

Aktiemarknaden,
premiepensionen och aktiefondsval

Henrik Svedsäter

CFK-KORTRAPPORT

2005:01



Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

CFK
Centrum för konsumentvetenskap
Center for Consumer Science

Aktiemarknaden, premiepensionen och aktiefondsval

Forskningsgrupp

Professor Tommy Gärling, fil dr (psykologi) och fil lic (nationalekonomi) Henrik Svedsåter, fil dr Niklas Karlsson, vid Psykologiska institutionen, Göteborgs universitet. Dessutom har en doktorand deltagit i projektet, Ted Hedesström vid Psykologiska institutionen, Göteborgs universitet.

Bakgrund och syfte

Inom programmet Konsumenters Beslutsfattande vid Centrum för Konsumentvetenskap har ett forskningsprojekt just avslutats med inriktning mot *aktieinvesteringar*. Detta ämne är i hög grad aktuellt på grund av införandet av det nya pensionssystemet där medborgarna kan pensionsspara i aktiefonder. Eftersom marknaden för aktier och aktiefonder genom pensionssystemreformen kommer att få ett flertal nya aktörer som saknar särskilda kunskaper, påverkar det sannolikt denna marknads funktionssätt. En tillämpning av projektresultaten utgör förslag till hur aktiemarknaden behöver regleras för att den skall fungera bättre och för att skydda konsumenterna. Kunskap och praxis från andra marknader avseende konsumentskydd kan i sammanhanget inte direkt överföras på grund av aktiemarknadens speciella karaktär, som i ovanlig grad påverkar beroendet mellan olika aktörer och där de grundläggande framgångsfaktorerna är relativt dolda.

Aktiemarknaden skiljer sig från andra marknader även i andra avseenden. En avgörande skillnad är att det är betydligt svårare att skaffa sig erfarenhet från denna marknad än på de flesta andra typer av marknader. Även erfarna utbildade aktieinvestorer har olika uppfattning om risker, utveckling för marknaden totalt såväl som för enskilda aktier respektive aktiefonder samt olika aktiers värde nu och i framtiden. Aktiemarknaden kräver ändå någon form av specialistkunskap, men där i princip alla människor oberoende av relevanta förkunskaper kan agera. Inte heller i återförsäljarledet finns det tillräckliga krav på motsvarighet till exempelvis legitimation eller auktorisation för personer med kontakt med vanliga aktiekonsumenter och som således har stor möjlighet att påverka deras beslut. I kombination med de stora belopp som står på spel både totalt sett och för enskilda individer, ställs mycket stora krav på aktiekonsumenterna om de skall kunna fatta bra beslut. Finansinspektionen såväl som Konsumentverket har uppmärksammat den otillfredsställande situationen.

Forskningsprojektet består av tre delprojekt. I det första delprojektet är syftet att öka den teoretiska förståelsen av *aktiemarknadens funktionssätt*. Investeringar i aktiefonder görs av utbildade och erfarna aktieinvestorer (experter) anställda av finansiella institutioner. I detta delprojekt kommer deras bedömningar och beslut att studeras med syfte att förstå hur de påverkar aktiemarknaden.

