkuvaiheista lähtien. Laboratoriokokeessa tutkimus tehdään kontrolloidussa ympäristössä, jolloin saadaan minimoitua tutkimukseen vaikuttavat häiriötekijät. Jo Kahneman ja Tversky (1979) todistivat prospektiteorian ja tappion kaihtamisen olemassaoloa laboratoriokokeilla. Laboratoriokoe on tappion kaihtamisen tutkimuksessa yleisin tutkimustyyppi, sillä laboratoriokokeessa voidaan kontrolloida eksogeenisiä tekijöitä ja siten voidaan tehokkaammin selvittää tekijät, jotka vaikuttavat tappion kaihtamiseen. Tästä seuraa se, että laboratoriokokeiden sisäinen validiteetti on korkea eli ne mittaavat hyvin juuri tutkittavaa ilmiötä. Toinen laboratoriokokeita tukeva ominaisuus on niiden suorittamisen helppous ja kustannustehokkuus. (Bao & Meng 2017, 61.)

Laboratoriokokeiden luotettavuutta rajoittaa se, että niiden ulkoinen validiteetti on matala. Ulkoisella validiteetilla tarkoitetaan tulosten yleistettävyyttä. Laboratoriokokeiden tuloksia ei voida siis niin hyvin yleistää koskemaan todellisia tilanteita. Suurten investointien tai pitkäaikaisten päätösprosessien mallintaminen on vaikeaa toistaa laboratorioympäristössä. Asuntosijoitukset ovat hyvä esimerkki suurista investoinneista ja ne vaativat erityistä tietoa ja osaamista, jolloin näiden replikoiminen laboratoriokokeella ei välttämättä anna todellisessa tilanteessa toimivia tuloksia. (Bao & Meng 2017, 61.)

Laboratoriokokeeksi voidaan luokitella esimerkiksi Stephensin ja Tyranin (2012) tutkimus nominaalisesta tappion kaihtamisesta. He esittivät kyselytutkimuksessa erilaisia asuntomarkkinaskenaarioita, joista vastaajien tuli arvioida erilaisten transaktioiden edullisuutta. Stephens ja Tyran (2012, 27) toteavatkin yhden laboratoriokokeiden ongelmista: vastaajilla ei ollut todellista kannustinta vastaustensa taustaksi. Normaalisti asunnon myynti ja ostaminen ovat ihmisten suurimpia ja tärkeimpiä transaktioita, joten kyselytut-

kimus ei välttämättä anna oikeaa kuvaa henkilöiden toiminnasta todellisen myyntitilanteen aikana. Myös Kahneman ja Tversky (1979, 265) nostavat esiin ongelmat laboratoriokokeiden mahdollisesta yleistettävyydestä. Heidän tutkimuksensa prospektiteoriasta nojasi vahvasti hypoteettisiin valintatilanteisiin kontrolloidussa ympäristössä eli heidän tutkimuksensa voidaan laskea myös laboratoriokokeiden luokkaan.

3.1.2 *Kenttätutkimus*

Kenttätutkimuksessa tutkijat keräävät dataa toteutuneista transaktioista, eli data kuvaa markkinoiden todellisuutta ja näin ollen ulkoinen validiteetti on varsin korkea, eli tutkimustulokset voidaan yleistää myös tutkimuksen ulkopuolisiin tilanteisiin. Kenttätutkimuksen vaikeutta lisää kuitenkin se, että hyvää ja tarpeeksi laajaa dataa on vaikea saada tutkimusmateriaaliksi. Toinen vaikeuksia aiheuttava tekijä on tutkimuksen sisäisen validiteetin mahdollinen vähäisyys, eli tutkimustuloksiin voi vaikuttaa myös tekijöitä, joita ei tutkimusasetelmassa pystytä täysin ottamaan huomioon. Tällöin ne saattavat mitata osittain eri ilmiöitä, kuin mitä on tarkoituksena tutkia. (Bao & Meng 2017, 62.)

Kiinteistömarkkinoihin keskittyvissä kenttätutkimuksissa on käytetty yleisimmin transaktiodataa tutkimusten pohjana. Mallinnuksessa on käytetty useimmiten hedonisia hinnoittelumalleja, joita on verrattu toteutuneisiin kauppahintoihin. Kiinteistömarkkinoita koskevassa tutkimuksessa kenttätutkimus on saavuttanut varsin suuren suosion. Yleisessä tappion kaihtamista käsittelevässä kirjallisuudessa kenttätutkimus on kuitenkin jäänyt vähemmistöön. (Bao & Meng 2017, 62.)

Kenttätutkimuksen alle menee esimerkiksi Genesoven ja Mayerin (2001) tutkimus Bostonin asuntomarkkinoista. Kyseisessä tutkimuksessa käytettiin transaktiodataa vuosien 1990 ja 1997 välisistä asuntojen myynti-ilmoituksista ja vertailtiin ilmoitusten ilmoituspäivämäärää, poistumispäivämäärää, listahintaa sekä myyntihintoja tai sitä poistuiko ilmoitus myymättömänä. Hintatietoja vertailtiin hedonisen hinnoittelumallin muodostamaan, teoreettiseen asunnon hintaan ja näin ollen voitiin tutkia myyjien yli- tai alihinnoittelua markkinalla. Hedoninen hinnoittelumalli antaa asunnon eri ominaisuuksille arvon, jolla pystytään arvioimaan asunnon teoreettinen markkina-arvo.

Alla esitetään kaava asunnon ideaalin listahinnan ja potentiaalisen tappion suhteelle. Logaritminen listahinta on listauskvartaalilla odotetun logaritmisien myyntihinnan ja potentiaalisen tappion lineaarinen funktio. Tämä ei kuitenkaan anna aivan täydellistä kuvaa todellisesta tappiosta, sillä ei ole mahdollista tietää, kuinka paljon liikaa tai liian vähän myyjä on aikoinaan asunnosta maksanut. (Genesove & Mayer, 2001, 1238.)

Genesove ja Mayer (2001, 1238–1239) muodostivat asunnon logaritmiselle listahinnalle L_{ist} , odotetulla myyntihinnalla μ , ja potentiaalisella tappiolla $LOSS^*$ oheisen kaavan:

$$L_{ist} = \alpha_0 + \alpha_1 \mu_{it} + mLOSS_{ist}^* + \epsilon_{it} \quad (4)$$

Kaavassa i kuvaa asuntoa, s kuvaa edellisen kaupan tapahtumakvartaalia ja t on alkupe-
räinen listauskvartaali eli kvartaali, jolloin asunto on tullut myyntiin. Odotettava logarit-
minen myyntihinta on hedonisen hinnoittelumallin mukainen, asunnon havaittujen omi-
naisuuksien, listauskvartaalin ja havaitsemattoman ominaisuuden yhtälö:

$$\mu_{it} = X_i \beta + \delta_t + v_{it} \quad (5)$$

missä X_i on havaittujen ominaisuuksien vektori asunnolle i , δ_t kuvaa aikaefektiä, joka vai-
kuttaa suhteessa odotettuun hintaan ja v_{it} on havaitsematon ominaisuus. Tämä yhtälö vas-
taa hedonisen hinnoittelumallin mukaista hintaa. Tappiotermi $LOSS^*$ on edellisen loga-
ritmisen myyntihinnan P^0 ja odotetun myyntihinnan μ_{it} erotus.

$$LOSS_{ist}^* = (P_{is}^0 - \mu_{it})^+ \quad (6)$$

Kaava (6) kuvaa myyjälle koituvaa potentiaalista tappiota, jos hän päättäisi myydä sen
hetkiselällä markkina-arvolla. (Genesove & Mayer 2001, 1239.) Tällä tavalla saadaan sel-
ville, miten koettu tappio vaikuttaa myyjän käyttäytymiseen. Samantyyppinen lähesty-
mistapa tappion kaihtamisen tutkimukseen oli myös Einiön ym. (2008) tutkimuksessa, eli
ennustettua hintaa, aikaisempaa ostohintaa ja toteutunutta myyntihintaa vertailtiin keske-
nään. Suurin ero tutkimuksessa oli erilainen maantieteellinen alue, pidempi aikajänne ja
noin 14-kertainen määrä transaktioita.

Juuri paikkaan sitoutuvuus on yksi kenttätutkimuksen ongelmakohtista. Esimerkiksi
Engelhardt (2003, 8) kritisoi Genesoven ja Mayerin (2001) tutkimusta siitä, että se ei
edusta kuin Bostonin asuntomarkkinan tilannetta. Globaalia transaktiodataa voi kuitenkin
olla vaikea saavuttaa ja vertailla yksittäisiä transaktioita globaalisti. Tulosten yleistettä-
vyyttä voi kuitenkin parantaa muilta alueilta saadut samansuuntaiset tulokset. Esimerkiksi
Einiö ym. (2008) saivat varsin samanlaisia tuloksia ja tukea tappion kaihtamiselle asun-
tomarkkinoilla Helsingissä kuin Genesove ja Mayer (2001) Bostonin asuntomarkkinoilla.
Monet tappion kaihtamisen tutkimuksista ovatkin toteutustavaltaan varsin lähellä toisiaan
mutta erilaisilla maantieteellisillä alueilla.

Transaktiokohtaisen datan käyttöä puoltaa se, että siten pystytään havaitsemaan, miten
ihmiset ovat todellisuudessa toimineet kaupankäyntitilanteessa. Laboratoriokokeeseen
nähdessä kenttätutkimuksessa saa paremmin selville sen, miten todellisuudessa käyttäydy-
tään. Laboratoriotutkimukset paljastavat ennemmin, miten vastaajat väittävät käyttäyty-
vänsä. Vastaajat kuitenkin eivät välttämättä toimi todellisessa tilanteessa niin kuin ky-
selyssä sanoisivat. Huonona puolena transaktiodatan käytössä on se, että jokainen

transaktio antaa vain yhden pisteen prospektiteorian S-mallisella arvofunktiolla. (Seiler ym. 2012, 17.) Einiö ym. (2008) ratkaisivat ongelman käyttämällä erittäin laajaa transaktiodataa, vaikka heidänkin datassansa oli varsin tiukka maantieteellinen rajaus.

Toinen lähestymistapa kenttätutkimukseen on käyttää erilaisia paneeliaineistoja markkinaliikkeiden mallintamisessa. Tätä lähestymistapaa ovat toteuttaneet esimerkiksi Dröes ja Francke (2018) sekä Clayton, Miller ja Peng (2008). Dröes ja Francke (2018) käyttivät makrotason dataa hinnoista ja transaktiovolyymeistä, joita he mallinsivat itsenäisinä endogeenisina prosesseina. Hintojen ja transaktiovolyymien lisäksi heidän aineistossaan oli muita makrotaloudellisia muuttujia, kuten BKT, lainoitusaste, lainakorot ja asuntokannan kehitys. Tutkimus eroaa Genesoven ja Mayerin (2001) tutkimuksesta sekä metodin että datan perusteella.

Tämän tyyppisissä tutkimuksissa on usein käytetty todellista asuntokantaa ja sen muutoksia normalisoimaan transaktiovolyymien liikkeet. Esimerkiksi asuntokannan kasvaessa transaktiovolyymien nousu aiheutuu todennäköisesti asuntokannan kasvusta, eikä hintojen liikkeistä. Käyttämällä indeksidataa voidaan saada laajempia aineistoja, mutta silloin yleiset trendit voivat vaikuttaa tuloksiin ja ne tulee huomioida tutkimuksessa. (Dröes & Francke 2018.)

Tappion kaihtamisen tutkimuksessa asuntomarkkinoilla on siis useimmiten käytetty kenttätutkimusta, jossa on tutkittu yksittäisiä transaktioita ja niissä kohteena olevien asuntojen teoreettisen hinnan suhdetta myyntihintaan. Toisaalta on tehty myös erilaisia laboratoriotutkimuksia, jolloin on käytetty esimerkiksi erilaisia kyselyitä ja haastatteluja ja pyritty mallintamaan vastaajien valintoja hypoteettisissa tilanteissa.

Kenttätutkimuksilla saadaan parempaa kuvaa todellisesta käyttäytymisestä, mutta tuloksiin saattaa vaikuttaa myös tutkittavan ilmiön ulkopuoliset seikat. Laboratoriotutkimuksissa näitä ulkopuolisia seikkoja voidaan kontrolloida, mutta toisaalta kyselytilanteessa vastaajat eivät aina vastaa todellisten preferenssiensä mukaisesti. Laboratoriokohteessa on myös hankaluutena sopivien panosten löytäminen, jotta vastaajilla olisi hyvä syy vastata totuudenmukaisesti. Seuraavassa luvussa käydään läpi referenssipisteiden dynamiikkaa asuntomarkkinoilla, eli millaisia referenssipisteitä myyjät ja ostajat käyttävät ja miten ne toimivat asuntomarkkinoilla.

4 ANKKUROINTI, VIRHEELLISET REFERENSSIPISTEET JA TAPPION KAIHTAMINEN

4.1 Ankkurointi ja referenssipisteet asuntomarkkinoilla

Mitä asuntojen myyjät tai ostajat sitten käyttävät referenssipisteinään? Edellä on todettu, että aikaisemman myyntihinnan käyttämisellä referenssipisteinä ja tähän myyntihinnan ankkuroinnilla on selitetty osaltaan markkinoiden hinta-volyymi -korrelaatiota. Muitakin referenssipisteitä on esitetty. Seuraavaksi esitetään, miten referenssipisteiden on nähty toimivan asuntomarkkinoiden kontekstissa.

