



Företagsekonomiska institutionen
EKONOMIHÖGSKOLAN VID
LUNDS UNIVERSITET

Kandidatuppsats, Finansiering
FEK 581, VT 2002

HANDEL MED AKTIER

VAD STYR INDIVIDENS VAL?



Författare
Paula Axell
Carl-Johan Axsäter
Stefan Landqvist
Jan Rydberg

Handledare
Hossein Asgharian
Tore Eriksson

SAMMANFATTNING

- Titel:** Handel med aktier - vad styr individens val?
- Seminarium:** Juni 2002
- Ämne/kurs:** Finansiering, kandidatuppsats, 10 poäng
- Författare:** Paula Axell, Carl-Johan Axsäter, Stefan Landqvist, Jan Rydberg
- Handledare:** Hossein Asgharian, Tore Eriksson
- Nyckelord:** aktievärdering, behavioral finance, flockbeteende, fundamental analys, sentiment
- Syfte:** Syftet med uppsatsen är att få en bättre förståelse för det privata investeringsbeslutet och få en insikt i de vägledande faktorer, fundamental analys och behovet av rådgivning och kunskap kring marknadens sentiment som styr och påverkar den privata investeraren vid köp och försäljning av aktier.
- Metod:** I uppsatsen används en kvantitativ undersökningsmetod där 75 privata investerare som är kunder hos Bankaktiebolaget JP Nordiska tillfrågas att fylla i en enkät med frågor som härrör sig kring vad som styr deras beslut vid köp och försäljningar av aktier. Undersökningen kompletteras med en mer kvalitativ undersökning där vi per telefon kontaktat åtta kunder hos samma företag. Sammanfattningsvis har vi kombinerat ett antal enkätfrågor och sammanställt resultatet för att undersöka huruvida det gick att finna några intressanta samband bland respondenterna.
- Slutsatser:**
- I undersökningen har vi kunnat konstatera att individen lägger stor vikt både på fundamental analys och rådgivning baserad på det för tillfället rådande sentimentet inför investeringsbeslutet.
 - Vi har kunnat konstatera att den alltmer kortsiktiga och volatila marknaden påverkat en majoritet av respondenterna till att bli mer medvetna om att psykologiska faktorer spelar en allt större roll vid investeringsbeslutet.
 - Vi har kunnat konstatera att en majoritet av respondenterna i enkätundersökningen anser sig ha användning av den rådgivning Bankaktiebolaget JP Nordiska erbjuder. Majoriteten fäster stor vikt vid företagets tjänster avseende fundamental analys men även mäklarens uppfattning och rådgivning kring marknadens sentiment uppskattas.
 - Vi fann dessutom att de tillfrågade privata placerarna anser att företagets verksamhet och ledning har stor betydelse inför ett investeringsbeslut.
 - Utifrån teori och empiri (resultatet av enkäten) kan vi konstatera att det finns fog för att ytterligare öka förståelsen för den psykologiska bakgrunden i investeringsbeslutet, såväl för den enskilda individen som för hela investerarkollektivet.
 - I den kompletterande undersökningen baserad på ett antal telefonintervjuer är majoriteten av de tillfrågade förlustaverta och uppvisar tendenser till flockbeteende.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1 Inledning	3
1.1 Bakgrund.....	3
1.2 Problemdiskussion.....	4
1.3 Syfte	6
1.4 Avgränsningar.....	6
1.5 Målgrupp.....	6
1.6 Disposition.....	7
2 Metod	8
2.1 Val av ämne	8
2.2 Övergripande metod	8
2.3 Val av studieobjekt	9
2.4 Angreppssätt	9
2.5 Källkritik.....	9
2.6 Validitet	10
2.7 Reliabilitet.....	10
2.8 Informationsinsamling.....	10
2.9 Primärdata.....	11
2.10 Sekundärdata.....	11
3 Teori	12
3.1 Teorin om Effektiva Marknader	12
3.2 Homo Economicus.....	13
3.3 Riskbegreppet	14
3.4 Teorin om förväntad nytta	14
3.5 Fundamental analys	15
3.5.1 Kassaflödesvärdering.....	16
3.5.2 Substansvärdering.....	18
3.5.3 CAPM	19
3.5.4 Arbitrage Pricing Theory	20
3.5.5 Relativvärdering	20
3.5.6 P/E-talet	21
3.5.7 P/S-talet.....	22
3.6 Marknadpsykologi.....	23
3.7 Teknisk analys	26
3.8 Dynamiken kring ett tradingintervall.....	27
3.9 Flockbeteende	28
3.10 Behavioral finance	29
3.11 Begränsad rationalitet	31
3.12 Prospect theory	32
3.13 Förlustaversion	32
3.14 Några kognitiva misstag gjorda av den enskilde investeraren.....	33
3.14.1 Positiv feedback och extrapolativa förväntningar	33
3.14.2 Ångerfenomenet	34
3.14.3 Kognitiv dissonans.....	34

3.14.4 Tillgänglighetsfenomenet	34
3.14.5 Missbedömning av sannolikheter	35
3.14.6 Overconfidence	35
3.14.7 Representativens	35
3.14.8 Conservatism	36
3.14.9 Narrow framing	36
3.14.10 Ambiguity aversion	36
3.15 Definition av begreppet sentiment	37
3.15.1 Avgränsning av begreppet sentiment	37
4 Tidigare undersökningar	38
4.1 Olbert 1992	38
4.2 Larsson 1999	39
4.3 Malmer & Pettersson 1999	39
4.4 Linderyd & Wettergren 1999	40
4.5 André, Nordin & Smaragdis 2001	40
5 Empiriskt resultat	42
5.1 Urval	42
5.2 Enkätens utformning	42
5.3 Redovisning av enkäten	43
5.4 Kombinationer av vissa enkätfrågor	49
5.5 Kompletterande undersökning	54
6 Analys & slutsatser	56
7 Källförteckning	61

Bilagor

Bilaga 1 Följebrev

Bilaga 2 Enkät

1 Inledning

I detta första och inledande kapitel är vår ambition att ge läsaren en bakgrund till uppsatsens ämnesval. Bakgrunden beskriver hur intresset för sparande i aktier ökat och anger ett antal faktorer som påverkat dess utveckling. Vi för även en diskussion där vi redogör för uppsatsens problemformulering och syfte. Problemdiskussionen behandlar de faktorer som påverkar den privata investeraren vid investeringstillfället. Problemdiskussionen avslutas med några intressanta frågeställningar. Därefter följer en beskrivning av uppsatsens avgränsningar samt vilka målgrupper den vänder sig till. Kapitlet avslutas med en övergripande disposition av uppsatsen.

1.1 Bakgrund

Under de senaste tjugo åren har intresset för sparande i aktier bland privatpersoner kraftigt ökat. Sverige har högst andel aktiesparare i världen räknat per capita. Tre av fyra svenskar över 16 år sparar i aktier. Det innebär att 6,6 miljoner svenskar är aktieägare.¹ Bakom detta ökade intresse ligger den historiskt sett höga avkastning aktier gett under 1980- och 1990-talet då avkastningen på aktier varit nästan 20 procent årligen i genomsnitt efter avräknande av inflationen. Under de senaste 80 åren har en brett sammansatt aktieportfölj avkastat omkring 7 procent i genomsnitt per år, inflationen borträknad och varit den överlägset bästa sparformen.² Det ökade intresset kan förmodligen härledas till den goda avkastning man erhållit de senaste 20 åren, mediernas ökade och ivriga bevakning av aktiemarknaden samt den ökade tillgången på information, främst genom Internets intågande. Många har idag tillgång till analyser och aktiekurser i realtid och man kan enkelt handla med aktier, antingen via nätmäklarfirmor eller de nischbanker och fondkommissionärer som erbjuder sina tjänster.

Det ökade informationsflödet, kortsiktigheten, tradingen och de alltmer volatila aktiekurserna är exempel på faktorer som kan förknippas med dagens aktiehandel och som gör det svårare för den privata investeraren att vid var tid veta på vilka grunder denne skall fatta sitt investeringsbeslut. Hur relevant är det att kunna förstå och tyda de analyser som investeraren kan ta del av och hur viktigt är sentimentet, d.v.s. i vilken utsträckning påverkar de psykologiska faktorerna den enskilde investerarens ställningstagande inför investeringsbeslutet?

¹ Dagens Industri, 2002-01-21, "Tre av fyra svenskar äger aktier"

² Bäckström, U., (2000), "Tankar om aktiesparande"

Fundamental analys, d.v.s. genomgång av ett företag utifrån resultat, balansräkning och verksamhetsinriktning är den klart dominerade analysmetoden³. Studier har dock visat att marknadens pris på en aktie inte i alla situationer kan förklaras genom de modeller som beskrivs i traditionell finansieringsteori. En variabel som ofta ignoreras i detta sammanhang och som vi kommer att undersöka vidden av och som kan vara en av förklaringarna till en akties prissättning, är individen och dennes beteende inför ett investeringsbeslut.

1.2 Problemdiskussion

Ett grundläggande mål för aktiemarknadens aktörer är att köpa undervärderade aktier och sälja övervärderade aktier, detta för att erhålla en så hög avkastning som möjligt på investeringen. Ett vanligt angreppssätt till detta är att försöka räkna fram ett rimligt värde på tillgången och sen jämföra med marknadsvärdet på densamma.⁴

Beräkningen sker, enligt traditionell aktievärdering genom att framtida förväntade utdelningar, vinster eller kassaflöden prognostiseras och diskonteras tillbaka med marknadens avkastningskrav, vilket ger ett värde på aktien. Detta generella påstående gäller oberoende av vilken typ av företag finansanalytiker försöker värdera.

I takt med att aktiekurserna fortsatt att stiga har metoderna för att analysera börsföretagen och därmed försöka förutspå aktiekurserna blivit alltmer sofistikerade. Ett dilemma med all form av ekonomisk vetenskap är att den inte är en exakt vetenskap. En aktieanalys kan aldrig sägas vara precis eftersom analysen bygger på antaganden om framtiden som mer eller mindre är osäkra.

Enligt traditionell finansiell teori är ett företags möjlighet till lönsamhet en viktig aspekt för att förutspå en akties kursutveckling. Aktiemarknaden styrs även på lång sikt av bland annat BNP-tillväxt, inflationsförväntningar, valutakursutvecklingar, vinstprognoser och räntor. Men hur förklarar man de kortsiktiga fluktuationer som gör att en aktiekurs kan svänga 10 - 20 procent på bara några dagar? Finansiell beteendevetenskap och teknisk analys är ämnesområden som fått ökad status på senare tid och som försöker hjälpa oss att förstå den psykologi som styr aktiemarknaden och kursmönstret på kort sikt.⁵

I dagsläget finns två huvudsakliga metoder som man tar hjälp av när man investerar i aktier, fundamental respektive teknisk analys. I uppsatsen lägger vi fram ett nytt begrepp, se vidare definition i kapitel 3, vilket vi valt att kalla *sentiment*. I begreppet sentiment bygger vi in faktorer hämtade ifrån det relativt nya forskningsområdet som i amerikansk litteratur blivit kallat behavioral finance. Det finns idag aktörer som använder sig av begreppet sentiment och

³ Olbert, L., (1992), "Värdering av aktier - Finansanalytikens värderingsfaktorer och informationskällor"

⁴ Linderyd, D. & Wettergren, J., (1999) "Värdering av förhoppningsföretag"

⁵ Sörqvist, M., Unga Aktiesparare, (2002) "Aktiemarknadens psykologi, insikt i krigskonsten"

utför analyser i enlighet med vår definition, vi har dock aldrig hittat en egentlig vetenskaplig definition av begreppet.

De som använder sig av fundamental analys menar att ett företags värde grundar sig på ekonomiska fakta och information om företaget. Genom att analysera fundamenta och jämföra finansiella nyckeltal försöker finansanalytikern värdera informationen och uppskatta ett motiverat värde på företagets aktier, en riktkurs. Riktkursen jämförs sedan med den aktuella aktiekursen och rekommendationen leder sedan till ett köp- eller säljråd.

De som anser att marknadens sentiment är vägledande för en akties prissättning menar att man bör granska och analysera det mänskliga beteendet som baseras på kunskap om människors psykologiska olikheter och som resulterar i bl.a. flockbeteende, vilket uppstår genom att investerare påverkar varandra direkt eller indirekt genom att vara en del av marknaden. Till sin hjälp för att försöka tolka bl.a. trender och avvikande kursrörelser kan man använda sig av teknisk analys, som är en prognosmetod som bygger på beteendeanalys och där man försöker prognosticera framtida kursrörelser baserat på historiska aktiekurser.

Privata investerare har alla olika riskpreferenser och placeringshorisonter. Den privata investeraren har oftast tillgång till den fundamentala analysen men påverkas samtidigt av sentimentet i marknaden. De är inte alltid konsekventa och rationella i sina bedömningar och detta kan skapa en osäkerhet om vad man bör stödja det enskilda investeringsbeslutet på.

Detta leder oss fram till följande frågeställningar:

- ◆ Vad styr den privata investeraren vid investeringsbeslutet?
 - *I vilken utsträckning tas hänsyn till marknadens sentiment vid investeringstillfället, d.v.s. känslor, börpspsykologi, rykten och flockbeteende vid köp och försäljning av aktier ?*
 - *I vilken utsträckning används fundamental analys inför investeringsbeslutet?*
- ◆ Påverkar den volatila och kortsiktiga aktiemarknaden den privata investerarens sätt att handla med aktier?
- ◆ Är den personliga mäklaren viktig inför investeringsbeslutet och vilken rådgivning väger tyngst för den privata investeraren då de kommer från mäklaren, rådgivning baserad på fundamental analys eller rådgivning baserade på det för tillfället rådande sentimentet?
- ◆ Har börsföretagens verksamhet och ledning någon betydelse för investeringsbeslutet?
- ◆ Är det någon skillnad mellan professionella respektive privata investerarens preferens i val av analysmetoder och inställning till marknaden i stort?
- ◆ Finns det ett behov av en djupare psykologisk förståelse av investeringsbeslutet?

1.3 Syfte

Vårt syfte är att:

- få en insikt i och förståelse för de faktorer, fundamental analys och behovet av rådgivning och kunskap kring marknadens sentiment, som styr och påverkar den privata investeraren vid köp och försäljning av aktier. Vi har valt att fokusera på de beteendemässiga aspekterna vid investeringsbeslutet men beskriver även de vanligaste fundamentala värderingsmetoderna.
- empiriskt undersöka den aktiva privata investeraren, bl.a. med hänsyn till i vilken utsträckning denne använder sig av/tar del av de analysmetoder som finns, bryr sig om börsföretagens olika verksamheter och ledningar, påverkas av den mer och mer kortsiktiga och volatila aktiemarknaden, samt på vilket sätt den personliga rådgivaren kan bistå kunder som handlar med aktier hos Bankaktiebolaget JP Nordiska.

1.4 Avgränsningar

Vi har valt att beskriva de fundamentala aktievärderingsmodeller som anses vedertagna och som nämns i ett antal uppsatser som vi kommer att redogöra för i senare del av uppsatsen. Svensk forskning kring marknadspsykologi är i ett tidigt stadium, vilket har inneburit att vi har fått förlita oss på huvudsakligen amerikanska rapporter och källor.

Då många undersökningar fokuserat på professionella aktörer har vi valt att göra vår undersökning utifrån den privata investerarens perspektiv och undersöka hur denne använder analysmetoderna.

Vi har även valt att avgränsa vår empiriska undersökning till att endast omfatta privatpersoner som är kunder till Bankaktiebolaget JP Nordiska i Malmö och som aktivt handlar med aktier.

1.5 Målgrupp

Vi vänder oss till de som har ett allmänt intresse av aktievärdering och som vill ha en bredare kunskap om vilka fundamentala värderingsmodeller som finns och i vilken utsträckning de används av den privata investeraren i kombination med psykologiska faktorer. Vår förhoppning är att resultatet av vår empiriska undersökning även kan vara av intresse för företag verksamma i finansbranschen.

1.6 Disposition

Kapitel 1 - Inledning

I detta inledande kapitel får läsaren bakgrunden till uppsatsens ämnesval. Vidare redogör vi för uppsatsens problemformulering och syfte. Vi redogör även för undersökningens avgränsningar samt vilka målgrupper som uppsatsen kan tänkas vända sig till.

Kapitel 2 - Metod

I detta kapitel beskriver vi och motiverar vårt val av undersökningsmetod. Vi redogör även för hur problemen angripits samt hur vi gått tillväga vid datainsamlingen.

Kapitel 3 - Teori

I detta kapitel beskriver vi vedertagna värderingsmodeller. Vi beskriver även teorier om effektiva marknader och modern finansiell beteendevetenskap.

Kapitel 4 - Tidigare undersökningar

I detta kapitel går vi igenom ett antal uppsatser med temat aktievärdering.

Kapitel 5 - Empiriskt resultat

I detta kapitel presenteras resultatet från vår enkätundersökning och vår kompletterande telefonintervju.

Kapitel 6 - Analys & slutsatser

I detta avslutande kapitel analyseras undersökningarna och vi försöker dra slutsatser av de empiriska undersökningarna och koppla dessa till teoridelen.

2 Metod

I detta kapitel beskriver vi de metodmässiga vägval som använts för att uppnå syftet med uppsatsen. Vi motiverar vårt val av undersökningsmetod samt hur problemen angripits. Vi beskriver hur vi gått tillväga vid datainsamling och vilken typ av data som använts.

2.1 Val av ämne

På senare tid har kritik framkommit att aktiemarknaden blivit mer kortsiktig. Man säger att kvartalsekonomin styr aktiemarknaden. Har den nu mer kortsiktiga och volatila aktiemarknaden påverkat den privata investerarens sätt att placera? Vi kommer att beskriva ett antal fundamentala analysmetoder men även utveckla teser kring modern finansiell beteendeanalys. Intresset för finansiell beteendeanalys har ökat på senare tid, mycket på grund av att man börjat ifrågasätta den finansiella teorins grundstenar om den effektiva marknaden och den rationella människan. Vår ambition har varit att undersöka vad som styr den privata investeraren och hur denne agerar vid handel med aktier? Tar den privata investeraren del av en fundamental analys av ett företag inför ett köp eller försäljning av bolagets aktier? Tar denne hänsyn till eller är medveten om att psykologiska faktorer också spelar en ibland avgörande roll vid en akties prissättning?

2.2 Övergripande metod

En undersökning kan genomföras på en rad olika sätt och med olika resultat som följd. Undersökningens resultat är beroende av författarnas referensram och om undersökningen har genomförts med en kvantitativ eller en kvalitativ metod. Det finns två metoder man kan använda sig av när man genomför ett forskningsarbete. Metoderna benämns såsom deskriptiv (beskrivande) och normativ (föreskrivande).

