HÖGSKOLAN
I HALMSTAD

Valfritt ekonomiskt program

KANDIDATUPPSATS

Aktiemarknadens psykologi

En studie i kapitalförvaltarens tillämpning av behavioral finance på aktiemarknaden

Mattis Gustavsson och Jonas Werstroh

Finansiell styrning 15hp

2015-05-26

Förord

Vi vill tacka vår handledare Urban Österlund för allt stöd och den vägledning du bidragit med under processens gång. Dina kunskaper och åsikter har varit en viktig del i genomförandet av studien.

Vidare vill vi rikta ett stort tack till våra respondenter som bidragit med värdefull information och kunskap till vår studie. Vi är tacksamma för det engagemang ni visat och att ni tagit er tid att ställa upp på intervju.

Högskolan i Halmstad, 2015-05-26

Mattis Gustavsson

Jonas Werstroh

Sammanfattning

Titel:	Aktiemarknadens psykologi - En studie i kapitalförvaltarens tillämpning av behavioral finance på aktiemarknaden
Författare:	Mattis Gustavsson och Jonas Werstroh
Färdigställd:	2015-05-26
Handledare:	Urban Österlund
Problem:	I den effektiva marknadshypotesen antas alla priser på marknaden vara rationella. Psykologin på aktiemarknaden gör att investerare tar beslut på grunder som inte är fundamentalt rationella och de blir därför viktiga faktorer i ett investeringsbeslut. På vilket sätt använder kapitalförvaltare psykologin på aktiemarknaden i deras rådgivning mot kund?
Syfte:	Syftet med uppsatsen är att beskriva och förklara på vilket sätt psykologin på aktiemarknaden används som ett rådgivningsverktyg i kapitalförvaltares arbetsmetodik mot kund.
Metod:	Studien är genomförd utifrån en kvalitativ ansats. Det empiriska materialet är insamlat genom sju intervjuer med personer som arbetar inom kapitalförvaltningen på Sveriges största banker.
Resultat:	Studien visar att kapitalförvaltare gör en helhetsanalys innehållandes ett stort antal olika parametrar inför ett investeringsbeslut. Psykologin på aktiemarknaden utgör en av dessa parametrar där behavioral finance används genom att i en tidig fas lokalisera irrationella beteenden för att vara steget före marknaden.
Nyckelord:	Behavioral finance, flockbeteende, effektiva marknadshypotesen, marknadsanomalier

Abstract

Title: The psychology of stock markets - A study on asset managers' use of behavioral finance

Authors: Mattis Gustavsson and Jonas Werstroh

Published: May, 26th, 2015

Supervisor: Urban Österlund

Problem: The efficient market hypothesis maintains that market prices fully reflect alla rational expectations. Due to the psychology of the stock market investors don't always make fundamentally rational decisions which affect their investments. In what way do asset managers utilize the psychology of the stock market in the process of advising the client?

Purpose: The purpose of this paper is to describe and explain how the psychology of stock markets is applied by asset managers in the process of advising the client.

Method: The study is based on a research with a qualitative approach. The empirical data is collected through seven interviews with people working in the asset management of Sweden's largest banks.

Results: The study shows that asset managers do an overall analysis containing a variety of factors before making an investment decision. The psychology of stock markets is one of those factors where behavioral finance is used in a manner of locating irrational behaviors in an early phase to be ahead of the market.

Keywords: Behavioral finance, herd behavior, the efficient market hypothesis, market anomalies

Innehållsförteckning

1. Inledning ... 1
1.1 Bakgrund ... 1
1.2 Problemdiskussion ... 2
1.3 Frågeställning ... 4
1.4 Syfte & Avgränsningar ... 4
1.5 Undersökningsansats ... 4
2. Metod ... 5
2.1 Datainsamlingsmetod ... 5
2.1.1 Primärdata ... 5
2.1.2 Sekundärdata ... 6
2.1.3 Utformning av intervjuformulär ... 6
2.2 Analysmetod ... 7
2.3 Urval ... 7
2.4 Metodkritik ... 9
3. Teoretisk referensram ... 10
3.1 Aktiemarknadens psykologi ... 10
3.2 Irrationella beteenden ... 11
3.2.1 Framing ... 11
3.2.2 Övertro ... 12
3.2.3 Anchoring ... 12
3.3 Den effektiva marknadshypotesen ... 13
3.4 Anomalier ... 14
3.4.1 Säsongseffekter ... 15
3.4.2 Flockbeteende ... 16
3.5 Riktkurser och insiderhandel ... 17
3.5.1 Rekommendationer från banker och andra finansiella institut ... 17
3.5.2 Insiderhandel ... 18
4. Empiri ... 19
4.1 Intervju: Per Winberg – Swedbank ... 19
4.2 Intervju: Mats Myrén – Danske Bank ... 22
4.3 Intervju: Tiva Erfan – Nordea ... 24
4.4 Intervju: Björn Setthammar – Svenska Handelsbanken ... 26

4.5 Intervju: Stefan Zacheja – Länsförsäkringar Bank 27
4.6 Intervju: Michael Persson – Swedbank 29
4.7 Intervju: Respondent 7 – Skandinaviska Enskilda Banken 31
5. Analys 34
5.1 Arbetsmetodik 34
5.1.1 Investeringsprocessen 34
5.2 Aktiemarknadens psykologi 35
5.2.1 Irrationella beteenden 35
5.2.2 Anomalier 37
5.2.3 Flockbeteende 38
5.2.4 Riktkurser och insiderhandel 39
6. Slutsats 41
6.1 Resultat 41
6.2 Diskussion 43
6.3 Framtida forskningsförslag 43
7. Källförteckning 45
Bilaga 47

Figurförteckning

Figur 1. Black Monday 1
Cnbc. (1987)

Figur 2. Prospect theory value function 11
(Kahneman & Tversky, 1979, s. 279)

Figur 3. IT-bubblan 17
Avanza. (1997-2005)

Figur 4. Informationskedja avseende behavioral finance 41
(Egen bearbetning)

1. Inledning

I följande kapitel presenteras en bakgrund till vårt ämnesval följt av en relevant problem-diskussion som leder in på frågeställning, syfte och avgränsningar. Avslutningsvis behandlas studiens undersökningsansats.

1.1 Bakgrund

Investerare strävar efter att köpa aktier billigt och sälja dem dyrt för att skapa sig en avkastning som slår vissa givna börsindex. Forskning visar att de flesta människor gärna säljer vinstaktier för tidigt, det vill säga ”tar hem vinsten” samt behåller förlorare för länge som förvärrar förlusten. Det är oftast en investerares ego som sätter gränser för hur lyckad investeraren blir. Det ligger i människans natur att ha svårt att inse när de gjort fel eller blivit lurade, samtidigt som de känner en tillfredsställelse när de gjort något rätt och fått det bekräftat (Gyllenram, 2004). Psykologer har observerat att människor är särskilt rädda för förluster när riskfyllda beslut tas, investerare fokuserar därför inte på det nuvarande värdet på tillgången längre, utan stirrar istället sig blind på huruvida investeringen visar vinst eller förlust. Det är även de faktorer som i grunden styr hur investerare agerar på marknaden (Brealey, Myers & Allen, 2011).

Ett välkänt exempel när psykologin på marknaden tagit över var under ”svarta måndagen” den 19 oktober 1987. Dow Jones- indexet i USA föll med nästan 23% på en dag, utan någon större fundamental förklaring. Världen hade aldrig tidigare skådat något liknande och den största förklaringen till det inträffade var att marknaden var övervärderad och de flesta investerare stod redo för en större nedgång på marknaden (The economist, 2012).

Figur 1. Black monday (Cnbc, 1987)

När investerare på de finansiella marknaderna letar efter andra anledningar att investera än de klassiska ekonomiska teorierna förklarar den effektiva marknadshypotesen att marknads-psykologin trätt in, även kallat behavioral finance (Wärneryd, 2001). I den effektiva marknadshypotesen antas alla priser på marknaden vara rationella och hävdar att det inte finns någon systematisk väg att skapa sig en överavkastning mot marknaden, oavsett om investeraren är professionell eller nybörjare (Fama, 1970).

Psykologin på marknaden har visat sig i många tydliga exempel genom åren, det äldsta och kanske mest kända exemplet kommer från Holland under mitten av 1600-talet, kallad tulpanbubblan. Flockbeteendet gjorde att priser på tulpaner sköt i höjden eftersom alla ville köpa tulpaner samtidigt till ett begränsat utbud, för att senare se priserna falla drastiskt när utbudet ökade. Det visade sig att priserna inte var rationella ur ett fundamentalt perspektiv vilket innebar att psykologin tog över och drev upp priserna (Gyllenram, 2004).

Förr bedrevs all aktiehandel via mäklare i ett börshus men handläggs sedan år 1990 i Sverige helt elektronisk och kan administreras av privatpersoner själva via en dator. Idag bedrivs aktiehandeln professionellt av börsombud, även kallade aktiemäklare. Mäklarna har som uppgift att para ihop köpare och säljare samt agera rådgivare för kunds räkning. Banker bedriver även rådgivning genom kapitalförvaltare med uppgift att fördela risker i portföljer och hitta lämpligaste investeringslösning till respektive kund (Swedbank u.å).

1.2 Problemdiskussion

Teknisk och fundamental analys är några av de vanligaste verktyg en kapitalförvaltare använder i rådgivningen. Att använda psykologin på marknaden som ett verktyg i rådgivningen är dock inte lika omtalat (Sewell, 2012). Gyllenram (2004, s. 17) beskriver psykologin på aktiemarknaden som att ”*börskurserna styrs av underåriga, nervösa, fjuniga och överbetalda knapptryckare*”. En intressant tanke är huruvida kapitalförvaltarna själva är ett offer för börspsykologin eller om det i själva verket är de som startar hela processen? Med detta i beaktande är det därför av betydelse att ta reda på hur stor del av deras analysarbete som utgörs av psykologin på marknaden.

Människor har olika perspektiv på pengar, definitionen av vad som är mycket pengar varierar stort från person till person. Det finns en tendens att värdera pengar olika beroende på om det är siffror på en skärm eller kontanter i handen. Det är exempelvis inte ovanligt att en förmögen aktieägare jagar tio kronors- rabatter i livsmedelsbutiker samtidigt som dess

aktieportfölj kan variera med tiotusentals kronor varje dag (Gyllenram, 2004). Detta kallas för konkreta och abstrakta pengar och Gyllenram (2004) beskriver att riskbenägenheten ökar när människan handskas med abstrakta pengar. Beteendet anses vara irrationellt och innebär att investerare fattar ekonomiska beslut som de annars inte skulle göra (ibid.).

Psykologin och dess påverkan på en investerares beslutstagande har stor inverkan på om en marknad är effektiv eller inte och ifrågasätter därför den effektiva marknadshypotesen (Shleifer, 2000). För att en marknad ska vara effektiv krävs det att investerare är rationella och därmed prissätter marknaden rationellt. Den rationella investeraren prissätter tillgångar genom fundamentalt värde, de reagerar snabbt på ny information och justerar kursen beroende på informationens karaktär. Som en konsekvens inprisas all tillgänglig information i tillgångens värde nästan omedelbart till nya nivåer (ibid.). Det är viktigt att förstå varför de som forskar i behavioral finance använder sig av den effektiva marknadshypotesen. Teorin har länge varit ifrågasatt på grund av de psykologiska faktorer som gör en marknad ineffektiv (ibid.). Därför är det viktigt att inte bara titta på effektiva marknadshypotesen och utgå från att den fungerar utan att även ta hänsyn till det som kallas för behavioral finance.

Schleifer (2000) hävdar att psykologin gör marknaden ineffektiv och det är en bidragande orsak till att anomalier uppstår (ibid.). Anomalier kan förklaras i form av mönster som uppstår på marknaden, ett exempel är Januarieffekten, vilken innebär att januari statistiskt sett skulle vara den månad som ger högst avkastning på aktiemarknaden. Dessa effekter skapar ett flockbeteende som utan någon fundamental förklaring driver upp priserna under januari månad, vilket leder till att marknaden blir ineffektiv (Brealey et al., 2011). Investerare strävar efter en effektiv marknad, dock visar forskningen att människor många gånger är högst irrationella i sitt beslutsfattande, vilket ställer till problem när viktiga investeringsbeslut fattas (Gyllenram, 2004). Anomalier, flockbeteende och andra irrationella beteenden gör att investerare tar beslut på grunder som inte är fundamentalt rationella och blir därför viktiga faktorer i ett investeringsbeslut på aktiemarknaden. Frågan är i vilken utsträckning kapitalförvaltare använder sig av den här typen av information i sin rådgivning mot kund? I aktieanalyser är det oftast fundamental och teknisk analys som används för att komma fram till en rekommendation, psykologin på marknaden är en mindre känd faktor trots att de flesta vet att den har betydelse för sättet investerare agerar på (ibid.).

1.3 Frågeställning

Med problemdiskussionen som utgångspunkt anser vi att följande undersökningsfråga är relevant för att uppfylla syftet i studien:

- *På vilket sätt använder kapitalförvaltare psykologin på aktiemarknaden i deras rådgivning mot kund?*

1.4 Syfte & Avgränsningar

Syftet med uppsatsen är att beskriva och förklara på vilket sätt psykologin på aktiemarknaden används som ett rådgivningsverktyg i kapitalförvaltares arbetsmetodik mot kund.