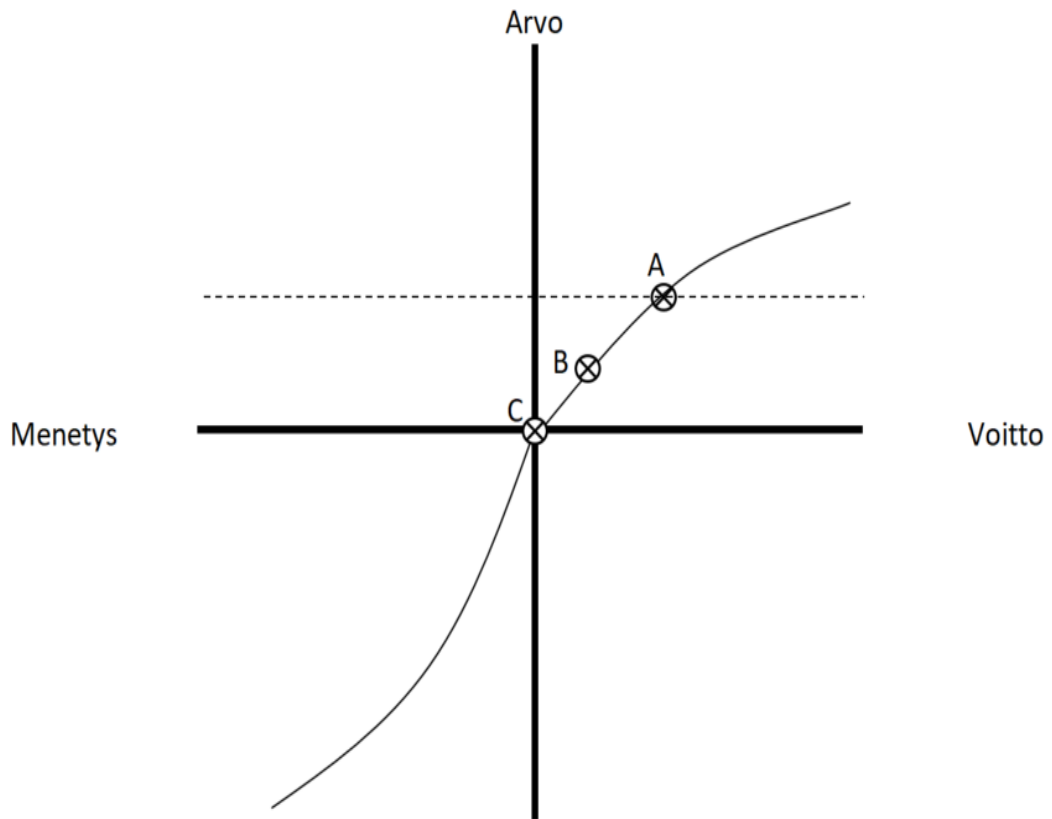
Esimerkiksi Havaijilla oli asuntomarkkinoilla 1980-luvun lopulla nähtävissä voimakas hintojen nousu, joka kuitenkin muuttui vuosikymmenen vaihteen tienoilla lähes vuosikymmenen pituiseksi laskumarkkinaksi. Tämä aiheutti markkinoille tilanteen, jossa laskumarkkinan loppupuolella asunnon ostaneet henkilöt olivat halukkaita myymään jo 2000-luvun alussa, sillä he olivat saaneet jo jonkinlaisen tuoton. Ostajat, jotka olivat ostaneet asuntonsa vasta 1980-luvun lopussa lähellä hintahuippua, tulivat mukaan markkinoille vasta vuoden 2008 tienoilla, sillä aikaisempi myyntiajankohta olisi tarkoittanut myymistä tappiolla. (Seiler ym. 2008, 463.)

Havaijilla todettua markkinan toimintamallia on selitetty muun muassa prospektiteorialla ja siihen liittyvällä tappion kaihtamisella. Varsinkin referenssipisteiden vaikutus on kiinteistömarkkinoilla voimakas käyttäytymistä ohjaava voima. Tämä tarkoittaa sitä, että esimerkiksi hintojen laskiessa kaupankäyntivolyymit laskevat, sillä sijoittajien referenssipisteinä on aikaisemmin kiinteistöstä maksettu hinta. Tämä ja tappion kaihtaminen aiheuttavat sen, että kiinteistöä ei olla halukkaita myymään markkinahintaan, vaikka tarve myynnille olisi. (Buisson 2016, 229.)

Ihmisillä on taipumuksena käyttää erilaisia ”peukalosääntöjä” (engl. rules of thumb). Yksi näistä peukalosäännöistä on ankkurointi referenssipisteeseen. Tällä tarkoitetaan sitä, että asioita arvioidaan peilaamalla niitä johonkin tunnettuun pisteeseen. Tätä tunnettua pistettä kutsutaan referenssipisteeksi. Ankkuroinnista aiheutuu arvioiden joustamattomuus, eli arviot eivät liiku tästä referenssipisteestä tarpeeksi, jotta olisi mahdollista saavuttaa todellinen arvo. Tämä nähdään esimerkiksi siinä, että suurkaupungin asukkailla on taipumus arvioida sinänsä tuntemattoman kaupungin väkiluku liian suureksi ja pienen kaupungin asukkailla on taipumus arvioida väkiluku liian pieneksi. Asuntomarkkinoilla tämä näkyy siten, että myyjien pohjahinnat eivät välttämättä jousta referenssipisteestä tarpeeksi. (Thaler & Sunstein 2008, 23–24.)

Ankkurointi virheelliseen referenssipisteeseen voi aiheuttaa markkinoilla epäoptimaalista käyttäytymistä. Kuvassa 2 on esitetty, miten ankkurointi liian korkeaan asunnon hintaan A voi saada myyjän hylkäämään ostotarjouksen B, vaikka ostotarjous B olisikin

asunnon todellista arvoa C korkeampi. Tällöin myyjä todellisuudessa häviää, vaikka ko-
keekin tarjouksen olevan asunnon arvoa alhaisempi.



Kuva 2 ankkurointi virheelliseen referenssipisteeseen

Ankkurointitaipumusta havaittiin myös Intian asuntomarkkinoilla. Tämä aiheuttaa sen, että hinnat eivät liiku referenssipisteestä tarpeeksi, jotta todellinen markkina-arvo voitaisiin saavuttaa. (Pandey & Jessica 2018, 661.) Referenssipisteiden tarkastelua vaikeuttavat seuraavat asiat: niiden muodostuminen ei ole suoraan havaittavissa ja niitä ei voida suoraan kvantifioida. (Paraschiv & Chenavaz 2011, 330). Myöskään myyjän pohjahintaa ei voida havaita, mutta sen muutoksia pystytään seuraamaan vertaamalla pyyntihinnan ja todellisen myyntihinnan erotusta, jos myynti tapahtuu (Genesove & Mayer 2001, 1238). Toisin sanoen referenssipisteitä arvioitaessa joudutaan usein käyttämään erilaisia proxyjä. Proxyllä tarkoitetaan muuttujaa, joka käyttäytyy samalla tavalla, kuin tutkittava muuttuja, eli sen liikkeistä voidaan päätellä tutkittavan muuttujan liikkeitä.

Yksi usein esitetty referenssipiste on asuntojen alkuperäinen ostohinta. Ostohinta on monesti se arvo, jonka asunnon omistaja tietää asunnollensa. Asuntojen ostohinnan käyt-

tämistä myyntihinnan referenssipisteenä tukee se, että ostohinta näkyy lähes täysin asuntojen jälleenmyyntihinnassa. Eli asunnonomistajat eivät todennäköisesti hyväksy tarjouksia, jotka alittavat heidän itsensä asunnosta maksaman hinnan. (Benítez-Silva ym, 2009, 14.)

Helsingin asuntomarkkinoilla voidaan havaita, että suuri osa kaupoista toteutuu tismalleen samalla hinnalla kuin aikaisempi ostohinta. Tämäkin tulos tukee hypoteesia, että myyjät käyttäisivät aikaisempaa ostohintaa referenssipisteenään. Huomionarvoista on myös se, että vaikka suurimpaan osaan kaupoista käytetään välittäjää, joka perii noin 4 % kuluja kauppahinnasta, nämä kulut eivät näy myyntihinnoista. Siitä, että kauppahinnasta perittävät kulut eivät näy myyntihinnoissa, voi päätellä, että myyjät eivät laske tappioksi välittäjän kuluja tai käytä referenssipisteenään kiinteistön nettohintaa. (Einiö ym. 2008, 28.) Tästä voidaan tulkita, että myyjät ajattelevat voittonsa ja tappionsa nominaalisina, eli kuluja tai mahdollista inflaatiota ei oteta henkisessä kirjanpidossa huomioon. Toisaalta Seiler ym. (2012, 24) toteavat, että heidän tutkimuksessaan voitto tai tappio nähdään nettotuloksesta eli transaktiokulujen jälkeisestä tuloksesta. Tämä on ristiriidassa esimerkiksi Einiön ym. (2008) tuloksen kanssa.

Hyun ja Milcheva (2018, 44–45) toteavat, että nousumarkkinassa asuntojen hintoja voidaan vertailla myös ympäriltä myytyjen asuntojen hintoihin ja näitä usein käytetään nousumarkkinassa referenssipisteenä. Tällöin on kyseessä myyjän markkinat ja markkinalikviditeetti on korkeimmillaan. Laskumarkkinassa lähiympäristön asuntojen myyntihinnat eivät anna niin hyvää vertailukohtaa. Tällöin myyjät voivat päättää olla laittamatta asuntojansa markkinoille ja odottaa parempaa myyntihetkeä. Tässä käyttäytymismallissa näkyy myyjien taipumus tappion kaihtamiseen.

Myös ostajat ankkuroivat ostotarjouksiansa referenssipisteisiin. Leung ja Tsang (2013, 48) nimittäin löytävät myös ostajien käytöksestä Hong Kongin asuntomarkkinoilla ankkurointitendenssiä eli taipumusta tehdä ostotarjous entisen hinnan perusteella. Tällöin asunnon ostaja saattaisi maksaa todellista arvoa enemmän asunnosta, jos sen aikaisempi myyntihinta on ollut nykyistä arvoa korkeampi. Ankkurointi toimii näin ollen ostopuolella päinvastoin kuin myyjäpuolella.

Paraschiv ja Chenavaz (2011, 340) huomaavat kyselytutkimuksessaan, että annettaessa hintaväli, myyjät ja ostajat eivät kuitenkaan käyttäneet keskihintaa referenssipisteenä. Sen sijaan myyjät olivat valmiita myymään asuntonsa keskimäärin 1,86 % markkinoiden keskihintaa alhaisemmalla hinnalla ja ostajat olivat valmiita ostamaan keskimäärin 4,33 % keskihintaa kalliimmalla. Paraschiv ja Chenavaz (2011, 340) perustelevat, että kyseinen käyttäytymismalli voi johtua henkisestä tilinpidosta. Ostotarjouksen ja myyntihinnan asettaminen ovat kumpikin tasapainottelua transaktionopeuden ja saamisen maksimoinnin tai maksun minimoinnin välillä.

Aikaisemman ostohinnan lisäksi myyntihinnan referenssipisteenä voi toimia myös asunnosta jäljellä olevan lainan määrä. Tätä käytetään referenssipisteenä etenkin tilanteissa, joissa lainan määrä on suurempi kuin asunnon todellinen arvo tai lähellä todellista arvoa. Asunnon omistaja nimittäin tietää oman lainansa määrän, mutta hänellä ei välttämättä ole osaamista arvioida kiinteistön arvoa. Tällöin lainamäärä voi aiheuttaa ankkuroitumisen tähän lainaan ja täten myyntihinnan asettamisen lainamäärän mukaan. (van der Cruijssen ym. 2018, 62).

Asuntokaupassa asuntojen omistajat ovat tutkimusten mukaan huonosti perillä asuntojensa arvosta. Tämä koskee myös sellaisia asunnonomistajia, joiden pitäisi olla paremmin tietoisia asuntonsa tilasta, kuten esimerkiksi omistajia, jotka ovat aikeissa myydä asuntoansa. (van der Cruijssen ym. 2018, 62.) Thaler (2016, 1583) esittää mahdollisen selityksen tähän ilmiöön. Ihmiset kykenevät opettelemaan kaupankäyntikäyttäytymistä, jos he saavat siihen useampia toistoja. Ihmiset eivät keskimäärin kuitenkaan käy säännöllisesti asuntokaupan suuruusluokkaa olevia kauppoja, joten heille ei kehity tässä vaadittavaa harjaannusta. Toisaalta panosten ollessa korkeammalla ihmisillä on taipumus keskittyä paremmin ja ottaa myyntitilanne vakavammin. Tämä käyttäytymismalli toimii osaltaan tuota harjaantumattomuutta vastaan.

Taipumus valita referenssipisteet sellaisten arvojen mukaan, jotka ovat asunnonomistajalla helposti tiedossa, kuten alkuperäinen ostohinta tai jäljellä olevan lainan määrä voisi viitata Thalerin (2016, 1583) huomioon siitä, että ihmiset oppivat tekemään parempia päätöksiä, jos päätöstilanne toistuu. Asuntokauppa on kuitenkin varsin harvoin tapahtuva transaktio keskimääräisen kuluttajan kohdalla, joten asuntokauppaa ei tule harjoiteltua, eikä sen kohdalla saa toistoja, joiden ansiosta päätöksentekoa oppisi.