En deskriptiv metod innebär att man beskriver och analyserar hur något faktiskt är. En normativ forskningsmetod innebär att man genom undersökningen kommer att ge förslag hur man ska göra.⁶ I vår uppsats kommer vi att använda oss av den deskriptiva forskningsmetoden där vi kommer att redovisa tidigare studier och beskriva de analysmetoder som används. I uppsatsen ingår även en analysdel i vilken vi tolkar den genomförda enkätundersökningen och de genomförda telefonintervjuerna.

⁶ Halvorsen, K., (1992) "Samhällsvetenskaplig metod"

2.3 Val av studieobjekt

Vårt studieobjekt, respondenterna, är privata kunder hos Bankaktiebolaget JP Nordiska som aktivt placerar i aktier. Vår enkätundersökning kommer att innefatta ett urval av 75 kunder som kommer att få svara på frågor kring investeringsbeslutet. Genom Jan Rydbergs anställning på Bankaktiebolaget JP Nordiska i Malmö har vi på ett relativt enkelt sätt kunnat genomföra en enkätundersökning.

2.4 Angreppssätt

Induktion och deduktion är två olika angreppssätt som nämns i metodlitteraturen för att relatera teori och empiri till varandra.

När man använder det deduktiva angreppssättet så väljer man att först utgå från teorin, sedan lägger man upp sin undersökning utifrån denna och därefter tolkar man de empiriska resultaten utifrån de befintliga teorierna.

Vid ett induktivt angreppssätt utgår man däremot från att studera forskningsobjektet, det vill säga man utgår från empirin. Därefter drar man slutsatser antingen med hjälp av befintlig teori eller genom att formulera en ny teori.⁷

I uppsatsen har vi främst använt oss av det deduktiva arbetssättet, då vi utgår från tidigare forskning och befintlig teori. Därefter har vi inom ämnet och med hjälp av teorin formulerat enkäten och försökt tolkat den empiriska undersökningen.

2.5 Källkritik

Primärdata är data som författaren samlar in för ett bestämt ändamål, det kan vara till exempel intervjuer eller enkätundersökningar. Fördelen med primärdata är att den är specifik för ämnet medan nackdelen är att den är tidskrävande att samla in.

Sekundärdata är data som tidigare samlats in av någon annan i ett annat syfte, men som kan vara av intresse även vid senare studier. Fördelen är att det är billigt och inte lika tidskrävande som att samla in primärdata. Nackdelen är att det finns risk för feltolkningar. Vid användning av sekundärdata är det av stor betydelse att man granskar den kritiskt. Genom granskningen kan man sälla bort tveksamma och vinklade källor så att den använda teorin stämmer överens

⁷ Holme, I.M. & Solvang, B.K., (1997) "*Forskningsmetodik, om kvalitativa och kvantitativa metoder*"

med uppsatsens syfte. Vi har lagt ner mycket arbete på att söka litteratur vilket resulterat i stora valmöjligheter vad gäller lämplig litteratur.

2.6 Validitet

Validitet är ett begrepp som mäter i vilken grad vi verkligen undersöker det vi avser att undersöka.⁸ Ett annat sätt att beskriva begreppet validitet kan vara graden av överensstämmelse mellan den teoretiska och operationella definitionen.⁹ Slutligen kan man också beskriva validitet som frånvaron av systematiska mätfel.

Hög validitet innebär att man mäter det man avser mäta. Validiteten av vår undersökning är mycket beroende av hur bra vi lyckats utforma enkäten och frågorna vid intervjuerna samt därefter hur bra vi lyckats analysera och tolka resultaten och utifrån det dra signifikanta slutsatser.¹⁰

2.7 Reliabilitet

Ytterligare ett vetenskapligt krav som är viktigt vid empiriska undersökningar är reliabilitet. Reliabiliteten beskriver hur bra och pålitliga själva mätningarna är, till exempel om en mätare visar verkliga värden eller inte¹¹. Reliabilitet är viktigt för att data skall kunna användas till exempel för att bevisa eller motbevisa teorier eller påvisa samband. För att få god reliabilitet ska man helst utföra oberoende undersökningar, till exempel genom att låta två forskare observera ett fenomen vid samma tidpunkt. I vårt fall rör det sig främst om huruvida de data som framkommit genom vår enkätundersökning och våra intervjuer är pålitliga eller inte.

2.8 Informationsinsamling

Vi har insamlat litteratur, forskning och information från Universitetsbiblioteket i Lund och andra bibliotek i Sverige. Vi har sökt på Internet, letat artiklar i dagspress och tidskrifter samt genomfört en enkätundersökning och ett antal telefonintervjuer.

⁸ Bjereld, U., Demker, M. & Hinnefors, J., (1999) "Varför vetenskap?"

⁹ Ibid

¹⁰ Holme, I.M. & Solvang, B.K., (1997) "Forskningsmetodik, om kvalitativa och kvantitativa metoder"

¹¹ Halvorsen, K., (1992) "Samhällsvetenskaplig metod"

2.9 Primärdata

Primärdata är den data som författarna själva har samlat ihop. Primärdata i uppsatsen består av resultaten från den enkät som vi skickat till 75 kunder hos Bankaktiebolaget JP Nordiska och av de telefonintervjuer som vi gjorde med åtta av respondenterna från undersökningen. Urvalet gjordes utifrån ett så kallat medvetet selektivt urval¹² och utgörs av aktiva privata kunder hos Bankaktiebolaget JP Nordiska i Malmö.

Vi valde att göra en enkätundersökning framför djupintervjuer eftersom detta tillvägagångssätt dels sparade tid, dels utgjorde ett enkelt och relativt billigt sätt att få svar på de frågor vi ställt och uppfyllde syftet med uppsatsen. Dessutom ges respondenterna möjlighet att i lugn och ro svara på frågorna.

För att få en så hög svarsfrekvens som möjligt har vi utformat frågorna på ett lättförståeligt sätt och begränsat antalet frågor. Vi har endast använt frågor med fasta svarsalternativ. Allt för att underlätta för undersökningsobjekten och öka svarsbenägenheten. Djupintervjuer ger en djupare förståelse, dock var vår tid begränsad och att genomföra djupintervjuer med ett signifikant antal personer ansåg vi för omfattande.

Efter att vi hade fått en djupare insikt om ämnet kom vi fram till att även telefonintervjuer blev nödvändigt. En av författarna ringde upp åtta kunder och ställde mer kompletterande frågor om bl.a. flockbeteende, förlustaversion och rationalitet, begrepp som förklaras i senare avsnitt.

2.10 Sekundärdata

Med sekundärdata menas den data eller information som samlats in av andra i andra sammanhang. Sekundärdata ligger till grund för våra teoretiska utgångspunkter.

Den sekundärdata vi använder oss av i uppsatsen härstammar främst från tidigare forskning inom närliggande ämnesområden. Genom att undersöka källor till tidigare arbeten, genom vägledning av lärare och genom samtal med personer som dagligen är i kontakt med finansvärlden har vi lyckats finna aktuell litteratur inom området.

Vi har även använt oss av forsknings- och tidningsartiklar som vi funnit på Internet samt databasen Affärsdata.

¹² Körner, S. & Wahlgren, L., (1996) "Praktisk Statistik"

3 Teori

I detta kapitel behandlas teorier kring ämnet aktievärdering. Vi inleder kapitlet med att beskriva den äldre ekonomiska teorins grunder där vi beskriver den traditionella synen på människan och teorier om de mekanismer som påverkar dennes rationella sinnelag samt synen på marknaden såsom effektiv och individen såsom rationell. I avsnittet presenterar vi även de vanligaste värderingsmodeller som används vid fundamental analys. Därefter beskriver vi och undersöker framväxten av den moderna synen på individens beslutsfattande, de misstag och beteendemönster som kan sammanfattas under begreppet behavioral finance. Slutligen gör vi en definition av begreppet sentiment som vi idag funnit är ett vanligt förekommande begrepp för att beskriva det övergripande börsklimatet.

3.1 Teorin om Effektiva Marknader

Under 1970-talet publicerade professor Eugene Fama vid University of Chicago en uppsats kallad "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", i vilken han argumenterade för att priset på en tillgång i en effektiv marknad speglar all information om densamma. Antagandet om den effektiva marknaden revolutionerade tankarna kring prissättning och kapitalmarknadernas funktion, eftersom den stämde överens med den ekonomiska teori som biföll inte bara kapitalmarknaderna, utan även övriga marknader. Han identifierade ett jämviktsläge där priserna är effektiva.¹³

Den ideala marknaden karaktäriseras av att priserna förser marknaden med korrekta signaler för resursallokering, vilket gör det möjligt för investerare att välja bland tillgångarna under antagandet att priset reflekterar all tillgänglig information.¹⁴ Innebörden blir att det är omöjligt att nå överavkastningar genom att utnyttja historiska prissättningar.¹⁵ Den effektiva marknadshypotesen bygger även på antagandet om att investerare är rationella individer som utför rationella val. De mer liberala förespråkarna menar dock att även om det förekommer att investerare handlar irrationellt, utjämnas effekten av detta av de rationella handlingar som investerare utför.¹⁶

¹³ Frankfurter, G.M, Collette, L.F & McGoun, E.G, (2001) "Resistance is Futile: The Assimilation of Behavioral Finance"

¹⁴ Linderyd, D. & Wettergren, J., (1999) "Värdering av förhoppningsföretag"

¹⁵ Frankfurter.G.M, Collette.L.F, McGoun.E.G, (2001) "Resistance is Futile: The Assimilation of Behavioral Finance"

¹⁶ Arnold. G., (2002) "Corporate Financial Management"

Olika former av effektivitet

På senare tid har teorin utvecklats till att omfatta tre allmänt accepterade former av informationseffektivitet. Dessa former har i amerikansk litteratur blivit omnämnda såsom *svag form*, *halvstark form* samt *stark form* av informationseffektivitet.¹⁷

Svag form innebär att priserna reflekterar all historisk information om tillgången.¹⁸ Många forskare menar än idag att marknaden åtminstone är effektiv i svag form även om det är något vi endast bör se som ungefärligt.

Den andra formen är känd såsom halvstark form och innebär att priser vid alla tidpunkter, inte endast speglar all historisk information utan även all *officiellt* tillgänglig information.¹⁹

Den tredje formen av marknadseffektivitet, stark form, är den mest extrema formen och innebär att priser, vid alla tidpunkter, inkorporerar all information, vare sig den är officiell eller inofficiell. Formen innebär att inte ens insiderinformation skulle hjälpa investerare att göra övervinster.²⁰

3.2 Homo Economicus

Förklaringar och förutsägelser av människors val, såväl i det vardagliga livet som inom vetenskapen, bottenar i en föreställning om att människor är rationella. Den traditionella och gamla ekonomiska skolans läroböcker kretsar kring teorierna om den perfekta, välinformerade människan - homo economicus - som alltid gör fullt rationella val med målet att maximera sin egen nytta.²¹ Människan ses alltså i de klassiska modellerna som en rationell, nyttomaximerande varelse som i alla lägen optimerar sina beslut.

Epistemologi är den delen av filosofi som beskriver hur individen tillgodogör sig kunskap om omvärlden. Man skiljer på två huvudteser i mänskligt resonemang - deskriptiva och normativa teorier. De deskriptiva teorierna beskriver vad människan verkligen gör, hur hon egentligen resonerar när hon fattar ett beslut, medan de normativa teorierna beskriver hur människan borde bete sig i en viss situation.²²

¹⁷ Linderyd, D. & Wettergren, J., (1999) "Värdering av förhoppningsföretag"

¹⁸ Frankfurter, G.M, Collette, L.F & McGoun, E.G, (2001) "Resistance is Futile: The Assimilation of Behavioral Finance"

¹⁹ Linderyd, D. & Wettergren, J., (1999) "Värdering av förhoppningsföretag"

²⁰ Ibid

²¹ Fager, J., Finanstidningen, 2002-01-30, "Ekonomerna tar tag i psykologin"

²² Axelsson, C. & Söderberg, P.U., (1997) "Hur dum får man vara? Varför tänker inte människan rationellt?"

Ekonomisk teori grundar sig på ett normativt antagande, d.v.s. ett antagande om hur individer borde bete sig i givna situationer eller hur de skulle bete sig om de var fullkomligt rationella.²³ För att vi skall bete oss rationellt krävs bl.a.:

- ◆ att vi vet vad vi vill ha; att vi har bestämda mål
- ◆ att vi kan värdera nyttan av en sak i relation till nyttan av andra saker och att vi är konsekventa i denna värdering
- ◆ att vi känner till alla priser på alla produkter vi vill ha
- ◆ att vi använder all prisinformation och fattar beslut som leder till att vi maximerar vår totala nytta

3.3 Riskbegreppet

Riskbegreppet enligt matematisk och finansiell teori beskrivs som ett uttryck för osäkerhet. Risk i en investering betyder att framtida avkastning är oförutsägbar. En annan definition av riskbegreppet, skapad av Brealey & Meyers är att risk är den mängd varmed en investerings avkastning kan avvika, uppåt eller nedåt, från det förväntade värdet. Förenklat kan man alltså säga att risk är möjligheten att det faktiska resultatet avviker från det förväntade.²⁴ En grundprincip inom finansiell teori är att individer är riskaverta, d.v.s. i grunden riskobenägna. Det innebär att de föredrar en investering som ger högre förväntad avkastning framför en investering med lägre förväntad avkastning givet att investeringarna har samma risk. Med samma resonemang föredrar en individ en investering med låg risk framför en investering med hög risk, givet samma förväntade avkastning.²⁵

En ekonomisk teori som dominerat forskningen kring beslutsfattande under osäkerhet och risk är "Expected Utility Theory", teorin om förväntad nytta. I magisteruppsatsen "Värdering av förhoppningsföretag", (1999) av Linderyd & Wettergren beskrivs denna teori mer ingående.

Vi kommer att kortfattat beskriva den nedan.

3.4 Teorin om förväntad nytta

Teorin om förväntad nytta²⁶, har under mer än fyra decennier dominerat forskningen om beslutsfattande under osäkerhet och risk och har i den akademiska världen blivit allmänt

²³ Wahlund, R., (1996), "Att fatta beslut under osäkerhet och risk"

²⁴ Söderberg, M. & Ärlebäck, P., (2000) "Värdering under osäkra förhållanden"

²⁵ Ibid

²⁶ Linderyd & Wettergren hänvisar vid fördjupande intresse till: Von Neumann, J. & Morgenstern, O., (1944), "The Theory of Games and Economic Behavior", Princeton University Press

accepterad som en normativ modell för rationella val.²⁷ Vid tillämpning av modellen utgår man ifrån att individen som står inför ett beslutsfattande i alla situationer optimerar sitt val. Denna teori bygger på fyra grundläggande komponenter :

1. att beslutsfattaren har en väldefinierad nyttofunktion och därigenom kan ställa upp en preferenslista över framtida scenarier.
2. att beslutsfattaren har en väldefinierad uppsättning alternativ att välja mellan.
3. att beslutsfattaren kan tilldela varje framtidshändelse en konsistent sannolikhetsfördelning.
4. Att beslutsfattaren väljer det alternativ som maximerar det förväntade värdet, i termer av i sin egen nyttofunktion.

3.5 Fundamental analys

Ovanstående avsnitt har handlat om grundmurade nationalekonomiska maximer om perfekta marknader, nyttomaximering, rationalitet och riskaversion, antaganden som idag ifrågasätts allt mer. Forskare går idag mer och mer ifrån dessa teser till att försöka bygga in realistiska antaganden där faktiska beteenden och upplevelser berörs för att försöka förklara individers beteenden. Tittar man närmare på individers beteenden i ekonomiska situationer visar det sig ofta att de är mer eller mindre rationella. För att kunna generera en systematisk överavkastning genom fundamental analys är man tvungen att ifrågasätta antagandet om att marknaden är effektiv eftersom ett sådant antagande förutsätter att priserna automatiskt och omedelbart anpassar sig efter ny information. Fundamental analys bygger på antagandet att det finns fördröjningar i informationsflödet vilket skapar ett värdegap mellan ett företags faktiska värde och det värde till vilket det prissätts på börsen.

Tidigare undersökningar har visat att professionella investerare använder sig av olika fundamentala analysmetoder för att bestämma värdet på en aktie. Enklare modeller såsom P/E-tal eller P/S-tal är relativt lätta för en privat investerare att använda men vissa av värderingsmodellerna kan vara så pass komplexa att de blir svåra att använda på egen hand. För att skapa en djupare förståelse för prissättningen av aktier och för att belysa vilka värderingsmodeller som den enskilde investeraren kan ta del av vid investeringsbeslutet, kommer vi att nedan beskriva några av de mest använda aktievärderingsmodellerna inom fundamental analys.

²⁷ Linderyd, D. & Wettergren, J., (1999) "Värdering av förhoppningsföretag"

3.5.1 Kassaflödesvärdering

Under mitten av 1980-talet utvecklades kassaflödesmodellen för värdering av aktier. Vid samma tid i USA startade en rad fientliga uppköp som utgjorde ett hot mot många etablerade företagsledare. De som svarade för dessa fientliga uppköp var s.k. "raiders" som letade efter undervärderade bolag på börser. Uppköparna hade hittat denna kassaflödesmodell (DCF) som de använde för att räkna fram det potentiella värde som företaget borde vara värderat till. Var bolaget mer värt än vad marknaden ansåg kunde ett förvärv ske och uppköparna kunde på det sättet tillgodogöra sig ett värdegap.²⁸

Kassaflödesmodellen bygger på företagets framtida kassaflöden och dess utveckling. Genom ett positivt kassaflöde kan företaget skapa värde som också hänger samman med en långsiktig tillväxt och en avkastning på investerat kapital i förhållande till kostnaderna i företaget.

