

HØGSKOLEN I OSLO  
OG AKERSHUS

**Eivind Berge**

---

# **Årsaker til manglende diversifisering blant norske privatpersoner som eier enkeltaksjer**

**Masteroppgave i Økonomi og administrasjon**

**Handelshøyskolen ved HiOA**

**2017**

## Sammendrag

Tall fra Verdipapirsentralen og AksjeNorge viser at norske privatpersoner som eier norske børsnoterte enkeltaksjer diversifiserer sine aksjeporteføljer i liten grad. Jeg undersøker hvorfor ved å intervju 15 medlemmer av Aksjegruppen HiOA og Børsgruppen Aktie, studentforeninger som arbeider med å spre kunnskap om aksjemarkedet, og ved en egen spørreundersøkelse publisert på Nordnetbloggen med 127 respondenter. Jeg finner at manglende diversifisering skyldes at noen kun vil kjøpe aksjer de selv har analysert, transaksjonskostnader, at noen ikke ønsker å diversifisere fordi det minsker den allerede lille sjansen for avkastning som er langt høyere enn markedet, at noen ser på risiko som spennende i seg selv, og at noen er opptatt av andre faktorer enn risiko og avkastning. Forklaringene er ikke gjensidig utelukkende, og flere av forklaringene kan være relevante for samme aksjeeier på samme tid. Det er vanskelig å anslå den nøyaktige utbredelsen til hver av forklaringene.

## Abstract

Data from Verdipapirsentralen (the Norwegian central securities depository) and AksjeNorge shows that Norwegian individuals who own Norwegian listed stocks, choose to diversify their stock portfolios only to a small extent. I examine why by interviewing 15 members of Aksjegruppen HiOA and Børsgruppen Aktie, student associations spreading information about the stock market, and through a survey published on Nordnetbloggen with 127 respondents. I find that the lack of diversification is caused by some of the individuals only wanting to buy stocks they have analyzed themselves, transaction costs, that some do not want to diversify because it will reduce the chance of achieving returns considerably higher than the market, that some see risk as exciting on its own, and that some are concerned with other factors than risk and return. These explanations are not mutually exclusive, and several explanations can be true for the same individual at the same time. It is difficult to estimate the exact prevalence of each of the explanations.

## Forord

Denne oppgaven markerer slutten på studiene mine i økonomi og administrasjon hos Handelshøyskolen ved HiOA. Arbeidet har vært utfordrende, spennende og ikke minst lærerikt.

Jeg vil rette en stor takk til Nordnet for hjelp med å skaffe respondenter til spørreundersøkelsen, samt Aksjegruppen HiOA og Børsgruppen Aktie ved BI for hjelp til å komme i kontakt med informanter til intervjuene. Videre vil jeg takke Lene Refvik i AksjeNorge for nyttige svar på mine henvendelser og god informasjon om statistikkene de har publisert. Takk også til Peter Ozsvat Carlsson, Even Petterson og Andreas Emil Hjertaker for verdifulle tilbakemeldinger på spørreundersøkelsen før den ble sendt ut og generell støtte i prosessen. Sist, men ikke minst, vil jeg rette en stor takk til min veileder Einar Belsom ved Handelshøyskolen ved HiOA for konstruktive tilbakemeldinger og interessante diskusjoner under hele prosessen.

Eivind Berge

Oslo, 24.11.2017

# Innholdsfortegnelse

<b>Sammendrag</b> .....	<b>2</b>
<b>Abstract</b> .....	<b>2</b>
<b>Forord</b> .....	<b>3</b>
<b>Innholdsfortegnelse</b> .....	<b>4</b>
<b>1 - Introduksjon</b> .....	<b>5</b>
<b>2 – Tidligere forskning og teoretisk rammeverk</b> .....	<b>7</b>
<i>I hvilken grad har norske privatpersoner diversifisert sine investeringer i enkeltaksjer? ....</i>	<i>7</i>
<i>Utenlandske funn knyttet til manglende diversifisering blant privatpersoner .....</i>	<i>8</i>
<i>Hvorfor burde investorer diversifisere sine investeringer? .....</i>	<i>10</i>
<i>Hva vet vi om hvorfor privatpersoner som eier enkeltaksjer ikke diversifiserer? .....</i>	<i>13</i>
<b>3 - Metode</b> .....	<b>19</b>
<i>Kvalitativ metode</i> .....	<i>20</i>
<i>Kvantitativ metode</i> .....	<i>25</i>
<b>4 – Resultater og diskusjon</b> .....	<b>32</b>
<i>Grad av diversifisering i utvalget</i> .....	<i>33</i>
<i>Generelle holdninger til diversifisering i utvalget .....</i>	<i>36</i>
<i>Forklaring 1 .....</i>	<i>39</i>
<i>Forklaring 2 .....</i>	<i>48</i>
<i>Forklaring 3 .....</i>	<i>52</i>
<i>Forklaring 4 .....</i>	<i>56</i>
<i>Forklaring 5 .....</i>	<i>59</i>
<b>5 – Konklusjon</b> .....	<b>64</b>
<b>Referanser</b> .....	<b>66</b>
<b>Tabeller og figurer</b> .....	<b>68</b>
<b>Vedlegg</b> .....	<b>69</b>
<i>Intervjuguide .....</i>	<i>69</i>
<i>Spørreskjema .....</i>	<i>72</i>