Toisaalta Bokhari ja Geltner (2011, 636) saivat tulokseksi ammattimaisten sijoittajien kohdalla suurempaa ankkurointitaipumusta referenssipisteisiin ja korkeamman tappion kaihtamisen asteen, mikä viittaisi siihen, että harjaantuneet kiinteistökaupan tekijät tekevät jopa vähemmän rationaalisia päätöksiä kuin vähemmän kokeneet. Tulos on ristiriidassa Thalerin (2016, 1583) esittämän oppimisteorian kanssa. Toisaalta otettaessa huomioon Thalerin keskittymiseen viittaava teoria, voi olla, että ammattilaisilla kiinteistökaupan panos on suhteessa pienempi kuin tavallisilla kuluttajilla, joille asunto on usein suurin varallisuusluokka. Tällöin teoriassa kuluttajat tekisivät kiinteistötransaktioissa harkitumpia päätöksiä kuin ammattilaiset. Näiden ilmiöiden yhteisvaikutuksia kuitenkin ei ole tutkittu, joten syytä ammattilaisten suuremmalle ankkurointitaipumukselle ei voida tässä tutkielmassa esittää.

Kiinteistöjen arvonmäärityksessä ongelmia aiheuttavat likvidin markkinapaikan puute ja kiinteistöjen ainutlaatuisuus. Ainutlaatuisuudella tarkoitetaan, että yhtään toistensa kanssa täysin samanlaista kiinteistöä ei ole, sillä kiinteistöt eroavat toisistaan vähintään sijaintinsa perusteella. Kiinteistöt eroavat toisistaan usein myös sisätilojen, varustelun ja muiden erityisominaisuuksiensa perusteella. (Lizieri & Finlay 1995, 6.) Osakkeiden ja

velkakirjojen kanssa kaupankäynti tapahtuu ilman ylimääräisiä viiveitä, joten markkinoilla näkyvä hinta on omaisuusluokan todellinen tuotto. Kiinteistöt eroavat tässä suhteessa, sillä kiinteistöä ei yleensä saa kaupaksi heti, vaan kiinteistön myymiseen ja ostamiseen liittyy monenlaista byrokratiaa. Kiinteistöjen todellinen arvo saattaa myös erota merkittävästi siitä arvosta, jolla kauppa toteutuu. (Ibbotson & Siegel 1984, 222.) Tämä aiheutuu osittain kiinteistöjen ainutlaatuisuudesta: myyjät tietävät myytävästä tuotteesta paljon enemmän kuin ostaja. Toisaalta ostaja ei välttämättä joudu paljastamaan hintaa, millä hän on halukas kiinteistön ostamaan. Kiinteistömarkkinoilla vallitsee siis epätäydellisen informaation ongelmat. (Krainer 1999, 14.) Vaikka kiinteistön myyjä tietääkin ostajaa enemmän myymästään kiinteistöstä, kiinteistön hinnan arvioiminen on maallikolle kohtuullisen haastavaa. (Lizieri & Finlay 1995, 6.)

Erityisesti epätäydellisen informaation vaikutukset näkyvät tilanteissa, joissa ostaja on erityisen tietämätön asunnon arvosta, esimerkiksi tilanteissa, joissa ostaja on toisesta osavaltioista tai maasta. Clauretje ja Thistle (2007) tutkivat etsintäkustannusten ja ankkuroinnin vaikutusta asuntojen markkinointiaikaan ostajien näkökulmasta. Clauretje ja Thistle (2007, 195) huomaavat, että tilanteissa, joissa kaukana kohteesta oleva ostaja tekee ostopäätöstä, ankkurointi voi olla tärkeässä roolissa ja esiintyä riskiä kaihtavana käytöksenä. Edellinen myyntihinta voi olla kaukaa tulevan ostajan paras arvio asunnon arvolle. Eri osavaltioista tulevat ostajat ostivat kiinteistönsä paremmilta alueilta ja tekivät ostopäätöksen nopeammin kuin osavaltion sisältä tulevat ostajat.

Referenssipisteet voivat myös muuttua ajan myötä erityisesti nousumarkkinan seurauksena. Nousumarkkinassa muutosnopeus on kaksi kertaa suurempi kuin laskumarkkinassa. Jos myyjä tietää, että asunnon arvo on jossain kohtaa ollut korkeampi kuin ostohinta, myyjä saattaa käyttää tätä tietoa pohjahintansa ankkurina. Tällöin pohjahinta saattaa poiketa vielä enemmän asunnon todellisesta arvosta kuin silloin jos hinta olisi ankkuroitu aikaisempaan ostohintaan. (Paraschiv & Chenavaz 2011, 336–342.)

Laskumarkkinassa aikaisempi ostohinta on merkityksellisempi referenssipiste kuin mahdollinen nykyarvo. Tätä selittää myyjien taipumus tappion kaihtamiseen. Myyjä hyväksyy mielellään tilanteen, jossa asunnon arvo on noussut ja nostaa myös omaa pohjahintaansa ylemmäs. Asunnon arvon noustessa myyjä on myös valmis hyväksymään markkinahintaa alhaisempia tarjouksia, sillä hän katsoo olevansa voitolla. Asunnon arvon laskiessa tappion kaihtaminen puolestaan aiheuttaa sen, että myyjä pitää aikaisempaa ostohintaa referenssipisteenä, eikä hyväksy tarjouksia tämän hinnan alapuolelta. (Paraschiv & Chenavaz 2011, 346.)

Leung ja Tsang (2013) tutkivat referenssipisteitä Hong Kongin asuntomarkkinoilla. Hong Kongin käyttämisestä tutkimuskohteena haittasi se, että Hong Kongissa on kiellettyä myydä asuntoja, joissa on negatiivinen pääoma, eli velkaa on enemmän kuin asunnon nykyarvo. (Leung & Tsang 2013, 49–50.) Tällaiset institutionaaliset rajoitteet vähentävät

osaltaan tappiollisten asuntojen myyntiä ja ne pitää huomioida tutkimuksessa. Mielenkiintoisena yksityiskohtana Leungin ja Tsangin (2013, 52) tutkimuksessa voidaan havaita, että ankkurointi menettää voimakkuuttansa mitä pidempi aika aikaisemmasta myyntihinnasta, eli referenssipisteestä on. Heidän tuloksenaan ankkurointivaikutus on 0,2 alle vuoden sisällä edellisestä myyntihinnasta ja 0,1, jos edellisestä myynnistä on yli vuosi. Tämä tarkoittaa sitä, että aikaisemman hinnan ollessa 1,1 miljoonaa ja nykyisen arvon ollessa 1 miljoonaa ostaja olisi valmis maksamaan 1,02 miljoonaa, jos edellinen myynti on ollut vuoden sisällä ja 1,01 miljoonaa, jos edellisestä myynnistä on yli vuosi.

Leungin ja Tsangin (2013, 52) löydöksiä tukee myös Paraschivin ja Chenavazin (2011, 347) tulos, että uudempi tieto esimerkiksi viimeaikaisesta tarjouksesta aiheuttaa ostajassa voimakkaamman reaktion kuin tieto aikaisemmasta ostohinnasta. Uudempi tieto on ostajan näkökulmasta voimakkaampi referenssipisteeseen vaikuttava tekijä sekä nousumarkkinassa että laskumarkkinassa. Paraschiv ja Chenavaz (2011, 349) huomaavat, että huonot ja epäedulliset uutiset vaikuttavat ostajan referenssipisteeseen enemmän kuin hyvät uutiset. Tämä on linjassa tappion kaihtamisen kanssa ja kyseinen tendenssi näkyy myös kuvassa 1, eli tappioiden kohdalla Kahnemanin ja Tverskyn (1979, 279) muodostama arvofunktio on kulmakertoimeltaan jyrkempi kuin voittojen puolella. Toisin sanoen tappiot tuntuvat voimakkaammin kuin itseisarvoltaan yhtä suuret voitot. Ostajalla on siis taipumus laskea tarjoustaan huonojen uutisten kohdalla enemmän kuin nostaa hyvien uutisten kohdalla.

Asuntomarkkinoilla on edellä mainittujen tulosten valossa havaittavissa taipumusta ankkuroida virheellisiin referenssipisteisiin. Referenssipisteinä käytetään usein aikaisempaa ostohintaa, mikä vaikuttaa nousu- ja laskumarkkinassa eri suuntiin. Nousumarkkinassa aikaisempaan myyntihintaan ankkuroituminen aiheuttaa todellista markkina-arvoa alhaisempia pyyntihintoja. Laskumarkkinassa pyyntihinnat ovat puolestaan todellista markkina-arvoa korkeampia. Seuraavaksi käsitellään sitä, miten tappion kaihtaminen näkyy asuntomarkkinoilla ja millaisissa muodoissa se esiintyy vai esiintyykö tappion kaihtamista ollenkaan.

4.2 Tappion kaihtaminen asuntomarkkinoilla

Kahnemanin ja Tverskyn (1979, 279) muodostama kuvassa 1 esitetty s-muotoinen arvofunktio kuvaa tappion kaihtamista siten, että funktio on kulmakertoimeltaan jyrkempi tappioiden puolella. Tämä tarkoittaa sitä, että yllä esiteltyihin referenssipisteisiin nähden koituvat tappiot vaikuttavat enemmän kuluttajien koettuun hyötyyn kuin vastaavan suuruiset voitot. Tässä luvussa käydään läpi, miten tappion kaihtamisen on havaittu esiintyvän asuntomarkkinoilla.

Asuntomarkkinoiden tappion kaihtamista on usein tarkasteltu kenttätutkimuksilla, jotka ovat varsin aluekohtaisesti rajattuja ja käsittelevät yksittäisistä transaktioista kerättyä dataa, jolloin tutkimukset keskittyvät varsin pieneen alueeseen globaalissa asuntomarkkinassa. (Bao & Meng 2017, 51). Tämä heikentää tulosten yleistettävyyttä. Osa tutkimuksesta on kuitenkin pyrkinyt myös yleisempään tarkasteluun, esimerkiksi erilaisilla hintaindeksillä.

Leung ja Tsang (2013, 49) löytävät Hong Kongin asuntomarkkinoilta näyttöä siitä, että myyjät ovat vahvasti tappiota kaihtavia. He myös huomaavat, että Hong Kongin asuntomarkkinoilla myyjät osoittavat ”viivästynyttä tappion kaihtamista” eli tappion kaihtamisen aste pienenee ajan kuluessa asunnon ostosta. Engelhardt (2003, 188) löysi näyttöä tappion kaihtamisen vaikutuksesta Yhdysvaltain asuntomarkkinoihin. Hänen tutkimuksensa koski asuntokuntien liikkumista hänen tuloksensa mukaan 5 % tappio vähentää muuttamisen todennäköisyyttä 30–44 %. Voittojen vaikutuksesta hänen tutkimuksensa ei antanut selvää näyttöä.

Einiö ym. (2008, 29) huomaavat, että referenssipisteeseen vaikuttaa myös myyjän varallisuus. He käyttivät varallisuuden arvioimiseen proxynä myytävän asunnon arvoa. Tuloksista huomaa, että kaikkein halvimmissa asunnoissa alttius asunnon myyntiin tappiollisena oli kaikkein pienin. Tämä viittaisi heidän mukaansa siihen, että vähävaraisemmillä asunnonomistajilla on suurempi taipumus tappion kaihtamiseen kuin varakkaammilla.

Einiön ym. (2008, 29) tulosta tukevat myös Tu ym. (2009, 264), jotka huomaavat, että varakkaammat asunnonomistajat liikkuvat markkinoilla herkemmin, eli he ostavat ja myyvät asuntojansa tiheämmin kuin vähävaraisemmat. Kyseinen käytös viittaa osaltansa myös siihen, että varakkaammilla asunnonomistajilla on vähemmän taipumusta tappion kaihtamiseen. Toisaalta heidän mukaansa varakkaammalla asunnonomistajalla samansuuruinen tappio voi tuntua vähemmän pahalta kuin vähävaraisemmalla.

Einiö ym. (2008, 30) esittää edellä mainitulle tulokselle kaksi mahdollista selitystä. Ensinnäkin vähävaraisemmat asunnonomistajat kohtaavat useammin omaan talouteensa nähden tiukempia varallisuusvaatimuksia uuden asuntolainan saamiseksi kuin varakkaammat. Toiseksi on mahdollista, että varakkaammat asunnonomistajat ovat osaavampia ja kokeneempia taloudellisessa päätöksenteossa. Toisaalta Genesove ja Mayer (2001, 1247) toteavat, että varallisuus ei vaikuta tappion kaihtamisen asteeseen, vaikka osa heidän käyttämänsä LOSS -termin liikkeistä saattaakin johtua lainamäärän kasvusta suhteessa asunnon arvoon. He kuitenkin pyrkivät minimoimaan tämän vaikutuksen rajoittamalla otannan sellaisiin asuntoihin, joissa lainamäärän suhde asunnon arvoon oli alle 50 %.

Jos toisaalta oletetaan taloudellisen osaamisen pienentävän tappion kaihtamista ja saavan henkilön käyttäytymään rationaalisemmin taloudellisessa päätöksenteossa, niin tällöin sivistyneiden ammattilaisten pitäisi tehdä erittäin rationaalisia ratkaisuja, eikä tap-

pion kaihtamisen pitäisi näkyä. (Bokhari & Geltner, 2011, 636). Tutkittaessa yli 5 miljoonan dollarin liikekiinteistömarkkinoita Yhdysvalloissa löytyi näyttöä tappion kaihtamisesta. Erityistä oli myös se, että kokeneemilla, ammattimaisilla sijoittajilla näkyi voimakkaampaa tappion kaihtamista kuin pienillä sijoittajilla. (Bokhari & Geltner, 2011, 668.) Tämä tulos kumoaa taloudellisen osaamisen oletettua vaikutusta tappion kaihtamisen asteeseen.