Studien avgränsas till att undersöka hur kapitalförvaltare arbetar med förmögenhetsrådgivning mot kund på aktiemarknaden, vilket innebär rådgivning mot bankens mer förmögna kunder. Studien involverar även personer med befattning att påverka kapitalförvaltares arbetsmetodik, exempelvis investeringsstrateger. Uppsatsen har avgränsats till utvalda delar av de psykologiska aspekter som påverkar marknaden och fokus ligger på flockbeteende, säsongs-mönster och faktorer som påverkar människan inför ett investeringsbeslut. Intervjuerna har utförts med personer inom kapitalförvaltningen för Sveriges största banker.

1.5 Undersökningsansats

Undersökningen bygger på en abduktiv ansats vilket enligt Jacobsen (2000) innebär att studien blandar olika forskningsstrategier och teorier tillsammans med den empiri som samlats in. Ett empiriskt och faktabaserat förfarande har använts med ett teoretiskt resonerande. Vi har även på förhand haft vissa förväntningar om verkligheten och utgått från teorier för att skapa oss en empiri.

Det har tagits för givet att pyskologiska aspekter som påverkar investerare existerar på marknaden och därför har dessa teorier använts för att se i vilken utsträckning de tillämpas i praktiken. Undersökningen bygger på att det redan innan studiens start bestämts vilken del av psykologin på marknaden som ska undersökas, därför har vi medvetet bortsett från annan information. Det har inte funnits några förväntningar på utfallet av frågeställningen, det vill säga kunskapen om vilka teorier som existerar finns men inte vetskapen hur de används i praktiken.

2. Metod

I följande kapitel presenteras studiens övergripande metodval och hur insamling samt bearbetning av data gått till. Det beskrivs varför intervjuer använts som metodval och vilket urval studien baserats på.

2.1 Datainsamlingsmetod

I studien används en kvalitativ undersökningsansats i form av intervjuer för att få svar på frågeställningen. Undersökningen baseras på en kvalitativ metod som anses vara mest lämplig eftersom vi vill skapa mer förståelse i ett oklart ämne och få fram en nyanserad beskrivning där ett samband mellan kontext och individ framgår. Som Jacobsen (2000) beskriver passar denna ansats studien eftersom den blir mer öppen för oväntade händelser och ny spontan information som gynnar våra antaganden om hur kapitalförvaltare arbetar. Sju personer har intervjuats, vilket medför en djupare och mer nyanserad bild, därför har en intensiv utformning använts (ibid.).

Undersökningen har utgått från frågeställningen via datainsamlingen till analys. En interaktiv process har använts under studiens gång för att kunna gå tillbaka och ändra frågeställningen under processen vilket innebär att informationen har analyserats efter hand som den erhållits (ibid.).

2.1.1 Primärdata

Informationen som använts i empirin har till största del samlats in via personliga intervjuer med personer som arbetar med investeringar. Intervjuerna har utförts genom öppna individuella besöksintervjuer samt via mailkontakt där kompletterande och mer djupgående uppgifter diskuterats över telefon, datan har samlats in genom anteckningar och band-upptagningar. Vi valde att genomföra en längre intervju med varje respondent eftersom vårt ämne kräver en längre diskussion med öppna frågor. Målet med de öppna intervjuerna har varit att få ut mesta möjliga information om ämnet där vi försökt undvika att styra intervjun för att påverka resultatet. I linje med vad Jacobsen (2000) rekommenderar har besöks-intervjuerna utförts på en plats som respondenterna är väl bekanta med, förslagsvis deras arbetsplats. Detta för att undvika att respondenten uppträder annorlunda i en konstlad respektive en naturlig miljö. De besöksintervjuer som utfördes tog cirka en timme vardera att genomföra.

2.1.2 Sekundärdata

Forskning har tidigare bedrivits inom studiens område och vi har därför använt oss av sekundärdata till hjälp för att skapa oss en uppfattning kring psykologin på aktiemarknaden som helhet för att senare använda kunskapen som grund i intervjuerna. Den sekundärdata som använts består av böcker, vetenskapliga artiklar och i viss mån internetsidor. Vetenskapliga artiklar har främst hämtats från databaserna ProQuest, JSTOR och Science direct. För att få fram relevanta artiklar inom vårt område har vi använt sökorden: behavioral finance, herd behavior, the efficient market hypothesis och market anomalies. Artiklarna har valts ut från etablerade databaser för att säkerställa att artiklarna håller en tillförlitlig nivå. Vår teoretiska referensram inom litteraturen är högst relevant för frågeställningen och behandlar i stor utsträckning ämnet behavioral finance. Med de faktorerna i beaktning kan vi säkerställa att vår undersökning blir reliabel och valid, det vill säga att den håller hög tillförlitlighet och giltighet.

2.1.3 Utformning av intervjuformulär

Frågeformuläret som använts vid intervjuerna har sin utgångspunkt i studiens teoretiska referensram. Formuläret inleds med grundläggande frågor som beskriver vilken typ av kund respondenten är rådgivare för och på vilket sätt rådgivningarna utförs. Intervjun delas därefter in i två faser, investeringsprocessen och behavioral finance. I avsnittet investeringsprocessen har frågorna utformats utifrån den teoretiska referensramen för att skapa en förståelse kring respondentens arbetsmetodik. Vi vill ta reda på hur information samlas in inför ett investeringsbeslut samt vilka typer av värdepapper som används för att därefter låta intervjun formas utifrån detta. Vidare ställs frågor kring hur respondenten tillämpar olika typer av information inför ett investeringsbeslut.

Intervjuns sista del består av området behavioral finance där intervjuns huvudfokus ligger. En fråga om respondentens tillämpning av behavioral finance i rådgivningsprocessen inleder avsnittet för att få en överskådlig blick över hur behavioral finance uppfattas i allmänhet. Vidare tar frågorna utgångspunkten i teorin om flockbeteende och irrationella beteenden för att se vilken uppfattning respondenten har om beteenden och vilken kunskap människor har om psykologi som en parameter vid investeringsbeslutet.

Intervjun avslutas med att respondenten ges utrymme att berätta om egna observationer och erfarenheter av psykologiska beteenden på aktiemarknaden (se bilaga).

2.2 Analysmetod

Den empiriska undersökningen har främst genomförts i form av personliga besöksintervjuer där samtalet spelats in för att underlätta transkriberingen. Intervjuernas längd har varierat mellan 30-60 minuter. Som Jacobsen (2000) föreslår har intervjuerna transkriberas och registrerats i ord och vidare annoterats för att sammanfatta intervjun utifrån vad som är relevant. Den annoterade datan har delats in i de tre huvudrubrikerna: arbetsmetodik, investeringsprocessen och behavioral finance. Efter att datan annoterats har teoretiska kopplingar gjorts för att skapa ett underlag till analysen och lyfta fram likheter och skillnader. Intervjuerna har även jämförts med andra respondenters svar för att hitta samband mellan deras arbetsmetodik och tankar om psykologin på aktiemarknaden. Analysen har delats in i huvudrubrikerna: arbetsmetodik och aktiemarknadens psykologi för att skapa en röd tråd mellan teori, empiri och analys. Under avsnittet aktiemarknadens psykologi används underrubriker kopplade till teorin för att skapa en tydlig struktur.

Två intervjuer har genomförts genom mailkontakt med respondenterna där första steget varit en telefonkontakt för att ta reda på vilken intervjuform de har möjlighet att ställa upp på. Ett intervjuformulär har skickats till respondenterna i kombination med telefonkontakt för att erhålla mer utförliga svar kring frågor som varit oklara.

2.3 Urval

Urvalet av respondenter består av personer som arbetar inom bankernas kapitalförvaltning vars kunder är i det övre skiktet baserat på respektive banks segmentering av förmögenhet per kund. I våra respondenters specifika fall, kunder med en placerbar förmögenhet på minst en miljon kronor. Respondenterna arbetar med kapitalförvaltning och investerar för en kundbas som förlitar sig på förvaltarens analyser och rådgivning.

Urvalet har delvis skett enligt Jacobsens (2000) metod där processen består av tre steg. I den första fasen skapades en uppfattning om vilka som skulle vara intressanta att intervjua. Samtliga storbanker tillsammans med Länsförsäkringar Bank och Danske Bank kontaktades genom mail eller telefon. I steg två efterfrågades bankernas kapitalförvaltare, förmögenhets-rådgivare eller kapitalrådgivare för en intervju till studien. Då vi är väl medvetna om att olika banker med största sannolikhet arbetar på olika sätt har därför personer från olika banker valts ut för att erhålla varierande svar. Mot bakgrund av studiens syfte samt yrkesrollerna och de

människorna som studerades gjordes ett urval utifrån vilka personer som sannolikt kunde bidra med mest relevant information.

Intervjuerna genomfördes med sju personer där intresset varit på deras specifika arbetssätt vilket inneburit att vi bortsett från kvantitativa antaganden. Det visade sig tidigt i intervjufasen att kapitalförvaltare inom samma bank arbetar på ett likartat sätt, därför har det inte varit lika intressant att genomföra intervjuer med flera personer inom samma bank. Utöver respondenter från storbanker har det även genomförts intervjuer med Länsförsäkringar Bank och Danske Bank för att få en inblick i andra bankers synsätt på kapitalförvaltning och om de skiljer sig mot storbankerna. Vi har begränsat urvalet till sex olika banker för att bibehålla en djupgående analys som motverkar generaliseringsproblem. En av respondenterna valde att vara anonym och benämns i studien som ”Respondent 7”.

Respondenter

Namn:	**Utförd:**	**Position och företag:**
Michael Persson	2015-04-13	Kapitalförvaltare, Swedbank
Per Winberg	2015-04-13	Kapitalförvaltare, Swedbank
Mats Myrén	2015-05-04	Kapitalförvaltare, Danske Bank
Tiva Erfan	2015-05-04	Investeringsstrateg, Nordea
Björn Setthammar	2015-05-08	Förmögenhetsrådgivare, Svenska Handelsbanken
Stefan Zacheja	2015-05-11	Gruppchef, kapitalrådgivare, Länsförsäkringar Bank
Respondent 7	2015-05-18	Kapitalrådgivare, Skandinaviska Enskilda Banken.

2.4 Metodkritik

Genomförandet av intervjuer medför vissa nackdelar som vi haft i beaktning för användning av den valda metoden. Ingående intervjuer kan ta lång tid och är resurskrävande (Jacobsen, 2000). Därför har studien begränsats till att intervjua sju respondenter. Med hjälp av detta antal respondenter har möjligheten funnits att höja kvaliteten i intervjun samtidigt som generaliseringsproblem undvikits. Intervjuer kan bli informationsrika vilket innebär svårigheter att bearbeta all information (ibid.). Detta har undvikits genom att spela in intervjun, förutsatt att respondenten tillåtit det. Vi har strävat efter att intervjuerna ska vara av personlig karaktär med minimal inverkan på respondenten. Ett hinder för detta kan vara undersökningseffekten som innebär att respondenterna påverkas av forskarna (ibid.). Det kan medföra att vi mäter något som vi själva vill åstadkomma istället för hur respondenten upplever det.

Problemställningen är interaktiv, det vill säga en flexibel problemställning som går att förändra under arbetets gång. Att ha en interaktiv problemställning kan vara ett hinder om problemställningen ändras många gånger vilket kan innebära att studien faller bort från ämnet eller den röda tråden (ibid.). Vi ser dock en interaktiv problemställning som positivt då vi inte blir tvungna att få ut vissa svar från respondenten utan kan istället få en bred inblick i problemområdet. Några av de vetenskapliga artiklar som använts kan anses vara av äldre karaktär. Vi ser det dock som en fördel att få ett perspektiv på hur forskningen bedrivits genom åren och därför blandas både nya och gamla artiklar. Artiklarna vi valt är centrala inom forskningen som dagens teorier bygger på.

3. Teoretisk referensram

I den teoretiska referensramen beskrivs de teorier som ligger till grund för uppsatsens antaganden. Kapitlet inleds med en överskådlig beskrivning av psykologin på aktiemarknaden för att senare komma in på de psykologiska aspekter som berör problemområdet.

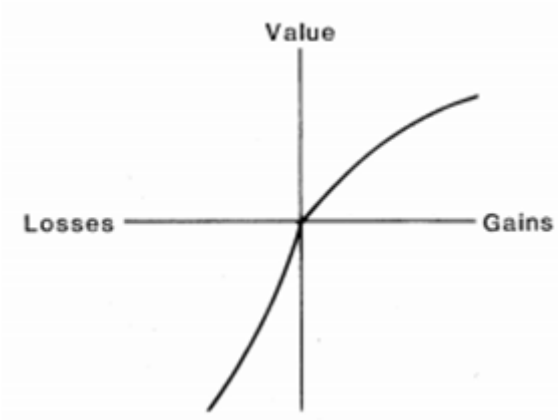
3.1 Aktiemarknadens psykologi

"You can find out who you are by investing in the stock market, but it will be an expensive lesson." (Adam Smith i Wärneryd, 2001, s. 2).

Hur kan priser avvika markant från fundamentala värden på den finansiella marknaden? Forskare världen över hävdar att svaret ligger i beteendepsykologin hos investerare och förklarar att människors risktagande inte alltid är fullt rationella (Brealey et al., 2011). Beteenden som tydligt avviker från vad som är förväntat enligt de grundläggande ekonomiska teorierna beror till stor del av att psykologisk tänkande tillämpas på de finansiella marknaderna (ibid.). Området behavioral finance är en relativt ny skola inom ekonomisk forskning. När konventionella teorier drar slutsatsen att investerare är rationella hävdar behavorial finance motsatsen (Wärneryd, 2001).