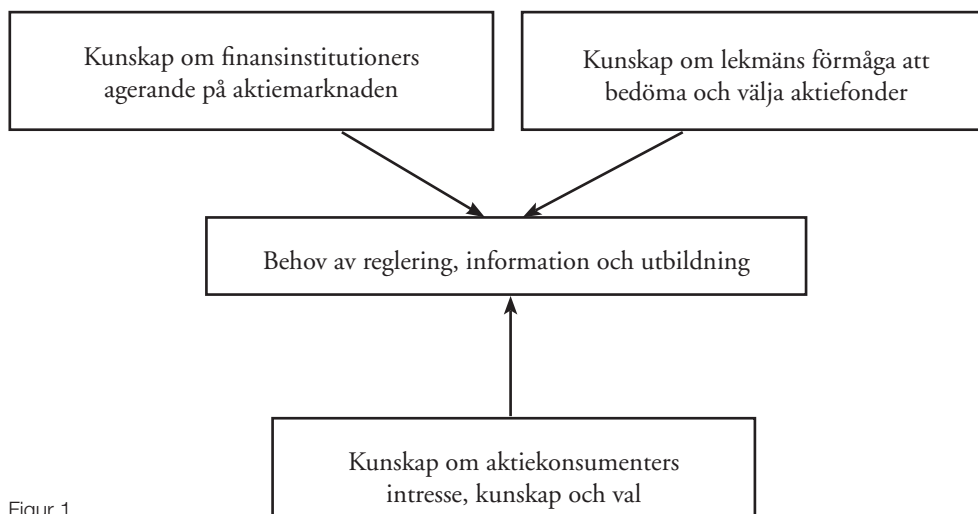
Det andra delprojektet syftar till att belysa *lekmäns förmåga att bedöma och välja aktiefonder* och hur denna förmåga kan förbättras genom information och utbildning. Delstudier utförs av bedömningar och val av aktiefonder, bedömningar och val kombi-

nationer av aktiefonder (riskspridning) respektive byte av aktiefonder.

Det tredje delprojektet avser att kartlägga hur olika grupper av *aktiekonsumenters faktiska val av aktiefonder* påverkas av information och utbildning.

Vilka behov av information har olika grupper av aktiekonsumenter? Hur är informationsbehovet tillgodosett? Hur kan man med bättre information och utbildning öka aktiekonsumenternas långsiktiga tillfredsställelse med sina val? Hur påverkas valet av hur informationen presenteras?

I Figur 1 illustreras hur de tre delprojekten förväntas bidra till ökad kunskap. Syftet med delprojekt 1 är att erhålla kunskap om hur utbildade och erfarna aktieinvestorer vid finansiella institutioner gör bedömningar och fattar beslut. Delprojekt 2 förväntas ge motsvarande kunskaper om aktiekonsumenters förmåga. En jämförelse mellan delprojekten kommer att ge en uppfattning om vad som är önskvärd reglering och nödvändig information till och utbildning av aktiekonsumenter såväl som vilken inriktning en sådan utbildning skall ha. Olika grupper av aktiekonsumenter har olika intresse för och behov av information och utbildning. Jämförelsen mellan professionella aktörer och lekmän bidrar också till en förståelse av i vilken utsträckning det är möjligt att utbilda oerfarna investerare till att fatta bättre placeringsbeslut. I delprojekt 3 är syftet att besvara frågan till vilka grupper av aktiekonsumenter olika former av information och utbildning främst skall rikta sig och hur den skall utformas.



Figur 1

Genomförda studier

Sammanlagt fyra delstudier (Hedesström, Svedsäter & Gärling, 2004, 2005; Svedsäter, Gamble, & Gärling, 2005; Svedsäter, Karlsson, & Gärling, 2005) har genomförts inom projektet i syfte att besvara ovanstående problemställningar. Dessa finns mer utförligt beskrivna nedan. I huvudsak baserar sig dessa studier på experimentella resultat. Fördelen med denna typ av metod är att man systematiskt kan variera olika faktorer för att

studera deras inverkan, samtidigt som man kontrollerar för andra aspekter. Därmed kan flera konkurrerande förklaringsmodeller testas mot varandra. Förutom experimentella studier har en enkätstudie genomförts. Syftet med denna är främst att verifiera experimentella resultat i mer verkligstrogna miljöer, men också att undersöka vissa faktorer som inte lämpar sig att testas experimentellt.

Penningillusioner vid finansiella beslut

Inom nationalekonomin har man länge diskuterat människors oförmåga att skilja på nominella och reala värden, sk penningillusioner (Fisher, 1928; Patinkin, 1965). Några områden där detta fenomen finns tydligt registrerat är vid löneförhandlingar, hushållsbelåning, samt valutatransaktioner (Shafir et al., 1997). Generellt har man funnit att beslutsfattare inte tar hänsyn till det reella värdet som en viss förändring innebär, utan istället är starkt påverkade av det nominella värdet. Exempelvis har man visat att löntagare föredrar en 10% löneförhöjning vid en 5% inflation framför en 8% löneförhöjning utan inflation, trots att den senare innebär en större ökning i köpkraft för individen. På samma sätt tenderar viljan att låna pengar vara högre vid låg ränta och låg inflation jämfört med hög ränta och hög inflation, oavsett att den senare situationen många gånger är mindre kostsam.

