

Psykologin på aktiemarknaden

Dess påverkan på upp- och nedgångarna på börsen

STEFAN FORSSTEN

Samhällsvetenskapliga och ekonomiska utbildningar

Institutionen för Industriell ekonomi och samhällsvetenskap

Avdelningen för Industriell organisation

EKONOMPROGRAMMET D-NIVÅ

Vetenskaplig handledare: Anna Karin Horney



FÖRORD

Under arbetet med denna uppsats har jag fått värdefull hjälp av ett antal personer som jag här skulle vilja tacka.

Först och främst vill jag rikta ett stort tack till Olle Hage vid avdelningen för nationalekonomi för hans goda råd samt för den litteratur som jag fått låna. Sedan vill jag tacka min handledare Anna Karin Horney vid avdelningen för industriell organisation som hjälpt mig med många bra synpunkter under arbetets gång.

Luleå Tekniska Universitet, maj 2004

Stefan Forssten

SAMMANFATTNING

När ingen verkar kunna förklara vad som händer på aktiemarknaden säger många att psykologin tagit över. Hur kan den kraftiga börsuppgången under slutet av 1990-talet förklaras och den börsbubbla som därefter kom att punkteras? De flesta förändringar på aktiemarknaden kan förklaras med hjälp av fundamentala faktorer. Men dessa faktorer kan inte förklara alla de väsentliga förändringarna på aktiemarknaden, kanske har psykologiska faktorer större påverkan än forskare tror. Syftet med denna teoretiska uppsats är att undersöka om psykologiska faktorer kan förklara de kraftiga svängningarna på aktiemarknaden och vilka dessa kan vara. Resultaten som baseras på teoretisk forskning finner att psykologiska faktorer som flockbeteende påverkar aktiemarknaden. Investerarens irrationella beteende ger också upphov till ett antal anomalier som går emot teorin om att aktiemarknaden är effektiv.

ABSTRACT

When no one can explain what happens on the stock market, many say that psychology has taken over. How can the big boom on the stock market in the late 1990 and the burst of the following bubble be explained? Most of the changes on the stock market can be explained with fundamental factors. But these factors can not explain all the substantial changes on the stock market, perhaps psychological factors have more impact than researchers think. The purpose of this theoretical thesis is to examine if psychological factors can explain the big volatility on the stock market, and which those factors can be. The result based on the theoretical studies found that psychological factors as herding behavior affects the stock market. Investors irrational behaviour creates a number of anomalies who are against the theory of efficient markets.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1 INLEDNING	1
1.1 Bakgrund	1
1.2 Problemdiskussion	2
1.3 Syfte.....	3
1.4 Avgränsningar.....	3
1.5 Disposition	3
2 TEORI	4
2.1 Kapitalmarknaden.....	4
2.1.1 Aktiemarknaden	4
2.2 Investerarens förväntade beteende	5
2.2.1 Begränsad rationalitet	5
2.2.2 Prospektteorin.....	6
2.2.3 Förlustaversion.....	7
2.3 Effektiva marknader	8
2.4 Psykologin på aktiemarknaden	10
2.4.1 Flockbeteende	10
2.4.2 Anomalier.....	12
2.4.3 Börsbubblor	14
2.4.4 Strukturella faktorer	16
3 METOD	20
3.1 Tillvägagångssätt	20
3.2 Metodkritik	21
4 ANALYS, DISKUSSION OCH SLUTSATSER	22
4.1 Analys.....	22
4.2 Diskussion och slutsatser.....	24
4.3 Egna reflektioner	26
KÄLLFÖRTECKNING	28

TABELL OCH FIGURFÖRTECKNING

Figur 1 Kapitalmarknaden

Figur 2 Värdefunktionen enligt Prospektteorin

Figur 3 Psykologin på aktiemarknaden

1 INLEDNING

I detta kapitel följer uppsatsens bakgrund följt av den problemdiskussion som leder fram till uppsatsens syfte. Därefter följer en redogörelse för de avgränsningar som omfattar uppsatsen samt slutligen även den disposition efter vilken uppsatsen är utformad.

1.1 Bakgrund

Måndagen den 19 oktober 1987 har för alltid etsat sig fast i världsekonomin historia som "svarta måndagen", dagen då kaos utbröt på Wall Street. Det amerikanska börsindexet Dow Jones gick ned med 22,6 procent och gjorde sitt största procentuella ras genom tiderna. Därefter for rysningar genom världens finansmarknader och kursfallen spred sig över världen. Denna utveckling på börserna kom som en överraskning för de flesta bedömare. (Hägg, 1989) Det fanns inte tillräckligt med förändringar i omvärlden eller fundamentala faktorer som kunde förklara en så plötslig omvärdering av börserna. Börshistorien visar på flera liknande exempel. Mellan augusti 1989 och september 1992 raderades 50 procent av Stockholmsbörsens värde och mellan mars 2000 och mars 2001 raderades värdet på den amerikanska Nasdaqbörsen med 60 procent. Det kan helt klart ifrågasättas om ett system som tillåter sådana kraftiga värdeförändringar kan anses vara rationellt och effektivt. (Bernhardsson, 2001)

I årtal har det främst från akademiskt håll hävdats att marknaden är rationell och effektiv och psykologiska faktorer har inte varit en viktig förklaringsfaktor till aktiemarknadens beteende. Enligt teorin om effektiva marknader förväntas investeraren använda sig av all tillgänglig information för att skapa en "rationell förväntan" avseende värdeutvecklingen på det företag som han avser att investera i och dels utvecklingen i ekonomin som helhet. Således ska kursrörelserna på aktiemarknaden avspegla företagets värde på ett korrekt sätt och endast inträffa när det presenteras ny och oväntad information. Aktiemarknaden är enligt detta synsätt att betrakta som rationell, stabil och effektiv och det går således inte att förutse när kursrörelser ska inträffa. (Gyllenram, 1998)

Det är dock inte så enkelt i praktiken utan aktiemarknaden visar på avvikelser. Januari är historiskt sett en bra månad för avkastningen på aktier. Till januarieffekten kan läggas bland annat helgeffekten och uttrycket "köp till färskpotatisen och sälj till kräftorna". För strängt taget, om alla investerare känner till att det i januari bär av uppåt så borde ju uppgången redan nu diskonteras i kurserna. Verkligheten är dock inte alltid vetenskaplig och ofta lite krånglig. Det brukar vetenskaperna kalla för anomalier dvs. något som bryter mot de teoretiska förväntningarna. (Privata Affärer, 20010101) Det är dessa mönster i statistiken som ställer till problem i teorin och gör att tron på en helt effektiv aktiemarknad kan ifrågasättas.

Med tanke på de senaste årens kraftiga kursrörelser på börserna runt om i världen har diskussionen och debatten om aktiemarknadens effektivitet blivit mer aktuell. Det är först på senare tid som ekonomer på allvar börjat koppla ihop beteendevetenskapen med ekonomiska teorier.

I den gamla ekonomiska skolan kretsade teorierna kring den perfekta och välinformerade människan som alltid gör fullt rationella val. Dessa teorier är sedan länge förkastade. Studier visar att människor ofta är irrationella i ekonomiska valsituationer av olika anledningar. Detta blev speciellt tydligt efter IT-företagens uppgång och fall där aktieanalytiker och börsspekulanter hejade på och som drevs av ett flockbeteende. (Finanstidningen, 20020130) Det finns ett antal teorier som förklarar förhållandena inom detta område som kallas behavioral finance eller marknadspsykologi på svenska. Marknadspsykologi är en blandning av finansiell teori och psykologi med tyngdpunkten i den senare vetenskapen. (Affärsvärlden, 19991007) Nobelpriset i ekonomi 2002 gick till amerikanerna Daniel Kahneman och Vernon Smith som tillsammans fick dela på priset för att ha bidragit med psykologi och experiment till ekonomisk teori. Detta har gjort att området fått än mer fokus.

1.2 Problemdiskussion

Kan marknaden ständigt vara rationell och effektiv när det är människor som köper och säljer aktier? Vi människor kan ofta vara irrationella i vårt handlande och inte minst i vår relation till pengar. Som ett exempel kan vara den skillnad hur vi behandlar abstrakta och konkreta pengar. Det är inte ovanligt att en placerare kan vara tämligen ointresserad av att börserna gått upp eller ner en procent under dagen, vilket kan innebära att dennes förmögenhet ökat eller minskat med tiotusentals kronor. Samtidigt kan samma person botanisera bland lågpriserbjudandena på en livsmedelsbutik och plocka åt sig några extra förpackningar för att spara några kronor, detta trots att värdestegringen på dennes aktier under dagen ökat med tusentals kronor. Detta är ett mycket irrationellt men också ett mycket mänskligt beteende. Kapitalet som är placerat på börserna är abstrakt, det är siffror på ett papper som inte fysiskt går att ta på. En värdeförändring kan upplevas som relativt överklig fram tills den är realiserad och man har vinsten i sin hand eller förlusten är ett faktum. Pengarna som man tar upp ur sin plånbok är däremot påtagliga och konkreta. (Gyllenram, 1998)

''Det är psykologin som styr börserna''

Källa: Dagens Industri, 2000-03-08

Studier visar att finansiella priser tidvis svänger på ett sätt som inte låter sig förklaras av enbart fundamentala faktorer, utan det måste finnas andra förklaringsfaktorer till svängningarna. Ett välkänt begrepp inom ekonomisk psykologi är det inte speciellt rationella flockbeteendet, även kallat pluralistisk ignorans. Robert Shiller professor vid Yale försöker med hjälp av beteendevetenskap bygga in mer realistiska antaganden för att bland annat förklara sådant som flockbeteenden. Den amerikanske centralbankens chef Allan Greenspan är en av de få som genom sina penningpolitiska uttalanden verkligen kan få marknaden att röra sig i flock. Genom att citera Shiller tog han till begreppet irrational exuberance, ''irrationellt känslösvall'', för att beskriva den övervärderade aktiemarknaden. Flockbeteende är kanske den vanligaste kopplingen mellan marknad och psykologi, den är dock långt ifrån den enda. (Finanstidningen, 20020130)

Den stora svårigheten är att känna till hur psykologiska faktorer påverkar handeln och värderingen på aktiemarknaden och hur dessa skall tolkas och värderas. Somliga anser att detta är anomalier på en effektiv marknad och att det alltid har varit känt att psykologi och börsens svängningar hänger ihop. Aktiemarknaden har dock agerat som om den varit ovetande om marknadspsykologi. Denna vetenskap levererar inga exakta eller säkra prognoser, men rätt tillämpad kan den vara ett värdefullt verktyg. Ett verktyg för att på ett bättre sätt bedöma och förstå hur aktiemarknaden fungerar och för att undvika dåliga finansiella beslut. (Veckans Affärer, 20021125) Med anledning av detta så är det intressant att fundera på vilka de psykologiska faktorerna är och på vilket sätt som dessa kan påverka aktiemarknaden?