DCF baseras på nuvärdesberäkningar utav framtida kassaflöden som genereras av tillgångarna i företaget. Diskonteringsfaktorn speglar det avkastningskrav som investeraren ställer på företaget. Det som kan påverka värderingen är således förändring av kassaflöden eller att avkastningskravet ändras.²⁹ Kassaflödesmodellen förutsätter att företaget kommer att generera kassaflöden i all oändlighet. Vid beräkning utav kassaflöde över en begränsad tid kan modellen uttryckas på följande sätt:

$$P_0 = \sum_{t=1}^N \frac{CF_t}{(1 + K)^t}$$

P_0 = nuvärdet av periodens kassaflöde

N = periodens längd i år

CF_t = kassaflöde vid perioden t

K = diskonteringsfaktorn som speglar avkastningskravet

För att kunna fastställa företagets totala värde måste beräkningen grundas på att företaget kommer att generera kassaflöden i all oändlighet. I modellen ovan ser man till en begränsad period och måste därför lägga till de kassaflöden som kommer efter periodens slut för att värderingen ska bli fullständig. Det värde som kommer att läggas till ovanstående modell kallas residualvärde. Vid beräkning av residualvärdet används en konstant tillväxtfaktor (g) för att få fram det totala värdet.³⁰ Formeln ser ut på följande sätt:

²⁸ Gärtner, R. & Olbert, L., (1995), "Aktievärdering Shareholder Value Analysis"

²⁹ Ibid

³⁰ Ibid

$$P_0 = \frac{CF_1}{K - g}$$

P_0 = nuvärdet av evigt kassaflöde
 CF_1 = kassaflöde vid period 1
 K = diskonteringsfaktorn
 g = årlig tillväxttakt

Den slutliga formeln för kassaflödesvärdering där man ser till företagets totala värde får följande utseende:

$$P_0 = \sum_{t=1}^N \frac{CF_t}{(1+K)^t} + \frac{CF_N}{(1+K)^N} \frac{1}{K-g}$$

Det totala värde som räknas fram i formeln ovan delas sedan med företagets alla aktier för att se vilket värde som kan förväntas av aktien. Det som påverkar värderingen av företaget är förändringar av kassaflöden eller att avkastningskravet förändras. Förändringar som sker i tillväxtfaktorn kan ge stora förändringar i värdet på aktien. För att få fram en bra värdering av företaget krävs att man lyckas med prognoserna då dessa kommer att ligga till grund för hela värderingen. Normalt är prognosperioden fem till tio år och då ska hela företagets konjunkturcykel innefattas med ett normalår som avslutning. Normalåret kommer att ligga till grund för det kassaflöde som antas i framtiden. Den tillväxtfaktor som antas hänförs till ett branschsnitt.³¹

Beräkning av företagets fria kassaflöde:

Formel:

+ rörelseresultat efter avskrivningar (EBIT)
 - skatt
 - investeringar
 + avskrivningar
 +/- förändringar i rörelsekapital
 +/- likvida medel
 +/- kundfodringar
 +/- varulager
 +/- leverantörsskulder
 +/- övriga räntefria rörelseskulder
 = fritt kassaflöde (CF)

³¹ Gärtner, R. & Olbert, L., (1995), "Aktievärdering, Shareholder Value Analysis"

Kassaflödesvärdering är en metod som är lättast att applicera på företag med ett positivt och jämt kassaflöde. På grund av att prognosen om framtida kassaflöden är så känslig är det viktigt att få fram historiska kassaflöden som grund. Metoden kan med fördel användas på företag med stabilt kassaflöde och som inte påverkas alltför nämnvärt av konjunkturen. Kassaflödesmodellen bör inte användas på företag som genomför extraordinära förändringar som genererar stora kassaflöden eller som ändrar kapitalstrukturen.

3.5.2 Substansvärdering

Substansvärdet är skillnaden mellan företagets tillgångar och skulder, det s.k. egna kapitalet. För att beräkna substansvärdet på en aktie dividerar man det justerade egna kapitalet med företagets alla aktier. Idéen med substansvärdet är att beskriva hur mycket varje aktieägare har rätt till om man skulle avveckla verksamheten och dela ut företagets nettotillgångar.³²

Substansvärdering används bl.a. vid värdering av fastighetsbolag och investmentbolag. I investmentbolag kommer intäkterna från aktieutdelningar i portföljen. Jämte utdelningar ger innehavet upphov till eventuella värdeökningar. Värdeförändringar är svåra att mäta med t.ex. P/E-tal, därför anses substansvärdet vara en bättre vägledning vid värdering. Fastighetsbolag kan med fördel värderas på motsvarande sätt.³³

I samband med substansvärdering av fastighetsbolag och investmentbolag brukar man tala om den s.k. substansrabatten. Substansrabatten innebär att aktiens pris är lägre än värdet på företagets eget kapital. Substansrabatten i fastighetsbranschen låg år 2000 på 12% och för investmentbolag 38%.³⁴

En stor substansrabatt innebär att man kan köpa t.ex. fastigheter på börsen till ett lägre pris än om man hade gjort förvärvet utanför börsen. En del analytiker hävdar dock att denna rabatt är motiverad på grund av den dubbelbeskattning som existerar och den centrala administration som medför att aktieägarna drabbas av merkostnader.³⁵

$$\text{Substansvärde per aktie, kr} = \frac{\text{justerat eget kapital}}{\text{antal aktier}}$$

³² Hägg, C, (1989), "Värdering av aktier"

³³ Arvidsson, P, Hansson, S, Lindquist, H, (2001), "Företags och räkenskapsanalys"

³⁴ Ibid

³⁵ Affärsvärlden, "Analys: Fastigheter - In från kylan", nr. 41, 2000

3.5.3 CAPM

Placerare kräver en högre procentuell avkastning vid investering av aktier med högre risk. Eftersom aktier alltid är förenade med risk så har den genomsnittliga börsaktien en förväntad avkastning som överstiger den riskfria avkastningen (räntan) på till exempel statsobligationer.³⁶ CAPM (Capital Asset Pricing Model) är en modell som försöker förklara sambandet mellan en tillgångs risk och dess förväntade avkastning. Modellen togs fram på 60-talet av Sharpe och utvecklades av först Lintner och sedan Mossin.

Sambandet mellan en tillgångs risk och dess förväntade avkastning är linjärt vilket innebär att det inte går att öka en akties förväntade avkastning utan att samtidigt öka dess risk. Att enskilda aktier avviker från börsgenomsnittet förklaras av CAPM-modellen med att aktierna har olika risknivåer. Betavärdet berättar i vilken utsträckning aktiens procentuella avkastning följer med i de fluktuationer som drabbar börsen som helhet. Betavärdet är alltså ett mått på företagets risk. Det är dock inte ett mått på aktiens totala risk utan endast på den systematiska risken, hur aktiens pris korrelerar med marknaden. Den icke-systematiska risken tenderar enligt CAPM-modellen att sakna betydelse när man har en väl diversifierad aktieportfölj, p.g.a. riskspridningen. En portfölj där den icke-systematiska risken eliminerats helt kallas effektiv.

Marknadsportföljen (börsens genomsnitt) har definitionsmässigt ett betavärde på ett. En aktie som har ett betavärde på ett är perfekt korrelerad med marknaden. Aktier som är mer volatila (rörliga) än genomsnittet har ett betavärde större än ett, medan aktier som är mindre volatila än marknadsportföljen men följs åt samma håll har ett betavärde mindre än ett och större än noll. Aktier som rör sig åt motsatt håll än genomsnittet har ett negativt betavärde.

$$k = r + (m - r) * b$$

k = aktieslagets förväntade avkastning

r = den ränta en riskfri placering ger

b = betavärdet (systematisk risk)

m = den genomsnittliga börsaktiens förväntade avkastning³⁷

Den riskfria räntan (r i formeln) är lika med avkastningen på en investering med betavärdet noll. I praktiken använder man avkastningen på en tioårig statsobligation p.g.a. svårigheterna att hitta en placering med ett betavärde på noll, d.v.s. en helt riskfri placering.

³⁶ Hägg, C., (1989), "Värdering av aktier"

³⁷ Ibid

3.5.4 Arbitrage Pricing Theory

Arbitrage Pricing Theory brukar förkortas APT och är en modell som har sitt ursprung i CAPM-modellen. Precis som CAPM-modellen är APT-modellen en riskbaserad modell. Man försöker i APT-modellen förklara de olika betavärden som förekommer i CAPM-modellen. I APT-modellen tar man hänsyn till hur en tillgång påverkas av flera olika faktorer till skillnad från i CAPM-modellen som bara tar hänsyn till en faktor. I APT-modellen finns flera olika betavärden som förklarar hur känslig en tillgångs förväntade avkastning är för olika faktorer i ekonomin. Det gör att APT-modellen har potentialen att mäta risk bättre än CAPM-modellen.³⁸ APT-modellen kan generellt definieras genom följande samband³⁹: $r_i = r_f + B_1I_1 + B_2I_2 + \dots + B_{n-1}I_{n-1} + B_nI_n$

Där:

r_i = tillgångens förväntade avkastning

r_f = den riskfria räntan

B_n = den n:e faktorns känslighetskoefficient

I_n = den n:e faktorn

n = antal faktorer

Den största nackdelen med APT-modellen är att det blir så många konstanter att modellen blir svåröverskådlig. En annan nackdel som APT-modellen har är att det blir statistiska skattningsproblem, eftersom många av de tänkbara faktorerna har ett starkt inbördes samband (multikollinearitet).⁴⁰

3.5.5 Relativvärdering

Relativvärdering går ut på att jämföra företag i samma bransch. Värderingen grundas på gemensamma nyckeltal som jämförs. De nyckeltal som används är främst p/e-tal, p/s-tal, price to book value, räntabilitet samt soliditet. Relativvärdering talar inte om ifall företaget är rätt värderat utan gör bara en jämförelse mellan olika bolag i samma bransch. Relativvärderingen ger oss ingen information om bolaget eller branschen är rätt värderad. Enligt relativmetoden är bolag intressanta om de är lägre värderade jämfört med andra bolag i samma bransch.

Metoden är förhållande lätt att använda och ger en god överblick över en bransch. Efter en snabb genomgång över flera bolag kan man se vilka företag som är potentiella investeringar. Nyckeln är att finna likande bolag som kan jämföras. Det är viktigt att finna företag med liknade tillväxttakt samt riskprofil. Kritik har riktats mot relativvärderingen som modell då

³⁸ Ross, Westerfield, Jaffe, "Corporate Finance"

³⁹ Gärtner, R. & Olbert, L., (1995), "Aktievärdering Shareholder Value Analysis"

⁴⁰ Hägg, C, "Värdering av aktier"

valet av liknade bolag ofta är subjektiva bedömningar av företag, dess tillväxt och riskprofil. Finansanalytikern kan ta fram ej relevanta jämförelseföretag med syfte att få ett visst företag att framstå som mer intressant. Metoden har även fått kritik för att siffrorna är lätta att manipulera vilket kan leda till att metoden urvattnas.⁴¹

Relativvärderingen kommer bara att fungera om värdet på bolagen är rätt. Om aktier är felprissatta innebär det att hela resultatet blir oanvändbart. Om hela marknaden felvärderar en bransch kommer relativvärderingen att falla. Under IT-hysterin i slutet av 90-talet ledde felvärderingar till att en hel bransch så småningom kraschade. Det hela berodde bl.a. på att aktiemarknaden kom att övervärdera hela branschen med hjälp av relativvärdering av bolag i USA som hjälpte till att trissa priserna på aktierna.

Relativvärdering kombineras ofta med kassaflödesvärdering då dessa liknar varandra i stort. Båda metoderna kräver liknade informationsunderlag och ger i stort sett samma resultat. Skillnaden mellan metoderna är att relativvärderingen jämför olika variabler mellan likande bolag i samma bransch. Det som är grunden i relativvärdering är att företagen som jämförs har samma struktur och verksamhet.⁴²

3.5.6 P/E-talet

P/E-talet står för price/earnings alltså på svenska pris/vinst och kallas också multiplikator eller vinstmultipl. P/E-talet används för att jämföra en akties pris med företagets vinster för att se om aktien är över- eller undervärderad. Bakgrunden till ett lågt p/e är i första hand att marknaden bedömer sådana företags möjligheter att behålla och öka sina vinster som mindre än vad gäller företag med högt p/e-tal.⁴³ P/E-talet definieras genom att dividera aktiens nuvarande kurs med vinsten per aktie, räknat på årsbasis. Det vanligaste är att man tittar på ett företags framtida vinster, exempelvis de närmaste två åren, men det förekommer också att man använder ett företags historiska vinster.

Anledningarna till att P/E-tal har blivit så populärt är dels enkelheten att använda och jämföra och dels på grund av den stora vikt som läggs på företagets framtida vinster som ett mått för att utvärdera aktiens värde. En annan fördel är att man inte behöver anta variabler såsom risk, pay-out ratios och tillväxthastighet. Man kan också säga att företag med höga p/e-tal har höga framtida förväntningar på sig medan omvänt gäller för företag med lågt p/e-tal. Aktier med låga p/e-tal kan innebära att företaget är en potentiell uppköpskandidat.⁴⁴

⁴¹ Damodaran, A., (1994) "Damodaran on Valuation - Security Analysis for Investment and Corporate Finance"

⁴² Ibid

⁴³ Hansson, S., (1996) "Aktier, optioner och obligationer"

⁴⁴ Olbert, L., (1990) "Aktie ABC"

Det finns också en mängd nackdelar med p/e-talet. Företagens redovisningspraxis påverkar dess p/e-tal. Man bör inte jämföra P/E-tal för företag från olika branscher. Detta beror på att man inte tar hänsyn till att tillväxtbolag har högre p/e tal. Skillnader i tillväxt innebär då att företagen får olika höga p/e-tal.

Man bör inte heller jämföra P/E-tal på företag från olika länder utan att titta på de underliggande siffrorna. Ännu en nackdel med P/E-talet är att det har en tendens att reflektera marknadens stämningar, speciellt vid systematiska felprissättningar av hela sektorer, vilket medför att fel uppstår när man ska värdera enskilda aktier.

För vissa branscher, exempelvis fastighetsbolag lämpar det sig inte att använda sig av P/E-tal överhuvudtaget. Det beror på att dessa företags vinster ofta består av osynlig, orealiserad värdetillväxt på företagets tillgångar som inte framkommer i p/e-talet. Man kan aldrig räkna fram p/e-talet för företag som har noll eller negativ vinst, eftersom man använder företagets vinst i nämnaren. P/e-talet blir då antingen negativt (vid förlust) eller oändligt högt om vinsten är noll.

3.5.7 P/S-talet

P/s-talet står för price/sales eller på svenska pris/omsättning. Det betyder hur mycket aktiemarknaden värderar varje omsättningskrona i ett företag.⁴⁵ P/s-talet anger alltså ett företags försäljning per aktie i förhållandet till det aktuella aktiepriset. Ju högre p/s-talet är, desto högre är förväntningarna på en omsättningsökning. P/s-talet påminner mycket om p/e-talet, den enda skillnaden är att man använder omsättningen i nämnaren istället för vinsten och detta gör att man kan använda detta nyckeltal även om företaget inte går med vinst. Måttet har fördelen att vara helt tillförlitligt jämfört med till exempel substansvärdet per aktie, som delvis måste grundas på bedömningar. En svaghet är att p/s-talet av naturliga orsaker är olika för olika branscher.⁴⁶ En annan nackdel med p/s-talet är att om kostnaderna för ett företag går upp men omsättningen är stabil så kommer det inte återspeglas i p/s-talet förutsatt att priset på aktien inte förändras. Formeln för p/s-talet kan skrivas så här:

$p/s = p/e * e/s$ där

p = börskurs

e = vinst per aktie

s = omsättning/försäljning per aktie⁴⁷

⁴⁵ Olbert, L., (1990) "Aktie ABC"

⁴⁶ Hansson, S., (1996) "Aktier, optioner, obligationer"

⁴⁷ Olbert, L., (1988) "Aktiehandboken"

3.6 Marknadpsykologi

Som vi tidigare beskrev går forskare på senare tid mer och mer ifrån den traditionella ekonomiska teorin till att försöka bygga in realistiska antaganden där faktiska beteenden och upplevelser berörs för att försöka förklara individers beteenden. Tittar man närmare på individers beteenden i ekonomiska situationer visar det sig ofta att de är mer eller mindre rationella. Nedan beskriver vi ett antal hypoteser vilka utgör huvudkritik gentemot den äldre ekonomiska skolan. Vi beskriver även den mer extrema formen av aktievärderingsmodeller vilken har sin utgångspunkt i marknadpsykologin; den tekniska analysen.

Lars Tvede tar i sin bok, *"The Psychology of Finance"* (1999), upp fyra påståenden eller fenomen kring aktiemarknaden som han kallar "The Four Terrible Truths about Finance":

1. Marknaden ser bara till framtida förväntningar
2. Marknaden är irrationell
3. Kaos härskar
4. Aktiediagram är självuppfyllande profetior

Nedan beskriver vi kortfattat vad han menar.

Marknaden ser bara till framtida förväntningar

Tvede menar att marknadens prissättningen av aktier inte styrs av nyheter. Det är snarare så att nyhetsflödet enbart bekräftar aktiens marknadspris. Vid förändringar av en akties pris letar marknaden efter förklaringar till dessa i nyhetsflödet. Tvede menar att investeraren för att kunna förutse marknadens rörelser inte bara behöver kunna förutse ekonomins utveckling utan även göra dessa förutsägelser innan marknaden som helhet gör dem.

För att illustrera detta citerar Tvede följande ur boken "Das ist die Börse", skriven av en börsspekulant vid namn Kostolany:

"Generally the news does not create prices but prices create the news. This is true of Paris, London and New York. At the close of the days' trading everybody starts looking for arguments to explain a price deviation, or a trend alteration, and these are arguments of which he would never have dreamt two hours before."

Källa: Kostolany, ur Tvede, L., "The Psychology of Finance" (1999)

Marknaden är irrationell

För att illustrera marknadens irrationalitet beskriver Tvede följande fenomen. Antag att du ägnar en morgon åt att studera och söka efter all tänkbar information som kommit det senaste dygnet, i syfte att försöka förutsäga om valutamarknaden i USA kommer att köpa eller sälja USD mot Euro. På den europeiska marknaden är handeln i USD/Euro lugn. Innan USA vaknar så öppnar du en kort position i USD/Euro, då du tror att USA kommer att sälja USD mot Euro. Positionen är av den storleken att även en mycket liten ofördelaktig förändring av kursen skulle innebära en katastrof. Du spenderar resten av dagen åt att följa handeln sekund för sekund. När USA börjar handla så börjar du också uppleva marknadens irrationalitet, genom din egen reaktion på utvecklingen. Om marknaden gör som du tror och förutspått kommer du känna att du är överlägsen denna och på så sätt känna och konstatera att din analys var helt riktig. Om däremot USD stärks mot Euron känns argumenten för att köpa USD på en gång självklara och du klandrar dig själv för att inte ha insett denna uppenbara utveckling. Du kommer då vilja ändra din position, trots att du vet att den inledande handeln ofta ger en dålig indikation på hur kursen kommer att utvecklas under dagen.

Tvedes slutsats av detta är att humöret ofta följer tillgångens pris och att investeraren vid kursuppgång tror på fortsatt uppgång. Detsamma gäller även vid nedgång. Beteendet som beskrivs i exemplet förefaller därmed inte särskilt rationellt eller välgenomtänkt. Trots att du ägnat mycket resurser åt att analysera USD/Euromarknaden så är du redo att direkt överge analysen om marknaden går emot dig. För att en ändring av din position ska vara rationell krävs att du, inom loppet av några sekunder, kan komma fram med en mycket bättre marknadsanalys än den du ägnat större delen av arbetsdagen åt att ta fram. Om detta är fallet så har du just slösat bort en hel arbetsdag på en värdelös analys.