# 1 - Introduksjon

Tall fra Verdipapirsentralen og AksjeNorge viser at norske privatpersoner som er direkte eiere av norske børsnoterte enkeltaksjer diversifiserer sine aksjeporteføljer i liten grad (AksjeNorge 2017b). 55% eier aksjer i kun ett selskap. Av de som eier aksjer i flere enn ett selskap, eier 31,5% av kvinnene og 37,7% av mennene mellom 2 og 5 forskjellige selskaper. Dette innebærer et stort potensiale for risikoreduksjon. Lite diversifisering blant privatpersoner er også dokumentert i utenlandske studier. Manglende diversifisering er inkonsistent med moderne porteføljeteori som predikerer at alle investorer vil diversifisere, og denne forskjellen mellom teori og empiri omtales i litteraturen som "the diversification puzzle" (Statman 2004a).

Adferdsporteføljeteori (Behavioral Portfolio Theory) foreslår at manglende diversifisering blant privatpersoner skyldes at de deler investeringene sine opp i lag (Shefrin og Statman 2000). De nederste lagene investeres til liten eller ingen risiko for å beskytte mot fattigdom, og de øverste lagene investeres til høy risiko som følge av håp om stor rikdom.

Adferdsporteføljeteori presenterer viktige forklaringer på manglende diversifisering, men gir ingen fullstendig forståelse av holdningene og mekanismene som ligger bak den observerte adferden.

I denne oppgaven undersøkes årsakene til manglende diversifisering blant privatpersoner i en norsk kontekst. Dette gjøres ved å intervju 15 medlemmer av Aksjegruppen HiOA og Børsguppen Aktie, studentforeninger for aksjeinteresserte, og gjennom en egen spørreundersøkelse publisert på Nordnetbloggen med 127 respondenter. Det er ikke kjent at lignende undersøkelser er foretatt i Norge. Ved å fokusere på aksjeeiernes egne forklaringer og ved å avdekke holdningene bak den observerte adferden bidrar denne oppgaven til å løse "the diversification puzzle".

Følgende problemstilling ligger til grunn for oppgaven:

*Hvorfor har ikke alle norske privatpersoner som er direkte eiere av norske børsnoterte enkeltaksjer diversifisert sine aksjeporteføljer?*

I kapittel 2 presenteres norsk og utenlandsk empiri som påviser manglende diversifisering blant privatpersoner som eier enkeltaksjer, teori som forklarer hvorfor investorer burde

diversifisere sine investeringer, samt tidligere forskning på hvorfor investorer unnlater å diversifisere. I kapittel 3 beskrives metodene som er brukt for å svare på problemstillingen. I kapittel 4 presenteres og diskuteres resultatene, før konklusjonen presenteres i kapittel 5.

## 2 – Tidligere forskning og teoretisk rammeverk

I denne oppgaven benyttes begrepet investor når det refereres til alle former for privatpersoner eller selskaper som kan eie alle former for investerbare eiendeler. Begrepet ”norske privatpersoner som eier enkeltaksjer” benyttes når det refereres til problemstillingens målgruppe. Ordet aksjeeier blir benyttet parallelt som en forkortelse for ”privatpersoner som eier enkeltaksjer”. Med enkeltaksjer menes kun norske børsnoterte aksjer. Aksjer som eies indirekte, for eksempel gjennom holdingselskap, er ikke inkludert. Disse avgrensningene er gjort ettersom statistikken til AksjeNorge har de samme avgrensningene, og dermed blir resultatene i denne oppgaven i større grad sammenlignbare med disse tallene. Begrepet ”antall selskaper” brukes istedenfor ”antall aksjer” hvis det menes antall aksjer i forskjellige selskaper, ettersom for eksempel fem aksjer kan bety fem aksjer i samme selskap. Ved bruk av begrepet ”antall selskaper” menes kun aksjer, ikke obligasjoner, derivater eller andre former for investeringer som er knyttet til enkeltelskaper.