1.3 Syfte

Syftet med denna uppsats är att undersöka om psykologiska faktorer kan användas som förklaring till upp- och nedgångar på aktiemarknaden, och att identifiera dessa faktorer.

1.4 Avgränsningar

Denna uppsats är avgränsad till att enbart behandla de psykologiska faktorerna som kan påverka aktiemarknaden. Uppsatsen är teoretisk, vilket innebär att jag inte har genomfört några egna empiriska undersökningar utan uppsatsen bygger enbart på tidigare gjorda studier.

1.5 Disposition

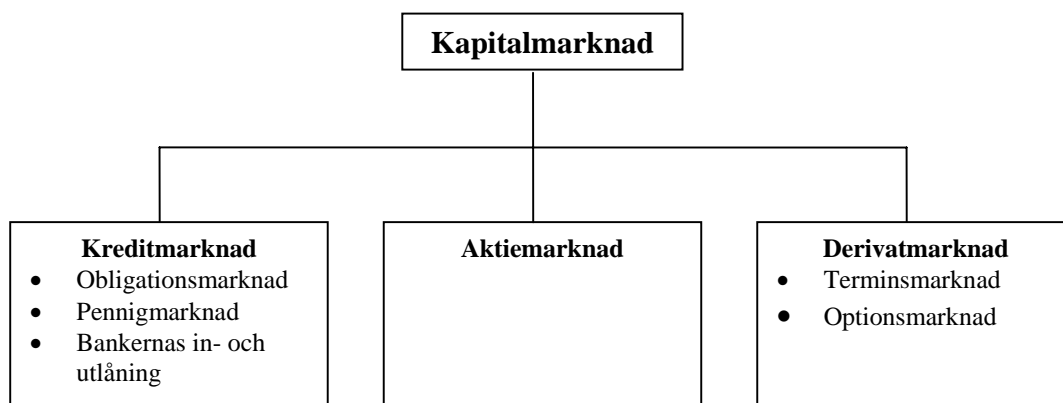
Efter detta inledande kapitel följer kapitel två med den teoretiska delen i mitt arbete. Kapitlet behandlar aktiemarknaden och antagandet i ekonomisk teori att människor är rationella. Utifrån investerarens rationalitet diskuteras sedan huruvida aktiemarknaden är en effektiv marknad. Kapitlet avslutas med olika psykologiska faktorer som kan påverka aktiemarknadens upp- och nedgångar. I det tredje kapitlet redovisas utgångspunkter för val av undersökningsmetod. Slutligen i det fjärde och sista kapitlet presenteras mina slutsatser samt reflektioner jag erhållit under arbetets gång.

2 TEORI

I detta kapitel kommer jag att ta upp teorier som är relevanta med tanke på mitt syfte. Jag kommer först att beröra kapitalmarknaden, investerarens beteende och effektiva marknader för att sedan beskriva psykologin på aktiemarknaden.

2.1 Kapitalmarknaden

Kapitalmarknaden består av en kreditmarknad och aktiemarknad där kreditmarknaden är uppdelad i fyra olika marknader. Dessa är obligations- och penningmarknaden samt bank- och övriga krediter. Som komplement till dessa finns även termins- och optionsmarknaden som brukar benämnas derivatmarknaden. (Andersson, 2000) Aktiemarknadens placering åskådliggörs i figuren 1 nedan.



Figur 1: Kapitalmarknaden

Källa: Andersson (2000)

Kapitalmarknadens främsta uppgift är att förmedla kapital mellan dem som har överskott av pengar till dem som har underskott av pengar. För att kapitalmarknaden skall kunna fungera effektivt så måste det finnas flera placeringsalternativ. För dessa alternativ finns olika börser och marknadsplatser, där det handlas med aktier och andra värdepapper. En viktig uppgift för kapitalmarknaden är med andra ord att åstadkomma en fördelning av de ekonomiska riskerna. Riksbanken, bankerna och fondkommissionärerna spelar en viktig roll för kapitalmarknaden då dessa fungerar som mellanhänder mellan köpare och säljare. (Ibid)

2.1.1 Aktiemarknaden

Aktiemarknadens viktigaste uppgift är att förse näringslivet med nytt kapital till investeringar och utveckling. På detta sätt kan företagen ge ut ägarbevis (aktier) och få in kapital till investeringar.

Företaget behöver ofta långfristigt kapital för sin verksamhet och expansion medan en investerare oftast vill ha sitt kapital tillgängligt på kort sikt. Det är därför av stor vikt att det finns en andrahandsmarknad där investerare kan sälja sina aktier. (Forsgårdh, 1994) En av dessa andrahandsmarknader är OM Stockholmsbörsen. Denna börs består av två listor, A-listan och O-listan, vilka sedan är uppdelade i avdelningar. På A-listans avdelning "Mest omsatta aktier" noteras ett trettiotal av landets största börsbolag. För att en aktie ska få noteras på respektive lista ställer börsen vissa krav på bolagen. På A-listan är några av kraven att bolaget ska ha minst 2 000 aktieägare, ett börsvärde på minst 300 miljoner samt minst tre års ekonomisk historik. På O-listan är kraven lägre, antalet aktieägare måste vara över 300 och något krav på lång ekonomisk historik finns inte. (Wilke, 2000)

Vidare bidrar aktiemarknaden med en effektiv fördelning av riskerna genom att det riskvilliga kapitalet dras till bolag som gör lönsamma investeringar. Detta är bra för samhällsekonomin. Aktiemarknaden ger en investerare en kapitalplacering som väldigt lätt kan omsättas. Det är enkelt att på börsen omsätta en placering till likvida medel och kapitalet är inte bundet över en viss tid, det behövs inte köpslås "marknaden sätter priset". Vidare främjar aktiemarknaden insyn i börsbolagen och ställer krav på öppenhet i redovisning och information. (Forsgårdh, 1994)

2.2 Investerarens förväntade beteende

Under denna rubrik kommer jag att beskriva antagandet att människan är en rationell varelse i enlighet med traditionell ekonomisk teori. Vidare redovisas Prospektteorin som visar på att människan snarare är begränsad rationell.

2.2.1 Begränsad rationalitet

Under de senaste årtiondena har man inom den finansiella teorin antagit att människor är rationella i sitt beslutsfattande och förväntas maximera sin nytta. Genom att anta detta så har det tagits fram en mängd olika teorier på det finansiella området så som CAPM, Capital Asset Pricing Model. (Nofsinger, 2002) CAPM är en prissättningsmodell som ger den förväntade avkastningen i relation till marknadsrisken. I CAPM antas marknaden vara effektiv. (De Ridder, 2003) Psykologer har sedan länge vetat att dessa antaganden inte riktigt stämmer, människor agerar ofta irrationellt och gör förutsägbara fel i sina utsikter (Nofsinger, 2002). Teorin om förväntad nytta har inom den akademiska världen blivit allmänt accepterad som en normativ modell för rationella val (Kahneman & Tversky, 1979). Den bygger på att individen i alla beslutssituationer kommer att optimera sina val. Teorin bygger på fyra grundläggande komponenter (Simon, 1983):

1. Att beslutsfattaren har en väldefinierad nyttofunktion och därigenom kan ställa upp en preferenslista över framtida scenarier.
2. Att beslutsfattaren har en uppsättning av väldefinierade alternativ att välja på.

3. Att beslutsfattaren kan tilldela varje framtida händelse en konsistent sannolikhetsfördelning.

4. Att beslutsfattaren väljer det alternativ som maximerar det förväntade värdet, i termer av sin egen nyttofunktion.

Modellen medför dock en del problem när den ska användas för att förklara människans faktiska beteende. Kahneman beskriver problemen med att i det verkliga livet, tillämpa modellen som:

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

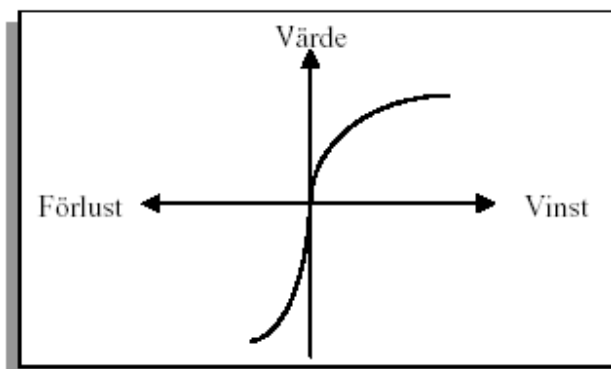
Källa: Kahneman i Bernstein, (1996)

Simon tar som Kahneman också avstånd från idén om människan som en rationell beslutsfattare så som denne beskrivs i Teorin om förväntad nytta. Författaren påpekar att modellens komplexitet gör den omöjlig, för människan att praktiskt använda i verkliga beslutssituationer. (Simon, 1983)

2.2.2 Prospektteorin

Daniel Kahneman och Amos Tversky (1979) har med framtagandet av sin teori ''Prospect theory'' upptäckt att människor avviker från Teorin om förväntad nytta och inte agerar rationellt. Människan är snarare begränsat rationell i sitt agerande. (Thaler, 1993) Många människor övervärderar resultat som anses säkra, vilket leder till att beslutsfattaren blir riskavert när det gäller säkra vinster och en risktagare i situationer gällande säkra förluster. Detta kan ha att göra med att människor har en tendens att undervärdera de resultat som med stor säkerhet kan mätas. Det hänger samman med att människor ofta bortser från faktorer som återfinns i alla möjliga utfall, vilket i sin tur leder till inkonsekvens i beslutsfattandet när samma beslutssituation presenteras på olika sätt. (Kahneman & Tversky, 1979)

Ett beslutsfattande innebär ett risktagande och kan ses som ett val mellan förväntat utfall och chanstagning. Beslutsprocessen kan delas in i två steg. I det första steget, värdefunktionen, ramas handlingar, omständigheter och utfall in och bildar en neutral referenspunkt. I det andra steget, viktfunktionen, görs en subjektiv utvärdering av prospekten, där det med högst värde sedan väljs. I Prospektteorin uppfattas en positiv avvikelse från referenspunkten som en vinst medan en negativ avvikelse uppfattas som en förlust. Beslutssituationen kan enligt Kahneman och Tversky ses som en s-formad (se figur 2 nästa sida) värdefunktion som är konkav för vinster och konvex för förluster. (Ibid)