Nu är det inte bara enstaka marknadsaktörer som reagerar som i exemplet, utan en stor del av dem agerar på samma sätt. Detta gör naturligtvis att hela marknaden agerar mer eller mindre irrationellt.

Kaos härskar

Lars Tvede beskriver den s.k. fjärilseffekten för att förklara begreppet "kaos härskar". Fjärilseffekten kommer ur en meteorologisk datormodell, framtagen av Edward Lorenz, vilken var så känslig att en härledning av en fjärils vingslag i Brasilien kunde vara orsaken till en tornado i Texas. Detta visade att långsiktiga väderprognoser inte kunde göras tillförlitliga oavsett hur avancerade mätinstrument som användes. Fjärilens vingslag kan helt enkelt inte förutses. Fjärilseffekten är dock bara en del av det som Tvede kallar deterministiskt (förutbestämt) kaos, vilket innebär att ett fullständigt deterministiskt system ändå förefaller

slumpartat vid en tidsserieanalys.⁴⁸ Kaos uppstår oftast i situationer där ett händelseförlopp förstärks av händelsernas inverkan på varandra. Interaktionen gör därmed att händelseförloppen näst intill blir omöjliga att förutsäga när ett stort antal händelser interagerar. I ekonomin kommer detta till uttryck i form att t.ex. multiplikatoreffekter⁴⁹ skapar loopar i ekonomin, vilket därmed försvårar förutsägelseerna och skapar ett deterministiskt kaos.

Översatt till förhållandet på finansmarknaden blir fjärilseffektens inverkan i det deterministiska kaoset att en småsparare som säljer obligationer i London, som inledningsvis ger en minimal justering av jämviktsläget, föranleder att andra investerare får förändrade prognoser och därmed förändrar sina beslut, vilket i sin tur leder till en krasch i Tokyo. Genom de loopar som här genereras skapas därmed det deterministiska kaoset.

Tvede menar utifrån ovanstående resonemang att det därför är omöjligt att göra exakta prognoser och därmed försöka förutsäga en ekonomis eller en tillgångs utveckling, då kaoset skapas av makroekonomins endogena variabler. Ekonomins utveckling kan därmed inte förutsägas med hänsyn till linjära modeller. Detta medför att deterministiskt kaos kan vara en viktig förklaring till varför linjära modeller ger så dåliga resultat vid prognostisering. Detta visar också att ekonomier i egenskap av dynamiska system ofta upprepar sig, men under olika förutsättningar, vilket ytterligare försvårar prognoser. Tvede menar också att de senaste årens dramatiska börskrascher visar på styrka i de återkopplingar som finns inom ekonomin och looparnas effekter.

Aktiediagram är självuppfyllande profetior

Kort efter den svarta torsdagen, 11 september 1986, utformade Robert Shiller en enkätundersökning varmed han frågade institutionella och stora privata investerare av vilken anledning de hade sålt sina aktier. Av de svar som inkom svarade inte en enda att det berodde på ekonomiska nyheter eller rykten. Det var marknadens nedgång i sig själv som var den utlösande mekanismen. Liknande anledningar som svar fick han även vid en senare undersökning med närmare 900 svar, som gjordes efter den globala kraschen i oktober 1987. Där svarade närmare 70 procent av de privata och drygt 90 procent av de institutionella investerarna att de varit nettoköpare under månaden före kraschen samtidigt som de under samma period ansett att börsen varit övervärderad. Tvede menar att detta visar på en återkoppling till marknaden som indikerar att aktörerna försökte gissa vad majoriteten tänkte göra.

⁴⁸ tidsserieanalys: data som insamlats under en följd av tidpunkter eller tidsperioder, Andersson, G., Jorner, U., Ågren, A. (1994) "Regressions- och tidsserieanalys"

⁴⁹ multiplikatoreffekt: när investeringar i en region får positiva följd effekter inom andra delar av områdets näringsliv och förstärker utvecklingen, <http://www.sam.kau.se/geografi/bibliotek/geosaurus/LP/M/multipli.htm>, 2002-05-28

Analys av aktiekursdiagram handlar därmed inte bara om att försöka tyda och förutsäga marknaden. Tvede menar att det i lika stor utsträckning handlar om att den tekniska analysen skapar marknads psykologi och dess beteende samt att diagrammen därmed blir självuppfyllande.

3.7 Teknisk analys

Teknisk analys är en form av beteende analys.⁵⁰ Det är en metod som bygger på antagandet att historien upprepar sig. Analysen sker genom tolkning av diagram som bygger på historiska tidsserier för priser och omsättning, där man försöker "läsa av" hela marknaden eller specifika aktier genom att upptäcka mönster, diagramformationer och trender.

Genom dessa mönster försöker man få fram köp- och säljsignaler och således förutspå framtiden. Teknisk analys är ingenting som man kan använda ensamt utan det är ett komplement till fundamental analys, man använder det för att få fram köp- respektive säljtidpunkten.

En ofta framförd kritik mot teknisk analys är att användningen förutsätter en situation med en ineffektiv kapitalmarknad, där viktig information endast kommer ett litet antal aktörer tillhanda.⁵¹ Det finns ett antal olika analysmodeller inom teknisk analys. Nedan beskrivs kortfattat ett antal av dessa.

Point & Figure är en av de äldsta metoderna och den används inte så mycket längre. Ett sådant diagram är uppbyggt så att den vertikala axeln mäter aktiekursförändringar, medan den horisontella mäter antalet omsvängningar mellan upp- och nedgång. En fördel med den här modellen är att den kan användas utan hjälp av dator. Modellen bortser till skillnad från de flesta modellerna helt från tidsaspekter. Små förändringar i kursen ger inget utslag i den här modellen utan filtreras bort.

Glidande medelvärdeskurvor är en annan modell som ingår i teknisk analys. Den går ut på att man räknar ut medelvärdet för en börskurs under ett visst antal dagar. Sedan undersöker man hur kurvorna rör sig i förhållande till varandra. Den här modellen används företrädesvis på aktier med stor volatilitet.

Momentum är en metod som används för att mäta styrkan i en kursutveckling. Genom att studera momentumkurvans toppar och dalar, försöker man hitta en förvarning om att den

⁵⁰ Holmlund, E & Holmlund, P (1996) "Aktiespararnas timing handbok"

⁵¹ Hägg, C., (1989) "Värdering av aktier"

pågående trenden börjar försvagas.⁵² Den metoden är bra att använda i kombination med andra metoder.

RSI eller Relative Strength Index går ut på att man jämför en akties kursutveckling med utvecklingen för en bransch eller för ett totalindex. Man får signaler från nivån och riktningen på index, ur formationer i indexkurvan och ur divergens mellan kurs - och indexkurvan.

Stochastics är en modell med värden som fluktuerar på en skala mellan 0 och 100, modellen inkluderar det högsta och det lägsta värdet under ett visst antal börsdagar, samt den senaste dagens slutvärde. Modellen bygger på antagandet, att i slutet av en uppgångsfas kommer slutkurserna att krypa närmare de lägsta kurserna även om högsta kurserna fortfarande stiger.⁵³

3.8 Dynamiken kring ett tradingintervall

C-G Gyllenram är en annan författare, vid sidan om Tvede som försökt beskriva hur ett kursmönster i ett diagram kan förklaras utifrån ett mänskligt beteende. En aktie uppfattas som en abstrakt företeelse utan känslor och egen vilja. Den är bara ett juridiskt begrepp som dock framkallar starka känslor hos ägaren. Om en aktie utvecklas dåligt skyller gärna ägaren detta på t.ex. utländska placerare, börsen eller företagsledningen, istället för att erkänna att det egna beslutet var felaktigt. Om en aktie utvecklas positivt fyller det ofta ägaren med en ökad självkänsla och lycka.

Det är vanligt att man försöker prognostisera börsens rörelser genom att lära sig ett antal stereotypa mönster och formationer utantill såsom är beskrivet i ovanstående avsnitt. Problemet med teknisk analys som prognosverktyg är att varje formation är unik. Det finns ingen den andra lik vad gäller både pris- och volymutveckling.⁵⁴ Merparten formationer och mönster som man hittar i ett diagram är varianter av konsolideringsfaser, tradingintervall eller sidledes rörelser. Börsen och enskilda aktier står mestadels stilla, kursmässigt sett oavsett åt vilken håll trenden är.

Enskilda placerare med skiftande bakgrund, erfarenhet, värderingar och förmögenhet och som inte känner varandra börjar i ett visst givet marknadsläge att bete sig alltmer likartat. Ett sådant specifikt marknadsläge kan t.ex. vara ett långvarigt intervall som med tiden skapar en framväxande frustration, otålighet och oro, vilket påverkar individers agerande. För en investerare är obehaget att förlora pengar på en investering större än lusten att tjäna dem. Detta kallas förlustaversion och kommer att förklaras senare i kapitlet. Rädslan att förlora är

⁵² Holmlund, E & Holmlund, P., (1993) "Snabba aktievinster med teknisk analys" Delphi Economics

⁵³ Ibid

⁵⁴ Gyllenram, C-G., (1998) "Aktiemarknadens psykologi"

en starkare känsla än girighet. Detta gör att en investerare agerar mer emotionellt än en köpare vid börsnedgångar, vilket ofta gör nedgångar mer dramatiska än uppgångar.

Detta beteende blir efterhand alltmer likartat och därmed mer förutsägbart. Denna psykologiska dynamik skapar förutsättningarna för ett flockbeteende som uppstår vid ett kraftfullt utbrott (en snabb och större prisstegring eller prisfall under stor volym) från ett intervall som varit i kraft under en längre tidsperiod.⁵⁵ I denna flock finns två huvudgrupper; placerare som upplever det negativt att kursen bryter upp och placerare som upplever det positivt att kursen bryter upp. Vid ett utbrott nedåt får en av grupperna, baisseflocken ett övertag över den andra gruppen, hausseflocken.

3.9 Flockbeteende

De till synes vettlösa berg- och dalbaneresor som klotets aktiemarknader åkt vid ett flertal tillfällen förbryllar många. Det är marknadens berömda flockbeteende som kan förklara många av de mycket volatila aktiekurserna. Det menar Richard Wahlund, som är tillförordnad professor på Handelshögskolan i Stockholm som forskat mycket kring marknadens psykologi. Hur förklarar man att Hong Kong börsen ena dagen faller med 13 procent för att nästa stiga med 19 procent? Svaret ligger i den flockmentalitet som gör marknadens aktörer beroende av varandra.⁵⁶

Detta flockbeteende kommer in i bilden då enskilda individuella placerare med högst skiftande bakgrund, erfarenhet, värderingar och förmögenhet, och som inte känner varandra i ett visst läge börjar bete sig alltmer likformigt och därmed mer förutsägbart.⁵⁷

Flockens aktörer utgörs av marknaden, d.v.s. alla de som äger aktier eller överväger att antingen blanka (låna aktier, sälja dem och sedan försöka köpa tillbaka dem billigare) eller köpa aktier. Flockbeteendet uppstår under kraftiga prisrörelser som gör aktieägarna antingen rädda eller giriga. Ett kraftfullt utbrott från ett längre tradingintervall är alltså en effektiv katalysator för flockbeteende på börsen. Människor som blir emotionella, rädda och ångestfyllda eller giriga och euforiska förvandlas lätt från individer till flockmedlemmar. Placerare som grips av känslorna och blir osäkra hur de skall agera tenderar att göra som alla andra och följa den flock som är starkast. Ju mer emotionella och osäkra människor blir desto mer benägna blir de att göra som flocken och acceptera majoritetens synsätt. Den stora flockledaren är priset själv på en aktie.⁵⁸

⁵⁵ Gyllenram, C-G., (1998) "Aktiemarknadens psykologi"

⁵⁶ Cervenka, A., Finanstidningen, 1997-10-30, "Följa John-beteende föder börskaos"

⁵⁷ Peterson, T., Dagens Nyheter Ekonomi, 1997-11-12, "Flockbeteende tvingar fram börskaos"

⁵⁸ Gyllenram, C-G., (1998) "Aktiemarknadens psykologi"

Den enskildes agerande är svårt att förutse medan en större grupps mest sannolika beteende är lättare att bedöma.⁵⁹ Marknadens psykologi styrs i hög grad av förväntningar. Aktörerna agerar på ett visst sätt beroende på vad man tror kommer att hända i framtiden. Förväntningarna skapas på ett subjektivt sätt och sedan tenderar att bli självuppfyllande. Aktörerna försöker förutse vad de andra aktörerna kommer att göra. Rykten som låter trovärdiga förvandlas då genom ett flockbeteende till en verklighet på marknaden. Sann och korrekt information är inte det viktigaste, för om ryktena låter rimliga, kommer marknaden att följa dem.⁶⁰

3.10 Behavioral finance

En relativt ny forskningsgren inom modern finansieringsteori går under begreppet behavioral finance⁶¹ eller behavioral economics, där man forskar kring hur vårt känsloliv påverkar våra investeringsbeslut. Några områden som behavioral finance inbegriper är bl.a. det psykologiska momentet i formuleringen av information avsedd för spridning, den överdrivna tilliten till den egna bedömningsförmågan, benägenheten att behålla förlorarakter och flockmentaliteten.⁶²

Nedanstående citat tjänar som en bekräftelse på att vissa anser att känslorna verkligen spelar en stor roll vid prissättningen på aktiemarknaden:

Gunnar Ek, Aktiespararna: *"Två tredjedelar av kursutvecklingen på börsen styrs av psykologiska faktorer och en tredjedel av fundamentala faktorer."*

Källa: Andersson, J., Sydsvenska Dagbladet Näringsliv, 1997-04-02, *"Investerar tar börsras med ro"*

Lennart Sjögren, professor i ekonomisk psykologi: *"Frågan är hur mycket fakta och kunskap som finns att hämta i aktievärlden, 80 procent av kursrörelserna bygger på psykologi och 20 procent på ekonomi."*⁶³

Källa: SVTs Dokument inifrån, 2000-11-08, *"När marknaden re(a)gerar"*

⁵⁹ Peterson, T., Dagens Nyheter Ekonomi, 1997-11-12, *"Flockbeteende tvingar fram börskaos"*

⁶⁰ Björklund, M., Dagens Nyheter Ekonomi, 1997-08-22 *"Psykologi slår ut information"*

⁶¹ något vedertaget svenskt begrepp verkar inte finnas utan litteratur och artiklar refererar bl.a. till *"beteendeinriktad finansieringsteori"*, *"investeringspsykologi"* och *"beteendeekonomi"*

⁶² Fromlet, H., 2001-03-28 *"Psykologin hjälper oss förstå - men inte spå"*

⁶³ Winberg, Zachrisson, J., SVTs Dokument inifrån, 2001-11-08, *"När marknaden re(a)gerar"*

Den psykologiskt inriktade ekonomiska forskningen är ett resultat av frigörelsen från de uppfattningar om "vetenskaplighet" som kan uttryckas i antagandet om rationalitet och förkärlek för matematiska modeller och som var förhärskande fram till 1960-talet, vilka innebar att psykologer avstod från att ge sig i kast med att studera mentala processer och i stället inriktade sig på "stimulus" och "respons".⁶⁴

Harvardprofessorn Joseph Schumpeter konstaterade dock redan på femtiotalet att: "Det existerar problem i ekonomisk analys som med fördel kan attackeras genom metoder utarbetade av psykologer."⁶⁵

Den amerikanske centralbankschefen Alan Greenspan är medveten om att den traditionella synen på ekonomiska modeller har sina begränsningar. För ett tag sedan sade han:

"Our economic models have never been succesful in capturing a process driven in large by nonrational behavior"

Källa: Fromelt, H., 2001-03-28 "Psykologin hjälper oss förstå - men inte spå"

Hubert Fromlet, chefekonom på Föreningssparbanken har skrivit en artikel där han tycker att Federale Reserve, men även ECB (European Central Bank) och svenska Riksbanken skall fördjupa sig i forskningen kring behavioural finance. Han menar att reaktionerna på finansmarknaderna många gånger kan te sig märkliga och då kan behavioural finance utgöra ett kompletterande instrument. Han tror inte att centralbanker idag tillämpar behavioural finance i någon större omfattning. Centralbanker kan ibland ha en benägenhet att överskatta den egna positionen och tolkningsförmågan. Och allmänheten inklusive marknaden tror fortfarande alltför ofta att centralbanker har ett informationsförsprång. Fromlet menar att båda dessa synsätt kan vara felaktiga.⁶⁶

Kahneman beskriver problemen med att tillämpa modellen om förväntad nytta i verkliga livet:

"The failure of the rational model is not in it's logic but in the human brain it requires. Who could design a brain that could perform the way this model mandates? Every single one of us would have to know and understand everything, completely and at once."

Källa: Kahneman, D., ur Bernstein, P.L., (1996)⁶⁷

⁶⁴ Sjöberg, L., 2002-01-09, "Frestelser minerar börsens psykologiska landskap"

⁶⁵ Fager, J., Finanstidningen, 2002-01-30, "Ekonomerna tar tag i psykologin"

⁶⁶ Fromlet, H., Nyhetsbyrån Direkt, 2001-01-28, "FS-Banken: Dags för FED att tänka psykologiskt"

⁶⁷ Linderyd, D. & Wettergren, J., (1999), "Värdering av förhoppningsföretag"

Professor Herbert Simon, Nobelpristagare i ekonomi 1978 för sin pionjärforskning kring beslutandeprocessen inom ekonomiska organisationer⁶⁸ tar, precis som Kahneman, avstånd från iden om människan som en rationell beslutsfattare såsom denne beskrivs i teorin om förväntad nytta. Han påpekar att modellen passar utmärkt i teorin men att den är praktiskt taget omöjlig att använda i verkliga beslutssituationer p.g.a. dess omfattande komplexitet.⁶⁹ Han kommenterar detta bl.a. på följande sätt:

"Accepting this assumption [of economic rationality] enables economists to predict a great deal of behavior (correctly or incorrectly) without ever making empirical studies of human actors."