Stephens ja Tyran (2012, 14–15) löysivät kyselytutkimuksella vahvaa näyttöä siitä, että asuntokaupoissa esiintyy nimellistä tappion kaihtamista. Nimellisellä tappion kaihtamisella tarkoitetaan sitä, että voittoja ja tappioita arvioidaan niiden nimellisen määrän mukaan, eikä esimerkiksi inflaatiokorjattuna. (Stephens & Tyran, 2012, 2.) Toisin sanoen kuluttajat eivät ajattele rationaalisesti todellista voittoa tai tappiota, mikä saattaa johtaa käyttäytymiseen, jossa kuluttaja luulee myyvänsä asunnon voitolla, mutta todellisuudessa saakin vähemmän kuin mitä on asunnosta aikaisemmin maksanut. Stephens ja Tyran huomaavat erityisesti, että nimellinen tappion kaihtaminen liittyy kognitiivisiin kykyihin ja esimerkiksi korkeammin koulutetut ovat Stephensin ja Tyranin (2012, 18) mukaan vähemmän alttiita juuri nimelliselle tappion kaihtamiselle, mikä on linjassa Einiö ym. (2008, 30) ajatukseen siitä, että tappion kaihtamiseen vaikuttaa henkilön taloudellinen osaaminen.

Buisson (2016, 246) argumentoi, että tappion kaihtaminen ei vaikuta asuntomarkkinoihin samaan suuntaan kuin esimerkiksi Genesoven ja Mayerin (2001) tutkimuksessa on todettu. Buisson (2016) pyrkii mallintamaan asunnon myyntipäätöstä tappion kaihtamisen vaikuttaessa myyjän päätöksentekoon. Ensin hän tutkii myyntipäätöstä rajatun aikahorisontin tilanteessa, minkä jälkeen hän laajentaa mallin koskemaan rajatonta aikaa. Kun Genesove ja Mayer (2001) tutkivat hintojen muodostusta, Buisson (2016) keskittyi päätöksenteon mallintamiseen.

Buissonin (2016) tutkimuksessa rajallisen aikahorisontin mallissa tappion kaihtaminen itseasiassa laskisi pohjahintaa, sillä tappiota odottava myyjä, joka tietää joutuvansa myymään pian, pyrkii pääsemään asunnostansa nopeammin eroon ja sen takia asettaa matalamman pohjahinnan. Ikuisessa mallissa tappion kaihtaminen ei puolestaan vaikuttaisi mitenkään, sillä myyjä pysyy markkinoilta poissa, jos odotuksena olisi myyminen tappiolla. Buissonin (2016, 246–247) mukaan ero Genesoven ja Mayerin (2001) tutkimukseen johtuu kahdesta syystä. Ensimmäkin tappion kaihtamisen erottaminen likviditeettirajoitteista on empiirisiin menetelmin hankalaa ja kontroleistaan huolimatta Genesove ja Mayer (2001) ovatkin mahdollisesti todenneet likviditeettirajoitusten vaikutuksia, eivätkä tappion kaihtamista. Toiseksi haluttomuus myydä tappiolla voi johtua myyjän epätäydellisestä markkinatilanteen arvioinnista sen sijaan, että se olisi tappion kaihtamisen aiheuttamaa.

Suuri osa läpikäydystä tutkimuksesta tukee hypoteesia siitä, että tappion kaihtamista esiintyy asuntomarkkinoilla. Myös hypoteesi siitä, että myyjät ja ostajat käyttävät voiton

tai tappion mittaamiseen referenssipisteitä, jotka eivät ole linjassa asuntojen todellisen arvon kanssa, saa tukea näissä tutkimuksissa. Toisaalta epäilyksiä ilmiöiden olemassaolosta on myös esitetty. Yksi suurimmista syistä tappion kaihtamisen epäilemiselle on se, että referenssipisteitä joihin tappiota verrataan, on mahdotonta suoraan mitata. Ilmiöt, joita kutsutaan tappion kaihtamiseksi, voivat johtua myös likviditeettirajoitteista, institutionaalisista tekijöistä tai muista vastaavista asuntomarkkinoille tyypillisistä ilmiöistä.

5 VIRHEELLISTEN REFERENSSIPISTEIDEN JA TAPPION KAIHTAMISEN VAIKUTUS ASUNTOMARKKINOIHIN

5.1 Virheellisten referenssipisteiden ja tappion kaihtamisen vaikutus myyntihintoihin

Seuraavaksi käsitellään, miten myyntihinnat käyttäytyvät tappion kaihtamisen ja virheellisiin referenssipisteisiin ankkuroitumisen seurauksena. Virheelliset referenssipisteet aiheuttavat vääristymiä myyntihintoihin erityisesti laskumarkkinassa. Näiden virheellisten referenssipisteiden lisäksi taipumus tappion kaihtamiseen aiheuttaa lisää vääristymää markkinoilla. Toisin sanoen myyjät olettavat asuntojensa arvon virheellisesti käyttämällä vääriä referenssipisteitä hinnoittelun tukena. Tappion kaihtaminen aiheuttaa sen, että tästä virheellisesti asetetusta referenssipisteestä ei haluta joustaa alaspäin, sillä tämä katsottaisiin tappioksi, vaikka kyseessä olisikin asunnon todellinen markkinahinta. Kuten Einiö ym. (2008, 20) huomauttaa, tappion kaihtaminen saattaa johtaa epäoptimaalisiin päätöksiin asuntomarkkinoilla, mistä voi koitua haittaa työmarkkinoille tai jopa koko talouteen. Jos tiettyä aluetta kohtaa taloudellinen laskusuhdanne, tappion kaihtaminen voi vähentää työvoiman liikkuvuutta silloin, kun sille olisi kaikkein suurin tarve.

Myyntihintojen tutkimusta vaikeuttaa niin sanotut erikoistilanteet, joissa hinta poikkeaa markkinahinnasta jostain institutionaalisesta tai muusta myyjän voitonmaksimointiin liittymättömästä syystä. Tällaisia syitä voivat olla esimerkiksi konkurssitilanteet ja kahden asunnon loukut, joissa asunnon omistaja on ehtinyt ostamaan uuden asunnon ennen kuin vanha on mennyt kaupaksi. Tällöin myyjä voi olla pakotettu joustamaan myyntihinnasta nopeuttaakseen asunnon markkinointiaikaa. Institutionaalisenä esimerkkinä voidaan mainita esimerkki Suomesta, sillä Suomessa vanhemmat voivat myydä lapsilleen asunnon 25 % alennuksella markkinahintaan verrattuna. (Einiö ym. 2008, 26.) Nämä erikoistilanteet voivat osaltaan selittää tuloksia, joiden on oletettu johtuvan tappion kaihtamisesta.

Genesove ja Mayer (2001, 1233–1234) toteavat, että myyjien pohjahinnat ovat joustamattomampia alaspäin kuin ostajien tarjoukset. Eli myyjät ovat haluttomampia laskemaan tarjouksiaan kuin ostajat. Tämän huomaa erityisesti jyrkissä nousu- ja laskumarkkinoissa. Nousumarkkinoissa asunnot käyvät kaupaksi nopeasti hinnoilla, jotka jopa ylittävät alkuperäisen pyyntihinnan. Laskumarkkinassa asunnot ovat markkinoilla pitkään ja pyyntihinnat ovat korkeammalla kuin odotetut myyntihinnat. Monet myyjät päätyvätkin tästä syystä vetämään asuntonsa pois markkinoilta ilman, että kaupat syntyvät. Tappion kohtaavat myyjät myös saavat korkeamman hinnan kuin muut myyjät, mutta erotus on pienempi kuin pyyntihinnan kohdalla (Genesove & Mayer 2001, 1235–1236).

Myös Paraschiv ja Chenavaz (2011, 346) löysivät tukea väitteelle, että tappion kaihtaminen vaikuttaa myyntihintaan laskevassa markkinassa. Laskumarkkinassa myyjät asettavat markkinahintaa korkeampia pohjahintoja asunnoilleen ja laskumarkkinassa asunnon aikaisempi myyntihinta toimii referenssipisteenä, johon pohjahinta ankkuroidaan. Miellenkiintoisesti aikaisempi ostohinta ei vaikuta samalla tapaa nousumarkkinassa, vaan tällöin myyjä on valmiimpi käyttämään asunnon markkinahintaa referenssipisteenä. Toisin sanoen myyjä on luonnollisesti valmis hyväksymään korkeampia tarjouksia, mutta ei omaa pohjahintaansa alempia tarjouksia. Tämä johtaa siihen, että laskumarkkinassa asunto jää myymättä, mutta nousumarkkinassa se saattaa tulla myydyksi nopeastikin.

Bostonin syklisellä asuntomarkkinalla myyjät, joiden asuntojen arvo oli laskenut alle heidän aikoinaan asunnosta maksaman hinnan, päätyivät asettamaan pyyntihinnaksi suhteessa korkeammat hinnat kuin muut myyjät. Pienemmän tappion kohtaavat myyjät asettivat korkeammat hinnat suhteessa tappioon kuin suuremman tappion kohtaavat myyjät. Tämä on linjassa prospektiteorian tappionkaihtamisen kanssa, missä tappion kasvaessa sen marginaalinen hyötyvaikutus pienenee. (Genesove & Mayer 2001, 1235–1236.)

Kirjallisuudessa esitetään kaksi selitystä sille, että asuntojen hintaa ei alenneta, vaikka pohjahinta olisikin liian korkea. Ensimmäiseksi selityksen voi tarjota tappion kaihtaminen. Toisena nähdään asuntomarkkinoille tyypillinen korkea lainoitusaste ja pieni asuntopääoman määrä. Eli asunnonomistajien pitää maksaa lainaa pois, jotta heille kertyisi pääomaa. Tätä pääomaa tarvitaan muutosta koituviin kuluihin ja mahdollisesti uuden asunnon ostamiseen tarvittavaan käsirahaan. Jos asunnon velkaosuus on lähes asunnon koko myyntihinta tai sitä enemmän, myyjät eivät saa seuraavaa asuntoaan varten tarpeeksi käsirahaa. (van der Cruijzen ym. 2018, 64–65.)

Lainoitusasteen vaikutukset huomaa myös Stein (1995, 397), sillä hänen mukaansa hintamuutosten volatilitteetti riippuu alueen lainoitusasteesta. Alueet, joissa suurella osalla asunnonomistajista on korkea lainoitusaste, ovat herkempiä hintojen romahduksille kuin sellaiset, joissa on enemmän matalan lainoitusasteen asuntoja. Lainoitusasteen nousua voi aiheuttaa hintojen nousu, jolloin kauppaa käydään enemmän ja lainojen koot kasvavat. Tällöin pienempikin lasku kohottaa lainoitusastetta huomattavasti.

Genesove ja Mayer (2001, 1236) huomauttavat, että ylläolevat seikat vaikuttavat kyllä myyntihintoihin, mutta heidän tutkimuksessaan ne eivät ole yhtä suuressa roolissa selittämään asuntomarkkinan positiivista hintojen ja transaktiovolyymien korrelaatiota. Suurin ilmiötä selittävä tekijä on heidän regressiossansa juuri tappion kaihtaminen. Anenberg (2011) jatkaa Genesoven ja Mayerin (2001) tutkimusta lisäämällä regressioon lainoitusasteen. Näin saadaan selville aiemmin esitetty lainoitusasteen vaikutus myyntihintoihin. Lainoitusasteen kasvattaminen lisää myyntihintaan premion, eli nostaa osaltansa myyntihintoja. Kuitenkin hän löytää näyttöä myös siitä, että tappion kaihtaminenkin vaikuttaa myyntihintoihin nostamalla hintoja. (Anenberg 2011, 74.) Toisin sanoen sekä tappion

kaihtaminen että pääomarajoitukset lainoitusasteen muodossa vaikuttaisivat myyntihintoihin.

Asuntojen arvonkehitys ei vaikuta pelkästään asunnosta saatavaan myyntihintaan vaan se vaikuttaa myös kotitalouksien kulutus- ja säästämistapoihin. Sen lisäksi, että asuntojen todellisen arvon ymmärrys vaikuttaa kotitalouksien kulutukseen, on sillä suuri vaikutus myös asuntojen myyntitilanteessa. Jos asunnonomistaja yliarvioi asuntonsa arvon, hän saattaa asettaa liian korkean pohjahinnan asunnolleen, jolloin asunto jää markkinoille, eikä mene kaupaksi. Nousevien hintojen markkinassa tämä ei aiheuta ongelmaa, sillä asunnon arvo lopulta nousee pohjahintaa korkeammaksi, jolloin asunto menee kaupaksi. Laskevien hintojen tapauksessa asunnon hinta ei nouse yli pohjahinnan, eli myyjä ei saa asunnosta tarjouksia, joilla hän olisi valmis luopumaan asunnosta. (van der Cruijzen ym. 2018, 63.) Tästä syystä asunnon todellisen arvon ymmärrys on tärkeää. Asunnon yliarvottaminen voi johtaa esimerkiksi liialliseen kulutukseen.

Aikaisemmassa tutkimuksessa on siis löydetty näyttöä tappion kaihtamisen vaikutuksista myyntihintoihin. Tappion kaihtaminen näyttäisi nostavan myyntihintoja silloin kun myyjä on kohtaamassa tappion. Toisaalta osa havaitusta vaikutuksesta voi johtua myös pääomarajoitteista, eritoten lainoitusasteen asettamista rajoituksista. Korkeat lainamäärät ja käsirahavaatimukset voivat aiheuttaa tilanteita, joissa asuntoa ei voida myydä tappiolla. Tappiolla myyminen tarkoittaisi myyjälle, että asunnon myynti ei välttämättä kata jäljellä olevia lainoja tai uuden asunnon käsirahavaatimuksia. Näiden erottaminen toisistaan onkin haasteena tappion kaihtamisen tutkimuksessa.