Figur 2: Värdefunktionen enligt Prospektteorin

Källa: Kahneman, D. & A. Tversky (1979) s. 279

Värdefunktionen visar vidare att kurvan är brantare för förluster än för vinster, vilket innebär att individer är mer villiga till risktagande vid förluster och mindre riskvilliga vid vinster. Detta innebär att den nytta en individ erhåller vid en vinst av x kronor är mindre än den nyttoförlust denne upplever vid en förlust på samma belopp. Kahneman och Tversky visar i sin studie att individer vid val mellan positiva utfall väljer det riskfria alternativet trots att det har ett lägre förväntat utfall än det riskfyllda. Studien visade också att när människor ställs inför val med negativa utfall eller utfall där det går jämt upp, väljer alternativet som har högre förväntningsutfall till en större förlust. Detta beteende är inkonsekvent med antagandet att individer är rationella i sitt agerande. Individer är således riskaverta i situationer gällande säkra vinster och risktagare i situationer gällande säkra förluster. (Kahneman & Tversky, 1979)

2.2.3 Förlustaversion

Det är många människor som har svårt att ta och att erkänna en förlust. Det gäller också vid aktieinvesteringar. Många investerare har svårt att sälja en aktie som går dåligt för det är detsamma som att erkänna att man gjort en dålig investering. (Shefrin, 2002) Det är svårt att illustrera förlustaversion i verkligheten. Leroy Gross (1982) beskriver i en manual för aktiemäklare de svårigheter som investerare möter vid förluster:

*''Many clients, however, will not sell anything at a loss. They don't want to give up the hope of making money on a particular investment, or perhaps they want to get even before they get out. The ''get-eventis'' disease has probably wrought more destruction on investment portfolios than anything else....
Investors who accept losses can no longer prattle to their loved ones, ''Honey, it's only a paper loss. Just wait. It will come back''*

Källa: Leroy Gross i Shefrin, (2002)

Att förlora pengar innebär mer obehag än behag att tjäna dem. Den känsla av glädje och tillfredsställelse som lyckade affärer kan ge väger inte lika tungt som den ångest, oro och ångslan som dåliga affärer kan medföra. (Gyllenram, 1998)

Historiskt sett har förlustaversion avskräckt investerare från aktiemarkanden. Det har medfört att aktier gett högre avkastning än riskfria statsobligationer. Aktier i USA har i genomsnitt presterat ungefär sju procent bättre än riskfria obligationer (Shefrin, 2002).

Hersh Shefrin och Meir Statman har med utgångspunkt av Prospektteorin utvecklat en teori som de kallar "The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long". Teorin menar att investerare agerar mycket snabbt på att säkra vinster på aktier som har långt kvar till sin toppkurs. Medan investeraren tycks ha ett ändlöst tålamod med aktier som långsamt men säkert sjunker allt mer innan han till slut säljer. Forskning visar på att i valet mellan att sälja en vinstaktie eller en förlustaktie är sannolikheten större att investeraren väljer vinstaktien. Investerarens strävan efter trygghet och låg risk kan alltså leda till katastrofala resultat. (Shefrin, 2002)

2.3 Effektiva marknader

"One of my favorite contrasts is that when the market rises following good economic news, it is said to be responding to the news; if it falls, that is explained by saying that the good news had already been discounted"

Källa: Fischhoff i Wärneryd, (2001)

Teorin om effektiva marknader är den ekonomiska och finansiella huvudteorin om vad som händer på de finansiella marknaderna (Wärneryd, 1998). Antagandet om att marknaden är effektiv eller inte är det mest studerade fenomenet inom finansiell ekonomi. Teorin utgår från att människan är rationell. (Thaler, 1993)

Det är främst från akademiskt håll som det hävdas att marknaden är rationell och effektiv. Kortfattat säger teorin om effektiva marknader att kursrörelserna för aktier ska korrekt avspegla bolagens värde. Kursrörelser skall endast inträffa när en ny och ej tidigare känd information presenteras. Investeraren förväntas använda sig av all tillgänglig information för att skapa en "rationell förväntan" om både värdeutvecklingen på det bolag han tänker investera i och för utvecklingen av ekonomin i sin helhet. Finansiella marknader är enligt detta synsätt rationella, stabila och effektiva och det går inte att förutse när rörelser i aktiekurser ska inträffa. (Gyllenram, 1998)

Enligt teorin om effektiva marknader finns det tre olika grader av marknadseffektivitet, beroende på hur mycket och vilken typ av information som finns återspeglad i aktiekursen (Haugen, 2001). Själva informationen kan delas in i tre olika klasser. *Information om historiska kurser* visar hur aktiekursen har förändrats över tiden. *Publik information* berör företaget i fråga och publiceras i tidningar och nyheter t.ex. resultatrapporter och analyser. *Inside-information* är information som företaget ännu inte släppt ut till allmänheten och som endast personer inom företaget har tillgång till. (De Ridder, 2003)

Marknaden delas in i följande tre grader av effektivitet:

Under *svag form* av marknadseffektivitet gäller att rådande aktiepriser endast reflekterar den information som finns i historiska prisrörelser. I denna typ av marknad är det omöjligt att göra vinster enbart genom att studera historiska kursförändringar. Historiska trender i en akties prisutveckling identifieras och elimineras direkt av investerare. Framtiden kan ej förutspås endast med hjälp av information från historiska aktiekurser. (Haugen, 2001)

Under *semi-stark form* av marknadseffektivitet reflekteras inte bara de historiska aktiekurserna utan även all tillgänglig publicerad information som tex. resultatrapporter och analyser. I denna typ av marknad är det omöjligt att göra övernormala vinster genom att analysera tillgänglig information eftersom den redan är diskonterad i aktiekurserna. Övernormala vinster kan här endast uppnås om man har tillgång till inside-information. (Ibid)

Under *stark form* av marknadseffektivitet är all tillgänglig information diskonterad i aktiepriserna. All tillgänglig information omfattar all publik, historisk och inside-information. I denna typ av marknad blir det omöjligt att lyckas med investeringar som är bättre än marknaden som helhet. Inga övernormala vinster kan uppnås. (Ibid)

Eugene Fama (i Shefrin, 2002) hävdar i sin studie från 1970 att finansiella marknader är effektiva. Detta utifrån teorin om effektiva marknader som säger att öppningar på marknaden som gör det möjligt att uppnå övernormala vinster inte existerar under någon lång tid. Lika länge som en hundrakronorssedel får ligga kvar på en välbefolkad trottoar. Marknadseffektivitet innebär att aktiepriserna avspeglar fundamentala värden, inte att "hundrakronorssedeln som ligger på trottoaren upptäcks". Att känna till existensen av felprissättning och att utnyttja detta är två olika saker. Fama (1998) menar att på en effektiv marknad existerar både över- och underreaktioner. Ifall att anomalierna (avvikelserna) slumpmässigt fördelas lika mellan över- och underreaktioner är det i linje med effektiva marknader. Anomalier förekommer mer eller mindre beroende vilken teknik som används. De marginaliseras eller försvinner när olika typer av modeller används eller justeringar eller olika statistiska data används i beräkningsmodellerna. Helt enligt teorin om effektiva marknader är anomalier tillfälliga möjligheter som tenderar att försvinna i det långa loppet om vissa ändringar görs i tekniken vid beräkning av förutsägelser enligt effektiva marknadsteorin.

Robert A Haugen pekar på att det finns starka bevis som talar mot teorin om effektiva marknader. Han framhåller tex. att vid publicerandet av resultatrapporter från bolagen så kan en reaktion i aktiepriset på den nya informationen komma månader efter det att rapporten släppts. Ett annat bevis är att det förekommer säsongsmönster på aktiemarknaden till exempel januarieffekten. Haugen menar också på att senare studier visar att professionella placerare kan slå marknaden och att dessa investeringskunskaper består över tiden. Aktiemarknaden är inte effektiv utifrån de tre grader av effektivitet som beskrivs i teorin. Haugen menar att det verkar som om marknaden går att överträffa. (Haugen, 2001)

Anhängarna av teorin om effektiva marknader menar att det finns så pass många investerare som sett och utnyttjat alla extra vinstmöjligheter. Med detta menas att marknaden snabbt kommer att anpassa sig till den nya informationen och på så sätt utplånas möjligheten till överavkastning. Förespråkare av marknadspsykologi framlägger å andra sidan bevis på att människor lär sig långsamt. Frågan är om det finns tillräckligt många människor som lär sig så snabbt att de eliminerar felprissättningen på finansmarknaderna. (Shefrin, 2002)

2.4 Psykologin på aktiemarknaden

Under denna rubrik kommer jag att presentera ett antal marknadspsykologiska fenomen som uppstår på grund av investerarens begränsade rationalitet och marknadens bristande effektivitet.

2.4.1 Flockbeteende

Människan har sedan urminnes tider slutit sig samman i grupper. Ursprungligen var det nödvändigt för den enskilde individens överlevnad att tillhöra en flock eller grupp. Det är därför inte särskilt anmärkningsvärt att människor även i vårt moderna samhälle gärna sluter sig samman i grupper. Att känna sig accepterad och vara fullvärdig medlem i en gemenskap bidrar till en känsla av trygghet och välbefinnande. En enskild individ är unik och mer eller mindre medveten om sitt eget tänkande och sina handlingar. Att i en viss situation förutse en enskilds människas beteende kan vara svårt eller åtminstone behäftat med stor osäkerhet. Beteendet hos en större grupp människor i en viss situation kan däremot prognostiseras. (Gyllenram, 1998) Ett flockbeteende uppkommer när individer transformeras från individer till flock och ingjuter någon form av kollektivt tänkande, som får dem att känna, tänka och agera på ett sätt som är klart annorlunda jämfört med hur de skulle ha känt, tänkt och agerat som enskilda individer. Flocken är mer av ett psykologiskt fenomen än ett fysiskt. I andra fall självständiga individer kan bilda en flock förutsatt att medlemmarna har ett gemensamt syfte. Flockbeteende kan finnas i en mängd olika sammanhang, till exempel inom militären, företag, religiösa sekter och lynchmobbar. Det centrala i flockpsykologin är att en flock är något annat än summan av deras beståndsdelar, samt att individens beteende förändras på grund av tillhörigheten till flocken. (Le Bon, 1982)

Plummer (1998) påpekar att benägenheten hos människor att vilja tillhöra en grupp medför att individen anpassar sitt beteende så att det accepteras av majoriteten. Han anser att det finns tre förutsättningar som måste uppfyllas för att en individ ska kunna tillhöra en flock eller grupp. Det första villkoret är att individen ifråga identifierar sig med gruppen. Det andra är ett godkännande av gruppens regler och normer. Det tredje villkoret är att individen ifråga accepterar gruppens ledare.

Flockbeteende på aktiemarknaden

Den fysiska strukturen hos olika finansiella marknader och de institutionella bestämmelserna för hur affärer ska regleras varierar från marknad till marknad (Plummer, 1998). I dag finns "golvmäklare" som träffas öga mot öga och gör affärer endast på börser som saknar elektronisk handel (Gyllenram, 1998). Eftersom alla investerare på den finansiella marknaden har ett gemensamt mål, det vill säga att göra bra affärer och tjäna pengar är finansiella marknader en bra grund för flockbeteende (Plummer, 1998).