Källa: Simon, S., ur Wärneryd, K-G., (1999)

Definitionen av själva begreppet rationalitet och rationellt beslutsfattande har varit mycket omdiskuterat men de flesta forskare är överens om att rationella val skall uppfylla vissa grundläggande krav på konsistens och sammanhang. I artikeln *"The Framing of Decisions and the Psychology of Choice"*, beskriver professor D. Kahneman vid Princeton & professor A. Tversky vid Stanford olika beslutsproblem i vilka människor systematiskt bryter mot dessa krav.⁷⁰ De menar att det ligger i människans natur att fatta irrationella beslut eftersom det är vår perceptiva förmåga, eller snarare oförmåga som är problemet. Individer kan inte alltid se de logiska samband och implikationer som dagligt språk innebär.⁷¹

3.11 Begränsad rationalitet

Simon erbjuder istället en alternativ modell för att beskriva människans verkliga beteende med utgångspunkten att individen är begränsat rationell.⁷² Modellen om begränsad rationalitet har i forskningsvärlden fått acceptans för att beskriva hur människor faktiskt beter sig i verkliga livssituationer. Man kan säga att teorin gett oss ett sätt att jämföra individers egentliga beslut - hur man egentligen tänker, med en normativ standard - hur man borde tänka.⁷³ Simon menar med detta koncept om begränsad rationalitet att konsumenter och andra beslutsfattare kommer att titta efter tillfredställande, acceptabla val snarare än optimala val.⁷⁴ Det garanterar inte att individers beslut blir konsekventa utan valet beror ofta på ordningen

⁶⁸ Nobelstiftelsen

⁶⁹ Linderyd, D. & Wettergren, J., (1999), *"Värdering av förhoppningsföretag"*

⁷⁰ Axelsson, C. & Söderberg, P.U., 1997-12-14, *"Hur dum får man vara? Varför tänker människan inte rationellt?"*

⁷¹ Tegman, J & Bergqvist, M., (1995), *"Rationalitet? Det blir vad du gör det till."*

⁷² Linderyd, D. & Wettergren, J., (1999) *"Värdering av förhoppningsföretag"*

⁷³ Axelsson, C. & Söderberg, P.U., (1997) *"Hur dum får man vara? Varför tänker inte människan rationellt?"*

⁷⁴ Wärneryd, K-G., (1999) *"The Psychology of Saving"*,

som alternativen blir presenterade i. Detta betyder att om alternativ X presenteras före Y och X är önskvärt, eller i alla fall tillfredställande, kommer X att väljas innan Y ens övervägs.⁷⁵

Om man accepterar antagandet att människan är begränsat rationell blir det viktigt för individer som beslutsfattare att utnyttja de kognitiva resurserna på ett effektivt sätt. En annan modell som är närbesläktad till teorin om begränsad rationalitet är "Procedural rationality" eller procedural rationalitet.

3.12 Prospect theory

Vid olika undersökningar fann Kahneman och Tversky bevis för de ovan nämnda teorierna om begränsad rationalitet samt för ett nytt fenomen som beskrivs nedan och benämns förlustaversion. De utvecklade därefter en teori som de kallade "Prospect Theory", eller Prospektteorin.⁷⁶

Prospektteorin visar på ett beteendemönster som avviker från rationalitetsantagandet enligt Teorin om förväntad nytta, samt antagandet om att alla individer i alla situationer är riskaverta. Detta beror på två mänskliga brister, det ena att känslor ofta förstör självkontrollen samt det andra att människor ofta inte förstår fullt ut vad de har att göra med. Individer är inte konsekventa i sitt handlande utan anpassar sitt agerande beroende på situationen.⁷⁷ Individer är inte riskaverta utan kan tänka sig att spela (investera) när de ser det som passande. Vad Kahneman och Tversky visar genom sin undersökning är att individer i valsituationer mellan positiva utfall väljer det riskfria alternativet trots att det har lägre förväntat utfall än det riskfyllda. De visade också att när individer ställs inför val med negativa utfall eller utfall där de går jämt upp väljer det alternativ som har högre förväntningsutfall till större förlust. Individer är med andra ord riskaverta i situationer med säkra vinster och risktagare i situationer med säkra förluster, vilket är i strid med gällande rationalitetsantagande.⁷⁸

3.13 Förlustaversion

En av grundstenarna inom prospektteorin är att investerare snarare är förlustaverta än riskaverta. Förlustaversion är enligt ekonomipsykologen Richard Wahlund ett av de starkaste psykologiska begreppen som styr börshandeln. Begreppet innebär att vi människor hatar att förlora mer än vad vi älskar att vinna. Bakgrunden till detta är att panik är en mer

⁷⁵ Linderyd, D. & Wettergren, J., (1999) "Värdering av förhoppningsföretag"

⁷⁶ Linderyd, D. & Wettergren, J., (1999) "Värdering av förhoppningsföretag"

⁷⁷ Ibid

⁷⁸ Ibid

känsloladdad upplevelse än eufori.⁷⁹ Vi hatar att förlora så mycket att vi undviker en förlust så länge som möjligt. Förlustaversion gör också att individer vill hänga på vid uppgångar, så att de inte är "förlorare" jämfört med dem som är med i uppgången.⁸⁰ Flockbeteendet, som kommer att beskrivas mer detaljerat senare, är också kopplat till förlustaversion. Det bygger på att om vi förlorar på att gå emot marknaden, så känns det värre att förlora på det än på att förlora genom att göra som alla andra.⁸¹

3.14 Några kognitiva misstag gjorda av den enskilde investeraren

Forskningen inom behavioral finance har mycket koncentrerats kring den enskilde individens känslor och beteende vid investeringsbeslut. Investerare är utrustade med en mängd psykologiska tendenser som inte passar in på finansteorins modell om den rationella individen. Detta leder till att marknaden påverkas av den mängd känslor som de investerare som utgör marknaden har. Kombinationen av en begränsad möjlighet att genomföra arbitrageaffärer och investerares känslor som driver marknaden för med sig att prissättningen blir ineffektiv. Detta menar G. Arnold i sin bok "*Corporate Financial Management*", (2002). Han har funnit en mängd misstag som den enskilde investeraren gör och som redogörs för nedan.

3.14.1 Positiv feedback och extrapolativa förväntningar

Aktiemarknadsbubblor kan delvis förklaras av att traders, så kallade positive feedback traders, som köper aktier efter att priserna ökat och säljer då priserna sjunker. Dessa traders skapar extrapolativa⁸² förväntningar om priserna, vilket innebär att de förväntningar som uppstod vid en prisökning (fall) i det förflutna bildar en trend som sedermera extrapoleras av investerare som förutser större framtida kursökningar (minskningar). Beteendet kan beskrivas som ett trendsökande. Den informerade tradern skapar på detta sätt ytterligare instabilitet istället för att låta aktiekurserna baseras på sitt fundamentala värde genom arbitrage.⁸³

⁷⁹ Gyllenram, C-G., (1998) "*Aktiemarknadens psykologi*"

⁸⁰ Paulsen, M., Ekonomi 24, 2000-12-21, "*Psykolog tror på fortsatt börsfall*"

⁸¹ Ibid

⁸² Extrapolera enligt SAOL: Att ungefärligt beräkna hur en viss utveckling kommer fortlöpa utanför ett område utan kända värden.

⁸³ Arnold, G., (2002) "*Corporate Financial Management*"

3.14.2 Ångerfenomenet

Rädslan för den obehagliga känslan av att känna ånger är ofta så stor att den leder till att den mänskliga individen handlar irrationellt och utanför ramarna av det som Richard Thaler kallar Homo Economicus, d.v.s. den rationella människan.⁸⁴ Ångerteorin är ett fenomen som kan förklara varför investerare till en början undviker att sälja aktier som visat sig vara förlust investeringar då de vill undvika att slutföra misstaget och därmed undgå känslan av ånger.⁸⁵ Experimentella psykologer har även observerat att investerare förtränger lättillgängliga och relativt säkra möjligheter att göra större vinster mot en ytterst marginell risk för att göra misstag och därvid känna ånger.⁸⁶

3.14.3 Kognitiv dissonans

Kognitiv dissonans är ett fenomen nära besläktat med ångerteorin. Kognitiv dissonans är en psykologisk konflikt vilken en människa ställs inför då bevis avslöjar att dess antaganden om ett visst förhållande är fel. För att undvika smärtan av att känna ånger över misstaget handlar människor ibland irrationellt, det har visat sig att individer undviker ny information eller utvecklar förvridna argument för att slippa inse misstaget och därmed kunna behålla antagandet.⁸⁷ Det har exempelvis visat sig att när en bedömning av ett företag existerat under lång tid i en individs medvetande och situationen för företaget förändras, är människor ovilliga att revidera sin uppfattning om företagets eller värdepapperets förutsättningar, trots att det finns bevis för att en förändring skett. Det finns en ovilja att acceptera den nya informationen, till följd av en vilja att undgå smärtan av att känna ånger.⁸⁸

3.14.4 Tillgänglighetsfenomenet

Människor lägger för stor vikt vid enskilda fakta om dessa är mer synliga än andra, på bekostnad av helhetsbilden.⁸⁹ Ett exempel som G. Arnold tar upp i *"Corporate Financial Management"* är att människor tenderar att efter stora tågolyckor i högre grad använda sig av alternativa färdmedel trots att sannolikheten för att en olycka skulle inträffa med tåg är mycket mindre än med exempelvis ett färdmedel som bil.⁹⁰

⁸⁴ Shiller, R., (1998) *"Human Behaviour and the Efficiency of the Financial System"*

⁸⁵ Ibid

⁸⁶ Arnold, G., (2002) *"Corporate Financial Management"*

⁸⁷ Shiller, R., (1998) *"Human Behaviour and the Efficiency of the Financial System"*

⁸⁸ Arnold, G., (2002) *"Corporate Financial Management"*

⁸⁸ Shiller, R., (1998) *"Human Behaviour and the Efficiency of the Financial System"*

⁸⁹ Arnold, G., (2002) *"Corporate Financial Management"*

⁹⁰ Ibid

3.14.5 Missbedömning av sannolikheter

Experiment har visat att människor tenderar att bedöma sannolikheten för låg för osannolika händelser samt att bedöma sannolikheten för hög för sannolika händelser. Detta kan möjligen förklara den låga värderingen av aktier tillhörande den så kallade gamla ekonomins företag i förhållande till aktier tillhörande den nya ekonomins företag, under den teknologiska revolutionen under det sena 1990 - talet.⁹¹

3.14.6 Overconfidence

Investerare är enligt Robert J. Shiller utrustade med ett alltför stort självförtroende. De tenderar att på ett signifikant sätt överdriva sin egen prognosförmåga. Flera undersökningar har visat att de lurar sig själva i tron om att de är bättre spekulanter än vad de i själva verket är.⁹² Investerare är inte heller tillräckligt medvetna om det informationsunderläge de oftast har. Fenomenet med ett för stort självförtroende kan bero på att investeraren handlar mycket och tror att han kan plocka vinnaraktierna och därmed slå marknaden. Oerfarna investerare är mer övertygande om att de kan slå marknaden än erfarna investerare.⁹³ Orsaken till detta stora självförtroende kan vi delvis enligt G. Arnold finna i att investerare tillskriver sin skicklighet förtjänsten då de gör lyckade investeringar, de sämre investeringarna, misstagen, tillskrivs dock ofta slumpen.

3.14.7 Representativens

Representativitet innebär att man fattar beslut baserat på stereotyper d.v.s. att individer har en tendens att se identiska situationer där sådana inte existerar. Uttryck för sådana tendenser menar G. Arnold i "*Corporate Financial Management*" vara att man vid varje större börsnedgång, såsom nedgångarna år 1987 och år 2001, ofta, trots att de ekonomiska fundamenta för de olika situationerna skiljer sig avsevärt från varandra, finner artiklar och uttalanden som hävdar att vi står inför en liknande händelseutveckling liknande den år 1929.⁹⁴ Enligt G. Arnold finner vi i detta fenomen en möjlig förklaring till *the overreaction effect*. Investerare söker medvetet eller omedvetet efter mönster vilket kan leda till olika former av irrationellt beteende. Om exempelvis en aktie har haft en dålig utveckling under en längre tid, antar många investerare att detta är ett representativt mönster för det specifika företaget och att den dåliga utvecklingen lär fortsätta i framtiden.⁹⁵

⁹¹ Ibid

⁹² Shiller, R., (1998) "*Human Behaviour and the Efficiency of the Financial System*"

⁹³ Arnold, G., (2002) "*Corporate Financial Management*"

⁹⁴ Ibid

⁹⁵ Ibid

3.14.8 Conservatism

Investerare är ovilliga att revidera en åsikt även om det finns fundamental bevis för det riktiga i en sådan handling. Detta leder enligt Arnold till att om vinsten verkar bli oförväntat hög underreagerar de till en början. De reviderar inte sin vinstprognos tillräckligt i förhållande till den nya informationen. Detta leder till att en överraskande positiv vinst följs av ytterligare en överraskande positiv vinst.⁹⁶ Fenomenet kan leda till instabilitet på aktiemarknaden eftersom all information inte avspeglas i prissättningen.

3.14.9 Narrow framing

Denna tendens innebär att den risk som en enskild investerare upplever varierar i förhållande till vilket fokus och hur investeringsproblemet är inramat eller hur det framställs. I många fall tenderar investerare att bortse från helhetsbilden till fördel för en mer fokuserad syn på och delvis avskuren bild av verkligheten. Exempelvis kan detta medföra att investerare som sparar med en långsiktig horisont lägger för stor vikt vid kortsiktiga kursförluster. Enligt vad Arnold skriver gjorde Richard Thaler och Benartzi (1995) en undersökning som visade att *framing errors* orsakade att investerare undvek aktier till fördel för riskfria statsobligationer och därav gick miste om den bättre avkastning som aktier i det långa loppet gav. Investerare gjorde riskbedömningen av aktier utifrån en tidshorisont som var alldeles för kort.⁹⁷

3.14.10 Ambiguity aversion

Då människor upplever att de inte har tillräcklig information om en investering är de överdrivet rädda för att utföra denna. Detta är dock fallet även då de upplever att de är mycket väl informerade om något. Investerare tenderar i sådana fall att fästa för stor betydelse vid de kända förhållandena och är mer benägna att ta risker.⁹⁸

⁹⁶ Ibid

⁹⁷ Arnold, G., (2002) "*Corporate Financial Management*"

⁹⁸ Ibid

3.15 Definition av begreppet sentiment

Då vi påbörjade vår undersökning fann vi att många aktörer inom finansbranschen använde sig av ordet *sentiment* främst för att beskriva synen på den rådande marknaden med avseende på hur den upplevs rent känslomässigt. Exempel på ett sådant uttalande är:

*"Marknaden uppvisar ett klart negativt sentiment just nu"*⁹⁹

Vi har dock aldrig, trots ett gediget sökande via Internet och omfattande litteraturstudier, påträffat en egentlig vetenskaplig definition av begreppet. Inte heller i de amerikanska uppsats/forskningsbaserna som vi haft tillgång till (Harvard, Yale University of Philadelphia samt University of Chicago), har vi funnit någon definition.

Vår definition av begreppet utgår från att det är ett sätt att försöka göra en analys av det rådande börsklimatet eller en enskild aktie baserad på psykologiska betingelser. Det är alltså frågan om det upplevda känslomässiga tillstånd om marknaden eller aktien som begreppet kan beskrivas utifrån. Begreppet sentiment bygger på antagandet att marknaden är ineffektiv och delvis på ett irrationellt beteende i förhållande till den ekonomiska teorin. Vi hävdar att en bedömning av marknaden utifrån en sentimentanalys kan visa att ett investeringsbeslut som utifrån fundamentala bedömningsgrunder är irrationellt, under vissa premisser kan vara rationellt. Forskningen har bland annat funnit att det i vissa sammanhang är rationellt att följa ett flockbeteende. Marknadens sentiment utgår från att marknaden är delvis förutsägbar eftersom man kan tolka den utifrån psykologiska faktorer och detta är något vi anser även professionella aktörer bör ta i beaktning vid rådgivning och bedömning av framtida börsklimat. Begreppet sentiment begränsar sig till de stora dragen gällande marknaden och enskilda aktier. Att göra en bedömning av det rådande sentimentet kan exempelvis vara att studera andra aktörers agerande på marknaden utifrån de kända beteendemässiga fenomen vilka beskrivs såsom flockbeteende och börpsykologi i skilda avhandlingar.

3.15.1 Avgränsning av begreppet sentiment

Vi avgränsar begreppet sentiment till att främst gälla de stora dragen på marknaden. Till skillnad från forskningen inom behavioral finance som går djupare i sin ambition att undersöka de bakomliggande psykologiska faktorer som ligger till grund för de enskilda investeringsbesluten, såsom kognitiva misstag, är begreppet sentiment snarare ett försök att beskriva det övergripande börsklimatet och de kollektiva psykologiska orsakerna bakom börskursernas volatilitet.

⁹⁹ Ovanstående citat beskriver hur en av marknadens aktörer skulle kunna uttrycka sig

4 Tidigare undersökningar

I detta kapitel kommer vi att redogöra för i huvudsak ett antal tidigare svenska studier över fundamentala aktievärderingsmodeller.

4.1 Olbert 1992¹⁰⁰

I sin licentiatavhandling från 1992 undersökte Olbert i vilken utsträckning som finansanalytiker använder sig av betavärden, fundamental och teknisk analys av aktier. I undersökningen studerar han vilka faktorer som man ser till vid värdering av aktier. Olberts undersökning skiljer sig ifrån vår undersökning i den bemärkelsen att vår undersökning rör privata placerare istället för professionella placerare. I vår undersökning går vi även in på de psykologiska faktorerna som påverkar investeraren i sitt placeringsbeslut.

I Olberts undersökning kom han fram till att svenska finansanalytiker till största delen använder sig av fundamental analys. Undersökningen visar att över 90 procent av de tillfrågade använder sig av fundamental analys vid aktievärdering. Olbert kom fram till att p/e-tal, kapitalstruktur, substansvärde, och räntabilitet på eget kapital är faktorer som analytikerna anser vara viktiga vid en värdering. I avhandlingen tar han även upp nuvärdesberäkning av framtida kassaflöden vilket analytikerna använder i mindre utsträckning. Dock gör flertalet av analytikerna prognoser utav kassaflöden för att knyta ann till aktiekursen.

Enkäten undersöker även analytikernas information och hur man reagerar på ny sådan. Det som undersökningen visar är att analytikerna bara ser till de kortsiktiga effekterna av ny information och således inte gör en djupare analys.

Enligt Olberts undersökning använder inte finansanalytikerna den så kallade tekniska analysmetoden. Mindre än en fjärdedel säger sig använda denna metod. Anledning till att metoden används i så liten utsträckning för värdering av aktier är att den bygger på historiska data. Historiska data används främst till prognoser och mindre till värdering. Analytikerna säger sig endast använda teknisk analys för timing av affärer.

Olbert har även valt att undersöka så kallade branschspecifika värderingsfaktorer. Den största skillnaden är mellan substansvärde och vinst per aktie. Enligt enkäten används vinst/aktie vid

¹⁰⁰ Olbert, L., (1992) "Värdering av aktier – Finansanalytikens värderingsfaktorer och informationskällor "

värdering av skogs-, verkstad-, bank-, handelsbranschen. Substansvärdet är viktigast vid värdering i fastighets- och investmentbranschen.

4.2 Larsson 1999¹⁰¹

Bengt Larsson har i sin kandidatuppsats försökt kartlägga vilka analys- och värderingsmodeller professionella finansanalytiker använder. Han har delat in analyserna i tre huvudgrupper: teknisk analys, betaanalys och fundamental analys.

