



Magisteruppsats i
Företagsekonomi
Finansiering
Maj 2001

Rationalitet i beslutsfattande

En empirisk studie i rationalitet hos aktieinvestorerare

Handledare
Niclas Andrén

Författare
Thomas Björklund
Jörgen Erlingsson

Sammanfattning

Syftet var att undersöka de interna och externa krafter som påverkar privata investerares förmåga att agera rationellt på aktiemarknaden.

Uppsatsens empiri är huvudsakligen baserad på en enkätundersökning, vilken syftar till att ge en bild av vilka prioriteringar och preferenser privata investerare har när de agerar på aktiemarknaden. Ett viktigt mål med analysen av enkätsvaren var att undersöka i vilken utsträckning det går att finna irrationella beteenden hos den undersökta gruppen av investerare. Det framkom att en stor del av enkätundersökningens respondenter förlitar sig på tumregler när de träder in i sina positioner. De har alltså redan när de tar en position på aktiemarknaden bestämt sig för efter hur stor uppgång respektive nedgång de ska gå ur positionen. Enkätundersökningen visade även att det finns starka tendenser till flockbeteende. Det verkar som att benägenheten att köpa en aktie ökar ju längre tid aktien gått upp. Detta kan förklara varför nya aktörer såsom småsparare kommer in på marknaden sent i långa uppgångar.

Dessutom genomfördes intervjuer med ett antal olika intressenter som har ett intresse i och inverkan på investerarens beslut. De undersökta intressenterna är mäklarhus, massmedia och Sveriges stat. Intressenterna kan påverka inramningen på investerarnas beslutssituation, deras förmåga att göra korrekta bedömningar av risk i förhållande till avkastningspotential. Det största målet med intervjuerna med intressenterna var att skaffa så stor kunskap som möjligt om vilka motiv som ligger bakom deras agerande gentemot investerarna samt i vilka riktningar de tror sig påverka investerarnas riskuppfattning.

De före detta aktiemäklare som intervjuats har förklarat att mäklare och analytiker är rena säljare, vilkas intressen ofta inte alls är i linje med kundens. Det finns syften bakom de flesta analyser som distribueras till privata investerare, som gör att analyserna kan vara vinklade. Mäklarnas råd till kunderna syftar oftast till att berika mäklarhuset så mycket som möjligt, inte till kundens bästa.

När investeringsbeslut fattas har massmedia ett mycket stort inflytande som informationskälla. Massmedia, i första hand kvällstidningar, tillhandahåller ofta analyser utförda av analytiker från mäklarhus men som kan framstå som att de är utförda av tidningen själv. Den som på tidningen kallas borsexpert är ofta en vanlig journalist. Massmedia fokuserar dessutom läsarnas intresse mot de stora bolagen och vill i första hand hitta olika former av sensationella nyheter om dessa.

Staten ger investerarna ett dåligt skydd då de övervakande organens verksamhet fungerar otillfredsställande och reaktivt. Sammantaget kan fastslås att det finns ett antal både interna och externa element som påverkar investerares förmåga att vara rationella. Tumregler, flockbeteende och externa intressenter som påverkar inramningen på beslutssituationen är viktiga påverkande krafter.

FÖRORD

Vi skulle vilja rikta ett tack till alla personer som hjälpt oss att färdigställa denna uppsats som skrevs under vårterminen 2001, såväl anonyma som publicerade källor.

Ett särskilt tack riktar vi dessutom till Stefan Björklund för idériakedom och kritisk granskning av uppsatsen, samt till vår handledare Niclas Andréén.

Lund 29 Maj 2001

Thomas Björklund

Jörgen Erlingsson

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

DEL I

1. Inledning	7
1.1 Bakgrund.....	7
1.2 Problemformulering.....	8
1.3 Syfte.....	9
1.4 Avgränsningar.....	9
1.5 Målgrupp.....	10
1.6 Definitioner.....	10
2. Metod	11
2.1 Generell metod.....	11
2.1.1 Kvantitativ metod - enkätundersökning.....	12
2.1.2 Kvalitativ metod	12
2.2 Praktisk metod.....	13
2.2.1 Insamling av data - Primärdata.....	13
2.2.2 Insamling av data - Sekundärdata.....	13
2.3 Källkritik.....	15
2.3.1 Kritik av empirisk metodik.....	15
2.3.2 Kritik av primärdata.....	15
2.3.3 Kritik av sekundärdata.....	16
2.4 Validitet.....	16
2.5 Reliabilitet.....	16

DEL II

3. Teori	19
3.1 Shefrins tre teman.....	19
3.1.1 Heuristic-driven bias.....	19
3.1.2 Frame dependence.....	21
3.1.3 Ineffektiva marknader.....	22
3.2 Flockbeteende.....	25
3.3 Investerares inställningar till risk.....	29
3.3.1 Riskaversion.....	29
3.3.2 Riskneutralitet.....	29
3.3.3 Riskpreferens.....	30
3.4 Prospektteorin.....	31
3.5 Intressentmodell.....	34
4. Empiri	36
4.1 Enkätundersökning.....	36
4.2 Intressentmodell.....	41
4.2.1 Mäklarhus.....	41
4.2.2 Media.....	45
4.2.3 Stat och övervakande organs intressen.....	46

DEL III

5. Analys	50
5.1 Enkätundersökning.....	50
5.1.1 Heuristic-driven bias.....	50
5.1.2 Frame dependence.....	50
5.1.3 Flockbeteende.....	51
5.1.4 Riskinställning.....	52
5.1.5 Prospektteorin.....	52
5.2 Intressentmodell.....	54
5.2.1 Mäklarhus.....	54
5.2.2 Media.....	55
5.2.3 Stat och övervakande organs intressen.....	56
6. Slutsatser	57
6.1 Konklusioner.....	57

DEL I

KAPITEL 1: INLEDNING

KAPITEL 2: METOD

1 INLEDNING

I detta kapitel kommer läsaren att hitta information om bakgrunden, problemformuleringen, syftet, avgränsningarna, målgruppen och definitioner. Inledningen är till för att läsaren lättare skall kunna följa uppsatsens upplägg.

1.1 Bakgrund

Under de senaste 80 åren har aktier i genomsnitt ökat med tolv procent per år i värde. Aktiemarknaderna har dock fluktuerat kraftigt genom åren och enorma både upp- och nedgångar har kunnat urskiljas vid olika tidpunkter i historien. Exempelvis var det 1929 till 1931 en så kraftig nedgång på USA-börsen att denna sedan inte nådde samma nivåer igen förrän i slutet på 1950-talet (Shefrin, 2000, s. 39). Dessa fluktuationer till trots är ett grundläggande antagande många riktningar inom den finansiella teorin utgår ifrån att marknaderna är effektiva. Med detta menas att en likvid marknads aktiers prissättning vid varje tidpunkt är korrekt och att deras verkliga värde kan beskrivas med olika värderingsmodeller.

Något som mer och mer dyker upp är frågan om dessa effektiva marknader verkligen existerar. Det har framför allt i USA, men nu även i Sverige vuxit fram en lära som utgår ifrån att de individer som agerar på och därmed utgör aktiemarknaden inte alltid agerar rationellt.

Att marknader inte alltid historiskt varit rationella finns det goda exempel på. Ett klassiskt sådant är tulpanhysterin som ägde rum i Holland på 1500 och 1600 talen. Under 1634 blev passionen bland holländarna att äga tulpaner så intensiv att den traditionella industrin åsidosattes och alla samhällsgrupper kastade sig in i handeln med tulpaner (Gyllenram, 1998, s.5ff). Priserna steg i takt med att hysterin kring att äga tulpaner växte. En enda tulpanlök kunde utgöra ett värde lika stort som nio tunnland tomtmark med full besittningsrätt. Efter några år började så vissa personer att tvivla på att hysterin kunde vara för evigt. Rika människor köpte inte tulpaner för att ha dem i trädgården utan för att sälja dem vidare med förtjänst. Det var uppenbart att någon skulle förlora i slutändan. Efterhand spred sig denna insikt och priserna föll för att aldrig återgå igen. Förtroendet var borta och allmän panik bröt ut.

Läran angående irrationella marknader heter Behavioral Finance och den hävdar att ett antal psykologiska fenomen utgör hela det finansiella landskapet (Shefrin, 2000, s.4). Behavioral Finance är ett relativt nytt begrepp som inte har någon enhetlig beskrivning av exakt vilka psykologiska fenomen som åsyftas. I stället lägger olika forskare inom inriktningen olika kraft och tyngdpunkt på just de fenomen som de själva finner mest relevanta och intressanta att undersöka. Shefrin, som är en av de mest erkända forskarna inom Behavioral Finance har gett ut ett standardverk i ämnet som heter "Beyond Greed and Fear". I detta verk nämner han tre grundläggande

antaganden som mycket kretsar kring och som skiljer sig från de traditionella finansiella teoretiska ramverken (ibid, 2000, s. 4f).

Shefrin anser att aktörer förlitar sig på heuristics, vilket innebär att de använder sig av tumregler för att fatta beslut. En tumregel kan vara att de låter tidigare kursförändringar vara en indikator på en akties framtida utfall. Traditionell finansiering anser att människor baserar sina beslut utifrån noggrant utförda statistiska överväganden och uträkningar.

Nästa behavioristiska tema Shefrin tar upp är frame dependence. Detta innebär att risk och avkastningsuppfattningar hos en investerare beror på hur beslutsproblemen är inramade. Traditionell finansiering utgår från att människor alltid är objektiva och kan se beslutsproblem genom en objektiv lins.

Behavioral Finance utgår ifrån att tumregler och frame dependence tillsammans gör att marknaderna blir ineffektiva. Traditionell finansiering utgår från att marknaderna är effektiva.

Aktiemarknaderna har vid många tillfällen i historien och inte minst under de senaste åren kännetecknats av enorma fluktuationer. Långvariga och stora uppgångar i vissa branscher följs ofta av snabba nedgångar. Det ligger nära till hands att tro att aktiemarknaden ofta styrs mera av förhoppningar och psykologi än av enbart rationellt kalkylerade avvägningar mellan risk och avkastning.

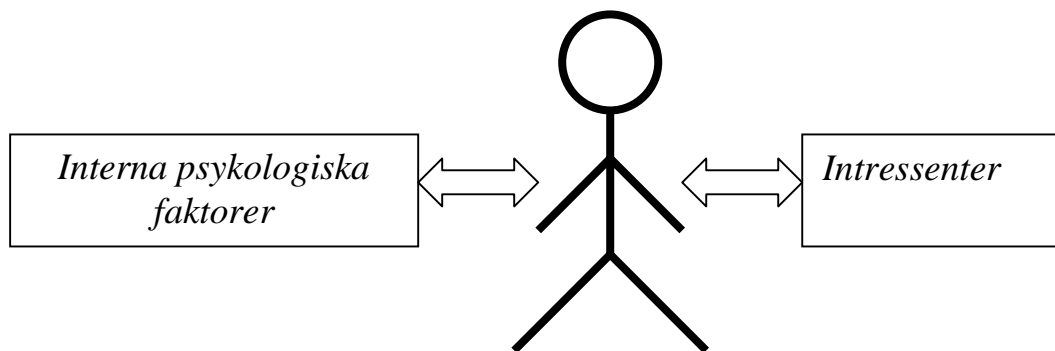
1.2 Problemformulering

Det finns alltså mycket som talar för att aktiemarknaden inte vid varje tidpunkt är rationell. Det känns angeläget att undersöka vilka krafter som påverkar en investerares förmåga att agera rationellt. Dessa faktorer kan vara att investeraren anammar ett flockbeteende och utvecklar tumregler för sina investeringsbeslut. Andra faktorer som kan påverka investerarens beslut är inflytelserika externa intressenters agerande. Intressenter som påverkar individens investeringsbeslut kan vara mäklarhus, media och staten. Dessa intressenters underliggande motiv och agerande gentemot investeraren kan ha en mycket stor inverkan på investeringsbesluten och investerarens uppfattning av situationen och måste därför noggrant undersökas.

Vilka psykologiska fenomen kan i så fall tänkas ligga bakom att en investerare inte alltid är rationell? Vilka faktorer kan tänkas ha störst betydelse och inverkan? Eller är investerarna vid varje beslutstillfälle fullständigt rationellt tänkande nyttomaximerande individer som klarar av att utföra (statistiska) avväganden mellan risk och avkastning? Klarar de av att låta bli att använda sig av olika tumregler när de fattar sina beslut? Ändras dessa tumregler då en vinst jämförs med en förlust? Kan de bli påverkade av olika intressegrupper i sin omgivning som vill att de ska agera i en eller annan riktning?

Genom att privatpersoner allt mer intresserar sig för och handlar med aktier gagnas vissa andra intressegrupper. Ett stort aktieintresse kan betinga stora intäkter för mäklarhus och olika medier som tar upp aktietips. En volatil börs ger stora intäkter till den investerare som ligger rätt placerad och ger omvänt mycket stora förluster till den som går in i marknaden vid fel tidpunkt eller i fel bolag. Framför allt är det mäklarhusen som tjänar på en volatil marknad med stor handel då många transaktioner resulterar i högre intäkter. Påverkar intressenternas inflytande investerarnas beteende och på vilket vis?

Ämnet Behavioral Finance känns extra intressant att avhandla då de senaste åren karakteriserats av en mycket stor uppgång i IT-aktier följt av en extrem nedgång i dessa aktier. Många hävdar att uppgången främst berodde på psykologi, ord som masspsykos nämns. Den akademiska världen har dock relativt nyligen, speciellt i Sverige, börjat intressera sig för ämnet. Därför är ambitionen att denna uppsats ska kunna utforska relativt obruten mark.



1.3 Syfte

Att undersöka de interna och externa krafter som påverkar privata aktieinvesterares förmåga att agera rationellt på aktiemarknaden.

1.4 Avgränsningar

Uppsatsen är avgränsad till att enbart behandla privata investerarens påverkansfaktorer och beslutskriterier. Med privat investerare avses i denna uppsats en investerare som inte är en organisation eller ett företag.

Vidare ligger uppsatsens fokus på de faktorer som påverkar småsparare och därför kommer inga resultat att kunna generaliseras till hela aktiemarknaden. Ambitionen är i stället att undersöka i vilken utsträckning just småsparare kan anses agera irrationellt på marknaden och vilka krafter som kan inverka på deras förmåga att göra objektiva avvägningar mellan risk och avkastning.

1.5 Målgrupp

Uppsatsen är primärt skriven för personer som har företagsekonomiska kunskaper motsvarande magisternivå. Därför förekommer i viss utsträckning vissa teorier och termer som inte förklaras in i minsta detalj, utan där läsaren förutsätts redan ha kunskaper tillräckligt för att förstå dess innebörd. En genomgående målsättning är dock att sträva efter att hålla uppsatsen på en nivå som gör att även andra personer som har ett intresse i och grundläggande kunskaper om aktiemarknaderna ska kunna tillgodogöra sig uppsatsen.

1.6 Definitioner

Certainty effect	Det som prospektteorin benämner en preferens för en säker utgång.
Expected utility theory	Teori som utgår från att individer agerar rationellt, både under säkerhet och osäkerhet.
Herdning	Den engelska översättningen av flockbeteende.
Irrationellt beteende	Psykologiska fenomen hos individen gör att en inte alltid agerar utifrån de grundprinciper den försöker följa.
Mäklarhus	I denna uppsats definieras både banker och fondkommissionärer under samlingsnamnet mäklarhus.
Trial and error	Metod där individen successivt testar vad som fungerar och inte fungerar. Lär sig alltså av misstagen.

2 METOD

Metodavsnittet redogör för vilka undersökningsmetoder som använts för uppsatsen samt de typer av primär- och sekundärdata som utnyttjats.

2.1 Generell metod

Vid utarbetandet av en uppsats finns två sätt mellan vilka man kan välja att se på verkligheten.

Det ena sättet kallas *induktion* och innebär att forskaren först betraktar verkligheten och därefter försöker bilda sig en uppfattning om denna (Arbnor & Bjerke, 1994). Utifrån den bildade uppfattningen om hur världen ser ut och fungerar, initierar forskaren sina studier i syfte att få vetenskapliga belägg för sina teorier.

Den andra, *deduktiva* metoden innebär att forskaren initialt utgår ifrån redan utarbetade teorier om hur verkligheten fungerar och utifrån dessa bedriver vidare studier. De färdiga teorierna testas eller tas ett steg vidare.

Det som ämnas i denna uppsats utgås ifrån redan utarbetade teorier om hur människor agerar och därefter testa teorierna. Därmed är angreppssättet deduktivt.

Uppsatsen består av två delar, varav den ena behandlar de interna psykologiska faktorer som påverkar investerarens beslutsprocess och den andra genom en intressentmodell beskriver yttre faktorer i investerarens externa omvärld som kan påverka inramningen på investeringsbeslutet och därigenom riskuppfattningen och agerandet. Den interna delen kommer att undersökas med kvantitativ metod i form av en enkätundersökning medan den externa delen kommer att undersökas genom kvalitativ metod.