Även om de finansiella marknaderna har olika struktur och olika regler så finns gemensamma drag. Det är svårt att urskilja de människor som utgör själva marknaden. Den finansiella marknaden är mycket större än de individer som antingen är närvarande på borsgolvet eller i ett visst ögonblick genomför affärer med hjälp av datorer och telefoner. Alla som äger aktier eller som överväger att köpa nu eller i framtiden utgör marknaden. Med hjälp av modern högteknologisk kommunikation uppstår flockbeteendet utan fysisk närvaro mellan medlemmarna. Den direkta personliga kontakten mellan gruppmedlemmarna ersätts av tidningar, TV, datorer och telefoner. Individerna på de finansiella marknaderna har samma syfte, det vill säga att göra bra affärer, även om de inte träffas personligen. De känner samhörighet och identifierar sig enkelt med andra aktörer som har samma syn som de själva om vilken riktning marknaden eller en enskild aktie ska gå. Det är bara att observera beteendet i ett större tradingrum när det inträffar en oväntad ekonomisk händelse, till exempel en oväntad förändring av styrräntan. Då kan man märka hur sinnesstämningen ändras och studera hur olika individers skilda meningar smälter samman och hela gruppen anammar en likartad uppfattning. (Gyllenram, 1998)

De senaste årens börsutveckling stärker argumenten för att det finns ett utpräglat flockbeteende på aktiemarknaden. I tider då börskurserna enbart stiger skapas en slags psykologisk dynamik, där placerarna som grupp tycker allt mer lika, och många tar det då för givet att börserna ska fortsätta stiga. Efter långa perioder av uppgång på börserna finns det stora placerargrupper som bara varit med om uppgångar och anser det närmast riskfritt att köpa aktier. Ett bra exempel var uppgången för Internetrelaterade aktier under hösten 1999. Det rådde då en stundtals hysterisk jakt på företag som t ex Framtidsfabriken, vars aktie steg från 200kr till 700kr på ett par månader. En annan klar tendens är att medier och analytiker i allmänhet gärna hakar på rådande börstrend. (Alfredsson, 2000)

När en person köper eller säljer aktier engagerar han sig också emotionellt. Om priset på aktien går åt rätt håll känner placeraren tillfredställelse och välbehag, men går priset åt fel håll känner man olust och obehag. Känsloerna av lust- eller olust stärks när placeraren umgås med andra aktörer. Om man ligger rätt placerad i marknaden förstärks de positiva känslorna när man kommunicerar med andra investerare som också ligger rätt i marknaden. Tillfredställelsen stärks ytterligare om tidningsartiklar eller företagsanalyser bekräftar detta. De personer som har fattat likartade beslut söker stöd hos varandra för sin uppfattning och tenderar att ignorera argument från andra som har motsatt uppfattning. Även om beslutet fattas på rationella grunder så är det lätt och mycket mänskligt att bli mindre rationell och mer emotionell när placeringen väl gjorts.

Individen glider då lätt in i ett flockbeteende och speciellt om åsiktsskillnaderna är stora på marknaden så blir behovet större att ty sig till likasinnade placerare. (Gyllenram, 1998)

Flockbeteende på de finansiella marknaderna kan avläsas genom två variabler: aktiens pris och volymutveckling. En prisutveckling som rör sig i en tydlig riktning fyller funktionen som flockledare. I en stark positiv marknad går fler och fler köpare in varefter aktien stiger ännu mer, man vill inte stå utanför. Vid en kraftig nedgång uppstår samma typ av beteende då följer placerarna strömmen och säljer. Flockbeteendet på aktiemarknaden uppstår i emotionellt laddade situationer, det vill säga när det inträffar kraftiga prisrörelser i endera riktning. Man kan konstatera att Plummers tre grundläggande förutsättningar för flockbeteende återfinns på aktiemarknaden. Alla placerare har ett gemensamt syfte, att tjäna pengar. De känner med lätthet samhörighet och identifierar sig med andra marknadsaktörer. Ett pris som rör sig i en tydlig riktning fyller funktionen som flockledare. (ibid)

2.4.2 Anomalier

Med en anomal menas, avvikelse från det normala, från en regel eller lag. Inom *vetenskapsteorin*: brott mot de förväntningar som en förhärskande teoribildning skapar, det vill säga observationer, experiment eller slutsatser som antingen inte kan förklaras av eller är oförenliga med teorin. (www.ne.se) Ibland kan en anomal endast lösas genom en grundläggande omstrukturering av teorierna (www.paranormal.se)

Under 1980-talet började forskare upptäcka en rad empiriska resultat som inte var konsistent med synen att avkastningen på aktiemarknaden bestäms utifrån modeller som CAPM och teorin om effektiva marknader. Anhängare av traditionell finansiell teori kallade dessa upptäckter för anomalier. Det startade med småbolageffekten och fortsatte med januarieffekten. Allteftersom nya anomalier upptäcktes började forskare undra om traditionell finansiell teori verkligen kunde förklara vad som bestämmer aktiepriserna. Dessa anomalier stärkte tron för forskningen inom marknadspsykologin. (Shefrin, 2002)

Januarieffekten

Det finns ett tydligt säsongsmönster på börsen. Första halvåret tenderar att vara klart bättre än andra halvåret på börsen. Den bästa månaden är januari och sämsta månaden är september. Detta grundar sig på mätningar av hur Stockholmsbörsens index i genomsnitt utvecklats i procent varje månad sedan början av 1980-talet. Mätningarna omfattar nästan 20 år, vilket torde göra resultaten tillförlitliga. (Alfredsson, 2000) De Bondt och Thaler (1985) tog ut en stor grupp aktier på den amerikanska aktiemarkanden och delade in dessa utifrån hur aktierna hade presterat under en period av fem år. Aktierna delades in i två grupper. Aktier som hade presterat mycket bra och aktier som hade presterat mycket dåligt. Sedan jämförde man avkastningen för aktierna i de två grupperna mot ett marknadsindex efter en utvärderingsperiod av fem år. De Bondt och Thaler kunde urskilja att medelavkastningen var som bäst vid varje januarmånad, jämfört med övriga månader under mätperioden. Speciellt signifikant var denna effekt hos den grupp av aktier som presterat som sämst. Detta berodde på att investerare realiserat förluster ur skattesynpunkt i slutet av året. Efter denna realisation kunde aktierna rekyllera upp i januari.

Förklaringen till uppgångar i januari, som en följd av en nedgång i november-december, kan tyda på att januarieffekten till stor del kommer av försäljning ur skattesynpunkt. (Thaler, 1993)

Det finns också andra förklaringsfaktorer för januarieffekten. Effekten kan bero på att ett större antal portföljförvaltare ändrar sina positioner inför det nya året för att försöka hitta vinnaraktierna. (Haugen, 2001) Institutioner så som försäkrings- och fondbolag får dessutom in nya pengar från dem som till exempel vill ha skatteavdrag i deklarationen. Det kan också vara så att analytiker på fondkommissionärer och banker mer eller mindre tvingas anslå en positiv syn på sin bransch i början av året för att generera affärer åt sin arbetsgivare. För det är ju köpråden som ger intäkter i form av courtage och inte mer återhållsamma rekommendationer som "avvakta" och "behåll". (Alfredsson, 2000)

Måndagseffekten

Måndagseffekten eller helgeffekten är ett omdiskuterat samband på aktiemarknaden. Börskrascher har inträffat just på måndagar. Krascherna den 28 oktober 1929, 19 oktober 1987 (den så kallade svarta måndagen) och den 20 mars 1989 inträffade samtliga just på en måndag. Det finns ett antal studier som visar på att måndagseffekten existerar. (Bernhardsson, 2001) Två oberoende studier genomförda av French (1980) och Gibbons och Hess (1981) har funnit bevis för att det finns klara skillnader i aktiers avkastning beroende på vilken dag i veckan det är. Studierna visar att avkastningen är negativ för måndagar medan onsdagar och fredagar har en positiv avkastning. (Haugen, 2001) Dow Jones index gick upp sammanlagt 920 punkter mellan 1953 och 1984. Under samma period föll index 1565 punkter enbart på måndagar. Under 1987 gick Dow Jones index upp 42 punkter totalt och ner 483 punkter på måndagar. Måndagseffekten kan ha sin förklaring i att det ackumuleras ett latent säljbehov under helgen. Placerarna går och oroar sig under helgen och till slut bestämmer de sig för att sälja. När sedan börsen öppnas på måndag blir den direkt tyngd av en mängd säljorder och den naturliga balansen mellan säljare och köpare hinner inte riktigt infinna sig. Köparna hinner inte fånga upp säljorderarna och i värsta fall kan en accelererande nedgång leda till panik och krasch. (Bernhardsson, 2001)

P/E-talseffekten

P/E-talet är det mest använda nyckeltalet (Alfredsson, 2002). Såväl i Sverige som utomlands utnyttjas i regel en akties P/E-tal (Price-Earnings ratio), det vill säga priset på en aktie dividerat med vinsten per aktie, för att värdera en aktie. P/E-modellen har en fördel i att den är standardiserad. Den kan således jämföra olika aktiers lönsamhet oavsett prisnivå. Modellen är tillämpbar även för de bolag som inte lämnar någon utdelning. (De Ridder, 2003) Modellen har dock sina begränsningar eftersom den inte kan användas för de bolag som redovisar förlust. Stora svängningar i bolagens vinster kan göra att P/E-talen ändras drastiskt från period till period. (Damodaran, 1994) David Dreman började 1978 argumentera för att aktier med lågt P/E-tal ofta är undervärderade. Han använder "hypotesen om överreaktion hos investerare" som innebär att investerare hyser mer pessimism över aktier med lågt P/E-tal än nödvändigt. Dreman rekommenderar därför att man skall investera i aktier med lågt P/E-tal. (Shefrin, 2002)

Werner De Bondt och Richard Thaler genomförde studier på området och deras resultat stärker Dermans P/E-talseffekt (Thaler, 1993). De Bondt och Thaler utvecklade Dermans anomali och kom upp med en ny anomali, den så kallade "överreaktionshypotesen". (Shefrin, 2002)

Överreaktionshypotesen

De Bondt och Thaler gjorde under 1980-talet en studie av den amerikanska aktiemarknaden. Om aktier systematiskt överreagerar så borde deras omkastning gå att förutse med hjälp av endast historiska data över kursutvecklingen. Författarna föreslog därefter två hypoteser: (1) Extrema rörelser i aktiekurserna kommer att efterföljas av en rörelse i motsatt riktning. (2) Ju mer extrema rörelser i aktiepriserna desto större rörelse i motsatt riktning. (Thaler, 1993) Deras studie är välkänd och det resultat som De Bondt och Thaler fick fram motsätter sig teorin om effektiva marknader. Hypotesen innebär att investeraren ska inta en "contrarian", på svenska en motsats- eller tvärtomstrategi. Investeraren köper aktier som presterat dåligt under två till fem år och säljer aktier som presterat bra under samma period. Strategin är till en förväntad eller antagen överreaktion hos investerare på både bra och dåliga nyheter. (Shefrin, 2002)