5.2 Vaikutukset markkinointiaikaan

Mikä on tappion kaihtamisen ja ankkuroinnin vaikutus siihen, kuinka kauan asunto joutuu olemaan markkinoilla? Yleensä nopeampi myyntiaika on myyjän näkökulmasta parempi, sillä diskontatessa tulevaisuuden tuottoja nykyhetkeen aikaisempi tuotto on parempi kuin tulevaisuudessa tuleva samansuuruinen tuotto. Tässä luvussa käydään läpi sitä, miten tappion kaihtamisen ja virheellisten referenssipisteiden vaikutukset näkyvät asuntojen markkinointiajassa.

Optimaalinen listahinta ja optimaalinen markkinointiaika auttavat myyjää maksimoimaan asunnon myynnistä saatavan hyödyn. (Hui ym. 2014, 375). Korkeamman hinnan vaihtoehtoiskustannuksena voi olla pidempi myyntiaika. Etsintäympäristön takia myyjä joutuu etsimään ostajaa ja päättämään hinnan ja markkinointiajan välillä. (Selcuk 2013, 204.) Hui ym. (2014, 393–394) mukaan liian korkean listahinnan vaikutus markkinointiaikaan on epälineaarinen.

Esimerkiksi Taylor (1999, 577) esittää, että markkinointiaika voi olla signaali asunnon kunnosta. Varsinkin aikaisempien hintatietojen ollessa julkisia asunto, josta on hylätty aina alenevia tarjouksia, saattaa olla huono ja sillä saattaa olla piileviä ominaisuuksia, jotka näkyvät ostajille. Korkealla pyyntihinnalla listatun asunnon hinnanalennus ei ole vielä niin hälyttävä kuin alemmalla hinnalla alun perin listatun. Filippova ja Rehm (2014, 53) huomaavat, että vaikka nousumarkkinassa tätä ilmiötä esiintyykin, niin laskumarkkinassa vaikutusta ei huomata. Näyttäisi siis siltä, että laskumarkkinassa pitkään markkinoilla olo ei aiheuta samanlaista stigmaa kuin nousumarkkinassa. Laskumarkkinassa on ymmärrettävämpää, että asunto on ollut pidempään myynnissä tai, että sen hintaa on jouduttu laskemaan.

Genesoven ja Mayerin (2001, 1255) mukaan tappion kaihtamisen pitäisi aiheuttaa korkeamman myyntihinnan lisäksi pidempi aika markkinoilla. He löytävät 3–6 prosentin laskun myynnin viikkokohtaisen hasardifunktion (engl. hazard rate) kohdalla aina nykyisen markkina-arvon ja edellisen myyntihinnan kymmenen prosentin erotusta kohden. Hasardifunktio kuvaa todennäköisyyttä myynnin tapahtumiselle tietyssä ajankohtana. Samaan tapaan kuin myyntihinnan kohdalla tappion kasvaminen pienentää vaikutusta myynnin todennäköisyyteen. Toisin sanoen myynnin todennäköisyys pienenee aina 3–6 prosenttia, kun edellisen myyntihinnan ja nykyisen markkina-arvon erotus kasvaa kymmenellä prosentilla.

Tappion vaikutus myyntitodennäköisyyden laskuun viittaisi siihen, että korkeat pyyntihinnat eivät ole vain toiveikkaita kokeiluja, vaan myyjät oikeasti odottavat saavansa korkeamman hinnan asunnostaan. Tätä tukee myös aikaisemmin mainittu myyjien joustamattomuus pohjahinnastansa alaspäin. Jos tätä joustamattomuutta ei olisi, ja korkeat pyyntihinnat olisivat vain toiveikkaita kokeiluja, markkinat korjaisivat hinnat nopeasti alaspäin. (Genesove ja Mayer 2001, 1236.) Jonkin verran korjaantumista kuitenkin tapahtuu, mutta se on vähäistä (Genesove ja Mayer 2001, 1250). Tämä viittaisi siihen, että tappion kaihtaminen pidentää markkinointiaikaa, sillä ilman tappion kaihtamista hinnat joustaisivat alaspäin ja asunnot menisivät nopeammin kaupaksi.

Stein (1995, 400) kutsuu näitä toiveikkaita kokeiluja ”kalastamiseksi”. Myyjät siis odottavat saavansa markkinahintaa korkeamman hinnan ja pitävät asuntoa markkinalla sen sijaan, että laskisivat hintaa sellaiselle tasolle, että asunto menisi kaupaksi eli markkinahinnan tasolle. Toisaalta Krainer (1999, 25) toteaa, että laskumarkkinassa myyjät voivat kalastaa niitä ostajia, jotka olisivat valmiita maksamaan korkeamman hinnan heidän asunnostaan, sillä laskumarkkinassa tai alemman likviditeetin markkinassa asunnon myymättä jääminen ja paremman markkinatilanteen odottamisen vaihtoehtokustannukset ovat suhteellisen matalat. Krainerin (1999, 18) malli ei kuitenkaan ota huomioon esimerkiksi käsirahavaatimuksia tai muita vastaavia yksilöllisiä tekijöitä, jotka voisivat vaikuttaa asunnonostajien käyttäytymiseen.

Kalran ja Chanin (1993, 257–258) tutkimuksessa ilmeni, että markkinoilta poistettujen eli myymättä jääneiden asuntojen pyyntihinnat olivat keskimäärin korkeampia kuin myytyjen. Tämä tarkoittaisi sitä, että myyjät eivät ole valmiita myymään asuntoa pohjahintansa halvemmallalla vaan ottavat sen ennemmin pois markkinoilta kuin sopeuttaisivat hintaa. Hintojen sopeutuminen selittää heidän tutkimuksessaan markkinointiaikaa erityisesti kalliimpien asuntojen kohdalla. Myös tämä tukee tappion kaihtamisen ja ankkuroinnin vaikutusta asuntojen markkinointiaikaan.

Voidaankin todeta, että tappion kaihtaminen vaikuttaa hintojen sopeutumiseen ja sitä kautta asuntojen markkinointiaikaan. Kun myyjät eivät ole valmiita joustamaan hinnoittelussa pohjahinnastansa alaspäin, asunto kohtaa pidemmän markkinointiajan, eli myyjän kustannuksena on pidempi aika markkinoilla. Aikaisempaa ostohintaa referenssipisteenä käyttävä myyjä asettaa nousumarkkinassa markkinahintaa alhaisemman myyntihinnan, jolloin asunnolle löytyy halukas ostaja helpommin ja asunnon markkinointiaika jää lyhemmäksi. Olosuhteet on myös otettava huomioon markkinointiaikaa tarkastellessa, sillä olosuhteet vaikuttavat vahvasti myyjien tilanteeseen ja siihen, kuinka todennäköisesti pohjahinta ylitetään.

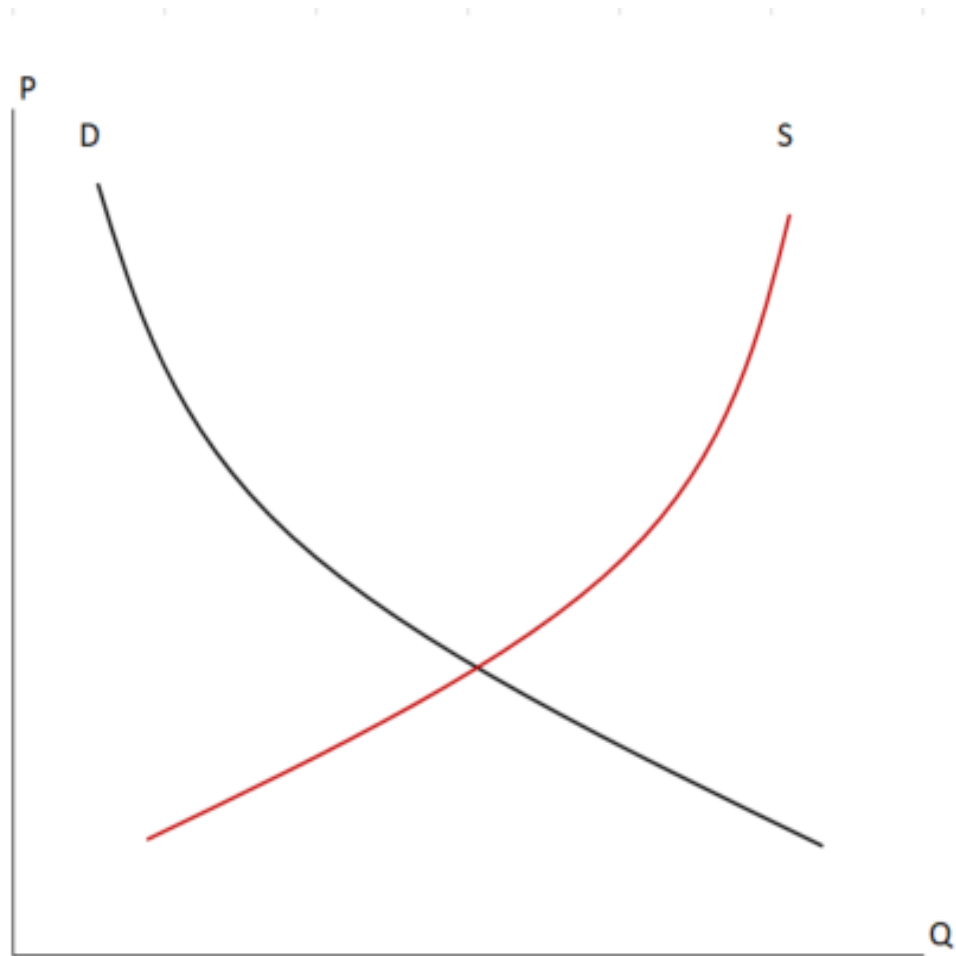
5.3 Asuntojen hintojen ja transaktiovolyymien dynamiikka

Asuntomarkkinoilla vallitsee monia erikoisia ja perinteisestä talusteoriasta poikkeavia ilmiöitä. Yksi näistä ilmiöistä on vahva positiivinen korrelaatio hintojen ja transaktiovolyymien välillä. (Genesove & Mayer 2001, 1234.) Seuraavaksi esitetään, miten hintojen ja transaktiovolyymien on todettu käyttäytyvän asuntomarkkinoilla, ja miten tappion kaihtamisen on todettu vaikuttavan näihin liikkeisiin.

Stein (1995) on tutkinut asuntomarkkinoiden hintojen ja volyymien korrelaatiota rationaalisen käyttäytymisen lähtökohdista ja erityisesti käsirahavaatimusten vaikutuksia transaktiovolyymeihin ja hintoihin. Juuri Steinin (1995, 398) tuloksena oli varsin selvä korrelaatio hintojen ja transaktiovolyymien välillä. Kuva 3 kuvastaa klassisia kysyntä- ja tarjontakäyriä hinta(P)–määrä(Q) koordinaatistossa. Steinin (1995, 398) tulos tarkoittaa, että kysyntä kasvaa hinnan noustessa, eli kuvan 3 kysyntäkäyrä (D) olisi täysin vastakkaisen suuntainen. Yleensä taloustieteessä on oletettu halvemman hinnan lisäävän kysyntää ja näin ollen kauppojen lukumäärää. Korkeampi hinta vastaavasti vähentäisi kysyntää.

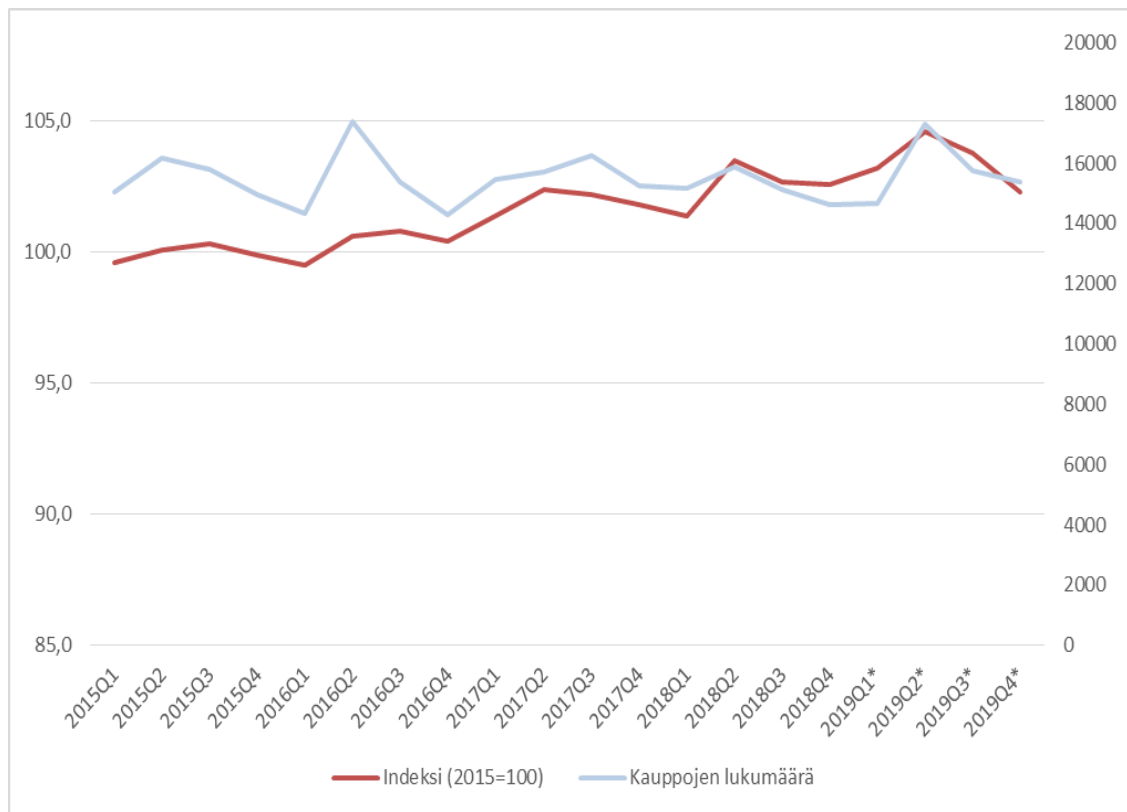
Stein (1995, 398) myöntää, että hänen käyttämänsä regressiomalli ei ole erityisen tarkka, sillä käyttämällä Yhdysvaltain laajuisia keskiarvoja hintojen ja transaktiovolyymien tarkasteluun ei pystytä erottamaan käsirahavaatimusten vaikutuksia muista mahdollisista tekijöistä, kuten tappion kaihtamisesta. Steinin mukaan tarkempi tulos voidaan saada käyttämällä transaktiotason dataa. Hänen tuloksensa ovat kuitenkin yhteneviä

muun tutkimuksen kanssa. Transaktiokohtaista dataa onkin käytetty useassa tutkimuksessa Steinin (1995) tutkimuksen jälkeen. Transaktiokohtaiset tutkimukset, kuten Genesove ja Mayer (2001) sekä Einiö ym. (2008), tukevat Steinin (1995) tuloksia.