Vidare är denna uppsats till största delen kvantitativ, men den har även stora kvalitativa inslag. I den kvalitativa delen, som utgörs av intressentmodellen och intervjuer med de olika intressenterna utgås från hur forskningssubjekten ser på verkligheten i stället för att det i för stor utsträckning styrs exakt vilka frågor som tas upp och är relevanta för resultatet. Dessutom spelar inom den kvalitativa delen tolkningen av intervjupersonerna en stor roll för hur resultatet kommer att se ut. Med tolkning avses "*att det inte finns några självklara, enkla eller odiskutabla regler eller procedurer och att centrala inslag blir forskarens omdöme, intuition, förmåga att se och peka på något samt beaktande av en mer eller mindre uttalad dialog – med undersökningssubjekt, med aspekter av sig själv, vilka ej är förskansade bakom en forskarposition, och med läsaren*" (Alvesson & Sköldberg, 1994, s. 324f.). De kvalitativa resultaten är inte heller lika generaliserbara som de kvantitativa resultaten, vilket hela tiden måste ligga i bakvudet.

2.1.1 Kvantitativ metod - enkätundersökning

En kvantitativ forskningsmetod i formen av en enkätundersökning ställer stora krav på forskaren, eftersom ett övergripande mål är att resultaten ska bli generaliserbara för hela den utforskade populationen. Dessutom utgår kvantitativa metoder från forskarens idéer om vilka dimensioner och frågor som ska vara de centrala (ibid, 1996, s. 10), därmed måste varje enkätfrågas relevans och innebörd mycket noggrant tänkas igenom av forskaren.

Eftersom det i regel inte går att utforska hela den population man vill dra slutsatser om, måste i stället ett urval väljas. Urvalet måste för att resultatet ska kunna ses som tillförlitligt vara *representativt* för populationen (Bryman, 1989, s. 107). Utan ett representativt urval blir graden av generaliserbarhet låg.

Det som enligt Bryman ger störst möjlighet till att få ett representativt urval är om ett slumpmässigt urval görs, där varje enhet i populationen har en lika stor sannolikhet att få ingå i urvalet.

Det har strävats efter att inte medvetet välja bort några undergrupper av privata investerare, utan att i enlighet med Bryman göra urvalet på ett så objektiva sätt som möjligt där olika skikt av privata investerare ingår.

2.1.2 Kvalitativ metod

Den viktigaste skillnaden mellan kvalitativ och kvantitativ metod är att den kvalitativa metoden fokuserar på den utforskades perspektiv, i stället för på sina egna (ibid, 1989, s.135). Dessutom ligger fokus på att tolka verkligheten i enlighet och harmoni med den utforskades perspektiv. Detta innebär att den kvalitativa forskningsdelen endast kommer att fokusera sig kring vissa grundläggande ämnen och frågor som inför intervjuerna bedömts vara intressanta att ta upp och att en stor lyhördhet för intervjupersonernas egna åsikter och idéer finns.

I denna uppsats används kvalitativ metod när krafter i investerarens omvärld, vilka påverkar inramningen på investeringsbesluten, undersöks. Denna externa del, där kvalitativ metod används bör främst ses som ett komplement till den betydligt större delen av uppsatsen som kretsar kring investerarens interna psykologiska faktorer och där kvantitativ metod i form av en enkätundersökning används. Enligt Alvesson & Sköldberg kan det ibland vara lämpligt med en rent kvalitativ metod, ibland med en rent kvantitativ metod och ibland med en kombination av dessa (Alvesson & Sköldberg, 1996, s.11). Det finns därmed enligt dessa erkända forskningsmetodikförfattare inget som säger att dessa metoder inte kan användas som komplement till varandra.

2.2 Praktisk metod

2.2.1 Insamling av data - Primärdata

För att få fram mönster i hur privata svenska investerare fattar sina investeringsbeslut i en osäker omvärld valdes att genomföra en enkätundersökning där enkäter distribuerades till 57 privatpersoner. Målsättningen var att få tillgång till en så varierande urvalspopulation som möjligt för att kunna dra generella slutsatser om svenska investerare. Dock fanns ett behov av att få tillgång till respondenter med erfarenhet av och intresse för att handla med aktier varpå beslutet togs att distribuera enkäterna på en aktieträff. Det var viktigt att kunna nå största möjliga generaliserbarhet och urskilja mönster om vad som påverkar investerares beslutsprocess, samt vilka kriterier som är viktiga. Dessutom fanns ett behov av att komma i kontakt med en stor population. Därför blev det ett naturligt val att genomföra den empiriska undersökningen genom att distribuera enkätformulär med likadant formulerade frågor till varje privatperson. Respondenterna gjordes införstådda med uppsatsens syfte samt att de gärna fick lov att vara anonyma. Det fanns en klar medvetenhet om vikten av att formulera frågorna på rätt sätt för att inte få missvisande svar på enkätundersökningen. Därför följdes de regler som Alan Bryman ställt upp (Bryman, 1989, s.51ff) när frågorna formulerades. Grundreglerna är följande:

- Frågorna måste vara tydliga och otvetydiga.
- Använd enkelt språk där det är möjligt, så att respondenterna med lätthet kan förstå frågans innebörd och mening.
- Använd så få ord som möjligt i varje fråga.
- Undvik att fråga om mer än en sak i varje fråga.
- Frågorna ska där det går att undvika inte innehålla negationer. Det finns dock situationer där de inte går att undvika.
- Ledande frågor bör undvikas.

Dessutom har valts att genomföra semistrukturerade intervjuer med ett antal olika personer som är verksamma inom finansbranschen samt politiskt verksamma. Dessa intervjuer har syftat till att ge en djupare förståelse för hur olika externa intressenter påverkar privata investerares möjligheter till att fatta rationella beslut och göra objektiva avvägningar mellan risk och avkastning. Intervjuerna har genomförts öga mot öga med intervjupersonen. Dessutom har intervjuer med representanter från intressenten media genomförts via E-mail.

2.2.2 Insamling av data - Sekundärdata

I inledningsskedet var målet att så snabbt som möjligt skapa en bred överblick över ämnesområdet Behavioral Finance och de teorier läran utgår ifrån. Det var redan från början klart att uppsatsen skulle avhandla ekonomisk psykologi och rationalitet i beslutsfattande, svårare var att veta vilka teorier som skulle utgå ifrån och rent

konkret användas i produktionen av uppsatsen. Detta var delvis en följd av att de kurser i finansiering som genomgåts under studietiden alltid utgått från att investerare är rationella och aldrig egentligen tagit upp området Behavioral Finance.

Initialt gjordes efterforskningar för att leta fram ett antal standardverk om Behavioral Finance för att en snabb inläsning i ämnet skulle ge en så övergripande bild som möjligt av de befintliga teorier som finns att utgå ifrån. Information söktes framför allt via Universitetsbiblioteks databaser LIBRIS och LOLITA och genererade relativt snabbt ett antal intressanta boktitlar.

Dessutom studerades även redan inledningsvis olika teorier som återfinns i klassisk kurslitteratur som kan vara aktuella att använda i ämnet. Det som utgicks ifrån vid studerandet av och reflektionen över dessa teorier var att de skulle spegla hur människor fattar beslut och vad det är som gör att de agerar på ett visst sätt i en viss situation.

Redan från början av uppsatsen strävades efter att försöka tänka så långt fram i tiden som möjligt och därigenom försökt finna teorier som har maximal användbarhet för att kunna besvara de frågeställningar som väckts i problemformuleringen. Dessutom rådde inom gruppen stor överensstämmelse om att det var mycket viktigt med en prestigelös inställning till arbetet med uppsatsen. Denna prestigelöshet var viktig vid de tillfällen då ny input kom in som gjorde att en del av det arbete som tidigare lagts ner måste revideras eller kasseras och bidrog till att säkerställa en hög kvalitet på uppsatsen.

Efter inläsningen på de grundläggande teorierna i standardverken insågs att det inte finns en specifik person som har utarbetat en ledande teori inom området. I stället finns det ett antal i vissa fall konkurrerande teorier som kan anses vara på en ungefär lika hög nivå vad gäller akademisk acceptans. Detta faktum gjorde att det inte fanns en självklar teori att utgå ifrån. I stället valdes ut några av de grundläggande teorier som genomsyrade de standardverk inläsning skett på.

I detta läge tog en ny intensiv informationsinsamlingsvåg vid, där fördjupade kunskaper behövde inhämtas om de teorier som valts att fokusera på. Källorna var i detta läge dels artiklar i olika tidskrifter i Ekonomihögskolans ekonomiska bibliotek. Omfattande efterforskningar bedrevs även via olika sökmotorer på Internet för att därigenom kunna länka oss fram till publikationer skrivna av forskare vid världens olika universitet. Dessutom kunde notförteckningarna i standardverken användas som referens till andra källor.

2.3 Källkritik

Nedan följer en kritik av den empiriska metodiken samt kritik av informationen som ingår i primär- och sekundärdaten.

2.3.1 Kritik av empirisk metodik

Det finns en medvetenhet om att en enkätundersökning kan utelämna mycket relevant information. Respondenterna svarar endast på de frågor som ställts i enkäten och det lämnas lite utrymme för deras egna infallsvinklar och idéer. Dessutom finns liten möjlighet till hjälp för att tyda och förklara frågorna för respondenten. Eftersom liten eller ingen kunskap finns om många av respondenterna går dessutom miste om en del av kontexten han/hon befinner sig i. Många människor skulle dock intervjuas på kort tid och därmed var enkätintervjuer en nödvändighet. Medvetenhet finns om att personliga intervjuer ofta ger en möjlighet att tränga djupare in i ett område och att de ger en möjlighet till tolkning av ickeverbal kommunikation som inte kan uppfattas vid en enkätintervju (Seymour, 1992, s. 165). Dock gäller att förutom att enkäter är betydligt mindre tidskrävande än intervjuer så är de dessutom ett betydligt billigare tillvägagångssätt (Bryman, 1989, s. 142).

I de fall då intervjuer genomfördes valdes ett semistrukturerat tillvägagångssätt. Detta gjorde att samtalsens karaktär kunde styras utifrån ett antal kriterier som på förhand funnits vara viktiga att ta upp, men att intervjupersonen fick möjlighet att komma in på andra relevanta sidospår. Denna intervjuteknik är en kompromiss mellan den strukturerade intervjuformen där inget utrymme för sidospår ges samt ostrukturerade intervjuer där samtalet ”[...] *inte guidas av en på förhand existerande agenda*” (Bryman, 1989, s. 147).

2.3.2 Kritik av primärdata

Den primärdata som använts är i första hand en enkätundersökning. Eftersom respondenterna inte har någon koppling till själva uppsatsen samt att de får vara anonyma och inte på något vis kan påverkas av de svar de ger, har en hög grad av tillförlitlighet kunnat uppnås. Trots att intervjufrågorna tänkts igenom mycket noga finns det en stor risk att viktiga bitar som kunde ha varit relevanta för studien utelämnats. Detta måste det finnas en medvetenhet om. Då enkäterna inte besvarades åtskilt i slutna rum finns det en viss risk att några av respondenterna har tittat på varandras svar eller diskuterat med varandra.

2.3.3 Kritik av sekundärdata

Under arbetet med uppsatsen har de använda källorna kritiskt granskats. I det teoretiska avsnittet har böcker skrivna av framstående och erkända akademiska forskare använts. Genom att genomgående endast använda teorier av internationellt erkända forskare har säkerställts att teorierna är av god kvalitet. De artiklar som använts härstammar ur några av världens mest kända ekonomiska forskartidskrifter, vilket även det säkerställer en god kvalitet.

2.4 Validitet

Validiteten i en undersökning har att göra med hur väl denna klarar av att mäta just det som är målet att undersöka (ibid, 1989, s. 57f). Kan man vara säker på att enkätundersökningen mäter de fenomen som ämnas mätas? Ger intressentmodellen en bild av hur investerares beslutsramar och beslutssituation påverkas av aktörer utifrån?

Varje fråga i enkäten är noga övervägd utifrån de teorier som ämnas undersökas och har ett speciellt syfte bakom sig. Redan innan enkäterna delades ut var det klart hur svaren skulle behöva se ut för att teorierna skulle kunna anses hålla. I vissa fall ställdes flera frågor på samma teori, detta för att kunna säkerställa att de mönster som identifierats var konsekventa.

Intressentmodellen ger en bild av flera viktiga påverkande yttre aktörers incitament bakom deras agerande gentemot investeraren. Det viktigaste syftet med intressentmodellen är just att undersöka hur investeraren påverkas av intressenterna. Modellen utgår inte lika strikt från teorier i ekonomisk psykologi som enkätfrågorna, även om den mäter påverkan på investerarens frame dependence, utan utgår i stället primärt ifrån Bruzelius/Skärvads beskrivning av en bidrags/belöningsbalans.

2.5 Reliabilitet

Reliabilitet har att göra med hur väl det som avser mätas verkligen mäts, det handlar om tillförlitlighet i mätningen (Bryman, 1989, s. 55f).

Ett övergripande mål med enkätundersökningen var att den skulle beskriva ett tvärsnitt av Sveriges privata investerare. När ett urval skulle göras behövde hänsyn tas till ett antal faktorer såsom exempelvis tid, kostnad, tillgänglighet och förväntad svarsfrekvens. Utifrån dessa kriterier föreföll ett besök på en av Aktiespararnas aktieträffar i Kristianstad som ett naturligt val. Enkäterna kunde då samlas in genast och endast aktieintresserade personer blev undersökta. Begränsningen blev att samtliga enkäter samlades in från samma geografiska område och att snittåldern på de undersökta var något hög. De flesta låg i åldersintervallet 51-70 år. Dessutom kan vissa svar ha utfallit annorlunda än vad som kanske skulle varit fallet om ett

tvärsnitt av befolkningen skulle undersökts. Ett exempel kan vara att det om hela Sveriges befolkning undersökts inte skulle vara så troligt att aktieträffar skulle haft så stor inverkan vid investeringsbeslut som de nu fick. För att vara förvissade om frågornas begriplighet och relevans testades enkäten på förhand på ett flertal personer som fick ge kommentarer och feedback.

Vad gäller intressentmodellen grundar sig empirin enbart på intervjuer med ett fåtal representanter ur varje undersökt intressentgrupp. Därmed kan den information som här framkommer inte anses generaliserbar i lika stor utsträckning som enkätundersökningen. I stället är just de intervjuade intressenternas personliga upplevelser och åsikter framträdande.

DEL II

KAPITEL 3: TEORI

KAPITEL 4: EMPIRI

3 TEORI

Teoridelen presenterar vilka teorier som används för att undersöka och försöka förklara investerares beteende.

3.1 Shefrins tre teman

Det finns ett antal teorier som var för sig försöker förklara vad Behavioral Finance är för något och vad som skiljer denna inriktnings antaganden från den traditionella finansieringens antaganden. De teorier som används återfinns i olika standardverk i ämnet, såsom exempelvis Shefrins ”Beyond Greed and Fear” och Shillers ”Irrational Exuberance”. Teorierna bör inte ses som separerade delar, utan måste för att skapa en klar uppfattning om Behavioral Finance ses som en helhet.

3.1.1 Heuristic-driven bias

Behavioral Finance anser att investerare begår misstag eftersom de lutar på olika sorters tumregler, till skillnad mot traditionell finansiering som utgår från att så inte är fallet. Dessa tumregler kallas heuristics och används som indikatorer och beslutsunderlag.

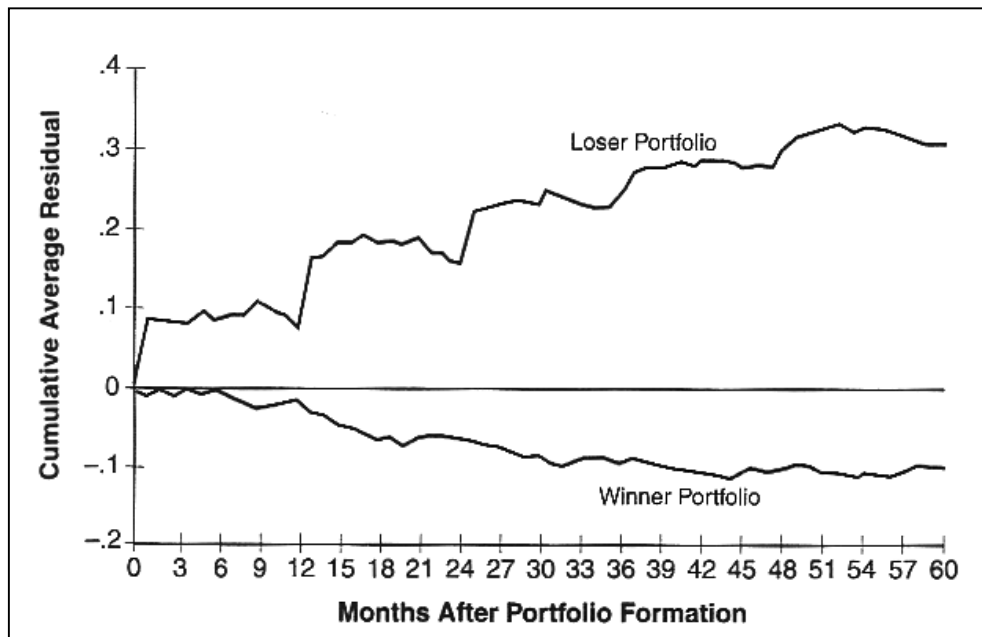
Ordet heuristics innebär den process genom vilken människor upptäcker och lär sig saker. Detta sker oftast genom trial and error, vilket får människor att utveckla tumregler (Shefrin, 2000, s. 13). Denna process leder dock ofta till misstag. Behavioral Finance strävar efter att undersöka vilka grundläggande principer som underligg tumreglerna och vilka systematiska fel detta medför.