Ett område till vilket penningillusioner är relaterade är hur folk uppfattar relativa och absoluta förändringar hos aktiekurser. Vid en förstudie av marknadsdata från Stockholmsbörsen fann vi att lägre prissatta aktier hade betydligt högre volatilitet än högre prissatta aktier.¹ Med andra ord, kursutvecklingen hos de förra var betydligt mer oregelbunden än hos de senare, även då vi kontrollerade för en rad andra påverkande faktorer, såsom storlek på företag, bransch, osv. Detta resultat fick oss att tro att detta kunde förklaras av penningillusioner, dvs att den relativa värdförändringen uppfattas som större eller mindre beroende på en akties nominella pris. Till exempel, en förändring från 100 till 110 kr uppfattas som större än en förändring från 10 till 11 kr, trots att de procentuellt sett är lika stora. Specifikt benämnes det en "kompressions effekt" (Marques, 1999), varvid förändringar uppfattas som större eller mindre beroende på de nominella belopp som dessa registreras i. Om denna typ av effekt finns på finansiella marknader innebär det att förändringar hos lågt prissatta aktier uppfattas som mindre än förändringar hos högt prissatta aktier. Detta leder till kraftigare justeringar till följd av finansiell information desto lägre pris aktien har.

I syfte att undersöka denna effekt genomfördes tre experiment. I den första fick försökspersonerna ange hur stor förändring hos en aktiekurs de trodde skulle följa efter en 50% vinstökning respektive 50% vinstminskning i det underliggande företaget. Tre olika prisnivåer på aktierna användes; 29 kr, 145 kr, samt 522 kr. Resultaten visar att den största förändringen procentuellt sett förväntades för den lägst värderade aktien, medan den minsta förändringen förväntades för den högst värderade aktien. Emellertid kan dessa resultat delvis förklaras med att en lägre aktiekurs också indikerar ett mindre ekonomiskt stabilt företag, vilket därmed är mer känsligt för positiva så väl som negativa

¹ Volatilitet är baserat på standardavvikelsen hos en akties värdeutveckling. Ju större standardavvikelse, desto mer oregelbunden kursutveckling, samt desto högre volatilitet.

förändringar. Med syfte att testa denna förklaring gjordes ett uppföljningsexperiment där aktierna var prissatta enligt två olika valutor, SEK samt Euro, men där det reella värdet var detsamma när en valuta konverterades till den andra. Exemplevis användes priserna SEK 522 och Euro 58, vilka motsvarar exakt samma värde. Resultaten är närmast identiska med föregående studie. Specifikt fann vi att lägre nominellt värderade aktier (prissatta i Euro) leder till större förväntade förändringar än högre nominellt värderade aktier (prissatta i SEK). Hypotesen om förekomsten av en kompressionseffekt anses därmed styrkt, medan alternativa förklaringar (såsom aktiekursers indikationer om underliggande företagsvärden) är mindre troliga.

I ett tredje experiment testade vi förekomsten av penningillusioner i samband med en split och en omvänd split av en aktie. Dessa aktiviteter är vanligt förekommande på aktiemarknaden, varvid syftet endast är att återställa värdet hos fixerade aktieposter. Sålunda fungerar en split respektive en omvänd split som en ”kosmetisk” prisförändring utan några reella konsekvenser. Därmed ska vi inte förvänta oss några förändrade köp eller säljaktiviteter som följd. Data från experimentet visar emellertid att både en split och en omvänd split påverkar intentionen att köpa respektive sälja aktuell aktie. Resultaten är inte entydiga avseende på vilket sätt intentionerna påverkas. Poängen är dock att köp- och säljbeteenden faktiskt påverkas trots att aktiens reella värde är oförändrat.