Kuva 3 Klassiset kysyntä- ja tarjontakäyrät

Kuvassa 4 on esitetty vanhojen osakeasuntojen hintaindeksi ja kauppojen lukumäärät Suomessa neljännesvuosittain vuosina 2015–2019. Indeksissä vuosi 2015 = 100 ja vuoden 2019 lukemat ovat vielä ennakkotieto, sillä tilasto on haettu vuoden 2020 alkupuolella. Tästä syystä luvut ennen vuotta 2019 eivät ole täysin vertailukelpoisia vuoden 2019 kanssa, mutta kuvan pääasiallisena tehtävänä on auttaa hahmottamaan hintojen ja transaktiovolyymien liikkeitä ja siihen se soveltuu oikein hyvin.



Kuva 4 Vanhojen osakeasuntojen hintaindeksi ja kauppojen lukumäärät (Osakeasuntojen hinnat, Tilastokeskus 2020)

Kuvatulla aikavälillä kauppojen lukumäärän ja osakeasuntojen hintaindeksin korrelaatio oli 0,30 ja kuva osoittaaakin transaktiovolyymien ja asuntojen hintojen samansuuntaiset liikkeet kyseisellä ajanjaksolla. (Osakeasuntojen hinnat, Tilastokeskus 2020.) Kuvaajassa on käytetty nimellistä hintaindeksiä reaalisen hintaindeksin sijaan, sillä kuten aikaisemmin on todettu asuntojen myyjät tekevät päätöksiä juuri nimellisten hintojen perusteella, eivätkä ota huomioon esimerkiksi inflaation vaikutuksia tai transaktiokustannusten vaikutuksia hintoihin.

Dröes & Francke (2018, 619–620) tiivistävät positiivisen korrelaation selitykset neljään yleisimmin esitettyyn syyhyn. Ensimmäiseksi syyksi on ehdotettu momentum-vaikutusta. Tämä tarkoittaisi sitä, että nousevalla markkinalla on taipumus jatkaa nousemista. Tähän vaikuttaa myös erilaiset markkinoilla esiintyvät kitkat. Nämä kitkat voivat johtua esimerkiksi edellä mainituista kiinteistömarkkinoiden erityispiirteistä, eli etsintäympäristöstä ja sen aiheuttamista korkeista transaktiokustannuksista. Tällöin pienet soikit eivät vaikuttaisi niin vahvasti markkinoiden liikkeisiin, sillä kiinteistömarkkinoiden liikkeiden muutoksiin vaadittaisiin suurempia voimia.

Toisena syynä mainitaan viivästynyt palautemekanismi hintojen ja kaupankäyntivolyymien välillä. Esimerkiksi tulojen kasvaminen johtaisi viiveellä hintojen nousuun ja tämän seurauksena olisi transaktiovolyymien kasvu. Näiden mallien positiivinen korrelaation hintojen ja transaktiovolyymien välillä olisi pääasiassa seurausta taloudellisista rajoitteista, kuten asuntojen varsin suuresta velkaosuudesta. Tähän kategoriaan menisivät myös tappion kaihtamista koskevat tutkimukset. (Dröes & Francke 2018, 619.) Osa tappion kaihtamisesta saattaa johtua siitä, että korkealle vivutettua asuntoa myydessä ostohintaa paljon alhaisempi myyntihinta voi aiheuttaa sen, että asunnosta jäljellä olevaa velkaa ei saa kuitattua myyntihinnalla. Genesove ja Mayer (2001, 1256–1257) toteavat, että sekä taloudelliset rajoitteet että tappion kaihtaminen vaikuttavat hintojen ja transaktiovolyymien dynamiikkaan.

Kolmantena syynä esitetään makrotaloudellisia tekijöitä, jotka vaikuttavat sekä hintaan että volyymiin. Näitä tekijöitä voivat olla esimerkiksi lainakorot, työllisyystilanne tai jopa osakemarkkinoiden tapahtumat. (Dröes & Francke 2018, 619.) Viimeisimpänä syynä mainitaan erilaiset institutionaaliset tekijät eri alueiden välillä, jotka saattavat aiheuttaa eroavaisuuksia hintojen ja volyymien korrelaatioiden välillä. Esimerkkinä mainitaan käsirahavaatimukset, jotka varsinkin Yhdysvalloissa vaikuttavat myyjien käyttäytymiseen. Toisaalta monissa Euroopan maissa ei ole samanlaisia käsirahavaatimuksia, mutta esimerkiksi lainasuhde, eli lainan määrä suhteessa asunnon arvoon, saattaa toimia samanlaisena rajoittavana tekijänä kuin käsirahavaatimukset. Tämän lisäksi erilaiset verotuskäytännöt tai lainakorkojen verovähennysoikeudet sekä byrokratia aiheuttavat eroja eri markkinoiden välille. Esimerkkinä institutionaalisesta tekijästä voidaan mainita myös aikaisemmin mainittu Hong Kong, jossa asuntoa ei saa myydä, jos sen lainasuhde on yli 100 %, eli lainaa on enemmän kuin asunnon myyntihinta. (Leung & Tsang 2013, 49–50.)

Erona aikaisempiin tutkimuksiin Dröes ja Francke (2018, 620) pyrkivätkin huomioimaan kaikki edellä mainitut tekijät ja selvittävät niiden avulla, mikä aiheuttaa positiivisen korrelaation hintojen ja transaktiovolyymien välillä. Heidän aineistonsa käsittää dataa 16:sta Euroopan maasta 15 vuoden ajalta ja sisältää hintojen ja transaktiovolyymien lisäksi makrotaloudellisia indikaattoreita sekä asuntomarkkinoihin liittyviä tekijöitä, kuten lainamääriä ja asuntokannan kokoja. Näistä makrotekijöistä esimerkiksi kuluttajahintaindeksin ei todeta vaikuttavan hintoihin tai transaktiovolyymiin, vaikka voisi olettaa, että kun ihmisten ostovoima kasvaa, heillä olisi paremmin varaa ostaa asuntoja tai kalliimpia asuntoja (Dröes & Francke, 2018, 632.)

Toisin kuin esimerkiksi Genesove ja Mayer (2001) tai Einiö ym. (2008) Dröes ja Francke (2017, 622) eivät löydä ainakaan vahvaa näyttöä, että juuri tappion kaihtaminen vaikuttaisi transaktiovolyymiin. Päinvastoin, heidän tutkimuksessaan hintojen laskeminen, muiden olosuhteiden pysyessä samana lisää transaktiovolyymiä. Tämä on linjassa sen kanssa, että asuntojen hintojen laskeessa suuremmalla osalla mahdollisista ostajista on niihin varaa. Heidän mukaansa asuntojen hintadynamiikan selittämiseen tärkeintä on

palautemekanismit hintojen ja transaktiovolyymien välillä. Dröes ja Francke (2017, 636) kuitenkin toteavat, että heidän käyttämänsä yleinen hintojen lasku on parhaimmillaankin epätäydellinen proxy tappion kaihtamiselle ja enemmänkin mittaa yleisiä eroja nousu- ja laskumarkkinoiden hintadynamiikassa.

Sen sijaan, että tappion kaihtaminen vaikuttaisi hintojen ja transaktiovolyymien dynamiikkaan, BKT:n ja lainakorkojen nähdään vaikuttavan transaktiovolyymiin ja sitä kautta hintoihin. Myös BKT:hen suhteutettuna korkean lainamäärän huomataan kasvattavan BKT:n ja lainakorkojen aiheuttamia vaikutuksia transaktiovolyymiin, vaikka ne eivät itsessään vaikuta transaktiovolyymiin tai hintoihin. (Dröes & Francke 2018, 622.) Selcuk (2013, 204) esittää finanssikriisien aikaiselle transaktiovolyymien laskulle syyksi sen, että ostajat tietävät osan myyjistä joutuvan myymään muuttuneen taloustilanteen takia ja tästä syystä ostajat viivästyttävät asunnon ostamista saadakseen paremman hinnan ja paremman neuvotteluaseman. Tässä teoriassa transaktiovolyymien laskeminen ei johtuisi niinkään myyjien psykologisista virhearvioista vaan enemmänkin heidän muuttuneista ominaisuuksista, jotka pakottavat myyntiin, ja ostajien strategisesta odottamisesta, kun he tietävät hintojen laskevan ja taloustilanteen huononevan.

Clayton ym. (2010, 38) toteavat, että hintojen ja transaktiovolyymien riippuvuus vaihtelee eri alueiden välillä huomattavasti. Riippuvuuteen vaikuttavat sokit työmarkkinoilla, lainamarkkinoilla ja osakemarkkinoilla. He huomaavat erityisesti tarjontajoustopuuttavan hintojen ja transaktiovolyymien suhteeseen. Alhaisen tarjontajoustopuuttavan alueet ovat herkempiä työllisyyden kasvulle mutta vähemmän herkkiä asuntolainojen korkomuutoksille tai kotitalouksien keskitulon muutoksille. Myös Dröes ja Francke (2018, 622) korostavat alueiden eroavuuksia asuntojen hintadynamiikkaan. Kuitenkin heidän tutkimuksensa dynamiikan vaihdellessa valtioiden välillä hintadynamiikkaan vaikuttavat komponentit ovat pitkälti samat.

Claytonin ym. (2010, 31) tulos tukee väitettä, että joko likviditeettirajoitteet tai tappion kaihtaminen aiheuttavat hintojen ja transaktiovolyymien positiivisen korrelaation, sillä heidän tutkimuksensa ei löydä tukea hypoteesille, että hinnat aiheuttaisivat transaktiovolyymia tai transaktiovolyymi aiheuttaisi hintojen nousun. Erityisesti he huomaavat epäsymmetrisen vaikutuksen eli, asuntojen hintojen laskun vähentävän transaktiovolyymia, mutta nousu ei välttämättä nosta transaktiovolyymia. Dröes ja Francke (2018, 622) eivät puolestaan löydä näyttöä edellä mainitusta epäsymmetrisestä vaikutuksesta, vaan heidän tutkimuksensa muun pysyessä muuttumattomana, hintojen lasku kasvattaa transaktiovolyymia ja päinvastoin.

Toisaalta Tu ym. (2009, 264) huomaa, että Singaporen asuntomarkkinoilla nousumarkkinassa 1992–1996 asuntonsa ostaneilla oli huomattavasti suurempi transaktiovolyymi kuin muina aikoina asunnon ostaneilla. Kyseisellä ajanjaksolla asuntojen arvot kohosivat erittäin nopeasti ja silloin asuntonsa ostaneista monet kasvattivat asuntovarallisuuttaan erityisen paljon. Tämä on ristiriidassa Claytonin ym. (2010, 31) tuloksen

kanssa, että asuntojen arvonnousu ei vaikuttaisi merkittävästi transaktiovolyymiin. Toisin sanoen näiden nousumarkkinassa asuntonsa ostaneiden asuntojen arvot nousivat nopeasti, joten he saivat todennäköisimmin myytyä asuntonsa voitolla. Benítez-Silva ym (2009, 14) tukevat kantaa, että nousumarkkinassa ostaneet saattavat jopa aliarvioida oman asuntonsa arvon, jos he myyvät vielä suhteessa parempaan aikaan asuntonsa. Tällöin aikaisempi ostohinta referenssipisteenä ankkuroisi pyyntihinnan alemmaksi kuin olisi asunnon todellinen markkina-arvo.

Tu ym. (2009, 265) huomaavat myös, että todennäköisyys asunnon myymiselle pienee tappion kasvaessa ja kasvaa voittojen puolella varsin lineaarisesti, mutta erityisen suurten eli yli 45 % tappioiden kohdalla todennäköisyys kääntyy nousuun. Tälle ilmiölle selitykseksi Tu ym. (2009, 265) esittävät sitä, että myyjät menevät paniikkiin tai menettävät toivonsa markkinakäänteeseen ja yrittävät katkaista tappiot myymällä asunnon. Toisaalta lineaarinen todennäköisyys on ristiriidassa prospektiteoriassa esitetyn laskevan rajahyödyn kanssa, jossa suuremmat tappiot tuntuisivat suhteessa vähemmän huonoilta kuin pienemmät. Pienenevä todennäköisyys asunnon myymiselle tappiolla tukee väitettä, että tappion kaihtaminen vaikuttaa ainakin osittain transaktiovolyymien laskuun.