Eftersom förlitande på en tumregel gör att investeraren inte gör en objektiv bedömning av förhållandet mellan risk och avkastning och underlåter att inhämta all information som finns tillgänglig på marknaden gör det att investeraren inte uppfyller kravet som ställs för att individen ska kunna vara rationell.

Stereotyper

Ett vanligt systematiskt fel är att människor lutar på stereotyper. De baserar sina uppfattningar om vad som är en bra eller dålig aktie på vad som hänt de senaste åren fram till den aktuella tidpunkten. Därför utgår de från att en aktie som tillhört börsens absoluta vinnare de senaste åren är en bra aktie inför framtiden. De tänker inte på att allting i teorin tenderar att på sikt falla tillbaka mot medelvärdet. De Bondt och Thaler har illustrerat att det tvärtom mot att satsa på de senaste årens vinnare lönar sig att satsa på de senaste årens förlorare (Shefrin, 2000, s.35ff). De utvecklar ur detta faktum en teori som kallas winner-loser effect. De visar med

denna teori att de tre senaste årens extrema förlorare i genomsnitt sammantaget klart slår de tre senaste årens extrema vinnare på fem års sikt. Detta illustreras nedan.



Figur 1 Winner-loser effect (Shefrin, 2000, s. 35)

Felaktiga uppfattningar skapas

Ytterligare ett problem med förlitande på stereotyper är att även hos investerare som känner till fenomenet om att allting faller tillbaka mot medelpunkten så skapar förståelsen felaktiga uppfattningar. Dessa investerare tror att om avkastningen under några år varit betydligt högre än medelavkastningen så kommer den under de kommande åren att ligga under medelavkastningen. Så behöver dock inte alls vara fallet. Teorin innebär i stället att avkastningen de kommande åren inte kommer att fortsätta vara abnormt hög utan i stället drar sig mot den historiska medelavkastningen. Logiken är här samma som att det när man singlar slant inte är mer än 50 % chans att det blir klave den sjätte gången bara för att det blivit krona de första fem gångerna.

Aversion mot osäkerhet

Ett annat tema under Heuristic-driven bias är att människor är averta mot osäkerhet och tvetydighet. Investerare föredrar det bekanta före det okända. Detta medför att de ofta har en benägenhet att ta hem en säker låg vinst i en aktie/värdepapper de känner väl framför att göra en investering med hög men okänd potential i ett mera okänt värdepapper.

3.1.2 Frame dependence

En frame, eller en inramning, är den form som används för att framställa ett beslutsproblem. Frame independence innebär att formen är irrelevant för att beskriva beteende, medan frame dependence menar att formen är i högsta grad relevant för beteendet. Anhängare av traditionell finansiering anser att inramningen är transparent, det vill säga att investerare kan genomskåda alla olika sätt på vilka kassaflöden och beslutssituationer kan beskrivas. En investerare har dock enligt Behavioral Finance inte alltid möjligheten att genomskåda inramningen, den är inte transparent. De intressenter som har intressen i investerarens beslut och möjligheter att påverka dess beslutsramar kommer att undersökas i en egen intressentmodell. Denna modell är nära relaterad till teorin om frame dependence och investerarens interaktion och utbyte med varje intressent undersöks där i detalj. När ramverket är svårgenomskådat kommer besluten att bero på vilken specifik ram och information som används i det aktuella fallet. Nedan följer några fenomen som beror på frame dependence.

Förlustaversion

Det första fenomenet utgår ifrån prospektteorin som beskriver hur investeraren fattar beslut när de möter risk och osäkerhet. Kahneman och Tversky har gjort en studie som undersöker hur en förlust påverkar investeraren. De kommer fram till att investerare känner stark motvilja mot att behöva gå med förlust på en placering och att de är beredda att riskera att förlora ännu mer om möjligheten finns att slippa förlusten (Kahneman & Tversky, 1979, 263ff). Därmed är investerare inte alltid riskaverta. De finner att en förlust har cirka två gånger så stor påverkan på investerarens psyke som en vinst av samma storlek. Exempel på detta beteende kan vara om företag har projekt som går med förlust men ändå väntar alldeles för länge med att avsluta dem. Är inramningen på beslutet att man har gått med förlust är man alltså ofta betydligt mer riskbenägen än annars, vilket innebär att man agerar irrationellt. Prospektteorin förklaras utförligare under ett eget stycke längre fram i teoriavsnittet.

Ångestminimering

Människor som upplever frame dependence gör detta av framför allt två skäl, kognitiva och emotionella. Den kognitiva aspekten har att göra med hur människor organiserar sin information, medan de emotionella aspekterna har att göra med hur människor känner när de organiserar informationen. En viktig variabel när det gäller de emotionella aspekterna är ånger. Ånger är mer än bara smärtan över att ha gjort en förlust, det är smärtan förknippad med att känna sig ansvarig för en förlust. Känslan av att själv vara ansvarig för en förlust inträder ofta extra starkt när en investerare bestämt sig för att bryta sitt normala investeringsmönster och detta resulterar i en förlust. Många människors investeringsstrategier syftar faktiskt till att

just minimera den framtida ångern. Enligt Shefrin kan mäklarens/rådgivarens viktigaste roll ofta vara att just minska ångern hos investeraren. Om placeringarna går bra kan investeraren själv ta åt sig äran och lyckan över hur intelligent han varit över att gå in i den lyckade placeringen. Har det däremot gått dåligt kan investeraren skylla på det tips han fått av sin mäklare/rådgivare och därigenom minskas hans ångest över det dåliga placeringsvalet.

3.1.3 Ineffektiva marknader

Det tredje temat i Behavioral Finance utgår ifrån att marknaderna är ineffektiva. Detta är i rak motsats till den traditionella finansieringsteorin som alltid utgår ifrån antagandet att de finansiella marknaderna är effektiva och rationella. Några traditionella värderingsmodeller kommer inledningsvis att genomgå för att därefter följas av en genomgång av vad som kännetecknar en ineffektiv marknad.

Effektiva marknader

Teorin om effektiva marknader utgår från att alla finansiella priser rättvisande avspeglar all publik information vid varje tidpunkt. Därmed är finansiella tillgångar vid varje tidpunkt korrekt prissatta givet vad som är allmänt känt (Shiller, 2000, s. 171). Om priserna verkar avvika från en korrekt prissättning måste det enligt denna teori vara en illusion. Enligt teorin följer aktiepriserna en "random walk", då alla prisförändringar som sker måste vara helt oförutsägbara på förhand. De sker endast utifrån helt ny information, som eftersom den är ny är oförutsägbar. Antagandet om teorin om effektiva marknader gör att det är omöjligt att förutsäga prisförändringar. Från en dag till en annan innebär att det inte går att förutsäga *några* förändringar över huvud taget (ibid, 2000, s. 173).

Traditionella värderingsmodeller

För att värdera potentiell avkastning har olika traditionella modeller använts. En kort presentation av de mest grundläggande följer nedan.

P/E-talet Detta kallas även vinstmultiplikator eller multipel. För att bedöma vilket P/E-tal som är acceptabelt måste man därför försöka göra en framtidsbedömning av respektive företags konkurrenssituation, effektivitet och så vidare utmynnande i en vinstprognos för några år framåt. P/E-talet ger en indikation om kursen är hög eller låg i relation till nuvarande vinstnivå. I vissa fall kan den peka på övervärdering eller undervärdering, till exempel på grund av tillfälligt stort utbud respektive efterfrågan (Hansson, 1996, s. 43).

Med *P/S-talet* avses relationen mellan aktiekurs och företagets försäljning räknat per aktie. Tanken är att ju lägre detta tal är desto mer verksamhet uttryckt i försälj-

ningsintäkter erhålls av placeringen. Användande av måttet leder till placeringar bland annat i företag med låg kurs på grund av dålig lönsamhet men med stor försäljning. För sådana placeringar slår en förbättring av vinstmarginalen i genom i en relativt stor vinstförbättring (vinst / aktie) En nackdel med P/S-talet är att det är olika för olika branscher samt att det ej är applicerbart i vissa branscher (ibid, 1996, s. 49).

Substansvärdet bygger på en värdering av företagets tillgångar mätt per aktie. Det värderar dagens situation men tar inte hänsyn till framtida potential (ibid, 1996, s. 42f).

En utvärdering av *betavärdet* görs genom att sätta kovariansen mellan en viss aktie och markanden i relation till variansen i aktiemarknaden som helhet (Hallgren, 1998, s. 319-320). Kvoten kallas betavärde β och finns beräknad för börsföretag som varit noterade på börsen en längre tid. Här följer några β -värden och dess tolkning.

β -värde	Tolkning för aktie på en börs
0	Aktiens variation kan över huvud taget inte förklaras av marknadsvariansen.
0,9	Aktien följer marknads variationer men med 10 % mindre utslag. När index går upp 5 % går aktien upp 4,5 %.
1	Aktiens variationer följer helt marknaden till såväl tid som storlek och viktning
1,1	Aktien följer marknads variationer men 10 % häftigare. Index + 5 % medför aktien + 5,5 %.
2	Aktiens variation följer marknaden men utslagen är dubbelt så stora som marknads.
-1	Aktiens varians följer marknads men går åt motsatt håll. När index går <i>upp</i> 5 % går aktien <i>ner</i> 5 %.

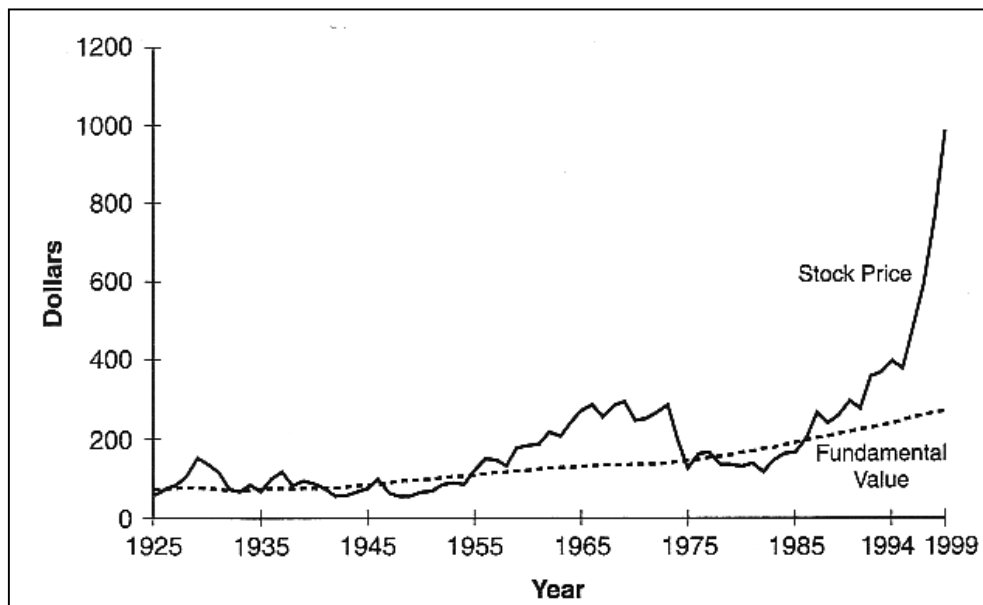
Några faktorer som kan tänkas påverka betavärdet för ett visst företag är :

- marknadsfaktorer i företagets verksamhet
- cykliska faktorer, d.v.s. konjunkturberoende i företagets bransch
- bolagets finansiella utveckling, dess soliditet
- ägarstrukturen i bolaget, omsättningen av aktien.

Ineffektiva marknader

Behavioral Finances antagande om ineffektiva marknader är i stor utsträckning ett resultat av de båda av Shefrins tidigare teman som redogjorts för. Heuristic-driven

bias och frame dependence orsakar tillsammans ineffektiva marknader. Det är av detta skäl det inledningsvis redogjorts för att de tre temana inte kan studeras var för sig, utan att de måste ses i sitt sammanhang. Att marknaderna är ineffektiva resulterar i att börsvärdet kan avvika från det fundamentala värdet, åtminstone under vissa perioder. Shiller är en av de stora förespråkarna för att marknaderna faktiskt är ineffektiva och han argumenterar för att marknader periodvis är mera volatila än vad de skulle varit om de bestämts enbart av fundamenta. Shefrin hävdar i sin bok att avvikelserna från det fundamentala värdet kan bestå under mycket lång tid, ofta uppåt tiotals år. Det går inte alltid att slå mynt av att man lyckats identifiera att en marknad är felprissatt. Orsaken till detta är att det finns en risk för att felprissättningen kvarstår under lång tid och att det därför inte har gått att göra en profit av att kunna urskilja denna (Shefrin, 2000, s. 42). Denna felprissättning illustreras i diagrammet baserat på Standard & Poor's composite index nedan.



Figur 2 Felprissättning över tid (Shefrin, 2000, s.39)

3.2 Flockbeteende

En aspekt som enligt teoretiker inom Behavioral Finance starkt bidrar till att få börsvärdet att under perioder avlägsna sig från börsens nominella värde är investerarens benägenhet att påverkas av andra investerarens agerande, de agerar ofta i flock. I detta avsnitt ska dels gås igenom vad flockbeteende är och dels hur det påverkar aktiemarknaderna.

Definition och introduktion till flockbeteende

Flockbeteende äger rum när ett stort antal investerare agerar på ett liknande sätt vid samma tidpunkt. Ofta har varje enskild investerare inte kalkylerat och noga avvägt förhållandet mellan risk och avkastning i positionen de går in i. I stället baserar de sina beslut på vad alla andra i deras omgivning gör. Flockbeteende äger rum både i uppgångar och i nedgångar och orsakar stora fluktuationer i den underliggande tillgången, fluktuationer som ofta har låg korrelation med den reella vinstutvecklingen. En investerare kan sägas ha anammat ett flockbeteende om han skulle ha gjort en investering när han inte känner till andra investerarens beslut, men sedan ångrar sig när han får reda på att de andra investerarna inte kommer att gå in i positionen. Omvänt kan även sägas att ett flockbeteende anammats om han från början inte planerat att gå in i en investering, men bestämmer sig för att göra det när han får reda på att de andra investerarna ska göra det (Bikhchandami & Sharma, 2000, s. 3).

Skäl till att anamma ett flockbeteende

Det finns två huvudsakliga skäl till varför en nyttomaximerande individuell investerare anammar ett flockbeteende.

- 1) De andra investerarna kan veta något som investeraren själv inte vet och avslöjar denna hemliga kunskap genom att de investerar i aktien.
- 2) Individer tenderar ha ett inneboende behov av konformitet med sin omgivning.

Två former av flockbeteende

Det finns två former av flockbeteenden som behöver skiljas från varandra. Det ena beteendet, spurious herding anses som helt rationellt, medan irrational herding är den form av flockbeteende som anses vara irrationell och som skapar ineffektiva marknader.

Spurious herding.

Denna form av flockbeteende är fundamentalt betingad. Den kan exempelvis bestå i att en mängd investerare drar sig ur eller går in i en aktie av ett fundamentalt skäl som att räntan gått upp och att aktier därigenom blivit en mindre attraktiv investering. I detta fall agerar samtliga investerare efter allmänt kända finansiella grundprinciper och substituerar aktier med räntebärande papper. Deras beteende utgår ifrån dem själva och det är inte efter att ha observerat andra investerares beslut som de agerar. Därför kan det i detta fall inte anses att marknaderna på något sätt skulle blivit mindre effektiva.

Spurious herding kan även inträda i de fall då det för vissa investerare på en marknad föreligger vissa hinder som inte föreligger för andra investerare. Nedan följer ett exempel hämtat från "Herd Behavior in Financial Markets: A Review" (Bikhchandani & Sharma, 2000).

Antag att två grupper investerare investerar i ett lands aktiemarknad - inhemska (D) och utländska (F) investerare. Beroende på restriktioner i kapitalkonvertibilitet i det aktuella landet investerar typ D- investerare bara i Sd, den inhemska aktiemarknaden och i Bd, den inhemska obligationsmarknaden. Typ F- investerare investerar i Sd, Bd och även i Sf, ett annat lands aktiemarknad samt i Bf, den utländska obligationsmarknaden. Om räntorna i det andra landet stiger eller det blir en ökad pessimism angående företags vinstutsikter, då kommer investerare av typ F att öka deras andel av Sd och Bd i sina portföljer genom att köpa dessa papper från investerare av typ D. I detta fall verkar investerarna av typ F vara utgöra en "köpflock" och investerarna av typ D utgöra en "säljflock". Varje enskilt investeringsbeslut är dock individuellt fattat utifrån grundläggande ekonomiska resonemang. Dessutom är beteendet effektivt under de gällande begränsningarna i kapitalkonvertibilitet.