Thaler och De Bondt's studie visar att maximal avkastning genom tvärtomstrategier uppnåddes om vinnare och förlorare mättes de senaste tre åren. Tidigare förlorarportföljer presterade 19,6 procent bättre än markanden de senaste 50 åren på New York börsen. Portföljer som däremot enbart innehöll historiska vinnaraktier gick ungefär fem procent sämre än marknaden i genomsnitt. De tidigare förlorarna hade initialt ett lågt P/E-tal och de tidigare vinnarna hade ett högt P/E-tal. (Wärneryd, 2001) Studien väckte debatt och kritikerna till deras resultat som också ofta var anhängare av teorin om effektiva marknader pekade på två olika argument mot resultatet i studien. Det ena argumentet, småbolagseffekten, baserades på empiriska fakta att små företag tenderade i början vara förlorare för att sedan ge överavkastning på lång sikt. Det andra argumentet som framhölls av kritikerna hänvisade till den högre risk som det innebar att investera i förlorare. De Bondt och Thaler har visat att dessa argument inte håller. Varken småbolagseffekten eller skillnader i risk kan tillskrivas orsaken till det väsentligt bättre resultatet som "förlorarportföljen" presterade. En studie av Schiereck med flera (1999) över alla bolag på Frankfurtbörsen under perioden 1961-1991 gav ett liknade resultat som i De Bondt och Thaler's studie. (Wärneryd, 2001)

2.4.3 Börsbubblor

"The jargon of economics and finance contains numerous colorful expressions to denote a market-determined asset price at odds with any reasonable economic explanation. Such words as 'tulip mania', 'bubble', 'chain letter', 'panic', 'crash', and 'financial crisis' immediately evoke images of frenzied and probably irrational activity."

Källa: Garber i Wärneryd, (2001)

Inom marknadspsykologin finns en företeelse som benämns tankesmitta. Detta fenomen förklarar hur idéer överförs och förstärks ju mer de cirkulerar. Tankesmitta kan förstärka ett flockbeteende. En utbredd tankesmitta i kombination med ett starkt flockbeteende har medfört att finansiella bubblor och deras kollaps har varit ett återkommande fenomen sedan en lång tid tillbaka. Sannolikt kommer det att fortsätta vara så eftersom människor är emotionella varelser. När ett åtskilligt antal år har förflutit efter en större finansiell krasch har många människor tillkommit som inte upplevde den förra kraschen. Dessa personer lyssnar troligen inte så mycket på förmaningar från personer som var med under den förra kollapsen. (Gyllenram, 1998) Bubblor och krascher som möts med plötslig överraskning från investerare hör till börsens kännetecken. Långa perioder av uppgång har följts av plötsliga nedgångar och som i vissa fall utvecklats till krascher. (Wärneryd, 2001)

Stiglitz definierar en bubbla enligt följande:

''If the reason that the price is high today is only because investors believe that the selling price will be high tomorrow – when 'fundamental' factors do not seem to justify such a price – then a bubble exist. At least in the short run, the high price of the asset is merited, because it yields a return (capital gain plus dividend) equal to that on alternative assets''

Källa: Stiglitz i Wärneryd, (2001)

Den äldsta och mest kända bubblan kommer från Holland och kallas Tulpanhysterin (Shiller, 2000). Hysterin började under slutet av 1500-talet och pågick fram till 1636 då bubblan var på sin topp. Tulpanen introducerades i Västeuropa omkring mitten på 1500-talet. Det började med att tulpaner blev eftersökta av de välbärgade samhället på 1570-talet. Förmögna holländare tog hem tulpanlökar från Turkiet och betalade avsevärda priser för dem. Tulpanens popularitet ökade hela tiden och år 1634 ansågs det vara dålig smak av en välbärgad man att inte ha en egen samling tulpaner. (Gyllenram, 1998) Tulpanhandeln började lämna kontakten med verkligheten. Vanliga människor började spekulera i tulpaner och efterfrågan ökade kraftigt. De köpte tulpanlökar enbart i syfte att sälja dem vidare med vinst. Man hittade på nya finansiella instrument för att effektivisera handeln, terminskontrakt och optioner började användas. När hysterin var på sin topp kunde en enda tulpanlök nå ofantliga priser, historier berättades om lökar som såldes för priser som i vår tid motsvarar fem miljoner kronor. (Fagerfjäll, 2003) Holländarna trodde att passionen för tulpaner skulle vara för evigt. Så blev inte fallet. De mer insiktsfulla började förstå att hysterin inte kunde vara för evigt. När denna insikt spred sig rasade priserna kraftigt för att aldrig återhämta sig. Förtroendet var borta och allmän panik utbröt. Efterverkningarna på den holländska ekonomin blev mycket stora. (Gyllenram, 1998)

Sverige är på inget sätt förskonade från egna börs- och finansbubblor. Lånespekulationen i fastigheter under 1980-talet slutade med en fastighetskrasch och börsfall 1989. Men historiens största börsbubbla har vi i färskt minne. Under hösten 1999 stiger företaget Icon Medialab som en raket och slutar året med en uppgång på ofattbara 825 procent. Investerarna flockades framför bolag som Icon Medialab och Framtidsfabriken. (Fagerfjäll, 2003) Men så i mars 2000 vände aktiekurserna plötsligt ned och IT-bubblan sprack. Inte sedan kreugerkraschen har aktierna rasat så länge och så kraftigt. (Alfredsson, 2002)

IT-bubblan som vi nyss upplevt hade enorma proportioner. Värdefallet på världens aktiemarknader motsvarade 70 000 miljarder kronor. Allt har inte gått förlorat men en tillräckligt stor del för att det ska ta lång tid att reparera. (Fagerfjäll, 2003)

Ekonomer och andra har sökt förklaringar till varför börsbubblor och finanskrascher uppstår, flera förklaringar anges. Den mest studerade anomalin är börskraschen från 1929 och förklaringarna till denna debatteras än. Det finns många bergsäkra förklaringar till börskraschen i oktober 1987, men alla kan inte vara sanna. Teorin om effektiva marknader och Teorin om förväntad nytta fokuserar på att ny information har kommit fram och som får bubblan att brista. Det har dock inte gått att se några informationsförändringar i samband med krascher på aktiemarknaden. Vad som är intressant här är de olika psykologiska faktorerna som förts in i makro- och mikroekonomin som förklaring till krascher. Försöken att förklara varför och förutspå krascher och börsbubblor kan sammanfattas så här:

1. undersökning av generella trender, branschcykler, etcetera.
2. leta efter långsiktiga mönster i aktiekurser.
3. leta efter kortsiktiga mönster i aktiekurserna.
4. antaganden om psykologiska förändringar som har att göra med antingen erfarenheter eller med tolkandet av informationen.
5. sociala influenser så som flockbeteende. (Wärneryd, 2001)

Wärneryd (2001) menar att förklaringen till börsbubblor ska sökas i de två sista kategorierna. Shiller (2000) menar att börsbubblor kan förklaras utifrån psykologiska faktorer så som flockbeteende och så kallade "psychological anchors". Författaren skiljer på "quantitative anchors" och "moral anchors". Det förstnämnda kan beskrivas som psykologiska nivåer i ett börsindex. Dessa nivåer kan spela en viktig roll för många investerare, de indikerar om marknaden är över- eller undervärderad. Ett exempel på en sådan psykologisk nivå är 10 000-nivån på New York börsens Dow Jones index. Med "moral anchors" menas människors motiv för att just köpa aktier istället för att använda pengarna till konsumtion. Shiller nämner också ett antal strukturella faktorer som förklaring till börsbubblor.

2.4.4 Strukturella faktorer

Investeringar i aktier är i mångt och mycket en social aktivitet. Investerare tillbringar en stor del av sin fritid till att diskutera och läsa om investeringar. Man pratar med andra om bra och dåliga affärer. Mycket av de bevis som marknadspsykologin lägger fram, hör också ihop med sociala förändringar och trender som orsak till prisförändringar på aktiemarknaden. (Shiller, 2000)

Om inte den ekonomiska tillväxten kan förklara börsuppgången på 1990-talet borde det finnas andra faktorer som bidragit till den kraftiga uppgången, och som kan beskriva situationen på aktiemarknaden den senaste tiden. Huvudsakligen behandlas faktorer som påverkat den amerikanska aktiemarknaden, men många av faktorerna är giltiga även för Europa och andra länder.

Dessa faktorer som kommer att beskrivas nedan kom inte med i vanliga rationella analyser av ekonomiska fundament. Shiller menar också att faktorerna har på många sätt bidragit och stärkt antagandena för marknadspsykologins påverkan på aktiemarknaderna. (Shiller, 2000)

Internet

Möjligheten att snabbt och enkelt göra aktieaffärer har blivit verklighet i och med Internet. Aktiehandeln har genom internet blivit billigare och allt populärare hos den stora allmänheten. Illusionen av kontroll och därmed ett allt för stort självförtroende framträder dock tydligt när det gäller aktiehandel över Internet. Det har skapat många "daytraders", investerare som sagt upp sina vanliga jobb för att från sin dator handla aktier på heltid. Optimismen tycks vara stor hos dessa "daytraders", vilket leder till en övertro på sig själv. (Shefrin, 2002) Internet har medfört att investerare kan komma åt information sekundsnabbt och följa aktiekursernas utveckling i realtid (Wärneryd, 2001). I samband med att Internetanvändningen ökade och nådde den stora massan steg Nasdaqbörsen i USA kraftigt. Under andra halvan av 1990-talet och fram till i början av 2000 tredubblades värdet på Nasdaqbörsen. (Shiller, 2000)

Triumf och nedgång för ekonomiska rivaler

Sedan slutet av det kalla kriget har de flesta länder anammat det västerländska ekonomiska systemet. Både Kina och före detta Sovjetunionen har blivit allt mera markandsorienterade. Shiller menar att eftersom allt fler tagit efter USA är det naturligt att USA:s börs blivit högst värderad i världen. Dessa politiska händelser har pågått gradvis sedan börsuppgången började i USA 1982. Nedgången på den japanska marknaden efter 1989 och den Asiatiska finanskrisen 1997-98, hade kunnat tolkats som illavarslande för den amerikanska aktiemarknaden men sågs snarare som svagheter hos rivaler. Relationen mellan USA och dess ekonomiska rivaler beskrivs i media som en tävling där bara en kan vinna. Detta tankesätt bygger på patriotiska känslor. (Shiller, 2000)