Feltolkning av information kan leda till att investerare ser möjliga utfall som inte existerar och en chans till avkastning som är långt ifrån vad verkligheten speglar. Även i de fall där informationen tolkas korrekt drar många studier slutsatsen att individer har en tendens att trots detta fatta beslut som inte är fullt rationella. Dessa beteenden påverkar hur en investerare avväger risk kontra framtida avkastning (Bodie, Kane & Marcus, 2009). Grunden till dessa beteenden kommer från *prospektteorin* utvecklad av (Kahneman & Tversky, 1979). Teorin förklarar att investerares beslutstagande baseras på potentiella vinster och förluster som kan uppstå under investeringens löptid snarare än hur det slutliga utfallet blir. Fenomenet sker på grund av det kognitiva synsätt som påverkar omdömet av dessa vinster och förluster. Investerare kan visa på varierande typer av beteenden och de påverkar beslutstagandet på olika sätt.

Prospektteorin visar att en investerare har ett mer risksökande beteende vid en given förlust och är mer riskaversiva vid en given vinst (ibid.).



Figur 2. Prospect theory value function (Kahneman & Tversky, 1979, s. 279).

3.2 Irrationella beteenden

Psykologer har dokumenterat olika mönster i mänskligt beteende. Några av dessa mönster och dess påverkan på den individuella investerarens beslutstagande utgör en stor del av modern forskning kring området behavioral finance. Kognitiva och emotionella svagheter är ofta orsakerna till att en investerare begår misstag och de fördelas i två grupper: hur investerare tänker och hur investerare känner (Bodie et al., 2009). I följande avsnitt beskrivs de vanligaste beteenden som identifieras på marknaden.

3.2.1 Framing

En individs beslutstagande kan starkt påverkas av hur valmöjligheterna är inramade och på vilket sätt de framhävs. En individ kan exempelvis acceptera ett vad som beskrivs med hög risk och chans till vinst men samma individ kan även avböja ett vad med hög risk och chans till förlust. Alternativen är egentligen densamma men informationen har bara presenterats på olika sätt. Framing handlar om hur information presenteras och kan användas till att styra individer till ett speciellt val inom dess beslutsram. Stora delar av besluten grundas på individens tidigare erfarenheter och personliga egenskaper (Bodie et al., 2009).

3.2.2 Övertro

Människor har en tendens att överskatta förmågan och tron på sig själv när det kommer till prognoser och investeringar. Övertro är ett väletablerat och vanligt beteende som gör att människor blir för självsäkra på deras kunskap och färdigheter vilket medför att de ignorerar risken associerad till en investering (Kumar & Goyal, 2015). De visar även i sin undersökning utförd i Sverige att 90% av bilförarna ser sig själva som bättre förare än den genomsnittliga bilföraren. Den typen av självsäkerhet är en stor anledning till den utbredda ökningen av aktivt investerande i form av exempelvis daytrading kontra den mer långsiktiga och passiva investeringsstrategin. Forskning har visat i en undersökning hur utfallet kan bli vid övertro på finansmarknaden. Tradingaktivitet i sjuttioåtta tusen hushåll jämfördes och forskarna fann under perioden att mer aktiv trading innebar lägre avkastning jämfört med att vara passiv och långsiktig (ibid.).

3.2.3 Anchoring

Anchoring är en term inom psykologin som används för att beskriva det mänskliga beteendet att förlita sig för mycket på en viss typ av information när beslut ska fattas. Fenomenet uppstår när en investerare förankrar sig vid ett specifikt värde eller med en ny observation. Ett exempel kan vara ett fall där en aktie nyligen drabbats av en kraftig nedgång i pris. En investerare kan då frestas att utvärdera värdet av aktien med hänvisning till det gamla priset på aktien istället för att ta ny information i beaktning. Om investeraren betalade 40 kr/aktie och den under en period stigit till 70 kr/aktie kan ett plötsligt prisfall ner till 50 kr/aktie få investeraren att uppleva en känsla av förlust eftersom en förankring har skett till aktiens högre nivåer. Ett annat exempel där anchoring har motsatt effekt kan vara ett bolag vars aktie handlas för 100kr/aktie. Företaget meddelar sedan en vinstökning på 200% men priset på aktien ökar endast till 120 kr/aktie. Den lilla ökningen beror på att investerare är förankrade till priset på 100kr/aktie. Investerare tror att vinstökningen endast är temporär när i själva verket bolaget troligtvis kommer behålla den nya nivån på resultatet (Singh & Sudhir, 2012).

3.3 Den effektiva marknadshypotesen

För att en aktiemarknad ska vara effektiv krävs det att alla investerare agerar rationellt på marknaden. Den rationella investeraren tar hänsyn till all tillgänglig information och maximerar nyttan mellan risk och avkastning, med andra ord speglar priset på tillgången all tillgänglig information. Detta innebär att det är omöjligt för en investerare att skapa sig en överavkastning större än index under en längre period. Investerare kan däremot, genom att ta högre risk och investera i enstaka aktier med högre avkastning än index, göra kortsiktiga vinstaffärer som slår index. Teorin bakom dessa påståenden kallas för den effektiva marknadshypotesen (Fama, 1970).

Den effektiva marknadshypotesen delas enligt Fama (1970) in i tre delar som beskriver olika stadier av effektivitet: svag, halvstark samt stark effektivitet på marknaden.

Svag effektivitet

När en marknad har svag effektivitet innebär det att priset på tillgången speglar all historisk prisinformation. Den här informationen finner vi i tillgångens historik där det kan utläsas vad den tidigare värderats till relativt mot dagens värde (ibid.).

Halvstark effektivitet

I halvstark effektivitet speglar tillgångens värde all historisk information, inklusive all publik information. Den publika informationen finns exempelvis i analyser, rapporter och press-meddelanden (ibid.).

Stark effektivitet

När marknaden uppvisar stark effektivitet tar den hänsyn till all tillgänglig information på marknaden. All tillgänglig information innefattar historisk, publik samt insiderinformation. Med andra ord är det inte heller möjligt för insiderpersoner att erhålla överavkastning i den egna aktien då det antas att alla investerare har tillgång till samma information (ibid.).

Den effektiva marknadshypotesen kan enligt Shleifer (2000) sammanfattas med tre enkla argument. Det första är att det antas att alla investerare är rationella och därför prissätter tillgångar rationellt. Det andra argumentet hävdar att de investerare som inte är rationella gör slumpmässiga affärer och jämnar därför ut marknadspriserna i längden. Det tredje argumentet bygger på att de investerare som är rationella på samma sätt möts på marknaden av rationella arbitragörer som därför eliminerar deras inflytande på marknadspriserna. Rationella investerare prissätter tillgångar genom fundamentalt värde. De reagerar snabbt på ny

information genom att handla upp kursen på goda nyheter och tvärtom. Som en konsekvens inprisas all information i tillgångens värde nästan omedelbart och priset justeras till nya nivåer korrelerat till tillgångens nettonuvärde och kassaflöde (ibid.).

Den effektiva marknadshypotesen har genom åren fått möta stor kritik för dess giltighet (Sewell, 2012). Finansiella bubblor har ifrågasatt om all fundamental information verkligen är inprisad, eller om de psykologiska faktorerna istället tagit över. Anledningen till att det länge pågått stora diskussioner om den effektiva marknadshypotesen beror på att den är mycket svår att bevisa, vissa uttrycker det till och med som omöjligt. Kritikerna lyfter främst fram det faktum att det inte går att påvisa att en tillgång speglar all tillgänglig information, därför behöver forskare också testa investerarnas riskpreferens. Människor kan ha tillgång till samma information men tolkar den olika eller har olika inställning till risk. Under 2000-talet har marknadens effektivitet särskilt ifrågasatts på grund av IT-bubblan och bolånekrisen. Forskare börjar prata allt mer om att behavioral finance bör ta mer plats i de ekonomiska teorierna och att det behöver tas i beaktning när marknadens effektivitet analyseras (ibid.).

3.4 Anomalier

Forskare har i över hundra år försökt förklara det fenomen som idag kallas för anomalier på finansmarknaderna. En anomali innebär att avkastningen på en aktie inte grundas på fundamental information utan istället baseras på mönster i historisk information och flockbeteende (Gyllenram, 2004). Anomalier strider mot den effektiva marknadshypotesen eftersom det inte ska gå att göra vinster med hjälp av historisk information. Det finns en mängd olika anomalieffekter att ta i beaktning på marknaden (ibid.). Under följande avsnitt kommer några av de mest omskrivna anomalierna som flockbeteende och säsongseffekter beskrivas.

3.4.1 Säsongseffekter

En av de mest omtalade anomalierna är de säsongseffekter marknaden ger upphov till. En majoritet av de undersökningar som gjorts i ämnet visar att det finns en tydlig månadseffekt på aktiemarknaden. Exempelvis visar historien att januari är den överlägset starkaste månaden på börsen sett till avkastning, samtidigt som september och oktober underpresterar mot marknaden i sin helhet (Dzhabarov & Ziemba, 2010). Dzhabarov & Ziemba (2010) presenterade en teori som visar att 86,4% av de åren då börsen gick upp i januari, slutade den också positivt, denna effekt kallas för ”januaribarometern”. Anledningarna till dessa anomaliers uppkomst finns det många spekulationer om.

Det är fortfarande oklart om effekterna bara är ren illusion som ger upphov till ett flockbeteende och driver upp priserna eller om de faktiskt existerar (ibid.). En av de mest kända konspirationerna till dess uppkomst är bland annat skatteeffekten. Från det att människor via banken fick möjlighet att handla aktier har investerare varit skatteskyldiga för den vinst de gör på värdepapperna. Eftersom investerare av skattemässiga skäl har rätt att kvitta förluster mot vinster i deklarationen har det visat sig att investerare tenderar att sälja mer aktier i december månad för att sedan köpa tillbaka dem i januari. Det skulle kunna vara en anledning till att januari är en väldigt stark månad på börsen. Ur ett marknadseffektivt perspektiv skulle teorin om januarieffekten inte fungera, dels bygger effektiva marknads-hypotesen på att det inte går att skapa en överavkastning med hjälp av historisk information i kombination med att alla investerare har tillgång till all tillgänglig information samtidigt. Överavkastningen borde omedelbart elimineras eftersom alla investerare skulle tänka på samma sätt och försöka utnyttja effekterna (ibid.).

Andra konspirationer som ligger till grund för uppkomsten av januarieffekten är att investerare ofta tar ledigt under julhelgerna för att sedan börja arbeta igen i januari. I hopp om att få en stark start på det nya året tenderar investerare att vara mer riskvilliga i början av året för att lyckas överprestera mot det tidigare året (Wachtel, 1942).

3.4.2 Flockbeteende

Människor har i urminnes tider haft behovet av att tillhöra en grupp. Att känna sig accepterad och fullvärdigt medlem i en grupp gör att människor känner trygghet och välbefinnande, vilket bidrar till psykiskt välmående. Vetskapen om hur människor agerar i flock är viktig kunskap för att kunna förutse hur investerare agerar i vissa situationer. Ofta tas beslut efter hur andra skulle göra, vilket skapar ett beroende av varandra. Samma psykologi har visat sig existera på aktiemarknaden. Den enskilde individens agerande är ytterst oförutsägbar samtidigt som en större grupps beteende är betydligt enklare att analysera (Gyllenram, 2004).

De vanligaste ekonomiska modeller som används idag utgår från att investerare är rationella i de beslut som fattas. Forskning har visat att människor inte alltid är rationella i dess handlingar. Exempelvis vet alla rökare att det är farligt och beroendeframkallande med rökning, ändå fortsätter de för att tillfredsställa kroppens nikotinbehov, ett beteende som i grunden är högst irrationellt. Studier om flockbeteende är alltså baserade på summan av de rationella beslut varje individ fattar. Rökning är ett skolexempel på hur människor agerar i flock. Det är högst osannolikt att en grupp sluts samman och bestämmer sig för att börja röka, utan istället är det oftast en som börjar samtidigt som de andra följer efter. Exakt samma mönster går också att tydligt se på aktiemarknaden, när en aktie är populär och snabbt ökar i värde, kommer flocken följa efter för att ta del av vinsterna (Gyllenram, 2004).

Flockbeteende var ett centralt begrepp under IT-bubblan i slutet av 1990-talet. Värderingen på börsen var svår att förklara med hjälp av de vanligaste fundamentala ekonomiska modeller som då existerade. Investerarna var väl medvetna om att värderingarna inte speglade det som tidigare skådats men flockbeteendet hade tagit över och investerarnas riskaptit ökade eftersom alla andra tänkte likadant. När bubblan väl sprack ville alla sälja aktierna, även här gjorde flockbeteendet att fler ville följa efter (ibid.).

I grafen nedan visas vad som hände i Ericssons B-aktie under IT-bubblan, hur priserna snabbt trissades upp när alla ville ta del av de vinster som möjliggjordes för att därefter sluta i en krasch.