Irrational herding

I detta fall sker ett flockbeteende där handlingsbesluten för varje enskild individ inte baseras enbart på fundamenta. En viktig variabel är här tidshorisonten på investeringen. Kortsiktiga investeringar tenderar baseras mera på fingertoppskänsla och en uppfattning om var marknaden är på väg än på rationella avvägningar mellan risk, avkastning och pris. Det är flockbeteende som gör att svängningarna ofta blir så kraftiga, börser kan fluktuera åtskilliga procent över en enda börsdag beroende på flockbeteende. Det finns åtskilliga teorier som ligger bakom irrationella flockbeteenden. Här ska redogöras för ett par av de teorier som kan anses relevanta.

Ett exempel på irrational herding kan vara när investerare flockas runt endast vissa delar av ett informationsurval (Froot, Scharfstein & Stein, 1992). Det lönar sig alltid att vara först med att få tillgång till ny information på en aktiemarknad, efter-

som man då kan utnyttja informationen till att träda in i lönsamma investeringar. Detta innebär två saker. Den ena är att investerare försöker agera så snabbt som möjligt på ny information, för att hinna vara först med att utnyttja informationen. Den andra är att investerare inte bedömer sig hinna sätta sig in i all information som underliggjer den senaste informationen. I stället selekterar de den information som är mest aktuell och som bedöms som nödvändigast. Dessa två sätt att agera gör att antagandet om att investerare är rationella individer som vid varje investeringsfälle gör noggranna kalkyleringar utifrån all tillgänglig information kan ifrågasättas.

Information Cascades

Ytterligare ett exempel på irrational herding kan vara när rationellt beteende på individnivå skapar irrationellt beteende på gruppnivå. Detta flockbeteende sägs härstamma ur en så kallad *information cascade* (Bikhchandani, Hirshleifer & Welch, 1992).

Antag att två till synes identiska restauranger öppnar samtidigt, sida vid sida. Båda restauranger är initialt tomma. Den första gästen står då inför valet vilken restaurang han ska välja. Det är troligt att beslutet av vilken restaurang som väljs blir slumpmässigt. Nästa gäst ser vilken restaurang den första gästen valt och väger in detta i sin bedömning av vilken restaurang som kan vara bäst. Därmed följer han den första gästens beslut. Till slut kan ett stort antal gäster äta i den ena restaurangen medan den andra är helt tom, trots att den tomma restaurangen i själva verket kanske är bättre än den restaurang samtliga personer valt.

Kopplingen till aktiemarknaderna är att det ger en förståelse för hur individer som var för sig är rationella tillsammans skapar ett irrationellt utfall. Ingen är helt objektiv inför ett val, utan människor väljer på ett sätt som de själva ser som rationellt. De väljer med hjälp av andras val därför att de finner det meningslöst att slösa bort tid och kraft på att göra en helt egen bedömning. Teorin om information cascades är alltså en teori om att människor misslyckas i utvärderingen av information om sanna fundamentala värden (Shiller, 2000, s. 152ff).

Noise trading

En annan teori som ligger bakom irrationellt flockbeteende är teorin om "noise trading". (Froot, Scharfstein & Stein, 1992). Noise tradingteorin utgår från att kortsiktiga investerare inte är fullt rationella och att de har en större påverkan på aktiepriserna än långsiktiga investerare. Definitionen av noise trading är att man handlar en viss aktie utan att logiskt kunna förklara varför den aktie man köper skulle vara fördelaktigare än en annan aktie. Noise trading kommer sig av att många investerare inte litar på sin egen förmåga att själv analysera vilka aktier som är de mest köpvärda. I stället följer de efter de investerare som finns i deras omgiv-

ning (Scharfstein & Stein, 1990). Detta är ett vanligt fenomen då det ligger i människans natur att agera i likhet med referensgruppen och inte avvika alltför mycket från andra personers agerande.

Påverkan på aktiemarknaderna

Irrationellt flockbeteende på aktiemarknaderna gör alltså att marknader blir mer volatila än vad som är befogat ur rent fundamental värderingssynpunkt. Om flockbeteendet är omfattande så kan börskurser under vissa perioder hamna på nivåer som avviker kraftigt från vad som utan flockbeteendet skulle vara fallet. Placeringar blir mer riskfyllda och det är inte alltid möjligt att se klara mönster mellan risk och avkastning. Dessutom bidrar flockbeteende till att göra börsutvecklingen svårare att förutse för rationella investerare.

3.3 Investerares inställningar till risk

En investerares investeringsbeslut påverkas i stor utsträckning av hans inställning till risk. Två begrepp som i den klassiska ekonomiska teorin brukar kopplas tätt samman är riskattityd och nytta. Risk delas ofta upp i tre olika typer av inställningar och dessa tre typer har alla olika kopplingar till nytta. Nedan går de tre olika inställningarna igenom.

3.3.1 Riskaversion

En riskavert individ har en konkav nyttofunktion. Detta faktum indikerar att individen har en avtagande marginalnytta av pengar (Haugen, 2001, s. 134ff). En riskavert person bryr sig inte bara om den förväntade avkastningen på en investering. I stället för att endast bry sig om denna variabel så är dessutom variansen i avkastningen högst relevant. Därmed väljer den riskaverta investeraren ofta ett säkert alternativ före ett osäkert, även om det osäkra alternativet har en högre förväntad avkastning. Detta är också skälet till att den riskaverta investeraren håller diversifierade portföljer – diversifiering sänker variansen i avkastningen.

Den riskaverta investeraren har en avtagande nytta av pengar. Detta innebär att denna typ av investerare värderar varje ytterligare krona som läggs till hand förmögenheten lägre än vad den föregående kronan värderades.

Ett exempel. Den riskaverta investeraren Lars har tillsammans med sin gode vän Hans realiserat en vinst på 20000 kronor i en aktiefond. Hans föreslår Lars att de ska lotta med varandra om vem som får hela vinsten i stället. För Lars är svaret givetvis nej. Eftersom Lars har avtagande marginalnytta av pengar så blir hans nytta om han vinner lägre än dubbelt så hög som den är i den situation som råder idag och omvänt går nyttan ner till under hälften mot idag vid en förlust. Då spelar det ingen roll att det förväntade värdet på spelet ligger på 10000 kronor ($20000 \cdot 0,5 + 0 \cdot 0,5$), samma summa som Lars idag förfogar över.

3.3.2 Riskneutralitet

En riskneutral investerare har ett samband mellan nytta och förmögenhet som är helt linjärt. Om förmögenheten ökar med en enhet så ökar också nyttan med en enhet. Om förmögenheten minskar med en enhet minskar följaktligen också nyttan med en enhet. Därmed fattar den riskneutrala investeraren sina beslut enbart utifrån investeringens förväntade monetära värde (Schotter, 1997, s. 493ff).

Om vi går tillbaka till det tidigare exemplet och förutsätter att Lars i stället för att vara riskavert är riskneutral så blir utfallet ett annat. I stället för att tacka nej till det föreslagna lotteriet så är han indifferent till förslaget. Det spelar för honom ingen som helst roll om han lottar om pengarna eller inte, eftersom väntevärdet i lotteriet

är 10000, vilket är exakt samma summa som han idag förfogar över, det vill säga insatsen.

3.3.3 Riskpreferens

Den sista kategorin som genomgås är investerare som föredrar att spela om sin förmögenhet framför ett säkert utfall. Denna investerares nyttofunktion är konvex. Detta innebär att marginalnyttan stiger när förmögenheten ökar. Uttryckt lite annorlunda så är marginalnyttan av en enhet mera pengar mycket låg när investeraren har lite pengar och hög när investeraren har mycket pengar.

Om vi i ursprungsexemplet gör antagandet att Lars är riskpreferent så kommer han inte att tveka att anta utmaningen. Hans nytta kommer att bli mer än dubbelt så stor när han har 20000 kronor som om han har 10000 kronor.

3.4 Prospektteorin

I kontrast till expected utility theory, (se definitioner), där beteendet under osäkerhet beskrivs som rationellt, har det framkommit en annan syn på hur marknaden och dess drivande krafter påverkar investeraren. Trots att expected utility theory är ett av de ledande synsätten att beskriva marknader och handlingsätt har den inte ansetts vara tillräckligt förklarande för att beskriva hur människor agerar under osäkerhet. Kahneman och Tversky utvecklade 1979 prospektteorin (Econometrica, 1979) som var banbrytande gällande rationalitet i beslutsfattande. Kahneman och Tversky argumenterar för att beslut inte alltid fattas på rationella grunder. Bland annat ges följande exempel varpå de visar att människor under vissa omständigheter fattar beslut i motsats till expected utility theory. Noteras bör också att Kahneman och Tversky nämner ordet prospekt synonymt med lotteri, något som förklarar nedanstående exempel bättre.

Personer blev i Kahneman och Tverskys undersökning erbjudna att välja mellan en 25 % sannolikhet att vinna 3000 dollar och en 20 % sannolikhet att vinna 4000 dollar. 65 % av respondenterna valde det senare alternativet medan då respondenterna gavs sannolikheten 100 % att vinna 3000 dollar eller 80 % sannolikhet att vinna 4000 dollar valde 80 % det första alternativet. Enligt expected utility theory skulle här respondenterna svarat entydigt i båda fallen eftersom förhållandet mellan sannolikheterna är samma som i det första förslaget, dessa har endast multiplicerats med samma konstant. Detta tyder tydligt på ett fenomen som Kahneman och Tversky kallar ”certainty effect” en preferens för en säker utgång.

Prospektteorin går igenom två faser i beslutsprocessen vilka benämns editing och evaluation. Editingfasen består av en preliminär första analys av det potentiella prospektet som därefter följs av den andra fasen av värdering och beslut om det prospekt som väntas ge högst värde (avkastning).

Prospektteorin är uppbyggd kring två huvudfunktioner, en viktfunktion och en värdefunktion. Värdefunktionen kopplas samman med individers känslor relaterade till vinst respektive förlust. Den andra funktionen, viktfunktionen, förklarar hur och varför olika alternativ tilldelas olika vikter av individen.

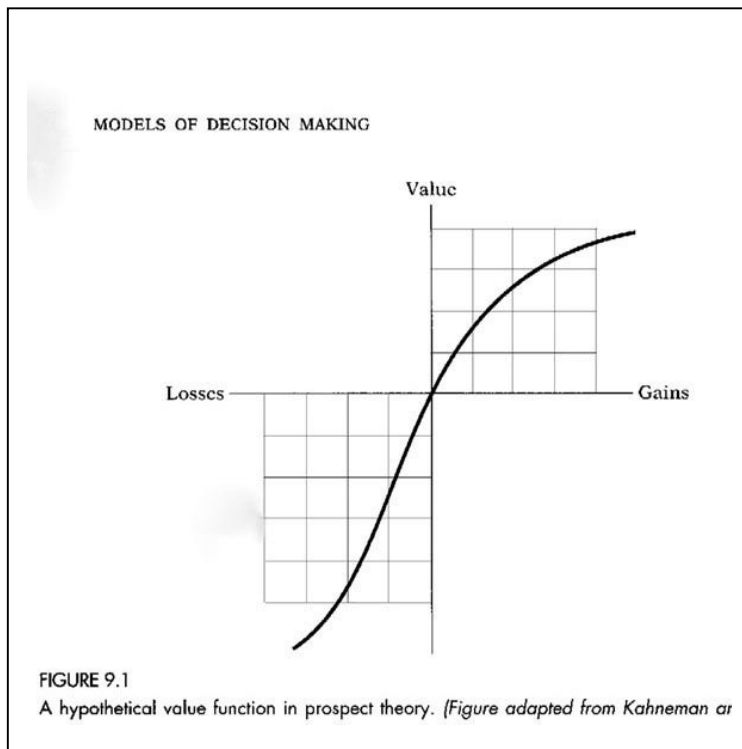
För att ge bättre förståelse för prospektteorins beståndsdelar, kommer nedan att göras en grundligare förklaring av de två momenten.

Värdefunktionen

Värdefunktionen ger en beskrivning på människors agerande vid antingen vinst- eller förlustaffärer. Enligt Kahneman och Tversky skiljer sig deras värdefunktion från expected utility theory på en ytterst viktig detalj, istället för att vara en linjär funktion har värdefunktionen en kraftig böj i vardera ändan. Detta symboliserar individens subjektiva referenser som ändrar sig vid en punkt som de kallar ”refe-

rence point”. Detta är individens punkt då han väger utgångsläget mot ett alternativt scenario att tjäna ytterligare välbefinnande. Det centrala är att marginalnytta/marginalvälbefinnandet avtar snabbare då det gäller förluster än vinster. Se figur 3 nedan

En förlust medför en större känslomässig påverkan än en motsvarande vinst, det vill säga en förlust känns tyngre än om man vinner motsvarande summa.



Figur 3 Modell av värdefunktionen

Enligt undersökningar som Kahneman och Tversky gjort (Rabin, 1979) tyder resultaten på att individer värderar förluster drygt två gånger så mycket som vinster av samma storlek. Detta betyder att investerare värderar onyttan från en förlust högre än nyttan från en lika stor vinst vilket i sin tur kan förklara det konkava utseendet på värdekurvan och riskmedvetandegraden.

Något som knyter an till prospektteorin är Benartzi och Thalers (Benartzi & Thaler, 1995) forskning kring temat myopic loss aversion. Detta är en förklaring på böjen i värdekurvan och kan därmed ge skäl varför det råder höga ”premier” på aktiemarknaden. Temat bygger på att man ser på marknaden som ett genomsnitt istället för en enskild aktie. De demonstrerar temat med ett exempel om en person som har chansen att mot 100 dollar få en 50 % sannolikhet att vinna ytterligare 200 dollar och en 50 % sannolikhet att förlora insatsen. Om han bara fick ett försök skulle han vara rädd för att anta utmaningen. Sett på 100 försök skulle hans risk att förlora pengar dock vara ringa och utmaningen skulle antas. Artikeln kunde härmed visa på att om personen i fråga höll sig till mönstret ovan handlar han motsatt den förväntade nyttoteorin och därmed till förmån för värdeteorin.

Viktfunktionen

Viktfunktionen ger en förklaring på exemplet ovan gällande rationaliteten i valet av sannolikheten (25 %) att vinna 3000 eller (20 %) att vinna 4000. Eftersom sannolikheterna 20 % och 25 % i viktfunktionen är inom det område där dess lutning är < 1 , kommer sannolikt individerna i första hand välja det alternativ med högst möjlig vinst, trots att sannolikheten för vinst är lägre med detta alternativ. Vid osäkerhet prioriteras möjligheten att vinna stora summor, om ett säkert alternativ finns väljer människor detta. Denna funktion skulle kunna förklara varför folk är mer positivt inställda till högvinstlotterier trots att chansen att vinna är försumbar.

3.5 Intressentmodell

En intressentmodell kan användas som ett sätt att beskriva och analysera olika företagsformer. Det vanligaste användningsområdet för intressentmodellen är när ett företags olika intressenter ska beskrivas (Bruzelius & Skärvad, 1989, s.71ff). En liknande modell kan dock appliceras på en privat investerare och de omvärldsintressenter som påverkar denne. I stället för att företaget är i modellens mitt är investeraren i dess mitt. Vad som ska undersökas är de faktorer i den externa omvärlden som påverkar den privata investerarens beslutsramar och vilka inneboende incitament de olika intressenterna påverkas och styrs av.

I den teoretiska modellen över investerarens intressenter är det nödvändigt att förstå utbytesrelationerna mellan investeraren och de olika intressenterna. Det måste förstås hur intressenterna bidrar till investerarens beslut och vilka krav på belöning de själva har för att lämna sina bidrag. Vidare kan olika intressenter ha olika stort inflytande på investeraren, vilket man måste vara medveten om. I nedanstående genomgång tas de externa intressenter upp som bedöms ha störst intresse i och påverkan på investerarens agerande. Dels tas deras bidrag till investeraren upp, dels tar deras incitament för att agera i en viss riktning upp.

Mäklarhus

Deras bidrag till investeraren är att tillhandahålla analyser och utföra handel. Handeln sker i regel på kundens order. En annan central aktivitet är att de tillhandahåller rådgivning och analyser utförda av experter. Enligt Shefrin är mäklarens viktigaste funktion ur kundens perspektiv att kunna vara en minimerare av kundens ångest. När det går dåligt kan kunden skylla på mäklarhuset som gav ett dåligt råd medan kunden kan berömma sig själv när det går bra.

Mäklarhusen tjänar pengar på att kunden handlar aktivt. Ju fler affärer kunden gör, desto större courtageintäkter får mäklarhuset. Om det antas att mäklarhuset försöker maximera sin vinst så kommer det att försöka få sina kunder att handla aktivt. De tjänar i teorin på att ge kunderna en tro på att de är kapabla att tjäna pengar på att handla aktivt.