Kulturella förändringar

I och med uppgången på aktiemarkanden har det också skett en uppgång av materialistiska värderingar. En undersökning som genomfördes både 1975 och 1994 frågade vad människor associerar med ett bra liv. 1975 svarade 38 procent "mycket pengar" medan siffran 1994 var 63 procent. Oavsett om människors är materialistiska eller inte så kan man förvänta sig att de kommer att spara för framtiden och söka de bästa sparalternativen. Det är troligt att sådana känslor påverkar efterfrågan på aktier, vilka anses kunna ge en förhoppning om snabb rikedom. Dessa känslor har förändrat vår kultur till att en framgångsrik affärsman respekteras lika mycket eller kanske mer, än till exempel en skicklig forskare. Idén att investera i aktier skall leda till en snabb rikedom har en särskild lockelse hos materialister. (Shiller, 2000)

Ökande rapportering från massmedia

1980 startades CNN, den första heltäckande nyhetskanalen. Publiken ville ha möjlighet att kunna se nyheter vid olika tidpunkter på dygnet. CNN följdes upp med grundandet av affärsnyhetskanalen som numer heter CNBC. Affärspressen har på senare tid ändrat karaktär, idag skrivs det inte enbart för professionella investerare utan också för vanliga privatpersoner med intresse för affärer. Kanaler som CNBC och Bloomberg visar affärsnyheter dygnet runt och mycket ägnas åt aktiemarknaden. Ökningen av affärsnyheterna har medfört en ökad efterfrågan på aktier. (Shiller, 2000) I Sverige fördubblades antalet ekonomijournalister under de goda börsåren på 1990-talet. Konkurrensen i journalistvärlden har alltid handlat om nyheter i första hand, analys och bakgrund i andra hand. Via TV och kvällspress ökar också underhållningsmomentet snabbt. Den allt snabbare karusellen på börsen under slutet av 1990-talet hade ju allt som kunde önskas både när det gällde nyhets- och underhållningsvärde. Journalister blev megafoner för sina nya kompisar, mäklarbranschens analytiker. När gemene mans kvällstidningar började delta i "dansen kring guldkalven" följde en urgammal tradition hos börsbubblor. De erfarna investerarna börjar ta hem sina vinster och "kedjebrevet" faller ihop. (Fagerfjäll, 2003) Även om det inte kan bevisas att massmedia direkt kan påverka aktiepriserna kan media välja, förvrida, framhålla och vilseleda det som publiceras och därigenom vilseleda och manipulera läsarna. Det är självfallet så att massmedia har ett visst inflytande framförallt på enskilda händelser. (Wärneryd, 2001)

Analytikers allt positivare prognoser

Enligt en undersökning om aktieanalytikers rekommendationer för 6000 bolag, var endast 1 procent säljrekommendationer, medan 69 procent var köprekommendationer och 30 procent rekommendationer att avvakta. Tio år tidigare var andelen säljrekommendationer 9 procent. En säljrekommendation kan väcka vrede hos det inblandade företaget, som kan sluta lämna information och avbryta kontakten med analytikern. Detta kan vara en viktig anledning varför analytiker är ovilliga att rekommendera investerare att sälja. En annan anledning kan vara att de ofta har andra uppdrag hos dessa bolag som de ska analysera. Dessa uppdrag vill de inte äventyra med att lämna dåliga analyser om ett bolag. (Shiller, 2000)

Pensionssystemen

Förändringar i pensionssystemen har bidragit till att stimulera människor att lära sig mer om aktier och acceptera aktier som placering. Aktier har härigenom troligen blivit ett mer känt placeringsalternativ. (Shiller, 2000) I det svenska allmänna pensionssystemet har individerna möjlighet att placera 2,5 procent av sin årliga lön i cirka 400 olika aktiefonder (Wärneryd, 2001).

Ökning av antalet aktiefonder

Uppgången på aktiemarkanden har gjort att antalet aktiefonder ökat dramatiskt. 1982 fanns det 340 aktiefonder i USA och 1998 har den siffran stigit till 3500 aktiefonder.

Antalet andelsägare i aktiefonder i USA har under samma period ökat från 6,2 miljoner till 119,8 miljoner. Anledningen till ökningen är dels förändringar i pensionssystemen och en massiv marknadsföring. Dessutom anses aktiefonder mindre spekulativ jämfört med enskilda aktier. (Shiller, 2000)

3 METOD

I detta kapitel ska jag förklara hur jag gått till väga under arbetet med denna uppsats. Jag förklarar också vilka problem jag stött på under arbetets gång.

3.1 Tillvägagångssätt

Abraham Lincoln lär ha sagt, för att komma dit du vill så måste du veta vart du ska (Eriksson & Wiedersheim-Paul, 1999). Det första jag gjorde var att fastställa uppsatsens syfte och problemdiskussion. När jag kommit fram till vad jag ville uppnå med uppsatsen började jag fundera på lämpliga metoder för att kunna uppnå syftet. Jag har valt att genomföra en helt teoretisk studie vilket också innebär att jag inte har någon empiri i form av till exempel intervjuer eller enkäter utan all information som finns i uppsatsen kommer från redan skrivna källor. Arbetet med uppsatsen har inte enbart handlat om att sammanställa de fakta som redan finns om det aktuella ämnet, utan även att analysera och dra slutsatser utifrån insamlad data. I uppsatsen lyfter jag fram och ommöblerar befintliga teorier och sätter ihop dem i nya sammanhang. Detta medför att nya aspekter belyses och att teorierna anpassas till nya förhållanden.

De datakällor som användas vid undersökningar kan, som britterna uttrycker det, indelas i "paper and people". Informationen kan således inhämtas från dokument (paper) som till exempel böcker, tidningsartiklar och årsredovisningar. Vidare så kan informationen inhämtas från människor (people) genom intervjuer och enkäter. Datakällor kan i sin tur delas in i primärdata och sekundärdata. Jag har använt mig av böcker och artiklar. Jag inledde med litteraturstudier för att få en förståelse och insikt om ämnet. Litteraturen och informationen har tagits fram med hjälp av databasprogrammet Libris och Lucia på biblioteket vid Luleå Tekniska Universitet. Jag har även använt databaser som Ebsco, Affärsdata, Alta Vista och liknande sökverktyg för att hitta artiklar och annan information. Sökorden jag använt mig av är marknadspsykologi, börspsykologi, psykologi, flockbeteende, säsongsmönster, anomalier, januarieffekten, effektiva marknader, rationalitet, förlustaversion, aktier, aktiemarknad, kapitalmarknad. Sökorden var vanligt förekommande i samlingslitteratur inom mitt valda område. Jag sökte också på engelska ord som, market efficiency, rational markets, crowd behavior, market psychology, financial markets. De teorier jag valt anser jag är användbara med tanke på uppsatsens syfte. Jag har med hjälp av vedertagna teorier försökt att bygga en modell. Tanken var att på ett illustrativt sätt sätta samman de olika teorierna till ett sammanhang som svarar upp mot uppsatsens syfte, samt att visa hur de olika teorierna påverkar varandra. Modellen ska även stärka och visa på de slutsatser jag kommit fram till i arbetet. Jag har kontinuerligt analyserat insamlad data och fört en diskussion om användbarheten och relevansen i dessa, på så sätt uppfylls mitt syfte.

I en undersökning som enbart bygger på sekundärdata går det stegvis att söka sig fram och låta det ena ge det andra, vilket vid fältundersökningar ofta inte är möjligt av kostnadsskäl. Detta då en fältundersökning ofta är mycket detaljerad med djupgående beskrivningar och analyser av enskilda fall. (Lekvall & Wahlbin, 1993)

Under arbetet med denna uppsats har jag genom användandet av sekundärdata utnyttjat möjligheten att stegvis söka mig fram. Praktiskt innebär det att när jag funnit en intressant bok har jag kunnat hitta ytterligare intressant information genom den första bokens innehåll och källor.

3.2 Metodkritik

Det kan ställas tre generella krav på ett forskningsprojekt. Det ska vara intressant, begripligt och trovärdigt. På ett mer vetenskapligt språk kan man tala om intressant i form av relevant och trovärdig i form av hög validitet och reliabilitet. Med validitet menas mätinstrumentets förmåga att mäta vad som avses att mäta, medan reliabilitet kan beskrivas som att ett mätinstrument ska ge tillförlitliga och stabila utslag. (Eriksson & Wiedersheim-Paul, 1999) En undersökning med en god reliabilitet låter sig inte påverkas av vem som mäter eller de omständigheter som kan finnas vid själva mätningen. Undersökningen påverkas inte av tillfälligheter och kännetecknas av få slumpmässiga fel. (Lundahl & Skärvad, 1999)

Något som kan påverka reliabiliteten på ett negativt sätt kan vara valet av sekundärdata som kanske inte alltid är tillförlitliga (Arbnor & Bjerke, 1994). Det kan även vara svårt vid användning andras undersökningar att t ex utläsa exakta definitioner och få reda på hur undersökningar genomförts (Lekvall & Wahlbin, 1993). Uppsatsens trovärdighet har jag byggt upp genom att använda välgrundade faktauppgifter som jag bedömer som tillförlitliga. Genom en tydlig koppling mellan faktauppgifter, analys och slutsats finner läsarna förhoppningsvis att resultatet som jag kommer fram till är trovärdigt. Det är dock viktigt med källkritik vid användning av sekundärdata. Jag har gjort bedömningen att den information som redovisas i uppsatsen är relevant och tillförlitlig då jag använt mig av kända och ofta förekommande källor. Det finns dock inga garantier att dessa kända källor som framförts är korrekta. Men jag har gjort en bedömning utifrån de kunskaper jag erhållit i ämnet att de teorier och teser som medtagits är tillförlitliga.

4 ANALYS, DISKUSSION OCH SLUTSATSER

Detta kapitel innehåller en analys som baseras på teorier om investerarens beteende, effektiva marknader samt psykologin på aktiemarknaden. Detta är kopplat till uppsatsens syfte. Kapitlet avslutas med sammanfattande slutsatser och en avslutande diskussion.

4.1 Analys

Den bild som tonar fram är att aktiemarknaderna tidvis svänger på ett sätt som inte låter sig förklaras av förväntningar om framtida fundamentala faktorer. Schiller (1989) gjorde en enkätundersökning efter den kraftiga börsnedgången den 11 september 1986 där han frågade av vilken anledning institutionella investerare sålt sina aktier. Av de svar som han fick in var det inte en enda som svarade att det berodde på ekonomiska nyheter. Det var marknadens nedgång i sig själv som var den utlösande mekanismen.

Ekonomi och därmed finansmarknaderna genomsyras av osäkra förlopp och händelser som gör att beslutsfattandet många gånger grundas på ofullständig kunskap. Investeraren agerar inte fullständigt rationellt eftersom denne är människa som påverkas av känslor, attityder och minnen. Antagandet styrks i Prospektteorin av Khaneman & Tversky (1979), den visar på att människor avviker från Teorin om förväntad nytta och inte agerar rationellt. Det leder till kortsiktighet i tolkningen av information samtidigt som vår bedömning av vad som är sannolikt brister. Shefrin (2002) har med utgångspunkt från Prospektteorin visat på att människor har svårt att erkänna en förlust. Oviljan att erkänna en förlust kan få konsekvenser för aktiemarknadens utveckling. Investerare undviker förluster så länge de kan, det får till följd att många tvingas sälja samtidigt. Vilket kan bidra till att upp- och nedgångarna på börsen blir snabba och kraftiga.