Figur 3. IT-bubblan. Avanza (1997-2005)

3.5 Riktkurser och insiderhandel

3.5.1 Rekommendationer från banker och andra finansiella institut

Banker och andra finansiella institut gör dagligen analyser och ger ut rekommendationer på enskilda aktier på marknaden. Rekommendationerna kan variera från starkt sälj till starkt köp och är till för att ge bankens kunder och andra intressenter en vägledning i deras syn på företaget (Chang, 2008). Forskning har visat att omsättningen i aktien ökar de tre efterföljande dagarna efter det att en bank givit ut en rekommendation. Denna information bevisar det faktum att investerare faktiskt blir påverkade av andras rekommendationer och analyser. Samma forskning visar att aktier som får rekommendationen köp i genomsnitt ökar i värde de tre efterföljande dagarna, samtidigt som de aktier som får rekommendationen sälj i genomsnitt tappar i värde de tre efterföljande dagarna. Undersökningen visar även att negativa rekommendationer har större effekt på aktiepriset än positiva (ibid.). Rekommendationernas inverkan beror dock på hur stort företaget är, ett stort företag med hög omsättning i den egna aktien påverkas inte lika mycket som de mindre med lägre omsättning. En annan aspekt som har stor inverkan är vilken bank eller vilket institut som givit ut rekommendationen. Vissa institut är mer trovärdiga än andra och har en bättre historik att utgå från (ibid.).

Loh (2010) har kommit fram till ytterligare en aspekt som har stor inverkan på hur priset förändras genom en rekommendation på en enskild aktie, popularitet. Forskningen visade att de aktier som var mer populära bland investerare visade en större reaktion i både omsättning och värdering de tre efterföljande dagarna, till skillnad från de mindre populära aktierna som inte fick samma reaktion. Båda undersökningarna visar dock att rekommendationer har påverkan på aktiepriset i de tre efterföljande dagarna, för att därefter bli en mindre viktig faktor i prissättningen (ibid.).

3.5.2 Insiderhandel

I Sverige tillhandahåller finansinspektionen insynsregistret som innehåller uppgifter om börsbolagens insynspersoner. Insynsregistret visar de innehav som de har av aktier eller andra aktierelaterade instrument i bolaget samt vilka transaktioner de utför under tiden de är insynspersoner (Finansinspektionen u.å). I en effektiv marknad förväntas aktiekursen reagera på en nyhet den tidpunkten nyheten blir publik. Enligt den effektiva marknadshypotesen går det inte att erhålla överavkastning genom publik information tillgänglig för hela allmänheten (Seyhun, 1984). En intressant tanke är då om det finns en möjlighet att slå index genom att följa insiderhandeln i ett bolag och investera som exempelvis ett bolags VD väljer att utföra egna transaktioner. Seyhun (1984) utförde mellan åren 1975-1981 forskning på USA:s aktiemarknad och följde upp sextio tusen olika insidertransaktioner där resultaten visade på att insiders erhöll överavkastning genom att både köpa och sälja aktier i det egna bolaget. Studien visade tydligt på att insiders ofta köper aktier före en onormal uppgång av kursen och tvärtom säljer innan en onormal nedgång av aktiekursen inträffar. Studien visar även på att olika insiders besitter olika sorts kvalité på informationen vilket leder till att exempelvis styrelsen i bolaget erhåller bättre avkastning på informationen än mindre chefer och aktieägarna. Storleken på bolaget spelar även en stor roll för värdet på informationen insiders besitter (ibid.). Lakonishok & Lee (2001) presenterar med sin forskning att chansen till överavkastning är större i små bolag eftersom informationen är mer värdefull än i de stora bolagen vilket leder till att aktien inte är prissatt lika effektivt. Pytroski & Roulstone (2005) presenterar liknande resultat i deras forskning och hävdar att tillgången av företagsspecifik information om att aktien är felprissatt leder till att insiders kan handla i motsatt riktning gentemot marknaden och således generera överavkastning.

4. Empiri

I följande kapitel presenteras insamlad primärdata från utförda intervjuer indelade i de tre delområdena arbetsmetodik, investeringsprocessen samt behavioral finance. Varje intervju har delats upp och redovisas var för sig. Analysen av vår empiri kommer att presenteras i ett senare kapitel.

4.1 Intervju: Per Winberg – Swedbank

Arbetsmetodik

Per Winberg är rådgivare för omkring 100 personer som han själv söker upp och tar kontakt med. Rådgivningen sker främst genom telefon där ett inledande samtal kring kundens riskprofil och mål diskuteras. De viktigaste punkter som tas upp för att bedöma en kunds riskaptit är placeringshorisont och vilken avkastning kunden förväntar sig. Genomsnitts-kunden är en man, över 50 år gammal som ofta nyligen avvecklat eller sålt ett företag och behöver hjälp med hur överskottet ska placeras. Vissa kunder har på förhand mycket kunskap om vilka marknader eller vilka tillgångar de vill investera i, men de flesta är i behov av en förvaltare som hjälper dem.

Investeringsprocessen

Per Winberg rekommenderar främst aktier och börshandlade fonder som investerings-alternativ till kunderna. Värdepapperna är främst allokerade mot Sverige, men anpassas även mot andra marknader som för tillfället kan vara populära. Börshandlade fonder gör exempelvis att kunden på ett enkelt sätt kan investera i internationella marknader.

Första steget mot en rekommendation till kunden föds hos en analytikergrupp som noggrant analyserar olika marknader och företag som därefter mynnar ut i en rekommendation av karaktär köp, starkt köp, sälj eller neutral. Detta gör att rådgivaren har underlag för de rekommendationer som ges ut. Om Swedbank inte gjort en analys på ett visst bolag som kunden är intresserad av, kan hänvisning möjligen göras till andra bankers analyser. Det finns höga krav på att förvaltaren måste visa varför de givit den rekommendation de gjort.

Information om nyckeltal på aktier kommuniceras inte i någon större utsträckning mot kunder utan används istället på analytikernivå för att därefter mynna ut en rekommendation.

Per tycker att information från insynsregistret (information om insiders transaktioner i det egna bolaget) är nyttig information att ta i beaktning i rådgivningen ut mot kund. Informationen tas inte ut på egen hand utan kommer som ett meddelande från en annan instans. Denna information kan visa vilken tro exempelvis ledningen har på det egna bolagets framtid. Ett stort köp av en VD är en bra signal och kan användas som ett argument för att investera i aktien.

Behavioral finance

Per tycker att psykologin har stor betydelse för hur priserna sätts på marknaden, dock är det enklare att motivera en transaktion med hjälp av analyser. *”Som kapitalförvaltare påverkar alltid psykologiska faktorer indirekt besluten som tas eftersom vi är en del av psykologin”.* Erfarenhet är viktigt i dessa sammanhang eftersom kunden oftast inte är lika erfaren, därför kan kunderna lätt bli oroliga när något oväntat händer.

Området behavioral finance har blivit större senaste tiden då sociala medier, podcasts och forum gör att många snabbt erhåller information som påverkar oss. Per märker tydligt att människor med okunskap påverkas negativt av flockbeteendet på marknaden genom att följa flocken utan att veta vad de egentligen köper. I tider då börsen gått bra märks det tydligt att girigheten stiger i takt med uppgången. Många personer som inte normalt sett investerar i aktier blir intresserade av att tjäna pengar på börsen. Kunderna kan känna en rädsla för att missa en uppgång på börsen och blir därför mer benägna att ta risk. Riskaptiten blir därefter betydligt lägre under sämre tider och kunderna blir mer benägna att hålla hårt i pengarna för att inte förlora dem.

En psykologisk aspekt som tydligt märks av är när aktier splittas från ett högre pris på kursen, vilket gör att aktien ser billigare ut i kronor och ören. Många okunniga investerare tycker då att aktien ser billigare ut och köper därför aktien. Per märker även att kunder tenderar att vilja ha fler aktier än färre, jämna tusental är också populärt att inneha.

Att kunder förankrar sig vid en viss nivå på aktiekurser är ett vanligt fenomen. Kunderna vänjer sig lätt vid en acceptansnivå vid aktiekurser och förmögenhet. Exempelvis när H&M-aktien går upp till kursen 350 blir det ett nytt normalläge, kunderna vill då helst inte sälja under 350. Samma fenomen gäller med kundens förmögenhet, när kunden har 1 miljon kronor på kontot blir det en ny acceptansnivå.

Kunder har överlag lättare att behålla aktier som gått med förlust än de som gått med vinst med hoppet om att den en gång ska komma tillbaka till den nivå den varit i tidigare. Kunderna älskar vinster och gillar inte att se minustecken i deras portfölj, det är därför vanligare att de vill köpa mer aktier när en förlustaktie går ner, istället för att sälja den. Det är en stor psykologisk faktor som gör att kunderna tenderar att vilja radera ut minustecken istället för att bygga på med fler plustecken. Känslan att förlora pengar är mycket starkare än känslan att tjäna pengar.

Att det existerar säsongseffekter på marknaden är Per medveten om, men det är ingenting som ligger till grund för ett investeringsbeslut. Det är viktigare att följa trenden på marknaden och acceptera det marknadsläge som för tillfället råder. Per ser det snarare som en fördel att det existerar mycket okunskap i marknaden där många investerare följer de säsongsbetonade tips som figurerar i tidningar och sociala medier.

Slutligen berättar Per att en av de starkaste psykologiska effekterna som märks av på kunderna är när de missar en uppgång i marknaden. Det är bättre för både kunden och kapitalförvaltaren att ha fel i flock än att ha fel ensam, därför är det bättre att istället sprida riskerna i portföljen.

4.2 Intervju: Mats Myrén – Danske Bank

Arbetsmetodik

Mats Myrén är rådgivare för 80 kunder och förvaltar sammanlagt 115 depåer. Förvaltningen utförs diskretionärt, vilket betyder att portföljerna kan förvaltas utan ett godkännande av kunden inför varje affär, istället har kunden undertecknat ett avtal som anger inom vilka ramar kapitalet ska förvaltas. Personlig kontakt med kunden sker två gånger per år för att följa upp förvaltningen. Den diskretionära förvaltningen inriktar sig till kunder som inte har tid, kunskap eller intresse för att sköta förvaltningen på egen hand. En typisk kund har ett kapital på i genomsnitt 34 miljoner kronor, arbetar inte och kan ha sålt ett företag eller fastigheter. Andra kunder kan även vara framgångsrika företag eller stiftelser som behöver hjälp med dess överskottslikviditet.

Investeringsprocessen

Investeringsbesluten fattas inte av Mats själv utan bearbetas inom en grupp som gemensamt tar ett beslut som påverkar alla kunders portföljer. De vanligaste finansiella instrument som används är aktier, fonder, obligationer och andra räntebärande värdepapper. I mötet med kund diskuteras det fram vilka tillgångsslag det ska investeras i. Mats framhäver vikten av att det är god omsättning i värdepappret för att undvika problem när det ska avyttras.

Den primära informationen till investeringsbeslutet hämtas delvis ifrån analyser som kommer från Danske Bank market equities. Dock grundas inte ett investeringsbeslut enbart på en analys utan en mängd andra faktorer som makroanalyser, konjunktur och historik tas också i beaktning. Beroende på hur makroläget och konjunkturen utvecklar sig justeras risknivån i portföljen mellan räntor och aktier. Mats berättar vidare att en fördelning mellan svenska och internationella värdepapper är viktigt för att ha en god riskspridning i portföljen vilket ger en stabilare utveckling.

Kapitalförvaltarna använder sig av Danske Banks egna analyser för att skapa sig en uppfattning om företaget. Som förvaltare görs inga analyser själv och de behöver då inte själva ta hänsyn till nyckeltal och insiderinformation på samma sätt som analytiker behöver. Andra bankers riktkurser och rekommendationer kan vara intressanta att titta på men är ingenting som normalt används i arbetssättet.

Behavioral finance

Mats Myrén berättar att kunskapen om behavioral finance yttrar sig genom att flockbeteendet i allra högsta grad styr börsens svängningar, men att det oftast är stora makro- eller konjunkturhändelser som utlöser ett flockbeteende. Kapitalförvaltarna försöker använda information om konjunktur för att lokalisera ett framtida flockbeteende och därför vara före marknaden genom att sälja av aktier innan flockbeteendet bryter ut, för att därefter köpa tillbaka när marknadsläget ser bättre ut. Exempelvis är det allmänt känt att börsen historiskt visat en negativ utveckling till följd av en räntehöjning i ekonomin, vilket gör att många investerare snabbt vill förändra dess positioner när detta sker. Just det här var anledningen till att Danske Bank viktade ner aktieandelen i sin portfölj då en räntehöjning i USA i juni 2015 var förväntad. För att förstå psykologin på marknaden är det viktigt att vara påläst och agera tidigt. Eftersom dagens låga ränteläge utesluter andra investeringsalternativ kommer flocken röra sig mot aktiemarknaden tills det att räntorna höjs till en nivå där alternativavkastningen är godtagbar. Därför kan flockbeteendet ge upphov till kortsiktiga fluktuationer på marknaden samtidigt som det är viktigt att ta hänsyn till stora risker som exempelvis förhandlingar om USAs statsbudget.

Säsongseffekter och andra anomalier på aktiemarknaden är ingen information som används i någon större utsträckning för att komma fram till ett investeringsbeslut eller portfölj-fördelning. Mats förklarar att det var mer vanligt förr när det inte existerade stora internationella aktörer på samma sätt som det gör idag. Vidare berättar Mats att det fortfarande går att se tydliga mönster i form av en ”*årsskifteseffekt*” på marknaden, det vill säga att marknaden tenderar att gå upp från mitten av december till slutet av januari och att börsen normalt sett avkastar mer första halvåret. Dock är det inte något som ligger till grund för investeringsbeslut eller portföljfördelning utan det är viktigare att följa konjunkturen.