Exempel på hur mäklarfirmorna kan få kunderna att handla mer ges i Liar's Poker (Michael Lewis, 1989). Pondera att mäklarfirman, Salomon Brothers som i fallet i boken, säljer nya IBM- obligationer till försäkringsbolaget X. I courtagekostnad tar firman 1/8 procentenhet på transaktionen. Kan sedan en annan mäklare övertyga försäkringsbolaget Y om att värdet är högre än det som försäkringsbolaget X betalade för obligationerna, så förmedlar firman även denna transaktion, detta naturligtvis till en kostnad av en åttondels procentenhet. Dock är försäkringsbolaget X nöjt med en liten men snabb vinst. Lewis fortsätter: "In any market, as in a poker game, there is a fool". Med fool menas den som är villig att sälja en obligation för mindre än den är värd eller att köpa en för mer än den är värd. En obliga-

tion är endast värd så mycket som den som värderat obligationen rätt skulle betala för den. Och för att sluta cirkeln, Salomon Brothers är firman som värderar obligationer rätt.

Media

Shiller menar i sin bok *Irrational Exuberance* att finansiella nyheter är intressanta för investerare för att de påverkar uppbyggandet eller raserandet av förmögenheter (Shiller, 2000, s. 72). De kan dessutom presentera marknadens utveckling som en kontinuerlig berättelse, något som människor uppskattar och som skapar lojalitet hos läsarna.

Media tjänar mer pengar ju fler nummer som säljs av en tidning eller desto fler personer som tittar på ett TV-program. Det centrala är enligt Shiller att komma med någon form av sensationella nyheter. Media letar exempelvis alltid efter olika rekord som kan ha slagits (Shiller, 2000, s. 73ff). I sin jakt på sensationella nyheter formar de även olika hypoteser som de i efterhand försöker få en auktoritet från finansbranschen eller den akademiska världen att stödja. Viktigt för media är även att hålla läsarna på gott humör, då goda nyheter som kan ge framtidshopp tas emot bättre än negativa nyheter. Det nya i tidningars bevakning av aktiemarknaden är att det inte längre är endast finansstidningar som rapporterar från finansmarknaderna utan nu även kvällstidningar.

Staten

Staten representerar en uppsjö olika intresseriktningar eftersom den består av så många olika aktörer (myndigheter och verk), vilka ofta har olika intressen. Staten tjänar rent principiellt ofta på att få in skattepengar, eftersom det är dessa som utgör statens monetära bas. Staten sätter upp arenan för investeraren och bestämmer vad som är tillåtet och vad som inte är tillåtet. De olika regleringarna staten inför avgör vad som är lönsamt och vad som inte är lönsamt för investeraren i fråga om placeringsalternativ samt längd på placeringarna. Dessutom tillhandahåller staten övervakande organ av olika slag som ska säkerställa att medborgarna kan bedriva en trygg aktiehandel inom lagens ramverk.

4 EMPIRI

I detta kapitel kommer syftet med de olika frågorna i enkätundersökningen att gås igenom. Vidare presenteras resultaten från både enkätstudien och intervjuerna.

4.1. Enkätundersökning

I denna del kommer dels frågeformulärets uppbyggnad och teoriförankring att genomgå och dels resultaten av undersökningen. Först kommer frågorna i undersökningen att diskuteras, det vill säga, vilken teoriansknytning de har och i vilket syfte de har ställts. Frågeformuläret i dess helhet återfinns i bilaga 1.

Frågorna ett och två har ställts som inledande frågor och syftar till att ge bakgrundsinformation om respondenterna. Könsfördelningen fördelar sig som följer: Män 42 st. eller 73,7 % av de tillfrågade, Kvinnor 15 st. eller 26,3 %.

Åldersfördelningen fördelar sig enligt nedan:

-30	9 st. /	15,8 %
31-50	3 st. /	5,3 %
51-70	35 st. /	61,4 %
71-	10 st. /	17,5 %

Fråga tre undersöker vilken mäklare som respondenten använder sig av. Svartalternativen fick följande fördelning:

Personlig bank/fondmäklare	40 st. /	70,2 %
Internetmäklare	12 st. /	21 %
Övrigt	5 st. /	8,8 %

Fråga fyra undersöker vilka faktorer investeraren använder som informationsinput för köp- respektive säljbeslut. Då man säkerligen blir influerad av många olika källor har formuläret begränsningen att rangordna de 3 viktigaste variablerna. En viktning av svartalternativen har skett och det som ansågs viktigast har fått värdet 3 och det alternativ som fått rangordning 3 har fått värdet 1. I några få fall har respondenterna här angett endast ett svartalternativ. När detta skett har detta alternativ fått värdet 3.

De viktigaste källorna för köpbeslutsfattande var 1) Affärstidningar 32 % 2) Aktieträffar 22 % 3) Tv och Radio 12 %. För säljbeslut är fördelningen liknade den för köpbeslut men med mindre skillnader i andel vad gäller de tre viktigaste informationskanalerna. Säljbeslutsinformation bygger på följande information: 1) Affärstidningar 33,5 % 2) Aktieträffar 16,6 % 3) Tv och Radio 12 %. Övrig fördelning se diagram 1 nedan.

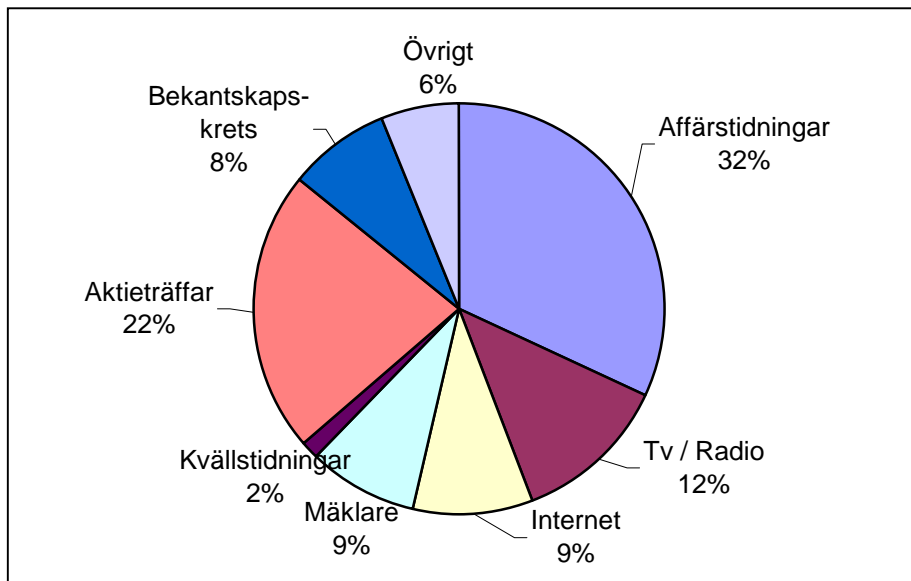


Diagram 1 På vilken information bygger du dina köpbeslut?

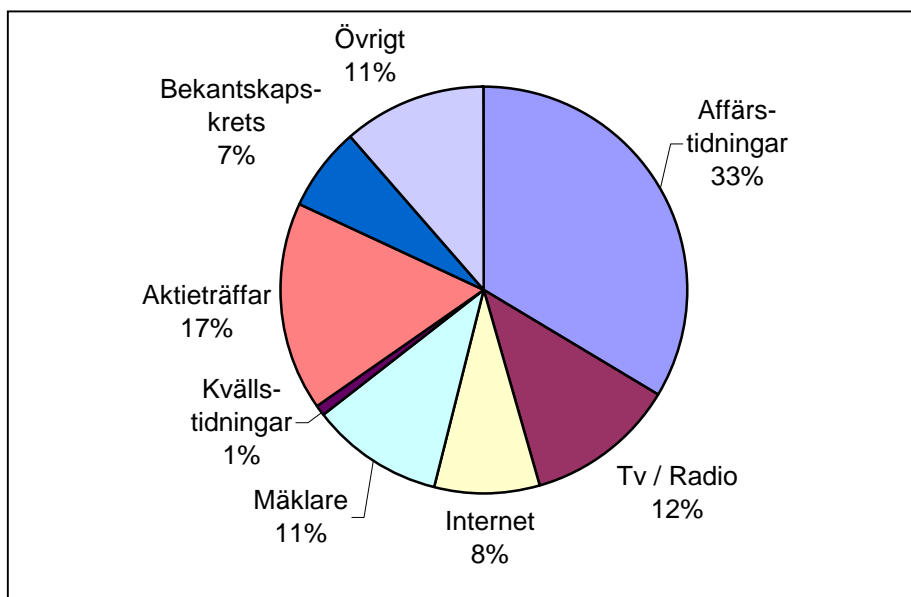
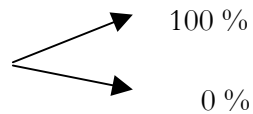


Diagram 2 På vilken information bygger du dina säljbeslut?

Frågorna fem och sex grundar sig på att investeringar tenderar baseras mera på fingertoppskänsla och en uppfattning om var marknaden är på väg än på rationella avvägningar mellan risk, avkastning och pris. Om respondenten svarat att han skulle köpa en aktie med referens till att den tidigare gått upp kraftigt, tyder det på flockbeteende eller närmare bestämt på det som kallas irrational herding. Distinktionen har gjorts mellan en uppgång på kort sikt och en uppgång på lång sikt. Andelen som skulle köpa en aktie på informationen att den gått bra den senaste tiden var 15,8 %. Om man i stället utgår från att aktien historiskt sett har gått bra på börsen ändras uppfattningen och 63,2 % skulle ha köpt aktien på det historiska mönstret.

Fråga sju syftar på Haugens teori om riskaversion. Om respondenten svarar alternativet att han mot en chans/risk på 50 % skulle lotta om den gemensamma vinsten, får han anses inte vara riskavert.



Enkätsvaren visar att investerarna oftast väljer det säkra alternativet före det osäkra, även om den förväntade avkastningen är samma för båda alternativen. I undersökningen fick alternativen följande svar: 33,3 % kunde tänka sig att riskera att förlora det intjänade kapitalet mot en chans att vinna samma summa. Omvänt vill 66,7 % inte riskera att förlora redan intjänat kapital och får därmed anses riskaverta.

Frågorna åtta och nio är baserade på Kahneman och Tverskys prospektteori som undersöker investerarnas preferens gällande säkra kontra mindre säkra utfall. Båda frågorna förväntas vid rationalitet få samma svar då de anger samma proportioner. Då respondenten väljer olika alternativ på de båda frågorna kommer det att anses som ett irrationellt beslut, vilket enligt Kahneman och Tversky beror på preferens för säkra utfall, medan vid osäkra utfall preferens råder för hög vinstmöjlighet. Alltså är investerare enligt deras teori irrationella och kommer generellt att vilja svara B på fråga åtta och A på fråga nio.

I undersökningen visade det sig att 44 % valde B-alternativet på fråga åtta och att 61 % valde A-alternativet på fråga nio.

Fråga tio behandlar köpbenägenheten hos placeraren då denne överväger historiska data. Frågan undersöker i vilken grad investerarna förlitar sig på tumregeln att investera i en aktie som tillhör de historiska vinnarna, alltså att de utgår från att gårdagens vinnare även är morgondagens vinnare. Denna fråga kan även tänkas vara ytterligare ett mått på samma tema som i frågorna fem och sex. Dock definieras här tidpunkt och procentuell uppgång. På frågan svarade 18,6 % av respondenterna att de skulle köpa en aktie som de senaste två åren stigit med cirka 70 %. Detta att jämföra med svaren i fråga sex.

Frågorna elva till och med tretton undersöker ifall placeraren agerar utifrån i förtid uppställda tumregler då han väljer position i sälj eller köp av ett placeringsobjekt. Frågorna är också ställda i syftet att se om dessa regler skiljer sig i nedgång respektive uppgång. På frågan angående uppställda tumregler svarade 49,1 % att de har tumregler. Av de som hade tumregler blev typvärdet, 58,3 % av respondenterna, att de säljer efter en uppgång på mellan 26 och 50 %. För tumregler gällande försäljning vid nedgång var svaret annorlunda. Typvärdet, 48,1 %, svarade att de säljer efter en nedgång på 0-25 %. Se fördelning i diagram 3 nedan.

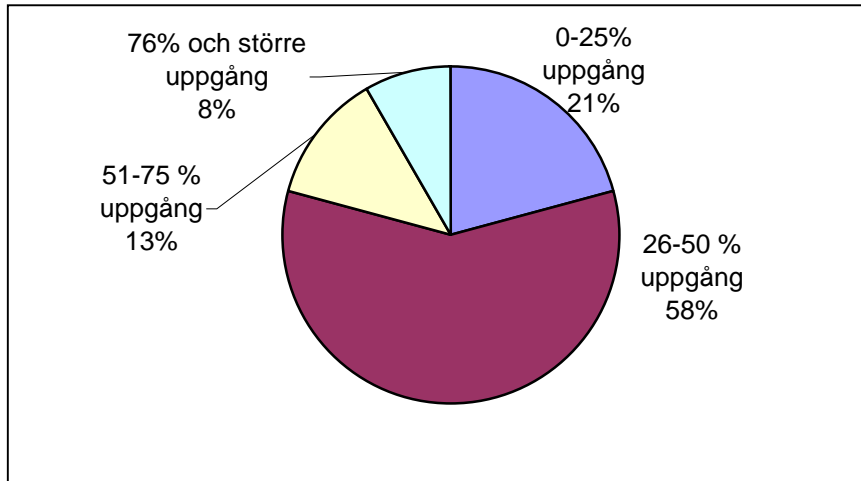


Diagram 3 Efter hur stor procentuell uppgång säljer du dina aktier?

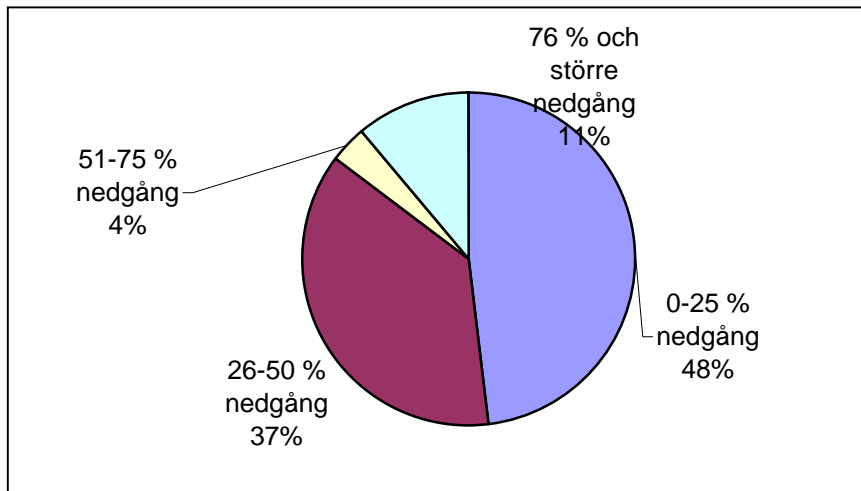


Diagram 4 Efter hur stor procentuell nedgång säljer du dina aktier?

Vad gäller frågorna fjorton och femton syftar de till att undersöka om Kahneman & Tverskys värdefunktion stämmer. Denna anger som bekant att en förlust värderas hårdare än vad en vinst av motsvarande storlek gör. Frågeformuläret gav svaret att 28 % av respondenterna ansåg att förlusten kändes hårdare än vad vinsten känns bra medan 37 % ansåg det omvända. 35 % ansåg att vinst kändes exakt lika bra som förlust kändes dåligt. I relativa termer värderades en förlust till i genomsnitt 3,7 och en vinst till 3,8.

Fråga sexton utreder vad och/eller vem som är orsaken till en dålig placering. Svarsalternativen och fördelningen kan ses nedan i diagram 5. Den anledning som flest respondenter gav till en dålig aktieplacering var dåligt eget beslut. Detta svar gav något mindre än hälften eller 47 %. Det näst vanligaste alternativet var att marknaden i sig varit dålig, vilket 23 % ansåg.

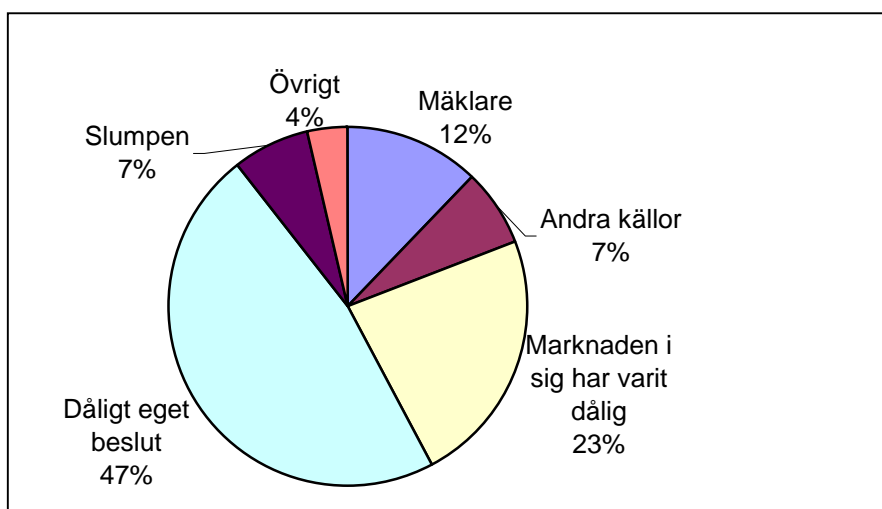


Diagram 5 Vad är enligt dig orsaken till en dålig aktieplacering?