Vetskapen om de kraftiga och allt som ofta överdrivna svängningarna på aktiemarknaderna utmanar den tidigare uppfattningen att marknaden är effektiv och alltid har rätt. Shefrin (2002) menar att de anomalier som upptäckts i aktiemarknaden är bevis på faktorer som går emot den traditionella ekonomiska teorin. Dessa anomalier eller marknadspsykologiska faktorer uppstår på grund av investerarens begränsade rationalitet och marknadens bristande effektivitet. I traditionell nationalekonomisk teori brukar marknadsmisslyckanden och imperfektioner betraktas som tillfälliga avvikelser från den perfekta och effektiva marknadens ideal. Dess anhängare brukar till och med ifrågasätta om man verkligen kan tala om finansiella kriser. Enligt hypotesen om effektiva marknader återspeglar bubbler och andra anomalier egentligen underliggande fundamenta i ekonomin. Teorin om effektiva marknader är ingen självklarhet även om dess anhängare behandlar den som sådan. Om den ska vara vetenskapligt intressant måste den tas vad den är – en prövbar hypotes.

Sedan urminnes tider har människan slutit sig samman i grupper, och ett välkänt begrepp inom ekonomisk psykologi är det inte speciellt rationella flockbeteendet. När marknaden är osäker och kastas mellan optimism och pessimism försöker man göra som alla andra. Plummer (1998) menar att människors vilja att tillhöra en grupp medför att individen anpassar sitt beteende så att det accepteras av majoriteten.

Flockbeteendet uppstår på aktiemarknaden vid emotionellt laddade situationer när det inträffar kraftiga prisrörelser som gör människor upprymda eller panikslagna (Dagens Nyheter, 20021211). För en utomstående betraktare ser det nog ganska lustigt ut när marknaden i samlad trupp förvirrat springer åt först det ena hållet och sedan det andra hållet. Den som satsar pengar på att börsen skall stiga och räntorna sjunka håller sig nog för skratt när flokken plötsligt springer åt motsatt håll. Under de senaste åren har rörelserna på aktiemarknaderna blivit allt kraftigare och ryckigare. Det räcker inte att göra träffsäkra ekonomiska tolkningar, kortsiktigt måste man förutspå hur andra investerare reagerar på informationen. (Finanstidningen, 20020130) Det är många som inte kan förstå hur börsen kunnat svänga som den gjort den senaste åren. Både uppgången under slutet av 1990-talet och raset som började under 2000 var extremt. Fundamentala förklaringar räckte inte riktigt till för att förklara detta. Gyllenram (1998) menar att det är nödvändigt att studera flockpsykologin på börsen för att förstå hur aktiemarknaden fungerar, han menar att flockbeteendet är den enskilt starkaste psykologiska faktorn på aktiemarknaden. Omfattande studier pekar relativt entydigt på att flockbeteendet är mycket vanligt på aktiemarknaden. Alfredsson (2000) menar att de senaste årens börsutveckling stärker argumenten för att det finns ett utpräglat flockbeteende på aktiemarknaden. Författaren menar att i tider då börskurserna enbart stiger skapas en slags psykologisk dynamik. Placerarna som grupp tycker allt mer lika och många tar det för givet att börsen ska fortsätta att stiga. Alfredsson menar att den närmast hysteriska uppgången för Internetrelaterade aktier under hösten 1999 är ett bra exempel på ett starkt flockbeteende. Beteendet är detsamma vid en kraftig nedgång då placerarna följer strömmen och säljer. Enligt Gyllenram (1998) utgör ett pris som rör sig i tydlig riktning själva flockledaren.

Med en anomali menas, avvikelse från det normala, från en regel eller lag. Exempel på anomalier är januarieffekten, överreaktionshypotesen och uppkomsten av börsbubblor. Allteftersom nya anomalier upptäcktes så började forskare undra om traditionell finansiell teori verkligen kunde förklara vad som bestämmer aktiepriserna. Enligt Shefrin (2002) stärkte dessa anomalier tron för forskningen inom marknadspsykologin. DeBondt och Thaler visar i sina studier av den amerikanska aktiemarknaden att det finns ett säsongsmönster på börsen. Medelavkastningen tenderar att vara som bäst i januari månad. Författarna visar på ytterligare en anomali i sin välkända studie om den så kallade överreaktionshypotesen. Hypotesen menar att extrema rörelser i aktiekurserna kommer att efterföljas av en rörelse i motsatt riktning. Ju större rörelserna är desto större rörelse i motsatt riktning. Marknadens psykologi orsakar överreaktioner och i kombination med ett starkt flockbeteende kan detta leda till en börsbubbla. Den äldsta och mest kända bubblan är Tulpanhysterin från Holland som började under slutet av 1500-talet. Historiens största börsbubbla ligger ännu i färskt minne, IT-bubblan som började spricka i början av 2000. När IT-bubblan hade spruckit så hade värdet på världens aktiemarknader sjunkit med 70 000 miljarder kronor. Shiller (2000) menar att uppkomsten av börsbubblor kan förklaras utifrån psykologiska faktorer som flockbeteende och så kallade "anchors". Han menar att en investerare kan styras av psykologiska nivåer hos aktierna och hos börsindexen. När dessa nivåer nås så agerar investerarna i flock och antingen köper eller säljer. Detta är ett tydligt exempel på en samverkan mellan olika psykologiska faktorer där den ena faktorn utlöser den andra och till synes utan ekonomisk fundamenta.

Marknadspsykologin har enligt Shiller (2000) stärkts av ett antal underliggande strukturella faktorer. Internet medför snabba och enkla aktieaffärer. Massmedia har ökat intresset för aktiemarknaden som helhet. Förändringar i pensionssystemen och en kraftig ökning av antalet aktiefonder har ökat intresset för aktier som placering.

''In considering lessons from psychology, it must be noted that many popular accounts of the psychology of investing are simply not credible. Investors are said to be euphoric or frenzied during booms or panic-stricken during market crashes. In both booms and crashes, investors are described as blindly following the herd like so many sheep, with no minds of their own. Belief in the rationality of markets starts to sound a lot better when the only alternatives are such pop-psychological theories.''

Källa: Shiller i Wärneryd, (2001)

4.2 Diskussion och slutsatser

Jag har kommit fram till att människor inte kan anses vara fullständigt rationella. Vi är alla olika som individer, med olika bakgrund, erfarenheter, känslor och mål i livet. Detta påverkar en investerare i sitt beslutsfattande såväl amatörer som professionella. Antagandet om bristande rationalitet styrks i Khanemans och Tverskys Prospektteori. Den visar att individer vid val mellan positiva utfall väljer det riskfria alternativet trots att det har ett lägre förväntat utfall än det riskfyllda. Prospektteorin visar också på att människor när de ställs inför val med negativa utfall eller utfall som går jämt upp väljer det alternativet som har högre förväntansutfall till större förlust. Beteendet finner jag inkonsekvent med rationalitetsantagandet. Vidare anser jag att förlustaversion hos individer existerar på aktiemarknaden. Investerare har svårt att erkänna förluster och vilket leder till att de ligger kvar för länge i förlustaktierna och säljer vinnaraktierna för tidigt. Detta helt i linje med Shefrins och Statmans teori ''Sell Winners To Early and ride Losers Too Long''. Det kan vara så att investeraren låser fast sig vid psykologiska nivåer och inte ser situationen som den ser ut i nuläget. Detta kallar Shiller för ''anchors'' och jag tror att det har en viss betydelse för när en investerare ska sälja eller köpa en aktie. Ovanstående psykologiska antaganden kan kanske förklara de stora tradingsmällarna i Stockholms stad och Barings Bank. I dessa fall var det fråga om personer som förtvivlat tog allt större och större risker för att vända en förlusttrend. Förmågan att kunna agera lugnt och förhållandevis rationellt kan vara den hårfina skillnaden mellan en lovande och en framgångsrik aktieinvesterare.

Jag ifrågasätter teorin om effektiva marknader och anser att aktiemarknaden inte är fullt effektiv. Eftersom jag menar att investerare är begränsat rationella så kan inte investerare agera rationellt utifrån all känd information. Vi tolkar saker olika helt enkelt, dock kan ju investerare som grupp agera rationellt just eftersom vi tycker olika. Aktiemarknaden fungerar inte som teorin hävdar. Marknadens aktörer är inte perfekt informerade och rationella. Ofullständig information, selektivt utnyttjande av information, mäklartips, trendjagande och framtidsförväntningar kan alla få priserna att kraftigt avvika från eventuella jämviktspriser och få marknaden att svänga fram och tillbaka.

Aktiemarknaden fungerar i verkligheten med stor ryckighet och volatilitet, det har det senaste årens börsutveckling visat på. Detta kan leda till stora negativa realekonomiska konsekvenser. De största argumenten mot en effektiv markanden är förekomsten av anomalier. Det finns ett samband mellan investerarens bristande rationalitet, flockbeteende och uppkomsten av anomalier. Men också strukturella faktorer som bland annat Internet, ökande rapportering från massmedia och analytikers allt positivare prognoser har också ett samband. Dessa "avvikelser" visar på att det finns stora frågetecken i traditionell ekonomisk teori. Det har ju gjorts en mängd studier som tex. visar på att aktieavkastningen är som störst i januari månad. Studierna har dessutom genomförts under långa tidsperioder och dessutom på börser världen över. Anomalierna visar ju på att det går att slå marknaden i alla fall teoretiskt, jag tänker då på "överreaktionshypotesen" och "tvärtomstrategier" som jag anser vara tillförlitliga och riktiga. Måndagseffekten är jag lite mera tveksam till beroende på att avvikelserna trots allt är ganska små och ser man till transaktionskostnaderna så är effekten av mindre betydelse. Även om den är både historiskt och teoretiskt riktig. På lång sikt anser jag dock att teorin om effektiva marknader som mer trovärdig om ej i sin starkaste form. Därför att fundamentala värden brukar slå igenom tillslut. Med lång sikt menar jag 20-30 år. Så rent praktiskt så agerar en investerare på en aktiemarknad som är ineffektiv, även om den teoretiskt är effektiv på lång sikt. Det innebär att investerare bör ta hänsyn till psykologiska faktorer vid sina investeringsbeslut.