4.3 Intervju: Tiva Erfan – Nordea

Arbetsmetodik

Tiva Erfan arbetar som investeringsstrateg inom Asset & Allocation och ingår i gruppen som ansvarar för rådgivningskonceptet mot Nordeas kunder.

Investeringsprocessen

De vanligaste finansiella instrumenten Tiva Erfan och Nordea använder i sin rådgivning är svenska och internationella aktier samt korta och långa räntebärande värdepapper i form av obligationer och krediter. Nordeas grundsyn är att allokeringen ska vara 25% i svenska aktier, mer än andelen i en global portfölj vilket främst beror på olika svårigheter förknippade med att investera i utländska aktier, exempelvis restriktioner och ytterligare transaktionskostnader. Rekommendationen mot kund innebär en process som följer en kedja där alla delar måste fungera som det ska för att processen ska fungera. Nordea baserar dess investeringsbeslut på top-down och bottom-up analys, alltså själva värderingen i ett bolag i kombination med penningpolitik, likviditet, vinster, investerares positionering, valutor och konjunkturcykeln. Ett bolags P/E tal, direktavkastning och kapitalstruktur är även några av de vanligaste nyckeltalen de tar i beaktning innan en investering äger rum. Det är den samlade bilden de strävar mot.

Nordeas egna analyser används flitigt i rådgivningsprocessen samtidigt som de använder sig av extern analys för både köp- och säljrekommendationer för att inte bli blinda mot endast egna källor. Andra bankers riktkurser används vid enskilda aktierekommendationer men själva investeringsbeslutet är betydligt större och en strategisk allokering ligger till grund för all rådgivning från Nordeas sida. Tiva berättar att all typ av offentlig information tas med i analysen då all information påverkar en aktiekurs pris men de grundar inte beslut endast på insiderhandel om till exempel VD:n i ett bolag köper en stor post aktier i det egna bolaget.

Behavioral finance

Tiva Erfan förklarar att det inte går att mäta i varken absoluta eller relativa termer hur stor del av deras investeringsbeslut som utgörs av behavioral finance. Med hjälp av kunskapen av psykologin på marknaden uppmärksammar Nordea sina kunder om de vanligaste felen som många gör ute på finansmarknaderna. De förklarar för kunderna vilka åtgärder som kan vidtas för att undvika vanliga investeringsmisstag och vad som är viktigt att tänka på när det exempelvis kommer till alternativkostnad. Flockbeteende är ett typiskt exempel på irrationellt

beteende som ofta märks av på marknaden och hos deras kunder. Genom att prata strategisk allokering och långsiktighet kan det redogöras för kunden hur tankesättet ska vara för ett sparande och bedöma portföljen med avkastning, risk och korrelationer. Detta gör att kunden förstår beteendet och vågar ”*rida ut vågen*”. Ett av de vanligaste misstagen som kunder gör är att inte bedöma hela dess portfölj vilket ofta gör att riskbenägenheten påverkas, något som leder till att kunder lättare realiserar vinster kontra förluster. Tiva berättar att fenomenet anchoring kan uppstå när kunder även försöker ta en position i marknaden vid precis rätt tillfälle, något väldigt få lyckas med. Många har problem att våga gå in, köpa sin första aktie och att förankra sig vid en startpunkt har i slutändan noll betydelse, det handlar om relativa termer. Tiva förklarar att ett bra sätt är att dela upp pengarna i början med sitt sparande och han betonar även vikten av att hela tiden ha en dialog med kunden för att få kunden att förstå de viktigaste fällorna.

Tiva Erfan brukar prata om att det finns två gratisluncher att hämta på marknaden. Den ena är diversifiering och den andra ombalansering. Detta är något de använder sig av frekvent i sin rådgivningsprocess och något de anser vara det mest fördelaktiga rådet att ge till kund, som mer eller mindre är gratis. Det strategiska tänket utgår ifrån att kunder ska vara långsiktiga och att de ska våga hålla sig kvar på marknaden genom upp- och nedgångar. Tiva anser att säsongseffekter är intressanta att diskutera men inget de rådgör deras kunder att följa eller fattar deras investeringsbeslut på.

4.4 Intervju: Björn Setthammar – Svenska Handelsbanken

Arbetsmetodik

Björn Setthammar arbetar främst med att analysera en kunds riskkapacitet och riskvilja för att avgöra vilken risknivå som ska användas i kundens portfölj. Björn agerar rådgivare för mellan 50-70 kunder per år genom personliga möten. Genomsnittskunden har en förmögenhet på mellan 15-20 miljoner kronor och är 50-70 år gamla. För att bedöma en kunds riskaptit tittar Björn främst på den tänkta placeringshorisonten, förhållandet mellan tillgångar och skulder, målet med kapitalet och förhållandet mellan intäkter och utgifter utöver det som kommer från kapitalet samt förmögenhetens storlek.

Investeringsprocessen

I rådgivningen mot kund använder Björn sig främst av fonder, aktier och strukturerade produkter som mestadels handlas i Sverige och de övriga nordiska länderna. En investering grundar sig i först hand på en fundamental analys när den utförs åt kunder som är mer långsiktiga i sitt agerande. När det gäller kunder som är mer spekulanter än förvaltande kan psykologiska faktorer spela större roll. Information från insynsregistret används inte av Björn själv men kan påverka de analytiker som hjälper till med rekommendationerna.

Handelsbankens egna analyser används frekvent i rådgivningen då det är grunden i all rådgivning mot alla kunder. Analyserna styr över/undervikt mot tillgångsslag och geografiskt område i allokeringen. Andra bankers analyser används inte som grund för ett investerings-beslut eftersom Handelsbanken inte kan stå för de analyser en annan bank producerat utan att ha full insyn i deras analys.

Behavioral finance

Björn berättar att flockbeteenden tydligt märks av i marknaden, särskilt när marknaden är under stress eller då det råder allmän hausse. Detta leder till att tillgångar prissätts på ett felaktigt sätt, något som försöker utnyttjas till fullo. Björn märker inte av att kunder förankrar sig vid en viss nivå på aktiekurser i någon större utsträckning, han nämner dock att det var ett vanligare fenomen förr i tiden. När detta fenomen yttrar sig beror det främst på skattemässiga skäl eller att kunder har svårt att ta en förlust och ”måste” ha tillbaka förlorat kapital.

Säsongseffekter på marknaden används inte som en del i investeringsbeslutet. Björn berättar att en kund tenderar att bli mer riskavert vid förlustaffärer och tvärtom, men att det inte är något som egentligen styr kundens beteende. En annan psykologisk aspekt Björn använder i sin rådgivning kommer från det klassiska utrycket ”*the trend is your friend*”, det vill säga att det oftast är lönsamt för kunder med hög aktieandel att följa trenden i marknaden.

4.5 Intervju: Stefan Zacheja – Länsförsäkringar Bank

Arbetsmetodik

Stefan Zacheja är gruppchef för kapitalrådgivarna på Länsförsäkringar Bank samtidigt som han är personlig rådgivare med en kundstock på cirka 200 personer. Kundbasen består av allt från unga till äldre personer, ofta med ett kapital över från en bostadsförsäljning. Kapitalet varierar men består oftast av minst en miljon kronor. Stefan lyfter fram att Länsförsäkringar inte arbetar på samma sätt som storbankerna där det oftast krävs mer av en kund för att ingå i deras ”private banking-koncept”. Länsförsäkringar är en kundägd bank till skillnad från storbankerna som har ett aktieägarintresse att ta hänsyn till.

Investeringsprocessen

Stefan berättar att Länsförsäkringar inte ger rekommendationer på enskilda aktier eftersom de inte utför några egna analyser. De alternativ som istället erbjuds vid rådgivningen är främst fonder, räntebärande placeringar och strukturerade produkter. Rådgivningen fokuseras därför kring det rådande makroläget för att anpassa kundens placering till marknadsläge och önskemål.

Kundens inställning till risk är den viktigaste aspekten Stefan tittar på under en rådgivning. Till hjälp för att bedöma riskaptiten används ett formulär med frågor kring kundens agerande i olika situationer på marknaden. Andra viktiga faktorer att ta hänsyn till är bland annat marknadsläge och hur stor avkastning kunden förväntar sig.

Den primära informationen inför ett investeringsbeslut hämtas från en kapitalgrupp som utifrån makrosynpunkt gör en bedömning kring hur de olika marknaderna ser ut. Denna bedömning mynnar sedan ut i förslag på portföljer till kapitalrådgivarna, Stefan nämner dock att en rådgivare inte endast behöver följa dessa rekommendationer utan framhäver även vikten av att själv vara påläst inom ämnet. Rekommendationer från andra banker tycker Stefan är intressant att titta på för att se om de skiljer sig mot det egna synsättet. Han påpekar även att

analyser från tidningar som börsveckan och privata affärer är intressant att titta på, dock grundar sig inte en rekommendation till kunden enbart på dessa analyser.

Behavioral finance

Stefan kan tydligt se att det existerar ett flockbeteende som påverkar marknaden. Det som särskilt lyfts fram är effekten av kapitalinflödet till marknaden. Den mest tydliga effekten visar sig i början av året där många investerare justerat portföljerna i slutet av året för att skapa sig skattemässiga fördelar. Aktier som sålts under december ska köpas tillbaka i januari och skapar därför ett stort inflöde till marknaden. Stefan poängterar att detta fenomen troligen var vanligare förr när schablonbeskattade ISK- konton och kapitalförsäkringar inte var lika vanligt. Skatteeffekten gör även att kunders riskbenägenhet vid vinstaffärer kan påverkas eftersom en försäljning skulle innebära en skattekostnad för kunden. Ett bra utdelningsår, transaktioner av stora maktbolag och insiders är även exempel på information som skapar stora flöden in till aktiemarknaden.

Ett annat vanligt fenomen som yttrar sig på marknaden grundas i uttrycket *”köp till sillen och sälj till kräftorna”* som historiskt sett varit en lönsam strategi berättar Stefan samtidigt som han lyfter fram vikten av hur svårt det är att tillämpa kunskapen om dessa psykologiska fenomen i praktiken. Eftersom det inte går att lita på teorierna till hundra procent är det även svårt att ge rekommendationer till kunder på dessa grunder. Säsongseffekter i allmänhet påverkar rådgivaren indirekt men är ingenting som är avgörande för ett investeringsbeslut.

Andra psykologiska aspekter som yttrat sig när marknaden en längre tid visat en positiv trend är inflödet av nya kunder och ökningen i risktagande. Stefan förklarar att kunder som normalt inte är benägna att ta mycket risk då söker sig till mer riskfyllda investeringar när alternativen är få. Psykologin är tydlig när kunder vill köpa aktier i uppgång och sälja när det går ner, vilket går emot det vardagliga resonemang som vanligtvis innebär: *”Köp när det är rea och sälj när det är dyrt”* som exempelvis tillämpas i vardagliga sammanhang.

Sammanfattningsvis berättar Stefan att psykologin är svår att klargöra för kunder, vilket innebär ett stort ansvar för rådgivaren att förklara varför marknaden rör sig som den gör. Exempelvis när ett företag rapporterar sitt starkaste kvartal någonsin men samtidigt poängterar att framtiden ser mörk ut, vilket troligtvis skulle innebära en nedgång i aktien.

4.6 Intervju: Michael Persson – Swedbank

Arbetsmetodik

Michael Persson är i dagsläget rådgivare för omkring 50 kunder med mål om att komma upp till en kundstock om 100 personer. Swedbanks aktiebord är en uppsökande verksamhet och rådgivningarna utförs främst över telefon och genom personliga möten. Genomsnittskunden är en man i 50 års- åldern med en förmögenhet på minst 4 miljoner kronor, ofta egen-företagare som antingen sålt eller avvecklat sin verksamhet.

Michael bedömer en kunds riskaptit genom en djupgående analys av vilken tidshorisont kunden ska investera på och vilken avkastning kunden efterfrågar i förhållande till vilken risk kunden är villig att ta.

Investeringsprocessen

Michael utför majoriteten av sina kunders investeringar på den svenska aktiemarknaden men affärer görs även på de flesta nordiska marknaderna. Det efterfrågas även investeringar i andra länder men då främst i aktier i större bolag som exempelvis Apple. På den svenska aktiemarknaden mäklas det främst ordrar på large cap-listan där majoriteten av analyserna erhålls från analytiker.

Kapitalförvaltarna har mandat att ta egna initiativ till en rekommendation mot kund men det förekommer även att kunder agerar efter egen strategi där ett scenario kan vara att kunden investerar i något som banken har en säljrekommendation på. Kunder kan sitta med egna system som de baserar sina investeringar på och information om nyckeltal i form av exempelvis P/E tal, direktavkastning och kapitalstruktur är i de flesta fallen ingen övervägande del av informationen som kunderna grundar sina investeringsbeslut på utan de efterfrågar mer aktuell fakta om bolaget i form av triggers som kan ligga till grund för en uppgång i aktiekursen. I utdelningsperioder är dock direktavkastning ett populärt nyckeltal som tas i beaktning från kunderna vid investeringar. Insiderköp i ett bolag är inget kapitalförvaltarna själva eftersöker inför ett investeringsbeslut men Michael berättar att det självklart ses som ett positivt tecken om stora insiderköp gjorts i ett bolag den senaste tiden av exempelvis VD:n. Det kan även innebära en trigger för förvaltaren att styrka en köp- eller säljrekommendation mot kund om sådan information tas i beaktning.