Larsson kom fram till att fundamental analys är den metod som används mest. 23 av de 24 svarande i undersökningen använde alltid eller nästan alltid fundamental analys. Teknisk analys användes aldrig av 11 av de 24 svarande och när det gällde betaanalys så svarade 10 av de 24 svarande att de aldrig använde det. Larsson frågade också hur användbara de tillfrågade ansåg att de olika analysmetoderna var och här använde han en skala mellan 1 och 7 där 1 är "helt oanvändbar" och 7 är "mycket användbar", han fick fram genomsnittet 2,79 för teknisk analys, 3,46 för betaanalys och 6,71 för fundamental analys.

Efter det har Larsson gått in och sett mer specifikt vilka faktorer som placerarna använder sig av och då visade det sig att det vanligaste är finansiella nyckeltal.

Sammanfattningsvis kan man säga att fundamental analys är den analysmetod som i stort sett alla analytiker använder vid analys av en aktie. Den fundamentala analysen kompletteras av vissa analytiker med teknisk analys och/eller med betaanalys. Av de specificerade faktorerna är de finansiella nyckeltalen det som används mest, i definitionen av dem har Bengt Larsson lagt in till exempel soliditet, likviditet och räntabilitet. P/e-talet används också mycket vid analys vilket Larsson tolkar som ett tecken på hur viktigt det är med företagets vinst. Något som Larsson ansåg anmärkningsvärt är att betaanalysen används i så låg omfattning trots att hela 17 av de 24 svarande jobbar som portfölj/kapitalförvaltare.

4.3 Malmer & Pettersson 1999¹⁰²

Även i det här magisterexamensarbetet har man studerat vad finansanalytiker väljer att använda vid analys av aktier och resultaten är ganska så lika de resultat som kom fram i ovanstående undersökningar. Även här har man bitt de tillfrågade att svara på hur ofta man använder en viss typ av analysmetod och hur användbar man tycker att den är. Den här undersökningen har valt att dela in den fundamentala analysen i flera undergrupper såsom

¹⁰¹ Larsson, B., (1999) "AKTIE - analys - värdering - marknad"

¹⁰² Malmer, C. & Pettersson, J., (1999) "Aktievärdering: en studie av finansanalytikens val av värderingsmodeller, värderingsfaktorer och informationskällor"

p/e-tal och kassaflödesmodellen. Man har också valt att inrikta sig mer på olika branscher och skillnader däremellan jämfört med Bengt Larssons undersökning. 33 av 40 svarande säger att de sällan eller nästan aldrig använder teknisk analys. Användandet av betavärdesanalys visade samma tendens, 33 av 40 använde sällan eller nästan aldrig den analysmetoden. P/e-talsvärdering säger sig däremot 35 av 40 vanligen eller nästan alltid använda. Kassaflödesvärdering använde 23 av 40 vanligen eller nästan alltid.

Om man ska generalisera så kan man säga att kassaflödesvärdering och p/e-tals värdering är de två mest använda av de fundamentala metoderna medan substansvärdering inte används i någon större utsträckning. Varken teknisk analys eller betavärdesanalys används i någon högre grad. Dock har man jämfört med Olberts undersökning från 1992 och kommit fram till att teknisk analys används mer nu än då Olbert gjorde sin undersökning. I fråga om vilka av metoderna som analytikerna anser användbara visade det sig att kassaflödesmodellen ansågs mest användbar följt av p/e-tals modellen. Minst användbar ansågs den tekniska analysen vara.

4.4 Linderyd & Wettergren 1999¹⁰³

Linderyd & Wettergren har i sin magisteruppsats försökt ta sig an att studera marknadens värderingen av börsnoterade bolag med Internetrelaterad verksamhet. Eftersom dessa i allmänhet inte redovisat några vinster och inte heller har någon längre historik är traditionella värderingsmodeller svåra eller näst intill omöjliga att använda. De försöker se om det finns andra variabler investerare tittar på i brist på fundamental information, såsom ledningens kompetens, produktens potential, kundtillväxt etc. De fann i undersökningen mekanismer som påverkar värderingen av dessa förhoppningsföretag. Dessa är företagsledning, varumärke, strategi, kassaflödesvärdering, relativvärdering, marknadspsykologi och portföljteori. Deras slutsats är att den absolut viktigaste mekanismen vid värdering av förhoppningsföretag är marknadspsykologin, vilket gör att aktörerna på marknaden hela tiden handlar på andras handlande.

4.5 Andrén, Nordin & Smaragdis 2001¹⁰⁴

I Andrén, Nordin & Smaragdis magisteruppsats undersöks också vilka aktievärderingsmodeller som svenska finansanalytiker använder sig av vid värdering av aktier. Undersökningen går igenom vilka modeller som används samt hur hög lämplighet varje modell innehar. Enkäten gick ut till 250 finansanalytiker varav 65 stycken svarade.

¹⁰³ Linderyd, D. & Wettergren, J., (1999) "Värdering av förhoppningsföretag"

¹⁰⁴ Andrén, E., Nordin, M. & Smaragdis, C., (2001) "Aktievärderingsmodeller – användande, lämplighet och tillförlitlighet"

Undersökning kom fram till att den aktievärderingsmodell som professionella analytiker mest använder sig av idag är den så kallade kassaflödesmodellen. Undersökning visade också att kassaflödesmodellen anses vara den lämpligaste metoden för värdering vilket kan förklara den höga användningen. P/e-tal samt relativvärdering är andra metoder som används i hög grad. Att analytikerna inte agerar konsekvent i val av värderingsmodell kan vara en följd av osäkerheten kring dess lämplighet. Substansvärdering och betavärdering används av analytiker i Sverige men inte i alls så stor utsträckning som de tidigare nämnda modellerna. Enligt undersökningen finner man att analytikerna anser dessa modeller vara mindre lämpliga vid värdering av aktier. Den modell som används minst är tekniska analys vilket kan förklaras av att man tycker den är minst lämpad vid värdering av aktier.

I uppsatsen görs en jämförelse med tidigare studier vilket visar att användandet av främst kassaflödesvärdering har ökat markant från 1992. Enligt undersökningen har kassaflödesmodellen gått från att knappt varit använd 1992 till att bli analytikernas främsta värderingsverktyg. Undersökning visar på att p/e-tal som var den mest använda värderingsmetoden 1999 nu har minskat till följd av den ökade användningen utav kassaflödesmodellen. Enkäten visar att substansvärdering inte har ändrats nämnvärt över tiden utan ligger kvar på en konstant nivå. Betavärdering har likt substansvärdering legat på en konstant nivå sedan 1999. Undersökningen visar dock att användandet av teknisk analys har ökat sedan 1992 men den ligger fortfarande på en låg nivå i förhållande till de övriga modellerna.

I uppsatsen kommer man fram till att kassaflödesvärdering är den mest tillförlitliga modellen följt av relativvärdering och p/e-tal. Den tekniska analysen är den modell som analytikerna anser ha lägst tillförlitlighet.

5 Empiriskt resultat

I detta femte kapitel redogör vi för resultatet från enkäten. Enkäten har riktat sig till privata investerare hos Bankaktiebolaget JP Nordiska i Malmö. I kapitlet första del beskriver vi först respondenternas bakgrund och vidare enkätens utformning. Resultatet kommer sedan att redovisas fråga för fråga.

5.1 Urval

Vi tog tidigt ett beslut att genomföra någon form av empirisk undersökning. Denna undersökning skall försöka hjälpa oss att avgöra om man kan dra några slutsatser hur privata investerare agerar inför ett investeringsbeslut och i vilken utsträckning teorin stämmer överens med verkligheten.

Undersökningen omfattade privata investerare som aktivt handlar med aktier och som är kunder hos Bankaktiebolaget JP Nordiska i Malmö. Enkäten skickades ut den 6:e maj 2002 till 75 privatpersoner varav 15 var kvinnor. Urvalet gick till så att en av författarna, Jan Rydberg, som är anställd på företaget, valde ut sina mest aktiva kunder och kompletterade dessa med de mest aktiva kunder som han fann hos kollegorna. Vi fick in totalt 46 svar, vilket innebär en svarsfrekvens på drygt 60 procent.

5.2 Enkätens utformning

Vi anpassade enkäten efter målgruppen och då de svarande inte professionellt sysslar med aktiehandel utformade enkätens frågor så enkelt och lättförståeligt som möjligt. Vid en enklare utformning av enkäten skapas möjligheten för en ökad svarsfrekvens. Vidare bör enkäten vara så kvantitativt begränsad som möjligt för att underlätta för respondenterna.

Vi har valt att presentera svaren med både antal och procentandelar. Detta för att det kan bli missledande att bara visa procentandelar då antalet svarande inte var mer än fyrtiosex stycken. Enkäten är uppbyggd så att respondenterna endast får använda svarsalternativ, det finns inte utrymme för egna kommentarer. Detta gör vi för dels för att det ska vara lätt för de svarande men också för att det ska gå att sammanställa svaren.¹⁰⁵

¹⁰⁵ Trost, J., (1994) "Enkätboken"

5.3 Redovisning av enkäten

De två första frågorna ställde vi för att få en uppfattning om respondenternas köns- och åldersfördelning. Fråga tre, fyra och fem valde vi att ta med för att få en bild av hur pass erfarna placerarna är med avseende på tiden de handlat med aktier, hur ofta de följer upp marknaden samt om de anser sig vara kort- eller långsiktiga vad gäller placeringshorisont.

I fråga sex undersöker vi i hur stor utsträckning respondenterna använder sig av/tar del av den fundamentala analysmetoden i sitt investeringsbeslut. Vid liknande undersökningar hos professionella investerare har det visat sig att den stora merparten använder sig av fundamental analys.

Med fråga sju tar vi reda på i vilken utsträckning som privata placerare anser företagets verksamhet är av vikt vid investeringsbeslutet.

Genom fråga åtta undersöker vi hur pass viktigt privata placerare tycker att företagsledningen är när man ska investera i bolaget.

Fråga nio berör marknadens sentiment och i vilken mån respondenterna anser sig ta hänsyn till det när man står inför ett investeringsbeslut. Tillsammans med frågorna kring fundamental analys anser vi att dessa frågor utgör viktiga frågeställningar.

I fråga tio tar vi reda på hur mycket privata placerare använder sig av teknisk analys vid investeringsbeslutet. Den tekniska analysen kräver dock både historiska data och sofistikerade dataprogram.

I fråga elva vill vi veta hur den privata placeraren agerar i ett läge där en aktie man bevakat och tänkt att köpa plötsligt rusar iväg innan man hunnit gjort investeringen.

Fråga tolv försöker utröna vad respondenten önskar för typ av rådgivning som kund hos Bankaktiebolaget JP Nordiska.

I fråga tretton undersöker vi om aktiemarknadens mer och mer kortsiktiga och volatila trend påverkar den privata placeraren i sättet att handla med aktier.

Fråga 1. Kön?

	Man	Kvinna
Antal	36	10
Procent	78	22

Av de 46 svaren kom 36 från män och 10 från kvinnor. Enkäten skickades till betydligt fler män än kvinnor men kvinnorna var som grupp bättre på att svara än männen.

Fråga 2. Ålder?

	18-30 år	31-40år	41-50år	51-60år	61-år
Antal	3	2	12	9	20
Procent	7	4	26	20	43

67 procent av de svarande var 51 år eller äldre, d.v.s. en relativt livserfaren grupp.

Fråga 3. Hur länge har Du aktivt handlat med aktier?

	0 – 2 år	2 – 5 år	5 – 10 år	> 10år
Antal	1	4	10	31
Procent	2	9	22	67

67 procent av de svarande har aktivt handlat med aktier i mer än 10 år vilket tyder på att det är en erfaren grupp investerare som vi har undersökt. De har med stor sannolikhet varit med om både upp- och nedgångar på börsen.

Fråga 4. Hur ofta i genomsnitt följer Du upp aktiemarknaden, exempelvis genom att läsa analyser och affärstidningar, titta på tv, söka på Internet och diskutera med Din rådgivare/mäklare?

	Flera ggr/dag	Varje dag	Varje vecka	Varje månad	Varje kvartal
Antal	13	24	6	1	2
Procent	28	52	14	2	4

Att 80 procent av de svarande följer upp aktiemarknaden minst en gång per dag tyder på att informationsflödet har ökat och gett privata placerare möjligheten att följa marknaden lättare.

Fråga 5. En allmän uppfattning är att en kortsiktig placerare har en tidshorisont på mindre än sex månader, medan en långsiktig placerare har en tidshorisont på mer än sex månader.

Utifrån ovanstående förklaring, anser Du Dig vara en kortsiktig eller långsiktig placerare?

	Kortsiktig	Långsiktig
Antal	11	35
Procent	24	76

Undersökningen visar på att merparten, 76 procent av placerarna anser sig vara långsiktiga i sitt sparande.

Fråga 6. Fundamental analys bygger på ekonomiska fakta och information om ett företag. Det finns en rad faktorer eller nyckeltal som analyseras för att göra den fundamentala analysen. Dessa nyckeltal kan vara substansvärde, räntabilitet på eget kapital, P/E-tal och kassaflöde. Undersökningar har visat att det är kassaflödesmodellen som svenska analytiker använder för att komma fram till de riktkurser och rekommendationer som anges på flertalet analysprodukter.

I vilken utsträckning använder Du fundamental analys inför ett investeringsbeslut?

	Nästan alltid/alltid	Då och då/ibland	Sällan	Nästan aldrig/aldrig
Antal	8	12	13	13
Procent	17	27	28	28

56 procent av de svarande säger sig sällan eller aldrig använda sig av fundamental analys inför ett investeringsbeslut.

Fråga 7. Börsföretagen bedriver olika verksamheter. Har detta någon betydelse för Dig när Du står inför ett investeringsbeslut?

Antal	Procent	
25	54	Ja, det har stor betydelse vad företaget sysslar med
12	26	Ja, det har viss betydelse vad företaget sysslar med
8	18	Nej, det har ingen större betydelse vad företaget sysslar med
1	2	Nej, det är helt ointressant vad företaget sysslar med

Fyra av fem respondenter anser att företagets verksamhet är av stor eller viss betydelse vid investeringsbeslutet. Det tyder på att investerarna vill ha god kännedom om företaget de placerar sina tillgångar i.

Fråga 8. Samtliga börsföretag har en ledning som kan vara mer eller mindre känd för en placerare. Har förtroendet för ledningen någon betydelse för Dig inför ett investeringsbeslut?

Antal	Procent	
19	41	Ja, det har stor betydelse
22	48	Ja, det har viss betydelse
4	9	Nej, det har ingen större betydelse
1	2	Nej, det har ingen som helst betydelse

Hela 41 av 46, eller 89 procent av de svarande säger att förtroendet för företagets ledning har stor eller viss betydelse vid en aktieinvestering.

Fråga 9. Sentiment är ett begrepp som försöker beskriva den rådande psykologiska uppfattningen om marknaden eller en enskild aktie, som bland annat kan ta sig uttryck i flockbeteenden, ryktesspridning och överreaktioner. Begreppet försöker beskriva hur Du och resten av marknaden reagerar på ny information. Även Du påverkas i Din inställning till aktier p.g.a. det rådande börsklimatet, genom det Du ser på tv, vad Du läser i affärstidningar, genom samtal med aktieintresserade grannar och vänner, vid besök hos Aktiespararna o.s.v.

I vilken utsträckning tar Du hänsyn till marknadens sentiment inför ett investeringsbeslut?

Antal	Procent	
11	25	Nästan alltid/alltid
20	43	Då och då/ibland
14	30	Sällan
1	2	Nästan aldrig/aldrig

68 procent av respondenterna svarade att de tar hänsyn till marknadens sentiment inför sina investeringsbeslut. Endast 2 procent säger sig aldrig eller nästan aldrig ta hänsyn till marknadens sentimentet.

Fråga 10. En metod för att försöka förutse en akties kursutveckling är att använda sig av så kallad teknisk analys. Med hjälp av en dator och specifik programvara kan man studera kursdiagram och utifrån detta försöka analysera hur en viss aktie kommer att röra sig.

I vilken utsträckning använder Du teknisk analys vid köp och försäljning av aktier?

Antal	Procent	
1	2	Nästan alltid/alltid
7	15	Då och då/ibland
9	20	Sällan
29	63	Nästan aldrig/ aldrig

83 procent av de svarande använder sig sällan eller aldrig av teknisk analys.

Fråga 11. Om en aktie Du bevakat och tänkt att köpa plötsligt rusar iväg innan Du hunnit köpa den och det känns som Du ”missat tåget”, hur agerar Du oftast då?

Antal	Procent	
9	20	Jag köper aktien ändå och accepterar det högre priset
28	60	Jag avvaktar investeringsbeslutet och hoppas att aktien faller tillbaka och köper då
9	20	Jag accepterar att jag "missat tåget" och drar tillbaka investeringsbeslutet helt och hållet.

Här ser vi att mer än 60 procent väljer att avvakta då den tilltänkta aktien har stigit i värde innan man hunnit köpa. Det är lika många som ändå köper aktien som dem som accepterar att de ”missat tåget”.

Fråga 12. Som kund hos JP Nordiska har Du en personlig rådgivare/mäklare. Vilken sorts rådgivning lägger Du störst vikt vid inför Ditt investeringsbeslut? Om du föredrar rådgivning baserad både på fundamentalanalys och marknadens sentiment, vänligen ange det du lägger STÖRST vikt vid.

Antal	Procent	
25	55	Jag fäster störst vikt vid mäklarens rådgivning avseende den fundamentala analysen, d.v.s. i princip de rekommendationer JP Nordiska framtagit om börsföretagens ekonomiska förhållanden.
13	28	Jag fäster störst risk vid mäklarens uppfattning och rådgivning avseende marknadens sentiment, d.v.s. den börspsykologi, trender och rykten som finns i marknaden och som jag själv är en del av.
8	17	Jag fäster ringa eller ingen vikt vid mäklarens rådgivning då jag endast använder honom/henne för att genomföra mina affärer.

Majoriteten eller 55 procent tycker att mäklarens rådgivning vad det gäller den fundamentala analysen är viktigast. Knappt trettio procent tycker att mäklarens rådgivning vad det gäller marknadens sentimentet är viktigast. Det är relativt många som inte fäster något större vikt överhuvudtaget om mäklarens rådgivning.

Fråga 13. Undersökningar har visat att aktiemarknaden tenderar att bli mer och mer kortsiktig och volatil (svängig). Påverkar detta fenomen Ditt sätt att handla med aktier?

Antal	Procent	
28	61	Ja, de ökade svängningarna har gjort mig mer och mer medveten om de psykologiska faktorer som påverkar aktiemarknaden.
18	39	Nej, visserligen har marknaden blivit mer volatil, men det påverkar inte mina investeringsbeslut.

Mer än 60 procent av de tillfrågade anser att de påverkas av att marknaden på senare tid har blivit mer kortsiktig och volatil vilket föranlett dem att förändra sitt sätt att fatta investeringsbeslut.