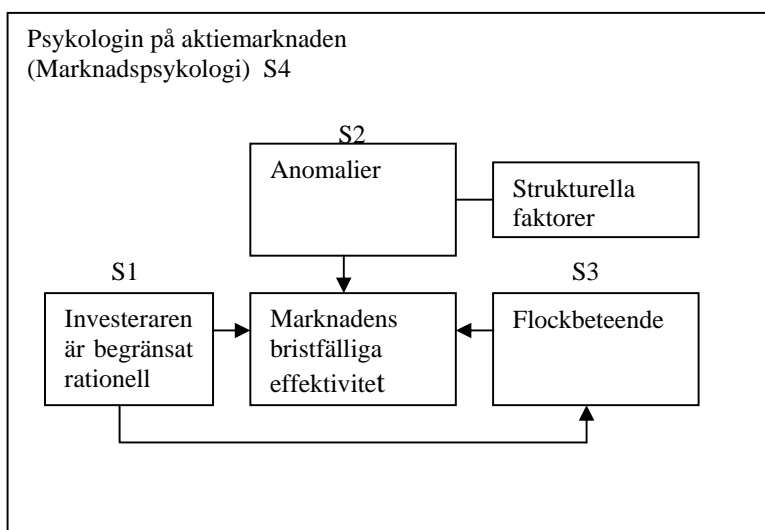
Jag anser att flockbeteendet är den enskilt största psykologiska faktorn som påverkar aktiemarknaden. Människor sluter sig gärna samman i grupper av olika slag. Så agerar också investerare på börser och då speciellt vid stora händelser, man följer flocken det känns säkrast. Men beteendet är inte särskilt rationellt eftersom individen anpassar sitt beteende så att det accepteras av majoriteten även om gruppen utför handlingar som individen uppfattar som irrationella. Historien talar sitt tydliga språk vad gäller ett starkt flockbeteende. Tulpanhysterin är ett bra exempel hur på hur ett flockbeteende uppstår. Ett annat bra exempel är ju IT-bubblan som drevs och påhejades av analytiker och sedermera hela massmedia. Här kan man se hur Shiller's fundamentala faktorer går in och styrker psykologins påverkan på upp och nedgångarna på börser. Massmedia och börsanalytikerna var pådrivarna och tankesmittan förstärktes och den stora allmänheten lät sig väl smaka. Internet har dessutom bidragit till en informationstillgänglighet som är enorm och sekundsnabb. Internet har dessutom gjort aktiehandeln billigare och mer tillgänglig för gemene man. Detta bidrog till den största börsbubblan genom alla tider. Uppkomsten av börsbubblor i kombination med ett starkt flockbeteende stärker marknadspsykologins betydelse på de finansiella marknaderna. Börsbubblor kommer sannolikt att återkomma i framtiden det tyder ju historien på. Dessutom finns det inga bra analysinstrument för att förutsäga när det är på väg att uppstå en bubbla. Det är först när bubblan brister som man vet att det är en bubbla och då är det ju för sent.

Finansiell beteendevetenskap är ett ämnesområde som fått ökad status och som hjälper oss att förstå aktiemarknadens psykologi. Att börser inte är kortsiktigt rationell och att det finns ett flockbeteende är en bra utgångspunkt för att förstå sig på reaktionerna på aktiemarknaden och därigenom göra bättre investeringar.

Sammanfattande slutsatser/studiens teoretiska bidrag:

- S1- människor och därmed investerare är begränsat rationella.
- S2- uppkomsten av anomalier gör att Teorin om effektiva marknader kan ifrågasättas.
- S3- flockbeteendet är den största psykologiska faktorn som påverkar aktiemarknaden.
- S4- psykologin påverkar aktiemarknaden.

Modellen (figur 3) nedan visar på ovanstående slutsatser. Investeraren är begränsat rationell i sitt agerande på aktiemarknaden vilket kan leda till ett flockbeteende. Uppkomsten av anomalier gör att teorin om effektiva marknader kan ifrågasättas. Strukturella faktorer har bidragit och ibland förstärkt anomalier. Den tydligaste och största psykologiska faktorn som identifierats är det inte särskilt rationella flockbeteendet. Slutsatserna S1, S2 och S3 har alla gemensamt att de går emot teorin om effektiva marknader. Sammanfattningsvis så visar allt ovanstående att psykologin påverkar aktiemarknaden.



Figur 3: Egen modell över psykologin på aktiemarknaden, Stefan Forssten 2004-06-10

4.3 Egna reflektioner

Jag tror att marknadspsykologin kommer att fortsätta att ta mark inom den finansiella ekonomin. Även om den är accepterad sedan länge av flera forskare och ekonomer så kommer den i framtiden att accepteras av allt fler. Ett erkännande kom ju när Daniel Khaneman år 2002 fick Nobelspriset i ekonomi: ”för att ha infört insikter från psykologisk forskning i ekonomisk vetenskap, särskilt beträffande bedömningar och beslut under osäkerhet”. Genom att bygga in beteendevetenskap i ekonomisk teori blir antagandena mer realistiska. Angående antagandet om människors rationalitet så kan man fråga sig om den fullständigt rationella människan existerar? Jag tror man får acceptera att aktiemarknaden inte fungerar effektivt i alla fall på kort sikt och att investerare inte alltid är så rationella.

Men det är ju inte så att man i och med marknadspsykologin kan bortse från fundamentala faktorer. Det är fortfarande de som i mångt och mycket styr och teorin om effektiva marknader kommer inte att bytas ut om kanske omarbetas.

Det är avvikelserna och de oväntade händelserna som marknadspsykologin och dess faktorer ska ge svar på. Inte att helt ta över den ekonomiska teorin. Jag tror dock att de investerare som insett och förstår värdet av att väga in psykologin i sina värderingar kommer att erhålla ett försprång gentemot andra investerare. Jag anser att jag i denna uppsats kommit fram till att psykologin existerar på aktiemarknaden och har en påverkan på densamma. Psykologin på aktiemarknaden är ett ämne som förmodligen kommer att tillägnas ett allt större intresse framöver. Speciellt med tanke på den senaste tidens kraftiga svängningar på aktiemarknaderna världen över, och då dessa svängningar utifrån ett fundamentalt perspektiv varit svåra att förstå. Uppsatsen har ett nyhetsvärde då det valda ämnesområdet debatterats flitigt under senare år samt att kunskapen inom detta område verkar vara lägre än t ex inom fundamental analys. Därmed borde uppsatsen vara intressant för människor som är intresserade av handel och värdering av aktier och kunna bidra med ny kunskap.

Förslag till fortsatt forskning

Det skulle vara intressant att undersöka om Stockholmsbörsen är en effektiv marknad. Man skulle kunna ställa upp hypoteser för att testa detta. Det torde dock vara ganska svårt att utveckla en bra och gångbar hypotes. Här skulle jag studera tidigare undersökningar på området för att få fram lämpliga hypoteser. Sedan skulle man kunna ta ut ett antal aktier och studera informationen som ligger tillgänglig för dessa och se om det går att hitta några avvikelser i aktiekurserna. En sådan undersökning skulle troligtvis ta en hel del tid till sitt förfogande.

KÄLLFÖRTECKNING

Böcker

- Alfredsson, M. (2000), *Bli rik på aktier*, Bokförlaget Forum, Stockholm.
- Alfredsson, M. (2002), *Aktier och Fonder*, Bokförlaget Forum, Stockholm.
- Andersson, L. (2000), *Värdepapper – En genomgång av kapitalmarknaden och skattereglerna*, Björn Lundén Information AB, Näsvisen.
- Arbnor, I. & Bjerke, B. (1994), *Vetenskapsteori och metodlära*, Studentlitteratur, Lund.
- Bernhardsson, J. (2001), *Tradingguiden*, Fisher & Co, Stockholm.
- Bernstein, P.L (1996), *Against the Gods*, John Wiley & Sons Inc, USA.
- Damodaran, A. (1994), *Damodaran on valuation*, John Wiley & Sons Inc, Canada.
- De Ridder, A. (2003), *Finansiell ekonomi*, Norstedts Juridik, Stockholm.
- Eriksson, L.T. & Wiedersheim-Paul, F. (1999), *Att utreda, forska och rapportera*, Liber AB, Malmö.
- Fagerfjäll, R. (2003), *Historiens största börsbubbla*, Aktiespararna Kunskap, Stockholm.
- Forsgårdh, L.E. (1994), *Aktiespararnas Aktiehandbok*, Aktiespararnas Riksförbund, Stockholm.
- Gyllenram, C.G. (2001), *Aktiemarknadens psykologi*, Bokförlaget Prisma, Stockholm.
- Haugen, R.A. (2001), *Modern Investment Theory*, Prentice-Hall Inc, New Jersey.
- Hägg, C. (1989), *Värdering av aktier*, Studentlitteratur, Lund.
- Le Bon, G. (1982), *The Crowd: A study of the popular mind*, Cherokee publishing, Atlanta.
- Lekvall, P. & Wahlbin, C. (1993), *Information för marknadsföringsbeslut*, IHM Förlag AB, Göteborg.
- Lundahl, U. & Skärvad, P.H. (1999), *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*, Studentlitteratur, Lund.
- Nofsinger, J.R. (2002), *The Psychology of Investing*, Pearson Education Inc, New Jersey.
- Plummer, T. (1998), *Forecasting financial markets*, Kogan Page Ltd, London.

-
- Shefrin, H. (2002), *Beyond Greed and Fear*, Oxford University Press Inc, New York.
- Shiller, R.J. (2000), *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, United Kingdom.
- Simon, H.A. (1983), *Reason in human affairs*, Blackwell, Oxford.
- Thaler, R.H. (1993), *Advances in behavioral finance*, Russell Sage Foundation, New York.
- Wilke, B. (2000), *Aktiehandboken*, Aktiespararnas Förlag, Stockholm.
- Wärneryd, K.E. (2001), *Stock-Market Psychology*, Edward Elgar publishing Limited, United Kingdom.

Forskningsartiklar

- Fama, E.F. (1998), *Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance*, Journal of Financial Economics, 49, s.283-306.
- Kahneman, D. & Tversky, A. (1979), *Prospect Theory: An analysis of Decision Under Risks*, Econometrica, vol. 47, nr 2, mars, s.263-291.
- Shiller, R.J. & Pound, J. (1989), Journal of Economic Behavior and Organization: *Survey Evidence on Diffusion of Interest Among Institutional Investors*, 12, s.47-66.

Artiklar

- Affärsvärlden, 19991007, "Irrationalitet-Placerarens akilleshäla".
- Dagens Industri, 20000308, "Handelsstudenter räknar med krasch".
- Dagens Nyheter, 20021211, "Flockbeteende slutar ofta med krasch".
- Finanstidningen, 20020130, "Ekonomerna tar tag i psykologin".
- Privata Affärer, 20010101, "Håll koll på nyårseffekten".
- Veckans Affärer, 20021125, "När tanken leder fel".

Internetkällor

www.ne.se 2003-12-12

www.paranormal.se 2003-12-12