Sammanfattningsvis stödjer de tre experimenten hypotesen att människor vid finansiella beslut är påverkade av nominella aktiekurser. Som följd av att förändringar från lägre priser upplevs som mindre förväntas en större relativ effekt än när priset är beskrivet i högre nominella termer. Frågan är i vilken utsträckning dessa resultat gäller också för professionella eller mer erfarna investerare. Vi har ingen data som direkt stödjer detta antagande, men med tanke på att reella marknadsdata uppvisar liknande mönster som ovan beskrivna studier finns indikationer om att penningillusioner, i detta fall definierade enligt en aktiekurs nominella värde, är ett relativt utbrett fenomen vid handel med värdepapper. Fortsatta studier i ämnet är relevanta för att på ett säkrare sätt besvara denna frågeställning.

Påverkan av historiska aktiekurser

Det faktum att aktiekurser tenderar att vara korrelerade med historiska kursuppgångar och kursnedgångar har under senare år uppmärksammats av en rad forskare (e.g., Barberis et al., 1998; Daniel et al., 1998; Hong and Stein, 1999). Specifikt har man funnit att kursuppgångar på kort till medellång sikt (3-12 månader) följs av fortsatta uppgångar, medan kursnedgångar inom liknande tidsramar följs av fortsatta nedgångar. Dessa typer av effekter har benämnts momentumeffekter. På längre sikt (längre än 12 månader) råder det omvända förhållandet, dvs kursuppgångar följs av fortsatta kursnedgångar och vice versa, så kallade dispositionseffekter. I ett försök att förklara ovanstående fenomen har man antagit att säljare är aversiva mot förluster (Kahneman and Tversky, 1979; Weber and Camerer, 1998). Detta innebär att de säljer en aktie som utvecklats positivt för att realisera en vinst, medan de behåller en aktie som utvecklats negativt med syfte att

undvika en förlust. Följden är ett säljtryck efter en tidigare uppgång med nedgång som följd, och ett uteblivet säljtryck vid en tidigare nedgång, det senare med en kursuppgång som följd. Emellertid förklarar detta antagande endast beteenden hos säljare. Därmed bortser man ifrån hur köpare agerar i liknande situationer.

Syftet med följande studie är att separera beteenden och förväntningar hos säljare respektive köpare. Vi antar att dessa grupper av investerare drivs av olika motiv i sitt handlande; medan säljare är påverkade av deras förväntningar kring framtida kursutvecklingar och en vilja att undvika förluster, så drivs köpare endast av deras förväntningar om framtiden. En annan aspekt som förenklats i den tidigare litteraturen är tidshorisontens betydelse. Istället för att betrakta denna som statisk, varvid samverkan mellan kort- och långsiktiga kursrörelser samt storleken hos dessa bortses ifrån, antar vi att dessa faktorer är av betydelse. Till exempel, vad som händer på kort sikt beror på vad som tidigare hänt på lång sikt, och en liten kursuppgång inom ett givet tidsintervall får inte samma genomslagskraft som en större kursuppgång.

Två experiment genomfördes. I den första uppmanades potentiella köpare och säljare av aktier att ange om de ville köpa respektive sälja ett antal aktier. Det enda som varierades mellan dessa aktier var hur de hade utvecklats på lång och kort sikt. Specifikt manipulerades storleken på uppgångar och nedgångar (+40, +10, -10, eller -40%), samt tidshorisonten (3 år, 12 månader, 3 månader, eller 1 månad). Generellt stöder experimentet resultat från tidigare forskning, nämligen att en kursuppgång (nedgång) på kort sikt följs av fortsatt kursuppgångar (nedgångar), medan en uppgång (nedgång) under längre tid tenderar att följas av en nedgång (uppgång). I tillägg till detta fann vi dock att beteenden hos säljare och köpare skiljer sig åt; medan de förra är påverkade av en dispositionseffekt (dvs en vilja att sälja då det tidigare gått upp och vice versa), fann vi ingen motsvarande effekt hos köpare. Köpare uppvisade endast en momentumeffekt men ingen dispositionseffekt, innebärande att de enbart var påverkade av kortsiktiga kursrörelser. En annan effekt var att angiven tidshorisont betraktades relativt snarare än absolut. Specifikt betraktades 3 månader som lång sikt hos säljare när denna ställs i relation mot 3 veckor, medan denna betraktas som kort sikt då den ställs mot 12 månader eller 3 år. Följden är att de förra fallet ger upphov till en dispositionseffekt, medan det andra leder till en momentumeffekt. Slutligen fann vi också att storleken hos tidigare kursrörelser har stor betydelse för investerares beteenden. Ju större dessa är, desto större effekt fås enligt ovanstående.