5.4 Kombinationer av vissa enkätfrågor

Nedan visas resultaten av ett antal frågekombinationer för att eventuellt kunna upptäcka mönster eller andra iakttagelser bland respondenterna.

Här kombinerar vi fråga fyra med fråga tretton huruvida de som följer upp marknaden minst en gång per dag påverkas respektive inte påverkas av den alltmer volatila och kortsiktiga marknaden.

Hur många av de som anser sig påverkas respektive inte påverkas av den mer kortsiktiga och volatila aktiemarknaden följer upp densamma minst en gång per dag.?

	Påverkas	Ej påverkas
minst 1 ggr/dag	23	14
<1 ggr/dag	5	4

28 anser sig påverkas av den kortsiktiga och volatila aktiemarknaden varav 23, d.v.s. 82% följer upp marknaden minst en gång per dag, och 5, d.v.s. 18% mindre än en gång per dag.

18 anser sig inte påverkas av den kortsiktiga och volatila aktiemarknaden varav 14, d.v.s. 78% ändå följer upp marknaden minst en gång per dag, och 4, d.v.s. 22% mindre än en gång per dag.

Här kombinerar vi fråga fem med fråga tretton huruvida de respondenter som är 1) kortsiktiga respektive 2) långsiktiga påverkas i sitt agerande på grund av den alltmer volatila och kortsiktiga marknaden.

Hur många av de kortsiktiga respektive långsiktiga investerarna anser sig påverkas av den alltmer volatila och kortsiktiga marknaden?

	Påverkas	Ej påverkas
Kortsiktig investerare	10	1
Långsiktig investerare	18	17

Av de 11 kortsiktiga investerarna anser sig 10, d.v.s. 91% påverkas av den kortsiktiga och volatila aktiemarknaden samt återstående 1, d.v.s. 9% påverkas inte.

Av de 35 långsiktiga investerarna anser sig 18, d.v.s. 51% påverkas av den kortsiktiga och volatila aktiemarknaden samt återstående 17, d.v.s. 49% påverkas inte.

Här har vi kombinerat fråga fem med fråga sex huruvida i vilken utsträckning de respondenter som anser sig vara kort- respektive långsiktiga fattar sitt beslut baserat på fundamental analys.

Hur många använder fundamentalanalys av de 11 som anser sig vara kortsiktiga?

- 2 st., Nästan alltid/alltid, 19%
- 3 st., Då och då/ibland, 27%
- 3 st., Sällan, 27%
- 3 st., Nästan aldrig/aldrig, 27%

Hur många använder fundamentalanalys av de 35 som anser sig vara långsiktiga?

- 6 alltid/ nästan alltid, 17 %
- 9 då och då/ibland, 25%
- 10 sällan, 29%
- 10 nästan aldrig/aldrig 29%

Här har vi kombinerat fråga fem med fråga tolv huruvida i vilken utsträckning de som anser sig vara kort- respektive långsiktiga föredrar att använda sig av mäklarens rådgivning av fundament analys respektive mäklarens uppfattning avseende marknadens sentiment.

Hur många av de 11 kortsiktiga respektive de 27 långsiktiga använder mäklarens rådgivning i fundamental analys respektive dennes uppfattning kring marknadens sentiment?

	Fundamental analys	Marknadens sentiment
Kortsiktiga	6	5
Långsiktiga	7	20

Av de 11 kortsiktiga, använder sig 6 st., d.v.s. 55% av mäklarens uppfattning av marknadens sentiment och resterande 5 st., d.v.s. 45% använder sig av mäklarens rådgivning med fokus på fundamental analys.

Av de 27 långsiktiga, använder sig 7 st., d.v.s. 26% av mäklarens uppfattning av marknadens sentiment och resterande 20 st., d.v.s. 74% använder sig av mäklarens rådgivning med fokus på fundamental analys.

Här har vi kombinerat fråga fem med fråga nio d.v.s. i vilken utsträckning de 11 som anser sig vara kortsiktiga tar hänsyn till marknadens sentiment.

Hur många av de 11 som anser sig vara kortsiktiga tar hänsyn till marknadens sentiment?

- 6 st., Alltid/nästan alltid, 55%
- 3 st., Då och då/ibland, 27%
- 2 st., Sällan, 18%
- 0 st., Nästan aldrig/aldrig, 0%

Hur många av de 35 som anser sig vara långsiktiga tar hänsyn till marknadens sentiment?

- 5 st., Alltid/nästan alltid, 14%
- 17 st., Då och då/ibland, 49%
- 12 st., Sällan, 34%
- 1 st., Nästan aldrig/aldrig, 3%

Här har vi kombinerat fråga fem med fråga fyra huruvida i vilken utsträckning de svarande som anser sig vara långsiktiga följer upp marknaden.

I vilken utsträckning följer de som anser sig vara långsiktiga (35 st.) upp marknaden?

- 10 st., Flera ggr/dag, 29%
- 18 st., Varje dag, 51%
- 4 st., Varje vecka, 11%
- 1 st., Varje månad, 3%
- 2 st., Varje kvartal, 6%

Här har vi kombinerat fråga sex med fråga sju huruvida de som använder fundamental analys även tycker det är viktigt med vilken verksamhet företagen bedriver.

Hur många av dem (20 st.) som säger att dem använder fundamental analys tycker att företagets verksamhet är av betydelse?

- 10 st., Stor betydelse, 50%
- 8 st., Viss betydelse, 40%
- 2 st., Ingen större betydelse, 10%
- 0 st., Ingen som helst betydelse, 0%

Här har vi kombinerat fråga sex med fråga åtta huruvida de som använder fundamental analys även tycker det är viktigt med företagets ledning.

Hur många av dem (20 st.) som säger att dem använder fundamental analys tycker att företagets ledning är av betydelse?

- 9 st., Stor betydelse, 45%
- 7 st., Viss betydelse, 35%
- 3 st., Ingen större betydelse, 15%
- 1 st., Ingen som helst betydelse, 5%

Här har vi kombinerat fråga sex med fråga tretton huruvida de som använder fundamental analys påverkas av den allt mer kortsiktiga och volatila marknaden.

Hur många av dem (20 st.) som anser att dem använder fundamental analys, anser att de påverkas av den kortsiktiga och volatila marknaden?

11 st., JA, 55%

9 st., NEJ, 45%

Här har vi kombinerat fråga nio med fråga tio huruvida de som tar hänsyn till marknads sentiment även använder teknisk analys.

Hur många av dem (31 st.) som säger att de som tar hänsyn till marknads sentiment använder teknisk analys?

1 st., Alltid /nästan alltid, 3%

5 st., Då och då/ ibland, 16%

7 st., Sällan, 23%

18 st., Nästan aldrig/aldrig, 58%

Här har vi kombinerat fråga nio med fråga tretton huruvida de som hänsyn till marknads sentiment även påverkas av den alltmer kortsiktiga och volatila marknaden.

Hur många av dem (31 st.) som säger att dem tar hänsyn till marknads sentiment påverkas av att marknaden blivit mer kortsiktig och volatil?

23 st, JA, 74%

8 st., NEJ, 26%

5.5 Kompletterande undersökning

Vi har i takt med att vi fördjupat oss i ämnet upptäckt fler frågor vi skulle velat ha med i enkäten, med fokusering på individens beteende och känslomässiga engagemang.

En av författarna, Jan Rydberg genomförde därför telefonintervjuer med åtta kunder för att se om man kunde skönja tecken på beteendemässiga likheter och uppfattningar i frågor som rör marknaden. Frågorna berörde uppfattningar om flockbeteenden, förlustaversion och rationalitet.

Fråga 1. Har du vid något tillfälle då Du investerat i aktier, köpt eller sålt dessa utan några andra betingelser än att du upplevt att andra gjort detsamma, Du kanske känt att du annars ”missat tåget”?

Majoriteten, d.v.s. fem av åtta, erkänner att dem någon gång handlat med aktier på grundval av flockbeteende, d.v.s. dem har påverkats av att andra agerat och beslutat att agera på samma sätt.

Fråga 2. Är Du förlustavert, d.v.s. upplever Du en mer intensiv negativ känsla och obehag över en latent förlust än motsvarande grad av intensiv positiv känsla över en latent vinst?

Även här medger majoriteten, sex av åtta att dem upplever förluster intensivare än vad dem upplever vinster. Någon svarade att han såg portföljen som en helhet, och med den 30-åriga erfarenhet han hade av aktiemarknaden har gjort att han lärt sig hur marknaden fungerat. Detta innebär sade han att han lärt sig att vara ”kall” och mer se på helheten än oro sig över enstaka dåliga affärer.

Fråga 3. Fråga om rationalitet. Du har köpt en aktie som du själv analyserat och kommit fram till är klart undervärderad. Aktien faller sedan plötsligt med 5-10% på kort tid utan att ny information framkommit. Vad gör Du då? Behåller Du aktien eller accepterar Du att marknaden gått emot Dig och säljer?

På denna fråga rådde delade meningar. Flertalet skulle i ovanstående exempel behålla aktien i avvaktan på mer information. Någon eller några sade att det beror från fall till fall. Har aktien fallit något mindre, typ några procent kanske en försäljning sker, medan om aktien fallit med fem till tio procent då kanske snarare kompletteringsköp sker.

Några har infört en metod för förlustreducering, s.k. stop-loss (en order om att en aktie automatiskt säljs om aktien faller till en viss nivå, jämfört med det initiala köpet), som framförallt blivit mer aktuell efter den senaste tidens volatila marknad.¹⁰⁶ Någon svarade dessutom att han hade svårt att ta förluster vilket är ett fenomen som bekräftas i föregående fråga.

¹⁰⁶ Stop-loss order kan ej hanteras av alla orderläggningssystem. Detta innebär i praktiken att kunden själv inför en ”mental” stop-loss. Författarens anmärkning.

6 Analys & slutsatser

I detta sjätte och avslutande kapitel redogör vi för de viktigaste slutsatserna som vi kommit fram till under arbetets gång. I de fall vi ser tydliga samband med relevanta teorier vi presenterat, kommer vi att knyta an till dessa för att försöka ge läsaren en djupare förståelse för vårt resonemang.

I vår inledande problemdiskussion framkom ett antal frågor som vi ansett vara av vikt för uppsatsen och som vi empiriskt försökt att undersöka. Vi kommer att gå igenom frågorna systematiskt och försöka koppla teorin till resultatet av undersökningen. Frågeställningarna var:

◆ **Vad styr den privata investeraren vid investeringsbeslutet?**

- *I vilken utsträckning tas hänsyn till marknadens sentiment vid investeringstillfället, d.v.s. känslor, börspysykologi, rykten och flockbeteende vid köp och försäljning av aktier?*
- *I vilken utsträckning används fundamental analys inför investeringsbeslutet?*

Frågorna 6 och 9, huruvida den enskilde individen förlitar sig på marknadens sentiment eller själv utför fundamental analys samt fråga 12, vilken typ rådgivning man lyssnar mest till är avsedda att belysa och undersöka vilka faktorer som inverkar på den privata placerarens investeringsbeslut. Av svaren att döma tar 43 procent ibland hänsyn till det rådande marknadssentimentet och 25 procent alltid hänsyn till marknadssentimentet. På fråga 6 svarar 56 procent att de aldrig eller sällan använder sig av fundamental analys inför investeringsbeslutet. På fråga 12 svarar majoriteten, eller 55 procent av respondenterna att de fäster störst vikt vid rådgivning baserad på fundamental analys. Av respondenterna anger 28 procent att de fäster störst vikt vid rådgivning avseende marknadens sentiment och 17 procent svarar att de inte använder sig av någon rådgivning alls.

Då 28 procent fäster mest vikt vid sentimentbaserad rådgivning antyder detta att det är en betydelsefull faktor för den privata placeraren vid investeringsbeslutet. Att 43 procent svarar att de då och då tar hänsyn till marknadens sentiment vid beslutet ger ytterligare bevis för betydelsen av de psykologiska betingelserna för investeringsbeslutet. Resultaten tyder på att en stor del av respondenterna tycks anse att marknadens värdering av aktier styrs av andra faktorer utöver fundamental analys. Denna utbredda medvetenhet om att andra faktorer utöver den företagsekonomiska analysen, må vara att de inte alltid kan definiera vad de är, påverkar investeringsbeslutet.

◆ **Påverkar den volatila och kortsiktiga aktiemarknaden den privata investerarens sätt att handla med aktier?**

Av svaren på fråga 4, 5, 12 och 13 kan man dra en del slutsatser. En majoritet(61 procent) av samtliga respondenter upplever att marknaden blivit kortsiktigare och mer volatil och har förändrat sitt beteende på grund av detta. Hela 76 procent svarar att de anser sig vara långsiktiga vid investeringsbesluten och av dessa följer en majoritet (80 procent) upp marknaden minst en gång varje dag.

Av svaren att döma anser vi att det finns en grund för antagandet att privata investerare upplever marknaden som mer volatil och förändrar sitt beteende utifrån detta. Även om samtliga inte anser sig direkt påverkas av den volatila och kortsiktiga marknaden tyder resultatet ifrån enkäten på att våra respondenter mer och mer aktivt tar del av marknaden. Resultatet finner vi i det faktum att 62 procent av de som följer upp aktiemarknaden minst en gång per dag också säger sig ha blivit påverkade av marknadsens ökade volatilitet. Majoriteten (78 procent) av de som menar att de inte påverkas av den volatila och kortsiktiga marknaden svarar att de följer upp marknaden minst en gång per dag.

Man ser i resultatet att det finns en klar tendens att man som investerare följer upp marknaden minst en gång per dag, oavsett om man är kortsiktig eller långsiktig, och oavsett om man påverkas av den ökade volatiliteten och kortsiktigheten eller ej. Detta är ett fenomen som vi tror beror på den nedåtgående marknadsutvecklingen de senaste två och ett halvt åren. Generellt sett har aktieförmögenheten minskat och teorierna om förlustaversion skapar en olustkänsla och oro över att kapitalet urholkats. Resonemanget kan vara en förklaring till den att så stor del av respondent gruppen säger sig följa upp marknaden minst en gång per dag och en förklaring till att en stor del anpassat sitt handlande efter den kortsiktiga marknaden.

◆ **Är den personliga mäklaren viktig inför investeringsbeslutet och vilken rådgivning väger tyngst för den privata investeraren då de kommer från mäklaren, rådgivning baserad på fundamental analys eller rådgivning baserad på det för tillfället rådande sentimentet?**

Enligt svaren på fråga 12 fann vi att majoriteten av de svarande, 83 procent hade användning av den information mäklaren förmedlar. Av dessa fäste en majoritet, 65 procent, störst vikt vid rådgivning baserade på den fundamentala analysen och 35 procent lade större vikt vid sentimentbaserad rådgivning. Av respondenterna svarade 17 procent att de inte hade användning alls av mäklarens rådgivning då de endast använder mäklaren för att utföra affärer.

Av de *kortsiktiga* placerarna fann vi att majoriteten 55 procent föredrar rådgivning baserade på marknadsens sentiment och 45 procent föredrar rådgivning avseende den fundamentala analysen. Av de *långsiktiga* respondenterna svarade endast 26 procent att de lade störst vikt

vid rådgivning baserad på marknads sentiment medan hela 74 procent av de som anser sig vara långsiktiga föredrar rådgivning baserade på fundamentalanalys.

Svaren tyder på att mäklarens roll är viktig eftersom hela 83 procent av de privata investerarna anser att de har användning av den rådgivning som mäklaren förmedlar. Svaren tyder också på att det finns en relativt stor efterfrågan på rådgivning som förmedlar både fundamental analys och marknads sentiment, vilket indikerar att placerarna är medvetna om att marknads prissättning också påverkas av annat än faktisk fundamental värdering. Om man undersöker vilken sorts information kortsiktiga respektive långsiktiga placerare föredrar framträder ett mönster som kan vara av intresse; de kortsiktiga föredrar med en majoritet på 55 procent rådgivning baserad på marknads sentiment medan de långsiktiga svarar att de med 74 procent majoritet föredrar rådgivning baserad på fundamental analys. Man ser här ett mönster som verkar relativt logiskt, att kortsiktiga placerare lägger mer vikt vid psykologiska aspekter. Detta tyder även på att de kortsiktiga placerarna anser att det är relevant att se till andra faktorer än den fundamentalt motiverade värderingen av företaget och agerar därefter.

◆ **Har börsföretagens verksamhet och ledning någon betydelse för investeringsbeslutet?**

Av samtliga 46 respondenter anser 37, eller 80 procent att företagets verksamhet har stor eller viss betydelse inför ett aktieköp. Av de som huvudsakligen använder fundamental analys tycker 90 procent att företagets verksamhet har stor eller viss betydelse vid en investering. Detta resultat verkar logiskt och rationellt.

Hela 41 av 46 svarande, eller 89 procent säger att förtroendet för företagets ledning har stor eller viss betydelse vid val av aktier. Av de som huvudsakligen använder fundamental analys tycker 80 procent att ledningen har stor eller viss betydelse vid en investering. Även detta resultat verkar logiskt och rationellt.

Vi tolkar det som att privata placerare anser att företagets verksamhet och ledning har stor betydelse för investeringsbeslutet. Undersökningar som gjorts på professionella investerare visar att även de lägger en stor vikt vid företagets ledning.

◆ **Är det någon skillnad mellan professionella respektive privata investerares preferens i val av analysmetoder och inställning till marknaden i stort?**

Undersökningar av professionella finansanalytiker vad gäller inställning till marknaden i stort har oss veterligen inte genomförts. Därför kan vi inte göra några direkta jämförelser mellan en professionell finansanalytiker och en privat investerare inom det området. Vad vi däremot har

sett är att teknisk analys inte används i någon större utsträckning av någon av grupperna. Vad gäller fundamentala analysmetoder är kassaflödes-, p/e-tals och relativvärdering de vanligaste.

◆ **Finns det ett behov av en djupare psykologisk förståelse av investeringsbeslutet?**

Av resultatet från enkäten svarar en stor del att de lägger vikt vid marknadens sentiment i investeringsbeslutet. Detta borde föranleda ett klart behov för den enskilde att fördjupa sina kunskaper om investerarkollektivets psykologiska betingelser såväl som sina egna tänkbara kognitiva misstag. Studier, se tidigare kapitel, har visat att det går att generera överavkastning genom att agera medvetet irrationellt sett ur ett antaget effektivt marknadsperspektiv, d.v.s. följa det utpräglade flockbeteendet vid tillfällen ett sådant fenomen uppstår, som skapar en överreaktion som kan utnyttjas. Detta borde föranleda ett klart behov för den enskilde att fördjupa sina kunskaper om investerarkollektivets psykologiska betingelser såväl som sina egna tänkbara kognitiva misstag. Om man erkänner att marknadens sentiment har betydelse utgår man från att marknaden delvis är förutsägbar eftersom man kan tolka den utifrån psykologiska faktorer. Detta är något vi anser att även professionella aktörer bör ta i beaktning vid rådgivning och bedömning av framtida börsklimat.