4.2. Intressentmodell

4.2.1 Mäklarhus

Då en stor del av den information som här redogörs för är kritisk mot mäklarhusets verksamhet vill intervjuobjekten vara helt anonyma. De personer som intervjuats har tidigare varit aktiemäklare men innehar numera andra tjänster inom finansbranschen. De har varit anställda inom bland annat Swedbank, Skandiakoncernen och SEB. För att se de exakta frågorna kring vilka diskussionen kretsade, se bilaga 2.

Mäklarhusets huvudsakliga inkomstkällor

Mäklarhus maximerar sin vinst genom tre huvudsakliga aktiviteter. Dessa är courtageintäkter, trading i egen bok samt Corporate Financeverksamhet. Courtage är basen i intjäningen och mäklarnas löner är direkt knutna till de courtageintäkter de klarar av att generera åt firman. I de tider då handeln är för låg för att courtagen ska kunna generera tillräckligt blir tradingen den aktivitet som får säkerställa att tillräckligt mycket intäkter genereras. Det gäller att sälja så mycket värdepapper det går, vilket är en tyst överenskommelse inom branschen. Det råder enligt en av mäklarna ”vilda västernfasoner” på alla ställen.

Påverkan av kundrelationerna, intressekonflikter

Varje morgon är det morgonmöte. På morgonmötet skriver chefen upp på en tavla vad varje mäklare har dragit in i courtage föregående dag. Som mäklare gäller det med andra ord att ringa runt till alla kunder och försöka få dem att handla. Mäklaren kan vara rädd om det fåtal riktigt stora kunder han har, de andra ska bara fås att handla så mycket som möjligt så att det flyter in mycket courtage. Det råder en stark press från cheferna att få kunderna att handla mycket. Tankebanorna ska hela tiden gå i hur man kan få kunden att göra så många affärer som möjligt. Detta innebär att man som mäklare i många lägen där man skulle vilja ge sin kund taktiska råd måste avstå.

Ett exempel som den ena mäklaren ger på när en mäklare måste avstå från att göra det han finner bäst för sin kund kan vara som följer: Kund A är en mindre kund. Han ringer in och funderar på att sälja sina Volvoaktier. Mäklaren gör bedömningen att köpsidan ligger mycket stark i Volvo för tillfället och att det troligen finns stor uppgångspotential i aktien de kommande dagarna. I detta läge skulle mäklaren kunna vilja råda sin kund att hålla kvar sina aktier i ett par dagar och se om de inte går upp ytterligare. Som försäkring mot nedgång skulle då kunna läggas in en stop-lossorder. Eftersom pressen på mäklarna är stor att dra in courtage kommer chefen i stället att vilja att denne uppmuntrar sin kund till att genast sälja aktierna och för

likviden köpa en annan aktie. Samtidigt ska ses till att en annan av mäklarhusets kunder som har en köporder inne köper dessa aktier av samma mäklare. Eftersom den nya ägaren av Volvoaktierna kommer att få sälja andra aktier för att finansiera köpet samt att kunden som säljer Volvoaktierna rekommenderas att köpa någon annan aktie kommer slutresultatet att bli fyra courtagegenererande affärer! ”Det är så en mäklare ska jobba, allt annat betecknas inom branschen som dumt.”

Det finns även tillfällen då mäklare samarbetar med analysverksamheten enbart i säljsyfte. Ponera att en institution har ett innehav i exempelvis Lindex på tio procent av deras aktier och vill sälja detta innehav. Institutionen meddelar mäklarhuset att om de kan sälja innehavet så får de uppdraget. Detta innebär en stor intäkt för mäklarhuset. För att få upp en stor efterfrågan på Lindex ber de då sina analytiker att ge ut en mycket positiv analys av Lindex till samtliga mindre kunder. På detta vis ökas inte bara efterfrågan, utan aktierna kan säljas till mäklarhusets egna kunder, vilket medför dubbla courtageintäkter. Det gäller enligt den ena mäklaren att alltid fundera över syftet med analysen när man läser en analys.

En av mäklarna säger: ”Mäklare är samma sak som krängare, det är ett skitjobb, analytiker är också samma sak som säljare, de säljer in sina analyser till mäklarna som i sin tur säljer till kunden, så är det överallt, även i de mest respekterade och ansedda mäklarhusen”. Detta vidimerades även i P1:s radioprogram pengar och rätt där Aktiespararnas Gunnar Ek hävdar att analytiker inte är något annat än säljare (Veckans Affärer, 2001, s.6).

Ett exempel på analytikers säljroll som en av mäklarna ger är när en känd analytiker på Enskilda Securities i augusti 1999, gav ut en analys på Ericsson. I analysen var målkursen 300 kronor. Aktien nådde dock målkursen bara inom någon dag. Då höjde samma analytiker målkursen till 600 kronor. Denna kurs nåddes också, inom ett par veckor. Då höjde analytikern målkursen till 900 kronor. En känd analytiker höjde alltså målkurserna i sina analyser enbart baserat på att de tidigare målkurserna uppnåtts. ”Detta är mycket vanligt i branschen, men naturligtvis oseriöst”.

Uppdelning av kundbasen

Båda intervjupersonerna ansåg att en uppdelning av kundstocken sker. En grov uppdelning av kunderna sker i tre klasser vilka nedan kommer att beskrivas. I denna fiktiva uppdelning är depåkravet fem miljoner kronor.

- a) *Institutioner och vipkunder från kategori b*
Här finner vi de mest vinstgivande kunderna. Antingen är volymerna stora eller så handlar kunden mycket frekvent.

- b) *Kunder med mycket stor förmögenhet*
I denna kategori indelas ofta de kunder som har en mycket stor förmögenhet, i exemplet från intervjuerna kunder med en förmögenhet kring 50 miljoner kronor. Detta beror naturligtvis på ort men principen om uppdelningen gäller även då förmögenheterna är andra belopp än i exemplet.
- c) *Kunder med stor förmögenhet*
Här i understa klassen finner vi kunder med förmögenheter kring 5 miljoner. Dessa kunder är för fondkommissionären inte lika intressant som kunderna i segment a eller b då de ger lägre provision.
- i) *Småsparare*
Som en underrubrik till kundkategori c kan småspararna tänkas ligga. Dessa kunder är för fondförvaltaren en krävande grupp som ej ger så bra intäkter.

Implikationer för kundrelationen

Enligt intervjupersonerna kommer kunderna i de översta segmenten att få värdefull information först. Dock med dagens teknik och informationsöverföring handlar det inte om stora fördröjningar mellan de olika kundkategorierna. Från segment a till c kan det högst dröja ett par timmar. Informationen sprids numera lätt till ett stort antal kunder via antingen Internet- eller telefonitjänster. Det som är värt att notera här är att mäklaren, som även annars, utgår från att ge de värdefullaste kunderna informationen först. Detta som ett led i det egenintresse som ligger i branschen som helhet. Ju större belopp och ju mer frekvent kunden handlar, desto större intäkter får firman och i sin tur även mäklaren i form av högre lön.

Kategoriseringens inverkan på de mindre kundernas förmåga att fatta rationella beslut

Som beskrivet ovan utgår mäklare kanske inte efter att ge kunderna bästa tänkbara information utan agerar ofta för att maximera sin egen vinst. Med tanke på att den personliga kontakten endast kan hållas med ett litet antal kunder kommer de kunderna som betyder mest att få större chans att genomföra goda affärer än de som ligger längre ner i segmentet. Att kategoriseringen skulle leda till irrationella beslut kan endast till viss del förklaras. De som handlar frekvent och för större summor får informationen först och skulle på så vis kunna tjäna extra på just detta. Å andra sidan menade intervjupersonerna att om kunderna alltid skulle följa mäklarens råd skulle mäklaren själv vara vinnaren då han får kunden att i ena sekunden köpa för att i nästa komma med ny information och råda kunden att sälja.

En mäklares personlighet

En av de intervjuade mäklarna förklarar att det som aktiemäklare ställs speciella krav på empati och ansvarskänsla inför hur det går för kunden. De mäklare som har för stor ansvarskänsla och empati blir aldrig några framstående mäklare, eftersom de då inte alltid råder kunden att agera i de riktningar som gör att mäklarhusen maximerar sina courtageintäkter. För att lyckas dra in så mycket courtage så att man tillhör de bästa mäklarna måste mäklaren alltså bearbeta och ge avkall på sin samvetes- och ansvarskänsla inför kunden. Detta gäller speciellt i interaktionen med de kunder som kategoriseras som C-kunder.

En av mäklarna förklarar att de personer som avancerar till chefspositioner inom mäklareverksamheten är just de personer som är duktiga säljare och lyckas dra in mycket courtage. Eftersom det normalt krävs ett antal års arbete för att bli mäklarchef har de personer i chefsställning under lång tid arbetat på att få ner sin empati. Detta innebär enligt mäklaren två saker, dels att cheferna som styr arbetet har låg empati, dels att mäklarna inser att detta är vad som krävs för att kunna dra in mycket courtage och därmed själv kunna avancera till chef.

Mäklarhusen överdrivet positiva?

Att mäklarhusen skulle vara överdrivet positiva tycktes mäklarna vara överens om. I detta fall hade de två kompletterande förklaringar på detta. En av dem menade att de senaste åren inneburit en ökning av handeln med aktier. Detta dels beroende på medias roll, men framför allt mäklarnas till synes lätta matematik att övertyga kunder att köpa billigt och sälja dyrt. En annan mäklare hade en annan variant. Det är lättare och mer handelsstimulerande att ha rekommendationen köp i stället för sälj eller behåll. Detta för att en köprekommendation vänder sig till hela marknaden medan en säljrekommendation endast vänder sig till dem som har underliggande aktier, undantaget de som blankar aktier. Om man undantar blankningsaffärer som både nytillkomna och många mer erfarna aktiesparare ofta inte förstår sig på, var köp en effektiv rekommendation för att få igång handel vilket därmed förklarar den positiva synen hos mäklarhusen och analytiker. Detta därför att de själva vill maximera sina egna vinster genom stora courtageintäkter.

Ett exempel som är färskt är hur analytiker rekommenderar Telia. En av mäklarna menade att i princip ingen analytikerfirma som är kopplad till mäklarhus gör annat än rekommenderar köp eller ställer sig positiva till Telia. Detta har sin förklaring i att staten ännu har ett stort innehav i Telia som högst troligen kommer att säljas ut på börsen. En utförsäljning skulle innebära ett stort uppdrag för en Corporate Financeavdelning hos ett mäklarhus. Detta i sig medför att ingen firma, undantaget de allra minsta som ändå inte får chansen att sälja ut innehavet, ställer sig negativt till Teliaaktien och ger därför en positiv bild av företaget

4.2.2 Media

För att få en bra bild över hur tidningar påverkar investerare och deras förmåga att fatta rationella beslut är det viktigt att få information om tidningars verksamhet från flera olika aktörer. Två personer verksamma inom tidningar med varierande inriktningar har intervjuats. Dessa personer är Sara Liedholm på Expressen och Björn Wilke på Dagens Industri. Liksom i mäklarhusdelen står de exakta frågebrikerna att finna i bilaga (Bilaga 3). Resultaten från de olika intervjuerna har liksom i avsnittet om mäklarhus arbetats samman till en sammanhängande text. Dessa intervjuer genomfördes via E-mail.

Hur en tidning presenterar sin journalistik för att sälja så många nummer som möjligt

Journalistiken måste vara trovärdig och beröra läsaren. Ett urval av de mest intressanta nyheterna görs av skribenten själv på samtliga de tidningar som intervjuats, ingen av tidningarna har skyldighet eller strävan efter att rapportera om allt som händer. Sådant som berör är ofta mycket positiva eller negativa nyheter.

Intresset för börsnyheter över tid

Liedman: Intresset för börs och ekonomi går i vågor. När börsen går upp och det är "lätt" att tjäna pengar är folk intresserade av att veta hur man gör och vad som händer. Ekonomijournalistik har även blivit allt viktigare eftersom människor har större möjlighet (eller påtvingat tvång) att själva påverka sin privatekonomi genom pensionsfonder, pensionsförsäkringar med mera. Det som säljer är om läsaren berörs, om läsaren upplever att nyheterna hjälper till att tjäna pengar eller spara pengar.

Wilke framhåller att börsnyheter inte får större utrymme i affärstidningar i stora börsuppgångar. Det enda som kan öka affärstidningars omfång i uppgångar är att tidningarna får en ökande annonsmassa. Tidningar som ändrar omfånget på ekonomi- och börsnyheterna i börsuppgångar är alltså enligt Wilke i första hand dags- och kvällstidningar.

Utbildningsnivån på tidningars börsexperter

Liedman: På en kvällstidning som Expressen är alla allmänjournalister. Det är en skillnad i utbildningsbakgrund mellan kvällstidningar och facktidningar. En journalist som i en kvällstidning profileras som börsexpert kan vara en vanlig skribent som med tiden fått så god kunskap om området att profileringen är befogad.

Wilke: Ekonomijournalister kallas aldrig för börsexperter i affärstidningar. Sådana begrepp används uteslutande i kvällstidningar. På exempelvis Dagens Industris

redaktion är samtliga anställda civilekonomer och de flesta är dessutom medlemmar i Svenska Finansanalytikers Förening. Detta innebär att Dagens Industris journalister har samma utbildning som andra analytiker och i vissa fall betydligt längre erfarenhet.

Medias påverkan i valet av investeringsobjekt

Journalisterna tror att media har en påverkan i valet av investeringsobjekt. En konsekvensneutral journalistik ska dock eftersträvas, vilket innebär att en skyldighet att skriva finns oavsett vad konsekvenserna kan bli. Det är dessutom alltid den enskildes ansvar vad man gör med sina pengar i med- och motgång. Media gör alltid ett urval om vilka bolag som ska avhandlas. Media är enligt Wilke objektiva eftersom de inte är engagerade i aktiehandel. Andra hänsyn måste dock tas, media skriver hellre om aktier med många ägare och som berör en stor del av läsekretsen. Allmänintresset är med andra ord en viktig faktor för media. Ett urval av nyheter görs, sammanfattas och kommenteras och börsjournalister gör även värderingar. Wilke anser att det kan ses som konsumentupplysning, ”kilopris” tas fram på aktier.

Vågar media gå emot trenden i sina analyser och rekommendationer?

Björn Wilke anser att hans Dagens Industri kan vara betydligt friare än en bank eller mäklarfirma, som måste försvara sina egna positioner.

Enligt Sara Liedholm gör kvällstidningar inte själva analyser och ger rekommendationer, utan det görs av analytiker, som är proffs. Det kan dock ofta framstå som att det är tidningens rekommendation, vilket det inte är. ”I krönikor och kommentarer får folk dock naturligtvis tycka vad de vill. Om analytikerna är rädda för att gå emot trenden i sina analyser är upp till den enskilde analytikerns yrkeskunskap”. Liedman tror dock att många gör det lätt för sig och ”rider på vågen”.

4.2.3 Stat och övervakande organs intressen

För att få en inblick i de intressen som staten, kommunerna och statens underliggande myndigheter kan tänkas ha i aktiehandel har en politiker intervjuats. Intervjupersonen är Margit Gennser som sitter i riksdagen som representant för Moderaterna i Malmö. Gennser har suttit i riksdagen sedan 1982 och har varit ledamot i Socialförsäkringsutskottet och Riksdagens Revisorer. Vidare har hon haft engagemang i Finansutskottet. Hon har varit djupt involverad i den nyss genomdrivna pensionsreformen och är utbildad civilekonom. Gennser rådfrågades endast angående statens intressen medan de partipolitiska åsikterna hölls utanför. De exakta frågorna som tagits upp står att finna i bilaga 4.

Statens intresse i medborgarnas aktiehandel

Staten har en mängd olika intressen vad det gäller människornas handel med finansiella tjänster. Dels får staten på en uppåtgående börs in ökade skatteintäkter, ju mer medborgarna realiserar sina aktievinster och betalar reavinstskatt. Ju mer handel som sker med aktier, desto bättre och mer dynamiskt fungerar riskkapitalmarknaden. Även allokeringen av kapitalet kommer att investeras där det ger bäst räntabilitet och avkastning.

I förlängningen vore det bästa sättet att främja en effektiv marknad och allokera kapitalet att helt ta bort reavinstskatten. På detta viset kommer kapitalet att utnyttjas på bästa möjliga sätt till de mest intressanta investeringarna. Gennser tror att reavinstskatten på sikt kommer att försvinna, men det måste ställas krav på detta från svenska folket, vilket ofta är alldeles för snällt och fogligt.