Tästä vaikutuksesta onkin muita vaikutuksia ristiriitaisempia tuloksia. Hintojen ja transaktiovolyymien positiivinen korrelaatio on esitetty kaikissa tutkimuksissa, mutta sen syyt aiheuttavat eroja tutkimusten välillä. Stein (1995) esitti ilmiön johtuvan käsirahavaatimuksista, mutta totesi, että myöskään tappion kaihtamista ei voitu poissulkea tuloksista. Genesove ja Mayer (2001) löysivät todisteita tappion kaihtamisen vaikutuksista ja myös Tu ym. (2009) oli samoilla linjoilla. Dröes ja Francke (2018) kuitenkin eivät löytäneet tappion kaihtamisen vaikutuksia, vaan heidän mukaansa ilmiö johtuisi BKT:n ja lainakorkojen liikkeistä ja muiden olosuhteiden pysyessä muuttumattomana, hintojen lasku nostaisi transaktiovolyymia. Tämä tulkinta on linjassa klassisemman teorian kanssa, sillä hintojen lasku lisäisi ostovoimaa ja täten useammalla ihmisellä pitäisi olla varaa ostaa asunto laskumarkkinassa.

Genesove ja Mayer (2001) eivät ottaneet makrotekijöitä huomioon omassa tutkimuksessaan, mutta toisaalta kyseinen tutkimus keskittyi yksittäisiin transaktioihin, kun taas Dröes ja Francke (2018) käyttivät indeksidataa, joten heillä myös makrovaikutukset ovat voineet näkyä paremmin kuin yksittäisiin transaktioihin keskittyvissä tutkimuksissa. Toisaalta on mahdollista, että esimerkiksi työttömyys tai BKT:n kasvu vaikuttaisi myös yksittäisiin kotitalouksiin ja näin ollen se vaikuttaisi myös transaktiokohtaiseen dataan. Jatkotutkimuksissa voi olla mielekästä mallintaa samanaikaisesti yksittäisten transaktioiden kanssa makrotekijöitä kuten BKT:n liikkeitä. Toisaalta voidaan argumentoida ainakin joidenkin makrotekijöiden vaikuttavan myös yksittäisiin kauppoihin. Esimerkiksi yllättävät alueelliset sokit, kuten työttömyysasteen nopea kasvu, voivat vaikuttaa merkittävästikin myös yksittäisiin ihmisiin.

Tässä luvussa on käsitelty tappion kaihtamisen ja virheellisten referenssipisteiden vaikutuksia asuntomarkkinoihin. Tappion kaihtaminen aiheuttaa laskumarkkinassa kahdenlaisia ilmiöitä: korkeampia hintoja kuin mitä ilman tappion kaihtamista olisi sekä kaupan käynnin hidastumista markkinointiaikojen pidentyessä. Nousumarkkinassa ankkurointi virheelliseen referenssipisteeseen aiheuttaa sen, että asunnot menevät kaupaksi todellista arvoaan halvemmallalla ja nopeammin. Markkinaolosuhteet vaikuttavat siihen, kuinka nopeasti myyjän pohjahinta ylittyy, mikä taas vaikuttaa myynnin nopeuteen. Seuraavassa luvussa käydään läpi erilaisia tilanteita, joissa näiden ilmiöiden ymmärtämisestä on hyötyä.

6 ANKKUROINNIN JA TAPPION KAIHTAMISEN HYÖDYNTÄMINEN KÄYTÄNNÖSSÄ

6.1 Ankkurointi ja tappion kaihtaminen kaupankäyntitilanteissa

Taloudellista päätöksentekoa tarkastellaan usein rationaalisen kuluttajan näkökulmasta ja olettamalla, että kuluttajat tekevät tulevaisuuden tuloja maksimoivia rationaalisia päätöksiä. Tämä käyttäytymismalli ei ole välttämättä täysin todenmukainen, sillä kuluttajat tekevät välillä epärationaalisia päätöksiä kuten prospektiteoriassa aiemmin todettiin. Seuraavaksi tarkastellaan, miten tappion kaihtamisen ja ankkuroinnin ymmärtäminen auttaa ostajia ja myyjiä kaupankäyntitilanteissa.

Yksinkertaisimmillaan referenssipisteiden ymmärtäminen auttaa yksittäisen asunonkaupan tapauksessa. Jos aikaisempi ostohinta on tiedossa, myyjät ja ostajat ovat taipuvaisia ankkuroimaan listahinnan ja tarjouksen tähän aikaisempaan hintaan. Tällöin myyjät pyrkivät saamaan asunnosta laskumarkkinassa korkeamman hinnan kuin sen todellinen markkina-arvo olisi ja tällöin kohtaavat pidemmän ajan markkinalla. Ostajat taas tarjoavat samaan tapaan laskumarkkinassa korkeampaa hintaa kuin asunnon todellinen arvo. (Leung & Tsang 2013, 42.) Kun tämä käyttäytyminen ymmärretään, ostajat ja myyjät voivat paremmin arvioida omia tarjouksiaan vastaamaan asunnon todellista arvoa.

Toisaalta yksittäisten kauppojen tapauksessa kiinteistövälittäjät ymmärtävät jo tappion kaihtamisen olemassaoloa. Genesoven ja Mayerin (2001, 1238) mukaan Bostonin kiinteistövälittäjiä haastatellessa selvisi, että kiinteistövälittäjät eivät välttämättä halua ottaa vastaan toimeksiantoja, joissa myyjällä on odotettavissa liian suuri tappio. Tämä johtuisi siitä, että tällöin myyjällä on epärealistiset odotukset asunnon arvosta ja tällöin mahdollisesta myyntihinnastaan. Epärealistiset odotukset asunnon arvosta ja myyntihinnasta johtavat pidempään markkinointiaikoihin, mikä on epäoptimaalista kiinteistövälittäjien näkökulmasta.

Pitkä markkinointiaika tuottaa kiinteistövälittäjille kustannuksia ja pahimmassa tapauksessa kiinteistö jää kokonaan myymättä, kun myyjä ei saa siitä haluamaansa hintaa. Vaihtoehtoiskustannuksena kiinteistövälittäjälle on menetetty aika, jonka olisi voinut käyttää muihin, tuottaviin myyntikohteisiin. Kiinteistövälityksessä siis tarvitaan tappion kaihtamisen ymmärrystä, jotta voidaan valita optimaaliset toimeksiannot ja vältetään tappiolliset. Erot keskimääräisessä markkinointiajassa voidaan nähdä myös välittäjän epäonnistumisena. Jos välittäjillä on käytössään keskimääräinen markkinointiaika, he pystyvät muuttamaan omaa suoritustaan ja huomaamaan alisuoriutumiset markkinaan nähden. (Belkin ym. 1976, 74.)

Ankkuroinnin ymmärtäminen auttaa siis ostajaa ja myyjää arvioimaan omaa käyttäytymistään ja näin ollen hinnoittelemaan pyyntinsä ja tarjouksensa lähemmäksi asuntojen

todellista arvoa. Näin ostaja voi välttyä maksamasta asunnosta liikaa laskumarkkinassa ja myyjä taas välttää pitkittyneen myyntiprosessin. Toisaalta nousumarkkinassa myyjä välttää asettamasta liian alhaista listahintaa. Välitysmarkkinassa tappion kaihtamisen ymmärtäminen auttaa optimoimaan valitut toimeksiannot ja näin ollen maksimoimaan mahdolliset resurssit ja tulot. Nämä mikrotason päätökset mahdollistavat markkinoiden paremman toiminnan.

6.2 Asuntomarkkinoiden ennusteiden parantaminen

Erilaisissa kiinteistömarkkinoiden ennustamistilanteissa joudutaan ottamaan huomioon tappion kaihtamisen ja virheellisiin referenssipisteisiin ankkuroimisen vaikutukset ennusteen tarkkuuteen. Nämä ilmiöt kuitenkin saattavat aiheuttaa virheitä hinnoittelussa ja jäykkyyttä markkinassa, jolloin ennusteet, joissa ilmiöitä ei ole otettu huomioon, saattavat olla harhaisia, eivätkä tällöin anna luotettavia tuloksia. Tässä luvussa tarkastellaan, miten tappion kaihtamisen ja virheellisten referenssipisteiden ymmärtäminen parantaa ja helpottaa asuntomarkkinoiden ennustamista.

Aikaisempaan hintaan ankkurointi ja tappion kaihtamisen esiintyminen auttaa tekemään asuntojen hintamuutoksista helpommin ennustettavia. Tällöin asuntojen todellista, toteutuvaa hintaa voidaan ennustaa hintaerojen, eli hedonisen hinnoittelumallin ja aikaisemman ostohinnan keskihajonnan ja transaktiovolyymien avulla. Yhdessä perinteisempien makrotekijöiden kanssa saadaan parannettua asuntomarkkinoiden ennusteita. Yhdistämisessä hyvänä puolenä voidaan nähdä, että aineistovaatimukset ovat minimaaliset. Hedonisen mallin saa estimoitua toteutuneiden kauppojen avulla ja näin laskea hintaero, mikä yhdessä transaktiomäärien kanssa auttaa tarkentamaan asuntohintojen makroennusteita. (Leung & Tsang 2013, 58.)

Erilaiset hintaindeksit lasketaan useimmiten toteutuneiden transaktioiden perusteella. Tämä keino toimii likvideillä markkinoilla, joilla tuotteita vaihdetaan päivittäin ja tuotteille saadaan käypä hinta päivittäisistä toteutuneista transaktioista. Kuitenkin epälikvidimmillä markkinoilla ja myyjien pohjahintojen vaikuttaessa toteutuneet kaupat eivät välttämättä anna tarkkaa kuvaa markkinoiden kysynnästä ja tarjonnasta. Erityisesti tämä pätee silloin, kun kyseessä ovat markkinat, joissa tuotteet ovat heterogeenisiä, eli keskenään erilaisia. Tällainen on esimerkiksi asuntomarkkina. Heterogeenisillä markkinoilla transaktiohinnat eivät anna oikeaa kuvaa myyjien ja ostajien arvonmäärittämisestä. Ostajien ja myyjien arvostukset eroavat transaktiohinnoista ja nämä erot muuttuvat ajassa. Tällöin asunnon arvon voidaan katsoa olevan ostajien arvonmäärittelyjen keskiarvona ja myyntihinnat ovat tällöin markkina-arvolle harhaisia mittareita. Tällöin hintaindeksien ennustaminen on hankalaa ja myös tulokset ovat harhaisia. (Goetzmann & Peng 2006, 100–101.)

Goetzmann ja Peng (2006, 109–110) toteavat, että myyjien pohjahinnat vaikuttavat sekä transaktiovolyymiin että havaittuihin kauppahintoihin. Pohjahintojen vaikutukset puolestaan tekevät sekä hedonisista indekseistä että myynteihin perustuvista indekseistä todellisten markkina-arvojen harhaisia mittareita, mikäli näiden pohjahintojen vaikutuksia ei ole otettu huomioon. Nämä pohjahintojen vaikutukset huomioon ottavilla indekseillä saadaan tarkempia ja harhattomampia ennusteita kuin perinteisellä myynteihin tai hedoniseen arvonnääritykseen perustuvilla indekseillä.

Sekä Leung ja Tsang (2013), että Goetzman ja Peng (2006) toteavat, että ankkurointi ja tappionkaihtaminen tulee ottaa huomioon asuntomarkkinoiden kehitystä ennustaessa. Tappion kaihtaminen aiheuttaa laskumarkkinassa hintojen joustamattomuutta alaspäin ja markkina-arvoja korkeampia pohjahintoja, mikä vaikuttaa myyntihintoihin ja hintaindekseihin. Nämä huomioon ottamalla saadaan tarkempia ja harhattomampia ennusteita, jolloin ennusteiden pohjalta voidaan tehdä parempia päätöksiä.

7 YHTEENVETO

Asuntomarkkinoilla vallitsee monia erilaisia ilmiöitä, jotka erottavat kiinteistömarkkinan muista homogeenisimmista markkinoista. Asunto on monesti kotitalouden suurin varallisuusluokka, joten siihen liittyy erityisiä tunteita. Prospektiteorian mukaan käyttäytyvä kuluttaja vertaa voittoja ja tappioita tiettyyn referenssipisteeseen sen sijaan, että pyrkisi maksimoimaan koko elinkaaren hyötyä. Prospektiteoriaan liittyy myös tappion kaihtaminen, eli tappiot tuntuvat vahvemmin kuin samansuuruiset voitot. Tässä tutkielmassa on esitelty, miten nämä ilmiöt ovat havaittavissa asuntomarkkinoilla ja erityisesti, miten nämä vaikuttavat asuntojen myyntihintoihin, markkinointiaikaan ja asuntomarkkinoiden transaktiovolyymiin.