Behavioral finance

Michael anser att behavioral finance är ett bra verktyg att använda för att agera övertygande när han anser att en kund bör investera eller avvakta en investering. Om en överreaktion skett på marknaden kan en psykologisk rädsla infinna sig hos kunden och att besitta kunskapen om dessa marknadspsykologiska aspekter tillsammans med stöd av en analys och riktkurs i ett bolag gör att underlag finns för att lämna en rekommendation mot kund. Detta anser Michael vara en viktig aspekt i deras arbete för att på ett effektivt sätt få kunder att till exempel snabbare investera i en aktie med bra potential för att inte missa en uppgång i kursen. Rädslan för att missa en uppgång i en aktie är en av de vanligaste psykologiska aspekterna Michael upplever vid sina rådgivningar. Denna faktor kan göra att kunder agerar snabbare vid sina investeringsbeslut, något som kapitalförvaltaren stöttar i rådgivningsprocessen för att inte låta kunden investera för sent och endast vara med vid en nedgång av aktiekursen.

Aktiekurserna är även något som kan påverka människor psykologisk vid ett investerings-beslut. Människor vill gärna ha stora jämna poster när de köper aktier och blir lätt påverkade av ett högt pris på aktiekursen även om bolaget är fundamentalt billigare än ett annat med lägre aktiekurs. En split i aktiekursen kan då driva på aktiekursen när människan psykologiskt anser den vara billigare i kronor och ören. En annan psykologisk faktor Michael berättar om är att kunder är benägna att äga förlustaktier längre än vinstaktier. Människor har en tendens att klamra sig fast vid förlusterna där ett scenario kan vara att kunden förankrar sig vid en viss nivå där de bestämt sig för att sälja. Människor kan även anse att nedsidan i aktien redan är gjord och att uppsida endast är att vänta i framtiden. I en sådan situation berättar Michael att det är viktigt att vara övertygande och ha rätt argument för att få kund att avyttra minusaffärer som pågått under längre tid för att undvika ännu större nedsida i en aktie för kunden vid mer turbulenta tider.

4.7 Intervju: Respondent 7 – Skandinaviska Enskilda Banken

Arbetsmetodik

Respondent 7 arbetar som kapitalrådgivare med en kundstock på cirka 200 personer där kundbasen består av både privat- och företagskunder. Kunderna har mellan 2-5 miljoner kronor i kapital att placera och kontakt sker främst genom personliga möten och telefon. Enstaka affärer med kunder där en etablerad kontakt finns sker oftast över telefon och fysiska möten passar bättre för större genomgångar av kundens ekonomi. För privatpersoner agerar respondenten rådgivare för hela privataffären och för företagskunder är det främst portföljer som förvaltas.

Investeringsprocessen

Respondenten arbetar med alla typer av finansiella instrument i sin rådgivning där tjänsterna anpassas till respektive kund. Alternativen som erbjuds finns främst på den svenska marknaden i form av fonder, obligationer och strukturerade produkter. Respondenten arbetar även med enskilda aktieplaceringar men inte i en aktiv omfattning. Detta har istället deras aktiehandelsavdelning ”active trading” ansvar för där kunder erbjuds en egen mäklare med dagliga utskick om marknadsinformation. SEB erbjuder olika lösningsfonder där kunden väljer risknivå och placeringshorisont vilken ofta fungerar som en basplacering som kapitalrådgivaren bygger en portfölj runt. SEB erbjuder även externa fonder från utländska fondförvaltare som ingår i deras produktflora. Kunder har även intresse av att investera i nordiska aktier, dessa investeringar sker främst genom ordermottagning och ingår inte i rådgivningen på samma sätt. Deras avdelning active trading tillhandahåller enskilda analyser på aktieplaceringar, både fundamentala och tekniska vilka mynnar ut i rekommendationer och riktkurser för bankens kunder.

De viktigaste egenskaperna respondenten tittar på för att bedöma en kunds riskbenägenhet är placeringshorisont, kundens totala ekonomi och livssituation. Utifrån dessa aspekter ger kapitalrådgivaren därefter ett förslag på riskprofil, något de gemensamt kommer överrens om med kunden. Investeringarna grundas på analyser från SEB:s avdelningar ”investment strategy” och ”affärsstöd” där information om makroläget, fonder och aktier tillhandahålls i form av rekommendationer och olika signaler om förändringar. De individuella besluten inför en investering tas tillsammans med kunden där placeringshorisont och riskbenägenhet är främsta faktorer som tas i beaktning. Enskilda nyckeltal kommuniceras inte i stor uträckning men utdelningar i enskilda aktier är nyckeltal som det visas mest intresse av från kunderna.

Information om insiderhandel i ett bolag är något som tas med i bankens analys men den används inte specifikt i rådgivningen mot kund. Respondenten förklarar att det är många olika parametrar som gör att en investering kan se intressant ut och i situationer där en VD köpt mycket aktier i det egna bolaget i kombination med att värderingen är låg och utdelningen hög kan göra att en investering ser attraktiv ut. I aktieaffärer används bankens egna rekommendationer köp, sälj eller behåll inför ett investeringsbeslut men respondenten berättar att som aktieintresserad rådgivare finns även möjligheten att själv titta på hur marknaden ser ut och ta med information om vad andra aktörer har för rekommendationer.

Behavioral finance

Psykologin på aktiemarknaden finns med som en faktor när SEB:s avdelning, investment strategy allokerar portföljer och diskuterar hur stor del av riskmandaten som utnyttjas för respektive strategi. Respondenten berättar att det framförallt på aktiemarknaden syns återkommande mönster som är en viktig del att ta med i den individuella rådgivningen. Eftersom det är svårt att investera på helt rätt tidpunkt på marknaden vid enstaka tillfällen i kombination med osäkerheten om vad som händer i framtiden förklarar respondenten att en strategi är att sprida investeringar över tid för att inte riskera kapitalet.

Respondenten berättar att flockbeteende är ett tydligt exempel på när människor inte har en tydlig strategi utan istället följer vågorna på marknaden vilket ofta leder till att de köper och säljer vid fel tillfällen. Investeringsbeslut kan ibland fattas på fel parametrar och respondenten förklarar att människor har en tendens att förankra sig till en viss nivå på aktiekurs eller ett specifikt belopp de investerat för. När en aktie sjunkit i värde är ofta förhoppningen att kursen ska återhämta sig vilket i många fall kan innebära att ännu mer kapital förloras. Respondenten förklarar att det är ett svårt beteende att ändra på när människan behöver inse att förutsättningarna har förändrats från det att investeringen gjordes. Skatteeffekten vid en aktieförsäljning kan även vara avskräckande för att fatta rätt investeringsbeslut. Idag har investeringssparkontot förändrat den bilden och människor kan på ett mer lätthanterligt sätt fokusera på att köpa ett bättre bolag istället för att tänka på skatteffekter.

Säsongsmönster på marknaden finns med i respondentens tankar när investeringsbeslut fattas. Slutet av året och en period in på nya året är ofta en bra tidpunkt att investera på aktiemarknaden. Återkommande är att hösten och sommaren är sämre tider rent finansiellt och respondenten anser att placeringar bör tittas över innan sommaren där ett aktivt beslut bör fattas då det är en känslig period att vara fullinvesterad under.

Respondenten upplever att kunders riskbenägenhet tenderar att öka när marknaden visar en positiv utveckling en längre tid medan förlustaffärer innebär att kunder blir mindre villiga att ta risk i sina placeringar. Människor blir försiktiga efter en förlustaffär och det beror ofta på att för stor risk tagits tidigare.

Ett annat fenomen som yttrar sig på marknaden grundar sig i uttrycket att ”*sticka huvudet i sanden*”. Här förklarar respondenten att när affärer går dåligt försöker människor istället glömma bort dem genom att fortsätta vara investerad i förhoppning om att en återhämtning sker. Ett tydligt exempel på detta var under millenniumskiftet där ett vanligt beteende innebar att ligga konstant fullinvesterad på börsen på grund av rädslan att missa en uppgång. När börsen därefter visade en negativ utveckling förträngde människor detta vilket i det läget var det sämsta alternativet. Respondenten förklarar att detta är ett beteende som märks av främst under turbulenta tider där människor inte inser att förutsättningarna för deras investeringar har förändrats markant. Kunskapen om kunders beteendemönster ser respondenten som ett bra verktyg i rådgivningen för framtida investeringsbeslut.

5. Analys

I följande kapitel jämförs den insamlade empirin med tidigare forskning. Kapitlet inleds med en överskådlig bild av kapitalförvaltarens arbetsmetodik och investeringsprocess för att därefter fortsätta med analys baserat på de teorier som använts i studien.

5.1 Arbetsmetodik

Respondenterna som intervjuats arbetar dagligen med kapitalförvaltning eller har någon form av påverkan på bankens strategi för rådgivning mot kunder. Kundbasen består av bankernas mer förmögna personer som oftast sålt ett företag eller har mycket överskottslikviditet som de inte har tid, kunskap eller intresse att förvalta på egen hand. Kundstocken varierar mellan 50-200 personer alternativt företag och stiftelser där kontakt sker genom personliga möten, telefon och mail.

5.1.1 Investeringsprocessen

Samtliga respondenter använder huvudsakligen aktier, fonder, optioner, obligationer eller strukturerade produkter i rådgivningen mot kunderna. Kapitalförvaltarna står inte själva för analyser av enskilda bolag eller marknader utan tar hjälp av en analytikergrupp som producerar analyser till förvaltarna. Investeringsbesluten baseras oftast inte enbart på analyser utan Mats Myrén påpekar att ett helhetsintryck inkluderat makroanalys, konjunktur och historisk data även i hög grad påverkar. Mats tar därför genom sin breda informations-hantering utgångspunkt i den effektiva marknadshypotesen där Fama (1970) nämner att en starkt effektiv marknad innefattar all tillgänglig information.

Psykologiska faktorer är också en viktig parameter i investeringsbeslutet för de som är mer spekulativa i sitt agerande berättar Björn Setthammar. Detta bekräftar Respondent 7 genom att förklara att det framförallt på aktiemarknaden syns återkommande psykologiska mönster vilka anses vara viktiga delar att ta med i den individuella rådgivningen. Förvaltarna agerar både genom egna initiativ och beslut som fattas av högre instanser. Chang (2008) skriver i sin artikel att en faktor i investeringsprocessen är att investerare faktiskt blir påverkade av andras rekommendationer och analyser. Per Winberg berättar att om en analys inte finns från den egna banken på ett visst bolag kunden är intresserad av kan hänvisning göras till andra

bankers analyser, det finns då höga krav på att kapitalförvaltaren kan visa varför de givit rekommendationen.

Tiva Erfan och Stefan Zacheja berättar att extern analys används som ett kompletterande verktyg i rådgivningsprocessen för att titta på om de skiljer sig mot det egna synsättet.

5.2 Aktiemarknadens psykologi

Psykologin på aktiemarknaden har enligt respondenterna stor betydelse för hur priserna sätts på marknaden. Eftersom investerare och kapitalförvaltare är en del av psykologin är det mycket viktigt att ta i beaktning vid rådgivningsprocessen berättar Per. Wärneryd (2001) hävdar att psykologin gör marknaden ineffektiv, vilket Mats även påpekar då han säger att flockbeteendet i allra högsta grad styr svängningarna på börsen. Brealey et al. (2011) förklarar att investerares risktagande inte är fullt rationella i alla situationer. Samma fenomen beskriver även Michael då kunder exempelvis kan uppfatta en aktie som billigare efter en split eftersom priset i kronor är lägre.

5.2.1 Irrationella beteenden

Studiens respondenter ser liknande mönster i kundernas riskbenägenhet när det kommer till att köpa och sälja värdepapper. Respondent 7 berättar att kunder har lättare för att behålla aktier som gått med förlust än de som gått med vinst med hoppet om att den ska komma tillbaka på den nivå den varit i tidigare. Per förklarar att en psykologisk faktor är att kunder tenderar att vilja radera ut minustecken istället för att bygga på med plustecken i sin portfölj. Känslan att förlora pengar är mycket starkare än känslan att tjäna pengar. Detta går hand i hand med prospektteorin som förklarar att investerares beslutstagande baseras på potentiella vinster och förluster som kan uppstå under investeringens löptid snarare än hur det slutliga utfallet blir (Kahneman & Tversky, 1979). Tiva bekräftar teorin genom att berätta att ett av de vanligaste misstagen som kunder gör är att inte bedöma hela dess portfölj i termerna placeringshorisont, strategisk allokering och framtida avkastning. Detta påverkar deras riskbenägenhet och leder till att kunderna realiserar vinster snabbare än förluster.

Diversifiering och ombalansering beskriver Tiva som två gratisluncher på marknaden och strategin är att deras kunder ska vara långsiktiga och våga hålla sig kvar på marknaden i upp- och nedgångar. Stefan beskriver att en vanlig psykologisk aspekt som yttrar sig när marknaden en längre tid visat en positiv trend är inflödet av nya kunder och ökningen i

risktagande. Stefan förklarar vidare att kunder som normalt inte är benägna att ta mycket risk då söker sig till mer riskfyllda investeringar när investeringsalternativen är få. Detta beteende finner även stöd i forskning som anser att feltolkningar av information kan leda till att investerare ser möjliga utfall som inte existerar och en chans till avkastning som är långt ifrån vad verkligheten speglar. Beteendet påverkar hur en investerare avväger risk kontra framtida avkastning (Bodie et al., 2009).