Motstridiga intressen inom stat och organ

Det förekommer ofta intressekonflikter inom de olika delar som tillsammans utgör staten. Normalt sett är exempelvis det som är optimalt för socialdepartementet inte optimalt för finansdepartementet. Det finns inte bara konflikter inom olika statliga departement, utan det är också mycket vanligt att statens och kommunernas intressen skiljer sig och att kommunerna utför lobbying mot staten. Allra mest meningskiljaktigheter finner man dock mellan de olika politiska partierna, till exempel angående synsätt på beskattning av kapitalinkomster.

Kontrollorgan

För att kunna upprätthålla kontroll över aktiehandeln och dess aktörer har staten och Sverige utsett finansinspektionen som kontrollorgan. Enligt Gennser är reglerna inte helt tillfredsställande. Bland annat är reglerna inte tillräckligt omfattande och tillkommer ofta reaktivt, finansinspektionen reagerar oftast först efter det att en skada redan skett. Ytterligare ett problem är att bra personal från myndigheten ofta får bättre erbjudanden från organisationer i det privata näringslivet och då lämnar finansinspektionen.

Statligt ägande

De statliga ägandeintressena varierar enligt Gennser naturligtvis när olika intervjuobjekt tillfrågas. Intressen som är generella är dock att ha kontrollen över för staten viktiga segment där de vill ha inflytande över hur dessa sektorer ska utvecklas. Sådana segment har förut varit el- och telesektorn, denna håller dock nu på att avregleras. En stor nackdel med statligt ägande är att företagen inte får tillräckligt med kapital för att kunna utvecklas optimalt, vilket lättare sker om aktiekapital kan

emitteras från marknaden. Exempel som gavs var Vattenfall och MKB, vilka om de skulle ha varit börsnoterade, kunde haft en helt annan utveckling.

DEL III

KAPITEL 5: ANALYS

KAPITEL 6: SLUTSATSER

5 ANALYS

I detta kapitel analyseras och jämförs det som kommit fram i empiri- och teoriavsnitten.

5.1 Enkätundersökning

5.1.1 Heuristic-driven bias

Detta tema innebär att människor förlitar sig på uppställda tumregler i stället för att ta reda på så mycket fundamental information som möjligt inför köp- eller säljbeslutet. Enligt fråga elva i undersökningen så hade 49 % av de tillfrågade uppställda tumregler för köp- respektive säljbeslut. Detta faktum innebär att hälften av respondenterna inte utvärderar den nya situationen som investeringen befinner sig i efter uppgången eller nedgången. I stället fattar de sitt beslut utifrån på förhand uppställda tumregler och kan enligt Shefrins teorier anses irrationella.

Fråga tolv och tretton behandlar de personer som har uppställda tumregler. Frågan undersöker hur stor uppgång respektive nedgång som de kräver för att agera utifrån sin position. Resultatet visar att 58,3 % säljer sina aktier efter en uppgång på 26-50 % medan endast 37 % av de tillfrågade säljer sina aktier efter motsvarande nedgång. I stället säljer 48 % sina aktier redan efter en nedgång på 0 till 25 %. Detta visar att de personer som förlitar sig på tumregler tolererar mindre förluster på sina aktier än de kräver vinster. Detta indikerar att de tillfrågade har tendenser att vara riskaverta. En position som börjar gå med förlust avslutas snabbt.

Fråga tio i undersökningen behandlar det tema som ingår i heuristic-driven bias vilket innebär att investerare förlitar sig på stereotyper. Det innebär att de förlitar sig på att en aktie som tillhört börsens vinnare de senaste åren även är en bra aktie inför framtiden. I undersökningen framkom att andelen som anser en aktie köpvärd efter en 70 procentig uppgång är större än andelen som anser den icke köpvärd. Tilläggas bör dock att 65 % bedömer informationen otillräcklig för att fatta ett investeringsbeslut. Det kan av dessa siffror utläsas att nästan en fjärdedel av alla respondenter förlitar sig på stereotypen att en aktie som de senaste åren gått bra är köpvärd. Detta talar rakt emot De Bondt & Thalers experiment som visar att de senaste årens förloraraktier klart slår de senaste årens vinnaraktier på fem års sikt. De begår därmed ett misstag som tror att den aktie som gått upp mycket är den mest köpvärda.

5.1.2 Frame dependence

Frame dependence innebär att varje beslutssituation påverkas av den ram som används i framställningen av beslutsproblemet. Enligt Shefrin är inramningen på

problemet ofta inte transparent för investeraren vilket leder till att det blir svårt att göra en objektiv avvägning mellan risk och avkastning. Detta har undersökts genom att fråga på vilken information som investeraren bygger sina beslut.

Genom svaren i fråga fyra framkom de viktigaste elementen som ligger till grund för köp- respektive säljbeslut. Då investeraren överväger att köpa en aktie väger informationen från affärstidningar tyngst med en andel på 32 % av respondenterna. På andra och tredje plats kommer aktieträffar med 22 % och Tv/radio med 12 %. Därefter kommer råd från mäklare med 9 %. Vid säljbeslut är rangordningen mellan de tre viktigaste faktorerna likadan men med andra procentsatser. Dock har betydelsen av mäklare och kategorin övrigt ökat. Uppenbarligen används samma informationskanaler för köp- och säljbeslut.

Med tanke på resultatet ovan ser man medias stora betydelse men att även mäklare är viktiga. Aktieträffarnas stora roll beror sannolikt på att samtliga enkäter insamlades på en aktieträff. Denna kategori bör i våra ögon ses med ett visst mått av skepticism och inte generaliseras till hela populationen.

Frame dependence genomgår även hur informationen kan förvrängas av de olika intressen som kan tänkas ligga bakom respektive råd eller analys och påverka möjligheten att fatta rationella beslut. Detta har ansetts som ett mycket viktigt tema varpå detta diskuteras vidare i en egen modell, intressentmodellen.

De investerare som upplever frame dependence, att inramningen på beslutssituationen påverkar det beslut som tas, gör som genomgått i teorin detta delvis av emotionella skäl. Fråga sexton i enkätundersökningen syftar till att undersöka i vilken utsträckning investerare känner ett behov av att skylla sina dåliga placeringar på något annat än sig själva. Resultatet visar att hela 47 % av de tillfrågade anser sina egna beslut vara huvudorsaken till nedgången. Det är något anmärkningsvärt att så många respondenter själva anser sig ha gjort ett dåligt beslut, detta trots att källorna för köpbesluten mestadels kommer från affärstidningar och aktieträffar. Endast tolv procent skyllde på att mäklaren hade gett dåliga råd. Intressant är dock att ur gruppen på tolv procent som skyller på mäklarnas råd vid förlust är det endast en knapp tredjedel som svarat att de grundar sina köpbeslut på mäklarnas råd. Detta innebär att Shefrins teori om mäklarnas funktion som minimerare av ångest, det vill säga att de är bra att skylla på när det går dåligt stämmer. Många investerare anger mäklarna som huvudskäl till en dålig placering utan att samtidigt ha grundat sitt köpbeslut utifrån mäklarnas råd.

5.1.3 Flockbeteende

Som irrationellt flockbeteende anses när olika individer väljer att fatta samma beslut som andra med just anledningen att de andra, flokken, gör så. I undersökningen ställdes två frågor på detta tema. Frågorna fem och sex undersöker flockbeteende med olika tidsperspektiv. Det som framgår av undersökningen är att det

skiljer sig markant när man beaktar tidshorisonnten. På kort sikt skulle endast 16 % av respondenterna köpa en aktie som gått bra. När frågan omformulerades till att gälla lång sikt svarade i stället 64 % av de tillfrågade att de skulle köpa aktien. Investerare agerar i likhet med flocken då den gått i samma riktning under en längre tid. Tendensen att vilja inträda i flocken och bli en del av den verkar bli starkare ju längre tid man beaktar. Kanske beror det på att investeraren anser sig missat en chans som andra identifierat och tjänat pengar på och att han tycker det är bättre att gå in sent i investeringsobjektet än aldrig. Kanske ser en investerare mer på vad andra tidigare har tjänat pengar på än till sin egen förmåga att bedöma den aktuella investeringssituationen. Det här beteendet ligger helt i linje med den sorts reklam många stora banker och värdepappersinstitut riktar mot potentiella fondsparare. Reklamen går mycket ofta ut på att visa hur mycket just deras aktiefond gått upp under de senaste åren, i regel uppemot ett tiotal år.

5.1.4 Riskinställning

Som genomgåtts i teorikapitlet kan en investerare vara riskavert, riskneutral eller riskpreferent. För att ta reda på urvalsgruppens inställning till risk användes fråga sju i enkätundersökningen. Hela 67 % av respondenterna ville avstå från lottning och kan därmed ses som riskaverta. Detta innebär att investerare är rädda om de vinster de har intjänat och inte beredda att riskera dem. Informationen kan även innebära att investerare är rädda för en förlust och likaså att en potentiell förlust känns hårdare än den potentiella vinst som är väntad. För att riskera sina pengar kräver de ett väntevärde som är högre än det som råder i utgångsläget. Detta kan kopplas till Kahneman och Tverskys teori om värdefunktionen (prospektteorin) som går igenom i nästa stycke.

5.1.5 Prospektteorin

Prospektteorin utgår främst ifrån två saker. Dels att investerare föredrar ett säkert utfall framför ett osäkert och dels att nyttoförlusten vid en kursnedgång i en aktie är cirka två gånger större än nyttovinsten vid en lika stor uppgång i samma aktie.

Fråga åtta och nio undersöker om investerare föredrar ett säkert utfall jämfört med ett mindre säkert samt om de är rationella i sina beslut. De som väljer olika svar i fråga åtta och nio (A och B eller B och A) är att anse som irrationella eftersom de beaktar samma proportionaliteter olika. Den grupp som i denna mening är irrationella är hela en tredjedel av urvalet.

Vidare säger prospektteorin att fler personer väljer det alternativ med lägre vinst men högre sannolikhet att uppfyllas när utfallet är säkert än när det inte finns något säkert utfallsalternativ. Investerare ska alltså vara mer riskbenägna när utfallet inte är säkert. Den empiriska enkätundersökningen visar att det i urvalsgruppen är 56 % som föredrar det utfall som har högst sannolikhet men lägst potentiella utfall, då

inget av utfallen är helt säkert. När sannolikheterna proportionerligt multipliceras till ett alternativ med 100 % säkert utfall och ett annat med 80 % säkert utfall, ökar andelen som föredrar det mer säkra alternativet till 61 %. Det kan därmed i denna enkätundersökning utläsas betydligt mindre skillnader än vad Kahneman och Tversky kom fram till i sin undersökning, men tendensen är åt samma håll. När ett säkert alternativ finns föredrar investerare detta, medan de är mer chansningsbenägna om båda alternativ är osäkra och då hellre väljer det med högst vinstpotential. Dock är det endast 16,7 % av respondenterna som svarar i linje med Kahneman och Tversky's viktfunktion, det vill säga att de vid två osäkra alternativ väljer det med högst vinstchans, medan de när ett säkert alternativ införs väljer säkerhet framför möjlighet till hög vinst.

Vad gäller hur hård en aktieförlust känns för investeraren i nyttotermer jämfört med hur bra en lika stor vinst känns så ger enkätsvaren vid handen att en liten övervikt av investerarna tycker att en förlust inte känns lika hård som en vinst känns bra. Detta ligger inte alls i linje med Kahneman och Tverskys teori om att förluster ger en cirka två gånger större nyttoförlust än vad en lika stor vinst ger en nyttoökning. Enkätundersökningens fråga fjorton och femton ger jämfört med Kahneman och Tversky ett omvänt resultat, endast 28 % av respondenterna ansåg att förlusten kändes hårdare än vad vinsten känns bra medan 37 % ansåg det motsatta.

Det finns anledning att misstänka att respondenterna har haft svårt att förstå innebörden på denna fråga. Möjligtvis anser de att en förlust inte är förlust förrän den är realiserad, med andra ord, att en förlustaktie kan stiga i värde igen. Andra frågor har nämligen visat att investerare dels är riskaverta (fråga sju) och dels att de säljer snabbare när deras aktier gått ner än vad de väntar med att sälja när deras aktier gått upp i värde (fråga tolv och tretton). Fråga tolv och tretton tyder just på det som Kahneman och Tversky kommer fram till i sin prospektteori, att investerare värderar förluster hårdare än vinster och skulle därmed tyda på ett svar samstämmigt med deras teori.

5.2 Intressentmodell

5.2.1 Mäklarhus

Mäklarhusets bidrag till kunderna som genomgått i teoriavsnittet är att tillhandahålla analyser och utföra handel. Faktumet att mäklarnas lön är direkt knuten till genereringen av courtageintäkter gör att de strävar efter att i alla lägen omsätta så mycket värdepapper det går, ju högre handel desto större courtageintäkter. Cheferna på mäklarhusen inte bara starkt uppmuntrar det säljriktade beteendet, utan de framkallar det genom att varje morgon inför alla mäklare berömma de som föregående dag genererat störst courtageintäkter till firman.

Pressen på mäklarna att hela tiden sträva efter att maximera courtageintäkterna medför att kunderna av sina mäklare inte får de objektiva råd de kanske själva tror att de får. De råd som tillhandahålls syftar i stället till att ge mäklarhuset så stora intäkter som möjligt. Rekommendationen beror därför helt på hur den aktuella situationen ser ut för mäklaren, vill en kund sälja sina aktier och mäklarkollegan bredvid den uppringda mäklaren har en köpare på lika många aktier kommer kunden som vill sälja aktierna med mycket stor sannolikhet att bli rekommenderad att sälja dem.

På liknande sätt fungerar samarbetet mellan analysavdelning och aktiemäklare. Ofta ligger helt andra orsaker än ett objektiva analysarbete till grund för de analyser mäklarhusen distribuerar till sina kunder. Eller rättare sagt, analysen kan mycket väl vara objektiv, men innan den når kunden modifieras den till att passa mäklarhusets syften. Viktigt att förstå är att analyserna på ett eller annat sätt ska säkerställa så höga courtageinflöden eller Corporate Financeintäkter som möjligt till mäklarhusen. Därmed måste varje analys läsas med ett stort mått av skepticism och investeraren bör fundera kring vilka incitament som kan ligga till grund för att analysen ser ut just som den gör. Om investeraren läser analyserna okritiskt och agerar utifrån dess rekommendationer är det mycket stor risk att misstag begås, eftersom de beslut som fattas utifrån analysens rekommendationer ofta spelar mäklarhusets rena kortsiktiga vinstintressen rakt i händerna.

Något som starkt betonas i intervjuerna är att mäklare och analytiker av sitt eget mäklarhus tvingas agera som rena säljare och ingenting annat. Den primära uppgiften är att stimulera handel, vilket mäklare och analytiker hela tiden påminns om både i det dagliga arbetet och när lönerna förhandlas. Investeraren måste ha en grundläggande förståelse för detta. Om inte denna förståelse finns så kommer investeraren att få tydliga problem att kunna avgöra förhållandet mellan risk och avkastning på ett objektiva sätt, mäklaren försätter honom i ett frame dependence-problem genom att påverka inramningen på beslutssituationen. De som prioriteras lägst är alltid de mindre kunderna, vilka mäklarhusen strävar efter att få att agera i en riktning som gör att de får igenom uppdrag från de större kunderna, vilket illustrerades i till exempel fallet med Lindex. Att mäklarhusets kunder kategoriseras

utifrån hur viktiga de är för mäklarhuset är något som varje kund skulle behöva ha kunskap om.

Mäklarhusen uppmuntrar dessutom flockbeteende hos investerare på ett sofistikerat sätt. Eftersom det finns flera starka skäl till att ge positiva analyser uppmuntrar mäklarhusen sina kunder att driva upp priserna på de analyserade aktierna. I fallet Telia ger exempelvis alla större mäklarhus just nu positiva rekommendationer eftersom de hoppas på att få Corporate Financeuppdrag från staten att sälja ut resterande del i Telia. Därmed uppmuntras alla deras investerare att agera i samma riktning som en stor köpande flock.

5.2.2 Media

För medias del gäller det att hitta nyheter som på ett eller annat sätt berör läsaren. Detta görs effektivast genom mycket positiva eller negativa nyheter. Detta medför att tidningar, för att sälja så många nummer som möjligt, alltid väljer ut de mest extrema nyheterna eller vill få nyheter att verka mer extrema än vad de egentligen är.

Medias aktörer hävdar att intresset för börs och ekonomi går i vågor och att människor är som mest intresserade av dessa nyheter i börsuppgångar. De vill då veta vad som händer och hur man gör för att tjäna pengar. Ett större ansvar har idag även lagts på individen att själv placera sina pengar. En säljande nyhet är en sådan som gör att läsaren tror att han ska kunna spara eller tjäna pengar. Detta innebär att ett mycket stort ansvar ligger på tidningen och skribenten.

Eftersom media strävar efter att vara konsekvensneutral i alla lägen och samtidigt strävar mot att skriva nyheter och reportage som är antingen mycket positiva eller negativa för att beröra läsaren skapas vissa problem. Endast de berörande och radikala nyheterna publiceras, vilka kommer att leda till ageranden från läsarna. De skriver helt enkelt hellre om en aktie där mycket händer och som de tror kommer att gå upp eller ner mycket än om en aktie som förväntas ligga oförändrad i värde.