I ett försök att klargöra vad som driver säljare att agera emot tidigare långsiktiga kursrörelser genomfördes ett liknande experiment, varvid förväntningar (snarare än köp och säljbeteenden) hos köpare och säljare registrerades. Liknande tidshorisonter och kursförändringar användes. Resultaten påvisar för det första att en generell optimism råder om framtiden; vid tidigare kursnedgångar förväntades en mindre kursuppgång i framtiden, medan det vid tidigare kursuppgångar förväntades en större kursuppgång. Dessa resultat är liknande hos köpare och säljare. Med andra ord, medan köpare agerar i enlighet med vad de tror om framtiden, tenderar säljare att vilja sälja sina aktier vid

tidigare kursuppgångar, trots att de tror på fortsatta kursuppgångar.

Dessa resultat leder oss till att dra ett antal slutsatser om hur tidigare kursrörelser påverkar beteenden och förväntningar på aktiemarknaden. För det första har vi visat att dispositions- och momentumeffekter är påverkade av storleken hos tidigare kursrörelser. Ju större de senare är, desto större effekt. Dessutom fann vi att dessa effekter inte endast beror på angiven tidshorisont. I tillägg har också det inbördes förhållandet mellan lång och kort sikt betydelse, varvid lång sikt betraktas utifrån vad som hänt under en kortare tidsperiod. Med andra ord, ett given uppgång på, låt oss säga 3 månader, kan leda till helt olika effekter beroende på vad som föregår respektive efterträder denna kursuppgång. Därmed kan en långsiktig uppgång som följs av en kortsiktig nedgång inte betraktas på samma sätt som om denna följs av kortsiktig uppgång. Dessa båda resultat ifrågasätter tidigare forskning som antagit ett något mer förenklat synsätt på ovanstående fenomen. Ett tredje viktigt resultat är att säljares förväntningar om framtiden i vissa fall går emot deras investeringsbeteende. Specifikt visar det sig att denna grupp av investerare tenderar att sälja en aktie som tidigare haft en långsiktig positiv utveckling, trots att de tror på vidare kursuppgångar. Detta styrker att de är förlustaversiva och till varje pris undviker att förlora vad de tidigare tjänat, oavsett vad de tror om framtiden, och att det enbart är denna grupp av investerare som driver förekomsten av dispositions-effekter på finansiella marknader.

Förenklade tumregler vid val av fonder i det svenska premiepensionssystemet

Inom ramen för Premiepensionsmyndigheten bestämmelser kan medborgare själva bestämma hur en del av deras pensionssparande ska placeras. Vid introduktionen av detta år 2000 fanns möjligheten att välja mellan 455 fonder, vilka varierar avseende grad av risk och typ av placering, branschmässigt såväl som geografiskt. Varje fond beskrivs enligt vilken typ av placeringar som avses (exemplevis aktier eller räntebärande papper), vilken bransch och geografiskt område som omfattas, samt vilken risk som associeras med denna. Den senare aspekten beskrivs som standardavvikelsen hos en fonds genomsnittliga kursutveckling och är indexerad från 1 (låg risk) till 53 (hög risk). Sammanlagt kan varje person välja upp till fem olika fonder. Om inget aktivt val görs placeras pengarna automatiskt i en så kallad premiesparfond (PSF). Denna fond karaktäriseras av begränsat risktagande och består till 85% av aktier och 15% av räntebärande papper.