En individs beslutstagande kan starkt påverkas av hur valmöjligheterna är inramade och på vilket sätt de framhävs. Individen kan alltså tolka information på det sättet den presenteras och ofta grundas besluten på tidigare erfarenheter och personliga egenskaper (ibid.). Michael anser att behavioral finance är ett bra verktyg att använda i rådgivningsprocessen när det kommer till att vara övertygande i de fall han anser att en kund bör investera eller avstå en investering. Han berättar vidare att om en överreaktion skett på marknaden kan en psykologisk rädsla infinna sig hos kunden och att besitta kunskapen om dessa psykologiska aspekter tillsammans med stöd av analys och riktkurs gör att underlag finns för att lämna en rekommendation. Här poängterar Michael även vikten av att vara övertygande och ha rätt argument för att få kunden att avyttra minusaffärer som pågått under längre tid för att undvika ännu större nedsida i en aktie för kunden vid mer turbulenta tider.

Kumar & Goyal (2015) hävdar att ett vanligt fenomen hos investerare är förmågan att överskatta tron på sig själv vilket gör att människor blir för självsäkra på deras kunskap och färdigheter. Investerare får känslan av att de kan slå marknaden och bortser då från risker associerade till en investering. Björn tycker istället att det klassiska uttrycket ”*the trend is your friend*” är ett bra råd att följa, det vill säga att det oftast är lönsamt för kunder med hög aktieandel att följa trenden i marknaden.

Anchoring, som innebär att en investerare förlitar sig för mycket på en viss typ av information och bortser från ny information är ett vanligt fenomen hos förvaltarens kunder berättar Per. Enligt både Tiva och Per yttrar sig beteendet främst på kundnivå och påverkar inte förvaltaren i lika hög grad. Tiva upplever att anchoring märks av hos kunderna när de försöker ta en position i marknaden vid rätt tillfälle. Precis som Singh & Sudhir (2012) presenterar i sin forskning är det vanligt att kunderna ofta hittar nya acceptansnivåer. Per exemplifierar det genom att när H&M-aktien går upp till kursen 350 kronor blir det ett nytt normalläge och kunden vill då helst inte sälja under detta pris. Ett fall i prisnivån till inköpspriset kan sedan, rent psykologiskt, kännas som en förlust (ibid.). Respondent 7 förklarar att det är ett svårt

beteende att ändra på när människan behöver inse att förutsättningarna markant förändrats från det att investeringen utfördes.

5.2.2 Anomalier

Konspirationer om att det skulle existera en säsongseffekt på marknaden har visat sig ha belägg i den forskning som utförts av Dzhabarov & Ziemba (2010). Att marknaden visar ett säsongsmönster i sina rörelser är tydligt påpekar Per, dock är det ingenting som enskilt ligger till grund för ett investeringsbeslut. Per berättar vidare att det är viktigare att följa trenden i marknaden istället för att tänka på vilken månad det är och vad historiken visat. Mats berättar att säsongsmönster med största sannolikhet var vanligare förr när det inte existerade internationella aktörer på marknaden i samma utsträckning som idag. Han berättar vidare att en vanlig anomali som även går att se idag är en årsskifteseffekt. Med detta förklarar han att marknaden tenderar att gå upp i december och januari eftersom inflödet av pengar till börsen ökar på grund av ett minskat försäljningsintresse när stora investerare stänger sina böcker för året. Mats argument finner stöd i forskning gjord av Dzhabarov & Ziemba (2010) som säger att januari är den starkaste månaden, tätt följt av december. Samma resonemang för Mats där han syftar på att marknaden avkastar bättre årets första sex månader relativ de sista. Dzhabarov & Ziemba (2010) har samtidigt i sin forskning presenterat att september och oktober underpresterar mot marknaden i sin helhet. Dessa antaganden passar även bra in på Stefans uppfattning om att uttrycket *”köp till sillen och sälj till kräftorna”* skulle vara en lönsam strategi sett till historisk utveckling. Forskningen av Dzhabarov & Ziemba (2010) finner även stöd i resonemang av Respondent 7 om att placeringar bör ses över under de perioder på året när marknaden historiskt visat en svag utveckling.

Eftersom säsongseffekter är ett välkänt fenomen förklarar Per att okunskapen i marknaden snarare är en fördel för kapitalförvaltaren när andra investerare följer de säsongsbetonade rekommendationer som figurerar i tidningar och sociala medier. Det beteende Per beskriver går emot den effektiva marknadshypotesen som hävdar att alla investerare agerar rationellt i en effektiv marknad, med andra ord att investerare föredrar att utgå ifrån mönster i marknaden istället för fundamental information (Fama, 1970).

Tiva berättar att säsongsmönster är intressanta att diskutera, men ingenting de rådgör deras kunder att fatta ett investeringsbeslut på. Denna syn delas också av de andra förvaltarna som anser att säsongsmönster inte ligger som grund för hur en portfölj ska allokeras, utan det är viktigare att följa trenden i marknaden. Förvaltarna anser snarare att ett helhetsintryck av

tillgångens fundamentala värde tillsammans med information om makro och konjunktur är viktigare än säsongsmönster. Detta resonerande stämmer bättre in på den effektiva marknads-hypotesen där säsongsmönster enbart speglar svag effektivitet eftersom investeraren utgår ifrån historisk information framför stark effektivitet som utgår från mer information (ibid.).

5.2.3 Flockbeteende

Samtliga respondenter tycker att flockbeteenden tydligt märks av i marknaden och i allra högsta grad är en faktor som styr börsens svängningar. Gyllenram (2004) förklarar att människor har ett stort behov av att tillhöra en grupp där målet är att känna trygghet och välbefinnande. Detta leder till att beslut fattas efter hur andra agerar vilket skapar ett beroende av varandra. Flockbeteende visar sig tydligt på marknaden när en aktie är populär och snabbt ökar i värde (ibid.). Björn tycker att flockbeteenden märks av som tydligast när marknaden är under stress eller när det råder allmän hausse. Detta leder till att tillgångar prissätts på ett felaktigt sätt som försöker utnyttjas till fullo. Respondent 7 nämner att flockbeteende är ett tydligt exempel på hur människor agerar som inte har en tydlig strategi med sina investeringar utan istället följer vågorna på marknaden. Per förklarar att i tider då börsen går bra märks det tydligt att girigheten stiger i takt med uppgången. Personer som normalt sett inte investerar i aktier blir då intresserade av att tjäna pengar på börsen.

Flockbeteendet var ett centralt begrepp under IT-bubblan i slutet på 1990-talet. Värderingarna var svåra att förklara samtidigt som investerarna var väl medvetna om att priserna på marknaden inte speglade något som tidigare skådats. Flockbeteendet hade tagit över och investerares riskaptit ökade i takt med uppgången. När kraschen var ett faktum och bubblan sprack yttrade sig flockbeteendet genom att det var trångt i dörren när alla ville ut från marknaden genom att sälja av de egna aktierna (ibid.). Respondent 7 nämner att psykologiska beteenden visade sig under IT-bubblan genom att investerare tenderade att ligga fullinvesterade på grund av rädslan för att missa en uppgång. Här förklarar Respondent 7 att konsekvensen av beteendet istället resulterade i att ”*sticka huvudet i sanden*” där människor förträngde det faktum att börsen senare visade en kraftig negativ utveckling genom att behålla sina positioner i hopp om att en återhämtning skulle ske. Sewell (2012) presenterar i sin forskning om den effektiva marknadshypotesen att finansiella bubblor ifrågasätter om all fundamental information verkligen är inprisad i en effektiv marknad. Mats bekräftar genom egna erfarenheter att det ofta är stora makro- och konjunkturhändelser som utlöser ett flock-beteende. Han försöker använda information om konjunktur för att lokalisera ett framtida

flockbeteende med anledning av att ligga steget före marknaden genom att sälja av aktier innan flockbeteendet bryter ut. Mats förklarar vidare att det exempelvis är allmänt känt att börsen historiskt sett visat en negativ utveckling till följd av en räntehöjning i ekonomin, vilket gör att många investerare snabbt vill förändra dess positioner när detta sker.

Tiva anser att flockbeteende är ett irrationellt beteende som ofta märks av på marknaden och hos hans kunder. Genom att prata strategisk allokering och långsiktighet redogör Tiva för kunden hur tankesättet bör vara för ett sparande och hur en portfölj ska bedömas med avkastning, risk och korrelationer. Detta gör att kunden förstår flockbeteendet och exempelvis vågar ”*rida ut vågen*” vid en uppgång istället för att sälja av tillgångar för snabbt. Enligt Stefan yttrar sig flockbeteendet främst när kapitalinflödet till marknaden ökar. Som ett exempel på detta nämner han den skatteeffekt som märks av vid årsskiftet då investerare av skattemässiga skäl tenderar att sälja mycket aktier i december för att därefter köpa tillbaka i januari. Samma resonemang för Dzhabarov & Ziemba (2010) i sin forskning där de ser denna effekt som en av anledningarna till att januari historiskt sett är en stark månad på aktiemarknaden. Dock visar samma forskning på att överavkastning inte går att uppnå med hjälp av historisk information eftersom överavkastningen omedelbart borde elimineras när marknaden är effektiv.

5.2.4 Riktkurser och insiderhandel

Den egna bankens riktkurser används uteslutande av kapitalförvaltarna då de mynnar ut från analyser och används som underlag vid rådgivningen. Andra bankers riktkurser och rekommendationer kan användas i viss mån, dock utgör de inte någon övervägande del av investeringsbeslutet. Forskning av Chang (2008) visar att värdet på en aktie i genomsnitt ökar de tre efterföljande dagarna efter en köprekommendation, vilket yttrar sig väl i respondenternas resonerande där rekommendationerna utgör en stor del av rådgivningen. Michael nämner dock att vissa kunder kan agera utifrån egen strategi genom att gå emot en rekommendation och vilja investera i något som banken har en säljrekommendation på. Detta motsäger teorin av Chang (2008) samtidigt som flera respondenter berättar att deras kunder oftast har en långsiktig placeringshorisont och inte tillhör den spekulativa skaran som påverkas av dessa psykologiska faktorer som Björn nämner.

Insiderhandel i ett bolags aktier har visat sig vara värdefull information att beakta för en investerare enligt Seyhun (1984) som i sin forskning visade att insiderpersoner över tid erhåller överavkastning mot marknaden. Dock används inte denna information i någon större

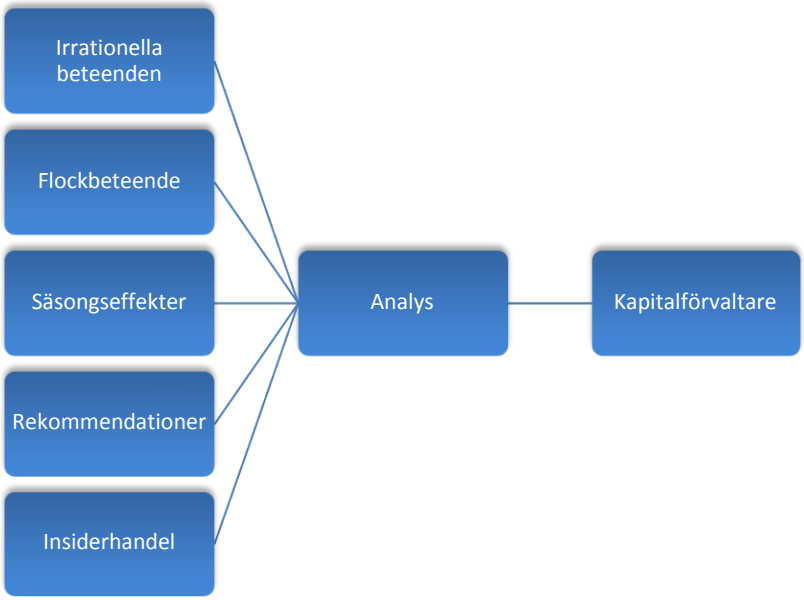
utsträckning av kapitalförvaltarna i sin rådgivning. Per nämner att informationen kan vara ett bra komplement för att styrka en rekommendation, men att en rekommendation inte uteslutande härstammar från denna källa. Andra kapitalförvaltare nämner att informationen om insynshandel inte används av förvaltaren själv men kan komma att påverka analytikerna, vilket därmed ger en indirekt effekt på kapitalförvaltarnas rådgivning. Seyhun (1984) presenterar vidare i sin forskning att insiders besitter olika kvalité på informationen och att styrelsen i företaget erhåller högre avkastning än övriga. Detta faktum är ingenting som kapitalförvaltarna lägger någon vikt vid utan ser snarare all information om insiderhandel på samma sätt. Tiva framhäver vikten av att ta med all typ av offentlig information i analysen och ser därför inte information om insiderhandel som någon avgörande faktor till rekommendationen mot kund.

6. Slutsats

I följande avsnitt besvaras studiens frågeställning med utgångspunkt i empirin och analysen. Kapitlet avslutas med ett kort resonemang över förslag på fortsatt forskning.

6.1 Resultat

Studiens syfte har varit att *beskriva och förklara på vilket sätt kapitalförvaltare använder psykologin på aktiemarknaden i deras rådgivning mot kund*. Från vår undersökning kunde vi märka att en kapitalförvaltares investeringsprocess är en kedja där olika parametrar vägs samman till en analys som förvaltaren använder i rådgivningen. Enligt vår studie utgör behavioral finance en av dessa parametrar men är inte något en kapitalförvaltare enbart grundar sitt investeringsbeslut på. Under studiens gång har vår empiri gjort oss uppmärksamma på att teorier om behavioral finance i stor utsträckning även tillämpas på analytikernivå där det på en mer avancerad och frekvent basis utgör synsättet för vilken rekommendation en tillgång ska ha. En kapitalförvaltares informationskedja med avseende till behavioral finance har illustrerats i bilden nedan:



Figur 4. Informationskedja avseende behavioral finance. (Egen bearbetning).