Läsaren bör kunna förvirras av kvällstidningars metoder att använda så kallade borsexperter som oftast inte har någon ekonomiutbildning, utan endast är journalister. Det faktum att kvällstidningar inte själva gör analyser utan publicerar analytikers rekommendationer, men att det ofta framstår som att det är tidningens egna rekommendationer kan försvåra för läsaren. Om läsaren tror att det är tidningens rekommendationer och analyser och det inte framgår från vilket mäklarhus analysen kommer, så har denne ingen möjlighet att sätta sig in i vad mäklarhuset bakom analysen kan ha för intressen att vinkla analysen i en viss riktning. Kvällstidningar publicerar dessutom analyser som kommer från analytiker vilka de själva tror gör det lätt för sig och ”rider på vågen” i uppgångar. Detta medför att kvällstidningar ger rekommendationer som ligger i linje med trenden och underblåser flockbeteende, liksom att det trots att rekommendationerna bygger på analytikers analyser

finns en medvetenhet hos kvällstidningarna om att analytikerna gärna ”rider på vågen”.

5.2.3 Stat och övervakande organs intressen

Med dagens höga reavinstskatt tjänar staten pengar så fort en investerare realiserar sina aktievinster. Även om en dessa skatter reducerar handeln och effektiviteten på marknaden finns de idag och gör att staten vill ha så stor handel som möjligt.

Det faktum att de kontrollorgan staten inrättat för att skydda de enskilda investerarna och säkerställa en effektiv marknad inte fungerar tillfredsställande och alltid är reaktiva gör att mäklarhus och andra intressenter ofta inte har särskilt stor press på sig att agera etiskt. Nya kontrollmetoder och regleringar av mäklarhusens agerande införs efter att skadan är skedd.

Svårigheten att få igenom förändringar försenar alla reformer ytterligare. Det faktum att staten har mycket att tjäna på stor handel kan göra att staten inte alltid har intresse av att införa sanktioner mot handelsstimulerande men inte helt rumsrena metoder som andra intressenter utövar mot investerarna i handelsbefrämjande syfte.

6 SLUTSATSER

Här presenteras de implikationer och slutsatser som kan dras utifrån analysen.

6.1 Konklusioner

Syftet med denna uppsats var att undersöka de interna och externa krafter som påverkar privata aktieinvesterares förmåga att agera rationellt på aktiemarknaden. Under arbetets gång har teoretiska modeller kring vad som influerar en investerare genomgått men genom intervjuer med olika intressenter har även nya infallsvinklar uppmärksammats.

Genom undersökningen framgick att en stor del av respondenterna förlitar sig på tumregler. Detta faktum gör att investerarna redan när de går in i positionen har bestämt sig för efter hur stor kursförändring som de skall lämna positionen. Detta innebär att investeraren inte kontinuerligt uppdaterar förändringar på marknaden. Det framgick att de som förlitar sig på tumregler har olika preferenser vad gäller tolerans i uppgång jämfört med nedgång. Av svaren visas att investerarna säljer sina aktier vid en liten nedgång men att de kräver en större motsvarande uppgång för att vilja sälja.

Även flockbeteende har uppkommit som ett psykologiskt fenomen som inverkar vid beslutsfattandet. Det visade sig att investerarna på kort sikt har mer motståndskraft mot att följa flocken. Har en aktie däremot gått upp under en lång period blir de mycket benägna att köpa aktien. Detta kan förklaras av att investeraren inte under lång tid tål att sitta passiv och se hur andra tjänar pengar. Ett konkret exempel vi nyligen upplevt är IT-branschens kraftiga och långvariga uppgång. Här kan man tänka sig att många småsparare tillkommit på slutet av uppgången av just anledningen flockbeteende. Detta när de under en längre tid kunnat betrakta hur mycket de som gått in tidigare tjänat och inte längre kunnat förmå sig att stå utanför. Hur det sedan gick vet vi ju alla.

Vid ett investeringsbeslut påverkas investeraren av information och regelverk som tillhandahålls av ett antal yttre intressenter. Dessa har skiftande egenintressen vilka influerar investeraren att fatta beslut i en viss riktning.

Det visade sig att media spelar en viktig roll i ett investeringsbeslut. Detta härrör från att nära hälften av investerarna i enkätstudien baserar sina köpbeslut på vad media för fram. Media, framför allt tidningar som inte är facktidningar, förmedlar ofta analyser som kommer från mäklarhus men som läsaren tror härstammar från tidningen. Detta försvårar för investerarens beslut i dubbel bemärkelse, dels kan analysen vara felaktig beroende på att mäklarhuset har vissa motiv med analysen och dels kan läsaren uppfatta analysen som en oberoende analys utförd av tidning-

ens egen börsexpert. Dessutom styr massmedia genom sin hunger efter sensationella nyheter och att finna rekord av olika slag investerarnas uppmärksamhet mot de bolag som antingen gått upp mycket i värde eller som kännetecknas av stor turbulens. Eftersom media vill beröra många läsare styrs även intresset mot de största bolagen, eftersom dessa berör flest läsare. Medias intresse sammanfaller kanske inte alltid med investerarnas intressen.

Mäklarhusen har i undersökningen visat sig ha en relativt låg direkt påverkan på köpbesluten. Däremot får mäklarna tjäna som syndabockar när det går dåligt för investerarna. En viktig upptäckt har varit att mäklares och analytikers arbete huvudsakligen går ut på att sälja så mycket som möjligt och att den rådgivande funktionen är starkt influerad av egenintressen. Investerare som förlitar sig på råd och analyser från mäklarhus måste starkt reflektera över de bakomliggande intressen som kan ha format rekommendationen i en viss riktning.

Staten agerar reaktivt och ger ett mycket dåligt fungerande skydd för de enskilda investerarna. Detta gör att det finns mycket som talar för att andra intressenter relativt ostört kan påverka investerarnas beslutsramar, och därigenom försvåra deras möjlighet att få objektiva och rättvisande uppfattningar om risk och avkastningspotential i enskilda investeringar. Statens regleringar uppstår alltså oftast efter det att den stora skadan är skedd. Statens intressen i aktiehandel är internt motstridiga och varierar med olika regeringar. En avvägning som alltid måste göras är hur stort avbräck man kan göra från en effektiv marknad för att kunna ha så stort skatteuttag som möjligt. De motstridiga interna intressena inom staten kan även förklara svårigheten att genomdriva olika förändringar i regelverket.

Då investerare får konkreta frågor angående om de är riskaverta eller ej tenderar de ha en riskavert attityd. Dock utsätter de sig genom sitt i många fall irrationella beteende i verkliga situationer för en betydligt högre risk än nödvändigt. Investerare har därmed ofta svårt att skilja mellan upplevd risk och verklig risk. Den upplevda risken är lägre än den verkliga risken de genom sitt handlande utsätter sig för.

Källförteckning

Litteraturförteckning

Alvesson, Mats & Sköldbberg, Kaj (1994), *Tolkning och Reflektion – Vetenskapsfilosofi och kvalitativ metod*, Studentlitteratur.

Arbnor, I & Bjerke, B (1994), *Företagsekonomisk Metodlära*, Studentlitteratur.

Bruzelius, Lars H & Skärvad, Per-Hugo (1989), *Integrerad Organisationslära*, Studentlitteratur.

Bryman, Alan (1989), *Research Methods and Organization Studies*, Routledge.

Gyllenram, Carl-Gustav (1998), *Aktiemarknadens Psykologi*, Bokförlaget Rabén Prisma.

Hallgren, Örjan (1998), *Finansiell Metodik*, Upplaga 10:1, Ekonomibok Förlag AB.

Hansson, Sigurd (1996), *Aktier, Obligationer, Optioner – en introduktion*, 8:e upplagan, Studentlitteratur.

Haugen, Robert A. (2001), *Modern Investment Theory*, Fifth Edition, Prentice Hall.

Lewis, Michael (1989), *Liar's Poker: Rising through the wreckage on Wall Street*, W.W. Norton & Company.

Schotter, Andrew R. (1997), *Microeconomics – A modern approach*, Addison-Wesley Educational Publishers.

Shefrin, Hersh (2000), *Beyond Greed and Fear – Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*, Harvard Business School Press.

Shiller, Robert J. (2000), *Irrational Exuberance*, Princeton University Press.

Artiklar

Benartzi, S. & Thaler R.H. (1995), *Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle*, Quarterly Journal of Economics, Nr 110(1).

Bikhchandani, Sushil; Hirshleifer, David & Welsh, Ivo (1992), *A Theory of Fashion, Social Custom and Cultural Change*, Journal of Political Economy, Nr 81.

Bikhchandani, Sushil & Sharma, Sunil (2000), *Herd Behavior in Financial Markets: A Review*, IMF Working Paper, IMF Institute.

Froot, Kenneth A; Scharfstein, David S. & Stein, Jeremy C. (1992), *Herd on The Street: Informational Inefficiencies in a market with Short-term Speculation*, The Journal of Finance, Nr 47.

Veckans Affärer, (2001), Nr. 21

Kahneman & Tversky (1979), *Prospect Theory: An analysis of Decision Making Under Risk*, Econometrica 47, Nr 2:263-291.

Rabin, Matthews (1979), *Psychology of Economics*, Journal of Economic Literature.

Scarfstein, Jeremy C. & Stein, Jeremy C. (1990), *Herd Behavior and Investment*, The American Economic Review 80:2.

Shiller, Robert J. (1997), *Human Behavior and the Efficiency of the Financial System*, Cowles Foundation Discussion Papers, Yale University.

Personliga Intervjuer

Intervju med en före detta aktiemäklare, Malmö (9 maj 2001).

Intervju med en före detta aktiemäklare Stockholm (14 maj 2001).

Intervju med riksdagsledamot Margit Gennser Malmö (19 maj 2001).

E-mailintervjuer

Intervju med journalist Sara Schånberg Liedholm, Expressen (17 maj 2001).

Intervju med ekonomijournalist Björn Wilke, Dagens Industri (16 maj 2001).

Enkätstudie

Sveriges Aktiesparares Riksförbund, Kristianstads lokalavdelning, aktieträff, Bäckaskogs Slott (16 maj 2001).

Vi är två studenter som för närvarande gör ett examensarbete inom finansiering på magisternivå vid Lunds Universitet. Vår uppsats går ut på att identifiera faktorer som ligger till grund för beslutsfattande vid investeringar.

Ni behöver inte uppge era namn och förblir således helt anonyma. Svara så sanningsenligt som möjligt och endast med ett alternativ då inget annat anges. Siffrorna under svarsalternativen är endast en kodning för statistiksammanställningen och skall inte beaktas.

1. **Man** **Kvinna**
(1) (2)

2. **Ålder** -30 31-50 51-70 71-
(1) (2) (3) (4)

3. **Vilken mäklare använder du dig av?**

Personlig bank/fond-mäklare Internetmäklare Annan: _____
(1) (2) (3)

4. **På vilken information bygger du dina sälj- och köpbeslut?**

Rangordna de 3 viktigaste med den av mest betydelse först = 1

KÖP

- Affärstidningar (1)
- Tv / Radio (2)
- Internet (3)
- Mäklare (inkl nätmäklare) (4)
- Kvällstidningar (5)
- Aktieträffar (6)
- Bekantskapskrets (7)
- Annat: (8) _____

SÄLJ

- Affärstidningar (1)
- Tv / Radio (2)
- Internet (3)
- Mäklare (inkl. n.m.) (4)
- Kvällstidningar (5)
- Aktieträffar (6)
- Bekantskapskrets (7)
- Annat: (8) _____

5. **Antag följande: En aktie har den senaste tiden gått bra på börsen, skulle du köpa den aktien av denna anledningen?**

Ja (1) Nej (2) Ingen åsikt (3)

6. **Skulle svaret i ovanstående fråga utfallit annorlunda i fall aktien historiskt sett har gått mycket bra?**

Ja (1) Nej (2) Ingen åsikt (3)

7. **Antag följande: Sven och Lars har gemensamt köpt aktier och på dessa intjänat 10.000 kr. När det är dags att dela vinsten tycker Sven att de kan dra lott om hur delningen skall ske. Svens förslag är att man till en sannolikhet av 50 % har chansen att få alla pengarna och en sannolikhet med 50 % en risk att förlora allt. Hur skulle du välja?**

Ta chansen att vinna allt (1) Avstå förslaget om lottning (2)

8. Föreställ dig följande scenario, En aktie med kursen 10 kr har följande två utfall,

A: 25 % sannolikhet att aktien går upp 3 kr

B: 20 % sannolikhet att aktien går upp 4 kr

Vilket alternativ skulle du välja? Alternativ A (1) Alternativ B (2)

9. Hur skulle du agera i följande scenario, En aktie med kursen 10 kr har följande sannolikheter för uppgång:

A: 100 % sannolikhet att aktien går upp 3 kr

B: 80 % sannolikhet att aktien går upp 4 kr

Vilket alternativ skulle du välja? Alternativ A (1) Alternativ B (2)

10. Aktierna i AB X har de senaste 2 åren stigit med cirka 70 % och det ser även framöver ljusst ut. Hur värderar du informationen?

Aktien är köpvärd med tanke på dess historiska uppgång (1)

Informationen är otillräcklig för ett köpbeslut (2)

Aktien är ej köpvärd (3)

11. Har du satt upp några tumregler för hur stor uppgången eller nedgången får vara innan du agerar? D.v.s. att efter en viss procentuell förändring sälja en förlustaktie eller vinstaktie.

Ja (1)

Nej (2)

12. Om ja på föregående fråga, efter hur stor procentuell *uppgång* säljer du din aktie?

0-25 % uppgång (1)

26-50 % uppgång (2)

51-75 % uppgång (3)

76 % och större uppgång (4)

13. Om ja på fråga 11, efter hur stor procentuell *nedgång* säljer du din aktie?

0-25 % nedgång (1)

26-50 % nedgång (2)

51-75 % nedgång (3)

76 % och större nedgång (4)

14. På en skala från 1-5 (5=högst), hur bra skulle en *värdestegring* i din aktie från 100 kr till 150 kr kännas? D.v.s. en vinst på 50%

1

2

3

4

5

(1)

(2)

(3)

(4)

(5)

15. På en skala från 1-5 (5=sämst), hur dåligt skulle ett *kursfall* i din aktie från 100 kr till 50 kr kännas? D.v.s. en förlust med 50%

- 1 2 3 4 5
(1) (2) (3) (4) (5)

16. Vad är enligt dig orsaken till en dålig aktieplacering?

- Felaktiga rekommendationer från mäklare (1)
 Felaktiga rekommendationer från andra källor (2)
 Marknaden i sig har varit dålig (3)
 Dåligt eget beslut (4)
 Slumpen (5)
 Övrigt: (6) _____

Ett stort tack för er medverkan!

Frågor till aktiemäklare

Hur maximerar ett mäklarhus sin vinst? Vad är deras huvudsakliga inkomstkällor?

Hur bör ur rent egennyttointresse ett mäklarhus bära sig åt för att öka sina vinster?

Hur påverkar detta kundrelationerna? Finns det intressen som talar emot kundernas intressen?

Är mäklares och analytikers säljroll större än vad kunderna uppfattar/tror?

Har de någon speciell uppdelning/kategorisering av kunderna? Segmenterar de sin kundstock?

Minskar kategoriseringen någon kundgrupps möjlighet att fatta rationella och bra beslut?

Många anser att mäklarhus är överdrivet positiva. Om du instämmer, varför är de överdrivet positiva?

Frågor till tidningar (massmedia)

Hur presenterar en tidning som din sina nyheter för att sälja så många nummer som möjligt, vilken sorts journalistik säljer bäst?

Brukar börsnyheter ha stor inverkan på antalet sålda nummer? Är det ett intressant område för tidningen? Har intresset från läsarna och från tidningens sida ökat för ekonomi- och börsreportage under de senaste åren?

Brukar börs och ekonomi få större utrymme i media efter långa uppgångar? Om ja, varför?

Anser du att de som i tidningar kallas börsexperter har en tillräckligt god teoretisk ekonomisk utbildningsnivå? Vilkas kallas börsexperter? Hur hög utbildningsnivå är för dig tillräckligt god för att man ska få kallas börsexpert?

Hur tror du att media påverkar investerares val av placeringsobjekt?

Anser du att media ofta är rädda för att gå emot trenden i sina analyser och rekommendationer? Om ja, varför?

Frågor till politiker:

På vilka sätt kan staten tjäna på att människor handlar med aktier?

Finns det några statliga intressen av att styra människors handel med aktier? Vilka?

Kan staten ha motstridiga inbördes intressen? Om ja, vad innebär det för statens sätt att agera?

Anser du att regelverket kring aktiehandel är tillräckligt starkt i Sverige? Är den enskilde individens skydd tillräckligt starkt mot oseriösa aktörer?

Hur ser de statliga ägandeintressena på börsen ut? Påverkar dessa statens incitament vad gäller regleringar?

Vad strävar staten primärt efter? Att främja en effektiv marknad eller att kunna ha en hög skattebas ?