Frågan är hur människor som saknar erfarenhet av aktieinvesteringar går till väga när de ställs inför liknande valsituationer. Baserat på tidigare psykologisk forskning inom beslutsfattande förväntar vi oss att de helt eller delvis använder enkla tumregler för hur de ska göra sina placeringar (Gigerenzer et al., 1999). Följande tumregler är aktuella i sammanhanget; en överdriven tendens att låta pengarna bli placerade i Premisparfonden, vilken fungerar som ett defaultalternativ vid uteblivet val (default bias); maximal variation i riskspridning (diversification bias, dvs att fokus läggs på att minimera risker framför att generera en högre avkastning); ett undvikande av fonder med extremt hög eller låg risk (extremeness aversion); val av fonder som gör placeringar på den sven-

ska marknaden (home bias); samt en tendens att placera lika mycket pengar i de fonder som väljs (1/n heuristic).

Studien är baserad på data från sammanlagt 10,999 personer. Samtliga val representerar verkliga placeringar inom ramen för PPM. Resultaten påvisar en klar tendens att välja fonder som i huvudsak eller uteslutande placerar i svenska värdepapper. Dessa typer av fonder är överrepresenterade och väljs i betydligt större omfattning än fonder som placerar på andra geografiska marknader. Vidare fann vi att människor undviker fonder med (extremt) hög eller låg risk. Med andra ord, fonder med en låg (<15) eller hög (>30) risksiffra väljs i väldigt låg omfattning. Slutligen tyder resultaten på att fondsparare förlitar sig på en 1/n heuristic med tanke på att de nästan alltid placerar lika mycket i de fonder de väljer. Detta innebär att när två fonder väljs placerar de 50% i varje fond, när fem fonder väljs placerar de 20% i varje fond, osv. Även om resultaten inte är entydiga vad gäller "diversification bias" och "default bias" så finns indikationer på att dessa förekommer. Det faktum att människor undviker extrema riskalternativ, oavsett hur många fonder som väljs, tyder vidare på att de förlitar sig på naiva diversifieringsstrategier. När fler fonder väljs ges ju möjligheten att välja fonder med lägre och högre risk eftersom kombinationen av dessa innebär en lägre risk. Denna möjlighet att generera högre avkastning samtidigt som risktagandet begränsas utnyttjas inte av de personer som deltagit i studien.

Som slutsats kan nämnas att människor tenderar att förlita sig på ett antal tumregler vid placeringar inom ramen för PPM. Vid komplexa valsituationer då det är mycket svårt eller omöjligt att vara informerad om och ta i beaktande samtliga alternativ är det naturligt. Många gånger kan det även vara fördelaktigt att använda sig av dessa regler eftersom alternativa strategier ibland leder till sämre resultat. Därmed är inte frågan primärt huruvida det är rationellt att göra detta. Det viktiga är att man är medveten om på vilket sätt naiva placerare går till väga då de är ifärd med att välja fonder, inom PPM eller allmänt. Detta har implikationer för den information och utbildning som ges till småsparare. Härvidlag ställer vi oss frågan om en mer avancerad information om valalternativ och rationella placeringsstrategier är effektiv med tanke på att PPM placerare varken förstår eller har möjlighet att följa de rekommendationer som ges. Kanske är det mer lämpligt att ta fasta på de aspekter som dessa personer verkligen förstår, samt göra dem uppmärksamma på vanligt förekommande beslutmekanismer.

Faktorer som påverkar val av fonder och användandet av förenklade tumregler

Denna studie är en fortsättning på föregående studie. Syftet är att på ett mer systematiskt sätt analysera förekomsten av ovanstående tumregler inom ramen för PPM. Vidare är också målet att koppla dessa till olika typer av individer. Slutligen görs en analys av vilka typer av fonder som väljs hos människor som skiljer sig åt avseende en rad socioekonomiska och demografiska variabler.