Kapitalförvaltares beslut påverkas indirekt av psykologiska faktorer eftersom de själva utgör en del av psykologin. I studien har vi kommit fram till att kunskapen om behavioral finance utgör en stor del när det kommer till att påverka kunden i att fatta ett mer fördelaktigt beslut. Psykologiska faktorer underlättar därmed för kapitalförvaltaren att motivera ett beslut eller en rekommendation till kunden.

Vi har uppfattat ett tydligt mönster i hur kapitalförvaltarna beskriver kundernas risk-benägenhet när det kommer till vinst och förlustaffärer. Det är ett förekommande fenomen att kunder tenderar att realisera vinster snabbare än förluster vilket innebär att kapitalförvaltarna måste tillämpa sin kunskap om behavioral finance för att få kunderna att agera på ett rationellt sätt.

Enligt vår studie är alla kapitalförvaltare medvetna om att säsongsmönster existerar på marknaden, men det är ingen avgörande faktor som används då ett investeringsbeslut ska tas. Vi kan dra slutsatsen att trots mycket forskning är teorierna inte tillräckligt bevisade för att modern investeringsrådgivning ska kunna grundas på dessa antaganden. Kapitalförvaltarna utnyttjar istället rådande marknadsläge och följer trenden före en praktisk tillämpning av säsongsmönster.

Resultatet av studien visar även på att kapitalförvaltarna med hjälp av analyser och information om konjunktur och marknadsläge ständigt försöker lokalisera flockbeteendet i en tidig fas för att vara steget före marknaden. Med detta i beaktande drar vi slutsatsen att kapitalförvaltarna indirekt utbildar kunden i en tidig fas om flockbeteendets betydelse på aktiemarknaden. Detta görs genom att gå igenom placeringshorisont, mål och riskprofil för att kunden ska förstå vilken inverkan flockbeteendet har på hastiga rörelser i marknaden då kunden normalt sett tenderar att göra affärer på information som inte är rationell.

Av undersökningen framgår det att kapitalförvaltare främst använder den egna bankens rekommendationer som grund i rådgivningsprocessen, dock används informationen på olika sätt kapitalförvaltarna emellan. Enligt vår studie utnyttjar vissa förvaltare bankens riktkurser till att styrka ett argument om en specifik rekommendation samtidigt som andra använder dem som ett komplement till att göra en egen bedömning. Det får inte heller glömmas bort att kapitalförvaltares arbetssätt kan skilja sig åt och vissa utför betydligt färre affärer än andra vilket gör att analyserna kan behandlas på olika sätt. Vi har kommit till insikt med att kapitalförvaltare som arbetar med kundkontakt och gör affärer varje dag har enklare för att

finna stöd i analyser till skillnad från de som arbetar med större affärer som behöver tänka på ett annorlunda sätt och ta mer information i beaktande.

I undersökningen har det framkommit att information om insiderhandel inte är en primär grund för ett investeringsbeslut utan är istället en bidragande parameter i den helhetsanalys som görs. Vi drar slutsatsen att exempelvis stora köp av bolagets egen ledning inte har den kurspåverkande effekt för professionella aktörer som för mindre privata investerare.

6.2 Diskussion

Teorierna om den effektiva marknadshypotesen hävdar att det inte finns någon systematisk väg att långsiktigt slå index. Behavioral finance ifrågasätter samtidigt dessa teorier och kritiken mot den effektiva marknadshypotesen hävdar att psykologiska faktorer gör marknaden ineffektiv, därför är en intressant reflektion om behavioral finance öppnar nya dörrar för att kunna slå index. Genom att använda psykologiska faktorer i rådgivningen finns det därför anledning för kapitalförvaltare att ifrågasätta den effektiva marknadshypotesens giltighet.

Effektiva marknadshypotesen hävdar att investerare som lyckas prestera bättre än marknaden under en lång tid endast beror på tur och med det stora antal investerare som finns runt om i världen är det inte konstigt att ett fåtal av dessa lyckas investera i rätt aktier. Vårt resultat tyder på att den effektiva marknadshypotesen kan motbevisas genom forskning som bevisar att människan är irrationell vid beslutstaganden. Lättillgänglig information leder till att spekulationer uppstår när den tolkas olika vilket innebär att en effektiv marknad kan ifrågasättas, bevis på detta kan exempelvis vara finansiella bubblor. Behavioral finance tar hänsyn till människans känslor och humör vid ett investeringsbeslut vilket ifrågasätter om en fullt rationell människa ens existerar.

Vi anser att antagandet om att priserna på marknaden reflekterar all tillgänglig information är föråldrad. Det omfattande informationsflöde som existerar mellan marknad och aktörer gör att informationen kan tolkas på olika sätt vilket kan förklara aktiekursers volatilitet. Antagandet om en effektiv marknad kan inte heller förklara varför finansiella bubblor uppstår. Anomalier som flockbeteende, säsongseffekter och irrationella beteenden ser vi som ett bevis på en bidragande faktor till att över- och underreaktioner på marknaden existerar. De psykologiska aspekterna inom behavioral finance ser vi då som en förklarande faktor till att investerare kan överprestera marknaden.

Vi tror att de som har kunskap och väger in både fundamentala värden och psykologiska faktorer i sina analyser kommer ha ett försprång gentemot andra investerare. Med detta i beaktande anser vi att behavioral finance borde ta mer plats i de ekonomiska teorier och analyser som finansiella aktörer använder sig av.

6.3 Framtida forskningsförslag

Vi har undersökt några av Sveriges största bankers anställda och dess syn på investeringar och marknaden där kundstocken för varje förvaltare bestått av minst 50 personer. Dagens investerare använder sig allt mer av nätmäklare med lägre courtageavgifter vilket innebär att kundstocken har ökat markant på bland annat Nordnet och Avanza. Tanken har slagit oss under studiens gång att forskning i skillnaden mellan storbankers och nätmäklares kapitalförvaltning skulle vara intressant att utföra. Främst på hur de olika kapitalförvaltarna tillämpar behavioral finance i deras rådgivningsprocess.

Målgruppen har bestått av kapitalförvaltare som arbetar med investeringar direkt mot kund. Under studiens gång har vi kommit till insikt med att behavioral finance i större utsträckning tillämpas på analytikernivå och vi kan därför se analytiker som potentiell målgrupp i en framtida undersökning. Vår studie är helt och hållet kvalitativ, ett förslag på en studie med kvantitativ metod skulle kunna vara hur behavioral finance påverkar privata investerares beteende.

Under intervjufasens gång framkom det hur pass stor roll social media har i moderna investeringsfilosofier. Dagens omfattande informationsflöden har blivit tillgängliga på ett helt annat sätt än för 10-20 år sedan genom bland annat sociala plattformer som Facebook, Twitter, bloggar och podcasts. Hur stor påverkan denna nya informationshantering har på aktiemarknadens psykologi ser vi som en viktig del i framtida forskning.

7. Källförteckning

I följande kapitel presenteras de källor som använts i alfabetisk ordning.

Avanza. (1997-2005). IT-bubblan. Hämtad 2015-03-21, från http://www.avanza.se/aktier/om-aktien.html/5240/ericsson-b

Bodie, Z. Kane, A. & Marcus, A, (2009), *Investments, eight edition*, Singapore: McGraw – Hill Companies, Inc.

Brealy, R. Myers, S. & Allen, F. (2011), *Principles of corporate finance, tenth edition*, New York: Mcgraw – Hill Companies, Inc.

Chang. (2008). Financial analysts' stock recommendation revisions and stock price changes. *Applied financial economics.* (18:4), 309-325.

Cnbc. (1987). Black monday. Hämtad 2015-04-19, från http://www.cnbc.com/id/100104087

Dzhabarov & Ziemba. (2010). Do seasonal anomalies still work?. *Euromoney Institutional Investor PLC.* (36,3), 93-104.

Fama. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of finance.* (25:2), 383-417.

Finansinspektionen. (2015). Hämtad 2015-04-19, från

http://www.fi.se/Register/Insynsregistret/

Gyllenram, C-G. (2004), *Aktiemarknadens psykologi eller vem styr upp- och nedgångarna på börsen?* Stockholm: Bokförlaget Prisma.

Jacobsen, D.I. (2000). *Vad, hur och varför: Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*. Lund: Studentliteratur.

Kahneman & Tversky. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica.* (47), 263-292.

Kumar & Goyal. (2015). Behavioral biases in investment decision making- a systematic literature review. *Emerald Group Publishing Limited.* (7), 88-108.

Lakonishok & Lee (2001). Are insider trades informative? *The review of financia studies.* (14:1), 79-111.

Loh. (2010). Investors inattention and the underreaction to stock recommendations. *Financial management.* (39:3), 1223-1252

Piotroski & Roulstone, (2005). Do insider trades reflect both contrarian beliefs and superior knowledge about future cash flow realizations? *Journal of Accounting and Economics.* (39), 55-81.

Sewell. (2012). The efficient market hypothesis: Empirical evidence. *Canadian center of science and education,* (1,2), 164-178.

Seyhun. (1984). Insiders' profits, cost of trading and market efficiency. *Journal of financial economics.* (16), 189-212.

Shleifer, A. (2000), *Inefficient markets – An introduction to behavioral finance,* New York: Oxford University Press Inc.

Singh & Sudhir. (2012). Investor irrationality and self-defeating behavior: Insights from behavioral finance. *Journal of Global Business Management.* (8.1), 116-122.

Swedbank u.å. Hämtad 2015-02-12, från http://www.swedbank.se/privat/spara-och-placera/aktier/lar-mer-om-vardepapper/aktieskola/sa-har-handlar-du-med-aktier/index.htm?contentid=OID_560743_SV

The economist. (2012). Black marks from Black Monday; Stockmarkets. *The economist intelligence unit N.A., Incorporated.* (405:8807).

Wachtel. (1942). Certain observations on seasonal movements in stock prices. *The university of Chicago press.* (15), 184-193.

Wärneryd K-E. (2001), *Stock market psychology – How people value and trade stocks,* Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited.

Bilaga

Här presenteras det intervjuformulär som ligger till grund för vår empiriska undersökning.

Intervjuformulär

Namn:
Företag:
Position:

Beskriv kort vad din position innebär:

Arbetsmetodik

- Hur många kunder är du rådgivare för?
- På vilket sätt utför du dina rådgivningar?
  (Telefon, personligt möte, mail, endast diskretionärt).
- Vilka typer av kunder har du? Hur ser genomsnittskunden ut?
  (Förmögenhet, livssituation, ålder).

Investeringsprocessen

- Vilka är de vanligaste finansiella instrument du använder i din rådgivning?
- Var hämtar du din primära information inför ett investeringsbeslut?
- Mäklar du både svenska och internationella värdepapper?
  - Vilken fördelning?
- Vem tar första initiativet till rekommendationen mot kund?
  (Företaget, analytikerna eller kapitalförvaltaren?)
- Vilka är de viktigaste faktorer du grundar en investering på?
  (Teknisk analys, fundamental analys, psykologiska faktorer)
- Vilka är de viktigaste nyckeltal du tittar på vid ett investeringsobjekt?
  (P/E, direktavkastning, kapitalstruktur m.m).
  - Varför är just dessa nyckeltal intressanta?
- Vilka är de viktigaste egenskaper du tittar på för att bedöma en kunds riskaptit?
- På vilket sätt används den egna bankens analyser i ditt arbetssätt?
- Använder du dig av information från insynsregistret som en del av ditt investeringsbeslut? På vilket sätt?
  (T.ex. VD köper i aktier i egna bolaget).
- Använder du andra bankers riktkurser som en del av ditt investeringsbeslut?
  - **Om ja:** På vilket sätt? **Om nej:** Varför tas inte den informationen i beaktning?

Behavioral finance

- Är behavioral finance en viktig parameter i din rådgivningsprocess?

  Om ja:
  - På vilket sätt använder du behavioral finance i din rådgivning?
  - Hur stor del av investeringsbeslutet utgör denna information?

  Om nej:
  - Finns det någon speciell anledning till att behavioral finance inte används som ett verktyg i rådgivningsprocessen?
  - Används något kompletterande verktyg som tar hänsyn till det mänskliga beteendet i rådgivningsprocessen?
  - Har behavioral finance tidigare tillämpats som ett rådgivningsverktyg, och vad resulterade det i?

- Märker du av ett flockbeteende på marknaden och hur använder du dig av den informationen?
- Upplever du att kunder förankrar sig vid en viss nivå på en aktiekurs eller den egna förmögenheten?
  - På vilket sätt?
- Är säsongseffekter något du tar i beaktning i dina rådgivningsbeslut? T.ex. Är du mer positiv/negativ till marknaden under vissa tider på året och tvärtom?
- Hur upplever du att en kunds riskbenägenhet förändras vid vinst och förlustaffärer?
- Finns det några andra anomalier eller marknadspsykologiska aspekter du använder i din rådgivningsprocess? / Hur används de?

Jonas Werstroh

Mattis Gustavsson

HÖGSKOLAN
I HALMSTAD

Besöksadress: Kristian IV:s väg 3
Postadress: Box 823, 301 18 Halmstad
Telefon: 035-16 71 00
E-mail: registrator@hh.se
www.hh.se