Asunnon kohdalla nykyinen arvo on kuitenkin hankalaa määrittää erityisesti tilanteissa, joissa myyjä ei ole kiinteistöalan ammattilainen. Ensimmäisen tutkimuskysymyksen osalta voidaankin todeta, että asuntomarkkinoilla tästä syystä ankkurointitaipumusta ja hinta-arviot usein ankkuroidaan johonkin tunnettuun arvoon. Yleinen tällainen arvo on esimerkiksi asunnon aikaisempi ostohinta, jonka asunnon omistaja tietää todennäköisesti varsin hyvin. Toinen mahdollinen referenssipiste voi olla asunnosta jäljellä oleva lainan määrä, etenkin silloin kun lainaa ei ole vielä lyhennetty kovin paljoa. Näihin referenssipisteisiin ankkuroituminen saattaa aiheuttaa virheellisiä arvioita asunnon todellisesta arvosta, jos markkina on liikkunut ostohetkestä. Laskumarkkinassa edelliseen ostohintaan ankkuroituminen aiheuttaa sen, että hinta on korkeampi kuin asunnon todellinen arvo. Nousumarkkinassa ankkurointi toimii puolestaan päinvastoin ja hinta jää alle sen, mitä asunnosta voisi todellisuudessa saada.

Toisen tutkimuskysymyksen osalta tappion kaihtamisen on todettu vaikuttavan myyntihintoihin ja markkinointiaikaan, mutta sen vaikutuksista transaktiovolyymeihin ei olla yhtä yksimielisiä. Tappion kaihtaminen nostaa laskumarkkinassa asuntojen myyntihintoja asuntojen markkina-arvoa korkeammiksi. Tappion kaihtaminen osaltaan aiheuttaa sen, että myyjät ovat haluttomampia laskemaan edellä mainittuihin referenssipisteisiinsä ankkuroituja pohjahintojaan, eli alimpia hintojaan, joilla he suostuvat asunnon myymään. Nämä pohjahinnat ovat varsin joustamattomia alaspäin ja varsinkin laskumarkkinassa myyjät eivät ole halukkaita laskemaan hintojaan, vaan pyrkivät saamaan asunnosta sen hinnan, mitä he ovat siitä maksaneetkin. Ostohinnasta alaspäin poikkeaminen katsottaisiin tappioksi, ja tappion kaihtaminen aiheuttaa sen, että hinnasta ei jousteta alaspäin, vaikka se vastaisikin tällöin paremmin asunnon todellista arvoa.

Referenssipisteet näkyvät myyntihinnoissa muun muassa siten, että suuri osa esimerkiksi Helsingin asuntokaupoista toteutuvat täsmälleen edellisellä ostohinnalla. Tämä viittaa siihen, että edellistä myyntihintaa käytetään referenssipisteenä, johon myyjän pohja-

hinta ankkuroidaan. Myyntihinnat ovat tappion kaihtamisen takia laskumarkkinassa korkeammalla kuin asuntojen markkina-arvo, ja vastaavasti nousumarkkinassa myyntihinnat jäävät markkina-arvosta.

Markkinointiajassa tappion kaihtaminen ja virheelliset referenssipisteet aiheuttavat sen, että asuntojen markkinointiajat pitenevät, sillä asunnoille on vaikeampaa löytää ostajaa. Tappion kaihtaminen pidentää näin ollen asuntojen markkinointiaikaa, eli sitä kuinka kauan asuntoa joudutaan myymään ennen kuin sille löytyy ostaja.

Markkinointiaikojen piteneminen voi olla syynä siihen, että asuntokauppa hidastuu ja transaktiovolyymit laskevat. Toisaalta juuri transaktiovolyymien suhteen tappion kaihtamisen vaikutuksista on esitetty eriäviä mielipiteitä ja on mahdollista, että transaktiovolyymien ja hintojen samansuuntaisia liikkeitä selittävät muut tekijät kuin tappion kaihtaminen.

Kolmannen tutkimuskysymyksen osalta voidaan todeta, että tappion kaihtamisen ja virheellisiin referenssipisteisiin ankkuroimisen ymmärtäminen auttaa myyjiä ja ostajia ymmärtämään asuntojen hintadynamiikkaa, auttaa kiinteistövälittäjiä valitsemaan optimaalisia välityskohteita ja parantaa asuntomarkkinoiden ennusteiden tarkkuutta. Rationaaliseksi odotetut kuluttajat aiheuttavat myös harhaa ennusteisiin ja siksi onkin tärkeää ottaa huomioon myyjien ja ostajien taipumus ankkuroitua referenssipisteisiin ja myyjien tappion kaihtaminen.

LÄHTEET

- Anenberg, Elliot (2011) Loss aversion, equity constraints and seller behavior in the real estate market, *Regional Science and Urban Economics*, Vol. 41(1), 67–76.
- Bao, Helen X.H. – Meng, Charlotte Chunming (2017) Loss Aversion and Housing Studies, *Journal of Real Estate Literature*, Vol. 25(1), 50–75.
- Belkin, Jacob – Hempel, Donald J. – McLeavey, Dennis W. (1976) An Empirical Study of Time on Market Using Multidimensional Segmentation of Housing Markets, *American Real Estate & Urban Economics Journal*, Vol. 4(2), 57–75.
- Benítez-Silva, Hugo – Eren, Selcuk – Heiland, Frank – Jiménez-martin, Sergi (2009) *How well do individuals predict the selling prices of their homes?*, Working Paper No. 571, The Levy Economics Institute of Bard College.
- Bokhari, Sheharyar – Geltner, David (2011) Loss Aversion and Anchoring in Commercial Real Estate Pricing: Empirical Evidence and Price Index Implications, *Real Estate Economics*, Vol. 39(4), 635–670.
- Buisson, Florent (2016) Prospect Theory and Loss Aversion in the Housing Market, *Journal of Real Estate Research*, Vol. 38(2), 229–249.
- Clauretje, Terrence M. – Thistle, Paul D. (2007) The Effect of Time-on-Market and Location on Search Costs and Anchoring: The Case of Single-Family Properties, *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 35(2), 181–196.
- Clayton, Jim – Miller, Norman – Peng, Liang (2010) Price-volume Correlation in the Housing Market: Causality and Co-movements, *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 40(1), 14–40.
- van der Crujisen, Carin – Janse, David-Jan – van Rooij, Marten (2018) The Rose-Tinted Spectacles of Homeowners, *The Journal of Consumer Affairs*, Vol. 52(1), 61–87.
- Dröes, Martijn I. – Francke, Marc K. (2018) What Causes the Positive Price-Turnover Correlation in European Housing Markets?, *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 57(7), 618–646.
- Díaz. Antonia – Jerez, Belén (2009) *House Prices, Sales and Time on the Market: A Search-Theoretic Framework (Supplementary material)*, Documentos de trabajo, Economic series (Universidad Carlos III. Departamento de Economía), N^o. 25.
- Einiö, Mikko – Kaustia, Markku – Puttonen, Vesa (2008) Price setting and the reluctance to realize losses in apartment markets, *Journal of Economic Psychology*, Vol. 29(1) 19–34.

- Engelhardt, G. V. (2003). Nominal loss aversion, housing equity constraints, and household mobility: evidence from the United States. *Journal of Urban Economics*, Vol. 53(1), 171–195.
- Filippova, Olga – Rehm, Michael (2014) Market Conditions, Marketing Time, and House Prices, *Journal of Housing Research*, Vol. 23(1), 45–55.
- Gazioğlu, Şaziye – Çalışkan, Nilifer (2011) Cumulative prospect theory challenges traditional expected utility theory, *Applied Financial Economics*, Vol. 21(21), 1581–1586.
- Genesove, David – Mayer, Christopher (2001) Loss Aversion and Seller Behaviour: Evidence from the Housing Market, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 116(4), 1233–1260.
- Goetzmann, William – Peng, Liang (2006) Estimating House Price Indexes in the Presence of Seller Reservation Prices, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 88(1), 100–112.
- HS.fi 6.9.2017, Suomi on enimmäkseen asumaton – kartta näyttää, kuinka vuosikymmenessä seutuja autioitui yli kymmenen Helsingin verran, <<https://www.hs.fi/kotimaa/art-2000005355601.html>>, haettu 8.5.2020.
- Hui, Eddie C. M. – Wong, Joe T. Y. – Wong, K. T. Marketing Time and Pricing Strategies, *The Journal of Real Estate Research*, Vol. 34(3), 375–398.
- Hyun, Dongwoo – Milcheva, Stanimira (2017) Spatial dependence in apartment transaction prices during boom and bust, *Regional Science and Urban Economics* Vol. 68(C), 36–45.
- Ibbotson – Siegel, (1984), Real Estate Returns: A Comparison With Other Investments, *Real Estate Economics*, Vol. 12(3), 219–242.
- Iltalehti.fi 27.9.2019 Mörösen perheen uudehkon talon hintaa pudotettu jo 100 000 euroa, mutta ostajaa ei löydy – ”En olisi ikinä uskonut, että talomme on myynnissä vielä viiden vuoden päästä”, <<https://www.iltalehti.fi/kotimaa/a/2d6006e6-f44b-4c45-ab04-71f103813380>>, haettu 8.5.2020.
- Kahneman, Daniel –Tversky, Amos, (1979) Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, *Econometrica*, Vol. 47(2). 263–292.
- Kalra, Rajiv – Chan Kam C. (1993) Censored Sample Bias, Macroeconomic Factors, and Time on Market of Residential Housing, *The Journal of Real Estate Research*, Vol. 9(2), 253–262.
- Krainer, John (1999) *Real Estate Liquidity*, Economic Review, Federal Reserve Bank of San Francisco, Vol. 3, 14–26.
- Leung, Tin Cheuk – Tsang, Kwok Ping (2012) Anchoring and loss aversion in the housing market: Implications on price dynamics, *China Economic Review*, Vol. 24(C), 42–54.

- Leung, Tin Cheuk – Tsang, Kwok Ping (2013) Can Anchoring and Loss Aversion Explain the Predictability of Housing Prices, *Pacific Economic Review*, Vol. 18(1), 41–59.
- Levy, Haima – De Giorgi, Enrico – Hens, Thorsten, (2003) Prospect Theory and the CAPM: A contradiction or coexistence?, 1–29
- Lizieri, Colin – Finlay, Louise, (1995) International property portfolio strategies: Problems and opportunities, *Journal of Property Valuation and Investment*, Vol. 13(1), 6–21.
- Osakeasuntojen hinnat, Tilastokeskus (2020), http://pxnet2.stat.fi/PXWeb/pxweb/fi/StatFin/StatFin__asu__kihi__nj/statfin_kihi_pxt_11j9.px/table/tableViewLayout2/, haettu 20.4.2020.
- Pandey, Richa – Jessica, V. Mary (2018), Measuring behavioural biases affecting real estate investment decisions in India: using IRT, *International Journal of Housing Markets and Analysis*, Vol. 11(4), 648–668.
- Paraschiv, Corina – Chenavaz, Regis (2011) Sellers’ and Buyers’ Reference Point Dynamics in the Housing Market, *Housing Studies*, Vol. 26(3), 329–352.
- Seiler, Michael J., – Seiler, Vicky L., – Traub, Stefan – Harrison, David M., (2008) Regret Aversion and False Reference Points in Residential Real Estate, *Journal of Real Estate Research*, Vol. 30(4), 461–474.
- Seiler, Michael J., – Seiler, Vicky L., – Lane, Mark A. (2012) Mental Accounting and False Reference Points in Real Estate Investment Decision Making, *The Journal of Behavioral Finance*, Vol. 13(1), 17–26.
- Selcuk, Cemil (2013) Motivated sellers and predation in the housing market. *Economic Modelling*, Vol. 32(C), 203–214.
- Stein, Jeremy C. (1995) Prices and Trading Volume in the Housing Market: A Model with Down-Payment Effects, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 110(2), 379–406.
- Stephens, Thomas A. – Tyran, Jean-Robert (2012) “At least I didn’t lose money” – Nominal Loss Aversion Shapes Evaluations of Housing Transactions, *Discussion Papers 12–14, Department of Economics, University of Copenhagen*.
- Thaler, Richard H., (1999) Mental Accounting Matters, *Journal of Behavioral Decision Making*, Vol. 12(3), 183–206.
- Thaler, Richard H., (2016) Behavioral Economics: Past, Present, and Future, *American Economic Review*, Vol. 106(7), 1577–1600.
- Thaler, Richard H., (1980) Toward a positive theory of consumer choice, *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol. 1(1), 39–60.
- Thaler, Richard H. – Sunstein, Cass R., (2008) Nudge: improving decisions about health, wealth, and happiness, *Caravan books*, Michigan.

- Tu, Yong – Ong, Seow Eng – Han, Ying Hua (2009) Turnovers and Housing Price Dynamics: Evidence from Singapore Condominium Market, *Journal of Real Estate Finance*, Vol. 38(3), 254–274.
- Tversky, Amos – Kahneman, Daniel, (1992) Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty, *Journal of Risk and Uncertainty*, Vol. 5(4) 297–323.

LIITTEET

Liite 1. Osakeasuntojen hinnat, Tilastokeskus

	Indeksi (2015=100) [▼]	Kauppojen lukumäärä [▼]
2015Q1	99,6	15054
2015Q2	100,1	16173
2015Q3	100,3	15772
2015Q4	99,9	14955
2016Q1	99,5	14336
2016Q2	100,6	17381
2016Q3	100,8	15356
2016Q4	100,4	14271
2017Q1	101,4	15449
2017Q2	102,4	15709
2017Q3	102,2	16265
2017Q4	101,8	15231
2018Q1	101,4	15176
2018Q2	103,5	15878
2018Q3	102,7	15113
2018Q4	102,6	14633
2019Q1* [▼]	103,2	14678
2019Q2* [▼]	104,6	17286
2019Q3* [▼]	103,8	15752
2019Q4* [▼]	102,3	15357
Korrelaatio [▼]	0,304416944 [▼]	1