Underlaget baserar sig på 392 universitetsanställda personer. En webbaserad enkät skickades till sammanlagt 1,000 slumpmässigt utvalda anställda vid Göteborgs univer-

sitet. Dessa inkluderar en rad olika tjänstebefattningar och/eller yrkesgrupper, såsom akademisk personal, tekniker, forskningsassistenter, osv. Enkäten bestod av tre delar. I den första tillfrågades hur dessa personer tidigare hade placerat sina PPM pengar (hur många fonder, vilka fonder, om de ändrat sin ursprungliga placering, osv). Vi frågade därefter hur engagerade i PPM de upplever sig vara, samt hur viktigt de tycker detta val är. I den andra delen uppmanades de att göra samma typ av val som vid tidigare reellt tillfälle. Denna fiktiva valsituation replikerade verkliga förhållanden, varvid de hade möjlighet att välja upp till fem olika fonder som alla varierade avseende risk samt typ av värdepapper. I den avslutande delen ställdes en rad frågor om inkomstförhållanden, ålder, kön, utbildningsnivå, samt övriga placeringar i fonder och aktier.

Vid analys av data baserad på dessa frågeställningar visar det sig att samma tumregler som finns redogjorda i föregående studie replikerades. I tillägg till home bias och 1/n heuristic bekräftades även tidigare indikationer om förekomst av både default bias och diversification heuristic. Uppföljande experiment (under rapportering) påvisar också att respondenterna är naiva vid diversifiering mellan olika fonder. Bland annat uppvisar de en oförmåga att ta olika fonders samvariation i beaktande. Exempelvis, det faktum att två fonders kursutveckling rör sig i samma riktning vid ett givet ekonomiskt scenario har ingen betydelse för hur de gör sina placeringar. Snarare tenderar de att välja fler snarare än färre fonder, trots att avkastningen är högre och risken lägre hos de senare. Ett annat viktigt resultat är att engagemang i PPM sparandet samvarierar med storleken på investerat belopp och graden av sparande i övriga värdepapper. Det visar sig också att yngre människor är mer engagerade. Vid kontroll av dessa faktorer fann vi slutligen att ett större engagemang leder till en större andel aktier i sparandet, samt en högre grad av diversifiering. Givet att diversifiering i tidigare studier har visat sig vara positivt korrelerat med avkastning (Anderson, 2004), dras den indirekta slutsatsen att dessa kategorier av människor åtnjuter en högre avkastning på sitt sparade kapital. Vad gäller övriga heuristiker finns inget entydigt samband med graden av engagemang.

Avslutande diskussion

Enligt effektiv marknadsteori (Fama, 1970) antas aktier och andra värdepapper vara baserade enbart på den (ekonomiska) information som finns tillgänglig. Övriga 'irrelevanta' faktorer antas inte påverka prissättningen. Från detta antagande följer att placerare både måste ha tillgång till samt möjlighet att agera på denna information. Emellertid är det väl dokumenterat inom psykologisk forskning att både experter och noviser inte besitter denna förmåga. En konsekvens är att de i många sammanhang uppträder irrationellt på marknaden (för en översikt, se Dawes, 1997). Exempel på detta är förekomsten av över- och underreaktion gentemot finansiell information (Ikenberry et al., 1996), samt påverkan av hur andra agerar på marknaden, oberoende av huruvida detta är rationellt eller inte (Bannerjee, 1992). I ovanstående studier har vi tagit fasta på en rad andra potentiella aspekter som diskuterats i litteraturen, nämligen penningillusioner vid finansiella beslut (Shafir et al., 1997), påverkan av historiska aktiekurser (Barberis et

al., 1998), samt användandet av förenklade beslutsregler vid placeringar av värdepapper (Gigerenzer et al., 1999). Sammanfattningsvis tyder resultaten på att placerare styrs av nominella aktiekurser vid finansiella beslut, vilket utgör ett exempel på penningillusioner, de påverkas av historiska aktiekurser och därvidlag många gånger agerar emot sin tro på vad som ska hända i framtiden, samt att de förlitar sig på en rad enkla tumregler vid placeringar i aktiefonder.