Genom de studier av teorier kring behavioral finance, flockbeteende och begränsad rationalitet som privata investerare kan uppvisa och som beskrivits i teoriavsnittet anser vi definitivt att djupare förståelse kring dessa fenomen skulle underlätta för den privata investeraren.

Avslutande diskussion

Vi har presenterat teorier som både kommer från klassisk traditionell finansiell teori med upptäckter och studier från en relativt ny forskningsgren som i litteraturen kallas behavioral finance. Ny teori utmanar således gammal vilket lett till olika slutsatser om vad som är "mest riktigt" när det gäller hur effektiv marknaden kan anses vara, hur pass rationell individen är under ekonomisk stress och vilket förhållningssätt man skall ha till aktiemarknaden i termer av "rätt" prissättning. Vi hävdar i enlighet med Robert Thaler att investeringsbeslutet skall föregås av fundamental analys men att det är av största vikt att man tar hänsyn till den psykologiska omgivning och det rådande sentimentet. Att marknaden inte är fullständigt effektiv är bl.a. en effekt av de kognitiva misstag investerare gör som vi redogjort för i uppsatsen. Kan man med hjälp av fundamental analys generera överavkastning? Svaret är ja, aktiemarknaden är inte fullständigt effektiv enligt behavioral finance. Det finns vissa regelbundenheter i aktiekursernas utvecklingsförlopp som möjliggör analyser och prognoser. Att kombinera fundamental analys med en genomlyst uppfattning av den allmänna marknadspsykologin är vårt förslag till bästa angreppssätt.

Vår enkät som kompletterats med en enklare telefonintervju av privata investerare har uppvisat resultat som leder oss till slutsatsen att majoriteten har en långsiktig placeringshorisont, följer marknaden minst varje dag samt upplever att aktiemarknaden blivit kortsiktigare och mer volatil. Att de är långsiktiga men ändå följer marknaden så noggrant tror vi just beror på den alltmera kortsiktiga och volatila marknaden som "tvingar" privata placerarna att följa upp och agera i ren självbevarelsedrift. Pengar påverkar människor oerhört känslomässigt och två och ett halvt års börsnedgång har satt sina spår.

Förslag till vidare forskning

Under vårt uppsatsarbete har det framkommit flera intressanta frågor som vi skulle kunna utgöra en grund för vidare forskning. Vår uppsats utvecklades till att bli en studie om hur den privata investeraren påverkas inför ett investeringsbeslut. Vårt fokus har legat på det finansiella beteendet och hur marknaden praktiskt fungerar. Vi har även studerat de fundamentala analyserna som används av både privata och professionella placerare. Här nedan följer några förslag till vidare forskning:

- Det skulle vara intressant att studera hur de professionella placerarna ställer sig till sentiment och dess påverkan på investeringsbeslutet.
- Att undersöka än djupare *när* det är rationellt att följa flocken.
- I hur stor omfattning tar de professionella placerarna hänsyn till flockbeteende och psykologiska faktorer i marknaden.
- Finna en modell för att kunna uppskatta den psykologiska faktorn vid investeringar.

7 Källförteckning

Publicerade källor

Litteratur

Andersson, G., Jorner, U. & Ågren, A., (1994) *"Regressions- och tidsserieanalys"*, Studentlitteratur

Arnold, G., (2002) *"Corporate Financial Management"*, Prentice Hall, Essex

Arvidson, P., Hansson, S., & Lindqvist, H., (2001) *"Företags- och räkenskapsanalys"*, Studentlitteratur

Bjereld, U., Demker, M & Hinnfors, J., (1999) *"Varför vetenskap?"*, Studentlitteratur

Bäckström, U., (2000) *"Tankar om aktiesparande"*, Ekerlids Förlag

Damodoran, A., (1994) *"Damodoran on Valuation- Security Analysis for Investment and Corporate Finance"*, John Wiley & sons., USA

Halvorsen, K., (1992) *"Samhällsvetenskaplig metod"*, Studentlitteratur

Hansson, S., (1996) *"Aktier, optioner och obligationer"*, Studentlitteratur

Holme, I.M. & Solvang, B.K., (1997) *"Forskningsmetodik, Om kvalitativa och kvantitativa metoder"*, Studentlitteratur

Holmlund, E. & Holmlund, P., (1996) *"Aktiespararnas timing handbok"*, Aktiespararna utbildning

Holmlund, E. & Holmlund, P., (1993) *"Snabba aktievinster med teknisk analys"*, Delphi Economics

Hägg, C., (1989) *"Värdering av aktier"*, Studentlitteratur

Gyllenram, Carl-Gustav., (1998) "*Aktiemarknadens psykologi eller Vad styr upp- och nedgångarna på börsen?*", Rabén Prisma

Gärtner, R. & Olbert, L., (1995) "*Aktievärdering, Shareholder Value Analysis*", Servisen Fondkommission

Körner, S. & Wahlgren, L., (1996) "*Praktisk statistik*", Studentlitteratur

Olbert, L., (1990) "*Aktie ABC*", Liber

Olbert, L., (1988) "*Aktiehandboken*", Finansförlaget

Ross, S., Westerfield, R & Jaffe, J., (2001) "*Corporate Finance*" McGraw- Hill

Trost, J., (1994) "*Enkätboken*", Studentlitteratur

Tvede, L., (1999) "*The Psychology of Finance*", Wiley Trading Advantage

Wahlund, R., (1996) "*Att fatta beslut under osäkerhet och risk*", Norstedts Juridik

Wärneryd, K-E., (1999) "*The Psychology of Saving*", Edward Elgar

Avhandlingar, uppsatser & rapporter

Andrén, E., Nordin, M. & Smaragdis, C., (2001) "*Aktievärderingsmodeller - användande, lämplighet och tillförlitlighet*", Magisteruppsats, Företagsekonomiska Institutionen, Ekonomihögskolan, Lunds universitet

Axelsson, C. & Söderberg, P.U., 1997-12-14, "*Hur dum får man vara? Varför tänker människan inte rationellt*", Paper i Kognitionsvetenskap, Umeå universitet, <http://oldwww.cs.umu.se/tdb/kurser/TDBC12/HT-97/LABBAR/5-LABGRP/>, 2002-05-24

Frankfurter, G.M, Colette, L.F. & McGoun, E.G., (2001) "*Resistance is futile: The assimilation of behavioral finance*", Journal of Economic Behavior and Organizations

Larsson, B., (1999) "*AKTIE - analys - värdering - marknad*", Kandidatuppsats, Ekonomihögskolan, Växjö universitet

Linderyd, D. & Wettergren, J., (1999) "*Värdering av förhoppningsföretag, en empirisk studie av marknadens värdering av internetrelaterade förhoppningsföretag*", Magisteruppsats, Ekonomiska Institutionen, Linköpings universitet

Malmer, C. & Pettersson, J., (1999) *"Aktievärdering, en studie av finansanalytikens val av värderingsmodeller, värderingsfaktorer och informationskällor"*, Magisteruppsats, Institutionen för Industriell ekonomi och samhällsvetenskap, Avdelningen för ekonomistyrning, Luleå tekniska universitet

Olbert, L., (1992) *"Värdering av aktier - Finansanalytikens värderingsfaktorer och informationskällor"*, Licentiatavhandling, Företagsekonomiska Institutionen, Lunds universitet

Pettersson, G., (1997) *"Att skriva rapporter. Om formen och dess betydelse för innehållet"*, Ekonomihögskolan, Lunds universitet

Shiller, R., (1998) *"Human Behavior and the Efficiency of the Financial System"*, Handbook of Macroeconomics, Vol. 1 redigerad av J.B. Taylor & M. Woodford, 1999

Söderberg, M. & Ärlebäck, P., (2000) *"Värdering under osäkra förhållanden"*, Magisteruppsats, Ekonomiska Institutionen, Linköpings universitet

Tegman, J. & Bergqvist, M., (1995) *"Rationalitet? Det blir vad du gör det till."*, <http://www.cs.umu.se/~dva95mbt/uppsatser/kog/main.html>, 2002-05-24

Thaler, R., (1999) *"The End of Behavioral Finance"*, Financial Analysts Journal, Nov. 1999

Thaler, R., (2000) *"From Homo Economicus to Homo Sapiens"*, Journal of Economic Perspective, Vol. 14, Nr. 1, Vintern 2000, sid. 133-141

Signerade tidningsartiklar

Andersson, J., Sydsvenska Dagbladet Näringsliv, 1997-04-02, *"Investerare tar börsras med ro"*

Björklund, M., Dagens Nyheter Ekonomi, 1997-08-22, *"Psykologi slår ut information"*

Cervenka, A., Finanstidningen, 1997-10-30, *"Följa John-beteende föder börskaos"*

Fager, J., Finanstidningen, 2002-01-30, *"Ekonomerna tar tag i psykologin"*

Fromlet, H., Nyhetsbyrån Direkt, 2001-01-28, *"FS-Banken: Dags för FED att tänka psykologiskt"*

Fromlet, H., Dagens Industri, 2001-03-28, "*Debatt: Psykologin hjälper oss förstå - men inte att spå*"

Paulsen, M., Ekonomi 24, 2000-12-21, "*Psykolog tror på fortsatt börsfall*"

Petersson, T., Dagens Nyheter Ekonomi, 1997-11-12, "*Flockbeteende tvingar fram börskaos*"

Sjöberg, L., Svenska Dagbladet, 2002-01-09, "*Frestelser minerar börsens psykologiska landskap*"

Södahl, L., Dagens Industri, 2001-03-22, "*Debatt: Behavioral Economics och marknadens perversa logik*"

Sörqvist, M., Unga Aktiesparare, nr 1, 2002, "*Aktiemarknadens psykologi, insikt i krigskonsten*"

Osignerade tidningsartiklar

Affärsvärlden, 2001, nr 41 "*Analys: Fastigheter - in från kylan*"

Dagens Industri, 2001-01-21, "*Tre av fyra svenskar äger aktier*"

Elektroniska källor

Nobelstiftelsen, <http://www.nobel.se/economics/laureates/1978/index.html>, 2002-05-25

Karlstads universitet, Institutionen för samhällsvetenskap,
<http://www.sam.kau.se/geografi/bibliotek/geosaurus/LP/M/multipli.htm>, 2002-05-28

Winberg Zachrisson, J., 2000-11-08, SVTs Dokument inifrån, "*När marknaden re(a)gerar*"
<http://publik.svt.se/sth/dokfakta.nsf/all/FD05839F611BEF1EC125698400343C02?OpenDocument&subform=plus>, 2002-05-24

Bilaga 1

BANKAKTIEBOLAGET JP NORDISKA

Malmö 2002-05-06

Bäste kund, undertecknad arbetar vid Bankaktiebolaget JP Nordiskas kontor i Malmö och studerar samtidigt vid Lunds universitet. Vi är en grupp på fyra som för närvarande arbetar med en C-uppsats i företagsekonomi inom ämnesområdet aktievärdering. I denna uppsats skall vi beskriva de olika aktievärderingsmetoder som teoretiskt finns beskrivna i litteratur samt undersöka i vilken utsträckning privata investerare använder sig av fundamental analys respektive sentimentanalys. Metoderna finns enkelt beskrivna i enkäten.

I denna empiriska undersökning vänder vi oss till ett antal privata investerare som är kunder hos JP Nordiska i Malmö. För att vi skall kunna genomföra denna C-uppsats samt uppnå ett tillfredställande resultat är det av största vikt att så många som möjligt svarar på de i enkäten ställda frågorna. Jag ber Er att ägna denna enkät några minuter och svara på de frågor vi ställt. Jag ber Er också om att Ni så snabbt som möjligt återsänder svaret i det bifogade svarskuvertet.

Vi vill starkt betona att Ert svar enbart kommer att användas i ovanstående syfte samt att enkäten är totalt anonym. Enkäten kommer att behandlas som en enhet där det är det totala resultatet som är intressant.

Vi har gjort vårt yttersta för att göra enkäten lättförståelig och kvantitativt begränsad. Jag bifogar frankerat svarskuvert för att ytterligare underlätta för Er och hoppas att Ni finner enkäten intressant och givande. Om Ni har några frågor om denna enkät kontakta gärna mig på telefon 040-600 21 21.

Med vänlig hälsning,

Jan Rydberg

Bankaktiebolaget JP Nordiska. (publ). 107 81 Stockholm
Besöksadress: Stureplan 19. Tel: 08-791 48 00. Fax: 08-611 26 90

Box 297, 201 22 Malmö. Besöksadress: Stortorget 11
Tel: 040-600 21 00. Fax: 040-600 21 99

Box 11325, 404 27 Göteborg. Besöksadress: Södra Hamngatan 37-41
Tel: 031-725 29 00. Fax: 031-15 67 57

Styrelsens säte Stockholm
Org.nr: 593200-1745 www.nordiska.com

Bilaga 2

ENKÄTUNDERSÖKNING - FRÅGOR KRING INVESTERINGSBESLUTET

(Kryssa för ett alternativ där inget annat anges.)

1) **Kön:** Man Kvinna

2) **Ålder:** 18 - 30 år 31 - 40 år 41 - 50 år 51 - 60 år 61 - år

3) **Hur länge har Du aktivt handlat med aktier?**

0-2 år 2-5 år 5-10 år >10 år

4) **Hur ofta i genomsnitt följer Du upp aktiemarknaden, exempelvis genom att läsa analyser och affärstidningar, titta på TV, söka på Internet och diskutera med Din rådgivare/mäklare?**

Flera ggr/dag Varje dag Varje vecka Varje månad Varje kvartal

5) **En allmän uppfattning är att en kortsiktig placerare har en tidshorisont på mindre än 6 månader, medan en långsiktig placerare har en tidshorisont på mer än 6 månader.**

Utifrån ovanstående förklaring, anser Du Dig vara en kortsiktigt eller långsiktig placerare?

Kortsiktig Långsiktig

6) **Fundamental analys bygger på ekonomiska fakta och information om ett företag. Det finns en rad faktorer eller nyckeltal som analyseras för att göra den fundamentala analysen. Dessa nyckeltal kan vara substansvärde, räntabilitet på eget kapital, P/E-tal och kassaflöde. Undersökningar har visat att det är kassaflödesmodellen som svenska analytiker använder för att komma fram till de riktkurser och rekommendationer som anges på flertalet analysprodukter.**

I vilken utsträckning använder Du fundamental analys inför ett investeringsbeslut?

nästan alltid/alltid (76-100%)

då och då/ibland (51-75%)

sällan (26-50%)

nästan aldrig/aldrig (0-25%)

Bilaga 2

ENKÄTUNDERSÖKNING - FRÅGOR KRING INVESTERINGSBESLUTET, forts

(Kryssa för ett alternativ där inget annat anges.)

7) Börsföretagen bedriver olika verksamheter. Har detta någon betydelse för Dig när Du står inför ett investeringsbeslut?

- Ja, det har **stor betydelse** vad företaget sysslar med (76-100%)
- Ja, det har **viss betydelse** vad företaget sysslar med (51-75%)
- Nej, det har **ingen större betydelse** vad företaget sysslar med (26-50%)
- Nej, det är **helt ointressant** vad företaget sysslar med (0-25%)

8) Samtliga börsföretag har en ledning som kan vara mer eller mindre känd för en placerare. Har förtroendet för ledningen någon betydelse för Dig inför ett investeringsbeslut?

- Ja, det har **stor betydelse** (76-100%)
- Ja, det har **viss betydelse** (51-75%)
- Nej, det har **ingen större betydelse** (26-50%)
- Nej, det har **ingen som helst betydelse** (0-25%)

9) Sentiment är ett begrepp som försöker beskriva den rådande psykologiska uppfattningen om marknaden eller en enskild aktie, som bland annat kan ta sig uttryck i flockbeteenden, ryktesspridning och överreaktioner. Begreppet försöker beskriva hur du och resten av marknaden reagerar på ny information. Även Du påverkas i Din inställning till aktier p.g.a. det rådande börsklimatet, genom det Du ser på tv, vad Du läser i affärstidningar, genom samtal med aktieintresserade grannar och vänner, vid besök hos Aktiespararna o.s.v.

I vilken utsträckning tar Du hänsyn till marknadens sentiment inför ett investeringsbeslut?

- nästan alltid/alltid (76-100%)
- då och då/ibland (51-75%)
- sällan (26-50%)
- nästan aldrig/aldrig (0-25%)

Bilaga 2

ENKÄTUNDERSÖKNING - FRÅGOR KRING INVESTERINGSBESLUTET, forts

(Kryssa för ett alternativ där inget annat anges.)

10) En metod för att försöka förutse en akties kursutveckling är att använda sig av så kallad teknisk analys. Med hjälp av en dator och specifik programvara kan man studera kursdiagram och utifrån detta försöka analysera hur en viss aktie kommer att röra sig. I vilken utsträckning använder Du teknisk analys vid köp och försäljning av aktier?

nästan alltid/alltid (76-100%)

då och då/ibland (51-75%)

sällan (26-50%)

nästan aldrig/aldrig (0-25%)

11) Om en aktie Du bevakat och tänkt att köpa plötsligt rusar iväg innan Du hunnit köpa den och det känns som Du ”missat tåget”, hur agerar Du oftast då?

Jag köper aktien ändå och accepterar det högre priset

Jag avvaktar investeringsbeslutet och hoppas att aktien faller tillbaka och köper då

Jag accepterar att jag ”missat tåget” och drar tillbaka investeringsbeslutet helt och hållet

12) Som kund hos JP Nordiska har Du en personlig rådgivare/mäklare. Vilken sorts råd lägger Du störst vikt vid inför Ditt investeringsbeslut? Om du föredrar rådgivning baserad både på fundamentalanalys och marknadens sentiment, vänligen ange det du lägger **STÖRST vikt vid.**

Jag fäster **störst** vikt vid mäklarens råd avseende den fundamentala analysen, d.v.s. i princip de rekommendationer JP Nordiska framtagit om börsföretagens ekonomiska förhållanden.

Jag fäster **störst** vikt vid mäklarens uppfattning och råd avseende sentimentet, d.v.s. den börsspsykologi, trender och rykten som finns i marknaden och som jag själv är en del av.

Jag fäster ringa eller ingen vikt vid mäklarens råd då jag enbart använder honom/henne för att genomföra mina affärer.

13) Undersökningar har visat att aktiemarknaden tenderar att bli mer och mer kortsiktig och volatil (svängig). Påverkar detta fenomen Ditt sätt att handla med aktier?

Ja, de ökade svängningarna har gjort mig mer medveten om de psykologiska faktorer som påverkar aktiemarknaden och därmed fått mig mer inriktad mot sentimentanalys.

Nej, visserligen har marknaden blivit mer volatil, men det är inget som påverkar mina investeringsbeslut.