Överlag är dessa resultat förenliga med tidigare forskning som ifrågasätter att investerare agerar rationellt. Dock riktar sig studierna i första hand till oerfarna investerare och frågan är i vilken utsträckning professionella och mer erfarna placerare agerar på samma sätt. Visst stöd för detta finns redovisat i första studien ovan. I tillägg påvisar övrig forskning att experter i de flesta fall inte är bättre än genomsnittsindividerna att fatta beslut (Camerer & Johnson, 1991; Peter & Hull, 1969). Framför allt gäller detta på områden som saknar systematiska metoder och modeller, och där en stor osäkerhet råder kring utfall. Med tanke på att finansiellt beslutsfattande omfattas av en stor osäkerhet har vi anledning att tro att också professionella investerare är påverkade av de faktorer som diskuterats ovan, om än inte i samma utsträckning. Oavsett detta så är ovanstående forskning viktig, framför allt med tanke på att fler och fler småsparare agerar på marknaden. Förutom sitt teoretiska bidrag till området så följer en rad praktiska implikationer, såsom behovet av information och på vilket sätt denna bör utformas.

Referenser

- Anderson, A. E. S. (2004). All Guts, No Glory: Trading and Diversification among Online Investors. Working paper, Stockholm Institute for Financial Research.
- Banerjee, A. V. (1992). A simple model of herd behavior. *Quarterly Journal of Economics*, 107, 797-807.
- Barberis, N., A. Shleifer, & R. Vishny. (1998). A Model of Investor Sentiment. *Journal of Financial Economics*, 49, 307-343.
- Daniel, K., D. Hirshleifer, & A. Subrahmanyam. (1998). Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions. *Journal of Finance*, 53, 1839-1885.
- Dawes, R. M. (1997) Behavioral decision making, judgment, and inference. In D. Gilbert & S. Fiske & G. Lindzey (Eds.), *The handbook of social psychology* (pp. 497-548). Boston: McGraw-Hill.
- Fama, E. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25, 383-417.
- Fisher, I. (1928). *The Money Illusion*. New York: Adelphi.
- Gigerenzer, G., P. M. Todd, & the ABC Research Group (1999). *Simple heuristics that make us smart*. New York: Oxford University Press.
- Hedesström, T., Svedsäter, H., & Gärling, T. (2004). Identifying heuristic choice rules in the Swedish premium pension scheme. *Journal of Behavioral Finance*, 5, 32-42.
- Hedesström, T., Svedsäter, H., & Gärling, T. (2005). *Determinants of use of heuristic choice rules in the Swedish premium pension scheme: An internet-based survey*. Manuscript submitted for publication.
- Hong, H., & J. C. Stein. (1999). A Unified Theory of Underreaction, Momentum Trading, and Overreaction in Asset Markets. *Journal of Finance*, 54, 2143-2184.
- Ikenberry, D. L., G. Rankine, & E. K. Stice (1996). What do stock splits really signal? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 299-317.
- Camerer, C. F., & E. J. Johnson (1991). The process-performance paradox in expert judgment: How can experts know so much and predict so badly? In K. A. Ericson & J. Smith (Eds.), *Toward a general theory of expertise* (pp. 195-217). Cambridge: Cambridge University Press.

Kahneman, D., & A. Tversky. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decisions Under Risk. *Econometrica*, 47, 263-291.

Marques, J. F. (1999). Changing "EUROpe"- The Euro as a New Subject for Psychological Research in Numerical Cognition. *European Psychologist*, 4, 152-156.

Patinkin, D. (1965). *Money, Interest, and Prices (2nd ed.)*. New York: Harper and Row.

Peter, L. J., & R. Hull. (1969). *The Peter Principle*. London: Souvenir Press.

Shafir, E., P. Diamond, & A. Tversky. (1997). Money Illusion. *Quarterly Journal of Economics*, 112 (2), 341-374.

Svedsäter, H., Gamble, A., & Gärling, T. (2005). Money illusions in financial decision making: The influence of nominal trading prices on perceptions of real share values. Manuscript submitted for publication.

Svedsäter, H., Karlsson, N., & Gärling, T. (2005). Momentum trading, disposition effects and prediction of future share prices. Manuscript submitted for publication.

Weber, M., & C. F. Camerer. (1998). The Disposition Effect in Securities Trading: An Experimental Analysis. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 33, 167-184.