### I hvilken grad har norske privatpersoner diversifisert sine investeringer i enkeltaksjer?

55% av norske privatpersoner som er direkte eiere av norske børsnoterte enkeltaksjer har bare ett selskap i porteføljen (AksjeNorge 2017b). Blant de som eier aksjer i flere enn ett selskap, eier 31,5% av kvinnene og 37,7% av mennene mellom 2 og 5 forskjellige selskaper. Dermed er det bare om lag 16% som eier 6 eller flere forskjellige selskaper. Tallene gjelder kun direkte eierskap i aksjer notert på Oslo Børs eller Oslo Axess, og inkluderer dermed ikke eierskap gjennom fond eller holdingselskaper. Ved utgangen av 2016 var det 357 853 nordmenn som eide slike aksjer, og verdien av disse var på om lag 91 mrd kroner.

Gjennomsnittlig antall selskaper i porteføljene varierer noe med alder, men alle aldersgrupper er lite diversifisert. Aldersvariasjonen fremgår av tabell 2.1. Vi ser at aksjeeierne mellom 60 og 80 år er mest diversifisert, mens de yngste er minst diversifisert. Ettersom det er mulig å ha svært mange selskaper i porteføljen, men ikke færre enn null, er det sannsynlig at noen aksjeeiere drar opp gjennomsnittet. Median antall selskaper i porteføljen ligger dermed sannsynligvis lavere enn gjennomsnittet.

Alder	Gjennomsnittlig antall selskaper i porteføljen per aksjeeier i ulike aldersgrupper
0-17	1,7
18-29	2,2
30-39	2,3
40-49	2,3
50-59	2,4
60-80	2,6
> 80	2,3

*Tabell 2.1 – Antall selskaper i porteføljen etter alder (AksjeNorge 2017b)*

Ettersom andre aktivaklasser, ikke-børsnoterte aksjer, utenlandske aksjer og aksjer eid indirekte ikke er inkludert i tallene vil de totale formuene til disse personene være mer diversifisert enn det som fremkommer i disse tallene. Likevel er statistikken oppsiktsvekkende og avslører et enormt potensial for risikoreduksjon hos de fleste norske aksjeeiere. Blant profesjonelle investorer og personer med store formuer er det vanlig å eie aksjer indirekte, for eksempel gjennom egne investeringsselskaper. Det er dermed sannsynlig at tallene fra AksjeNorge i hovedsak består av personer som har relativt moderate beløp investert direkte i norske børsnoterte enkeltaksjer. 4,1% av verdiene på Oslo Børs er eid av denne gruppen (AksjeNorge 2017a).

### Utenlandske funn knyttet til manglende diversifisering blant privatpersoner

Manglende diversifisering blant privatpersoner er også dokumentert i utenlandske studier. Fra 1991 til 1996 var gjennomsnittlig antall selskaper i amerikanske aksjeporteføljer fire, i følge en studie utført med data fra 40 000 kontoer hos et amerikansk meglerhus (Goetzmann og Kumar 2008). Medianen var tre forskjellige selskaper. Videre viste U.S. Survey of Consumer Finances fra 2001 at median antall selskaper i porteføljen for amerikanske aksjeeiende husholdninger var fire, og 90% av husholdningene eide mindre enn ti forskjellige selskaper (Polkovnichenko 2005). En studie som tok for seg svenske data viste at om lag halvparten av risikoen i privatpersoners aksjeporteføljer skyldtes risiko som stammer fra manglende diversifisering (Campbell 2006). Graden av diversifisering dokumentert i disse studiene



innebærer en relativt stor risikoreduksjon sammenliknet med det dokumenterte norske nivået, men det er fortsatt langt unna full diversifisering.

Også andre former for manglende diversifisering er dokumentert i utenlandske studier. Mange privatpersoner synes å foretrekke selskaper de er godt kjent med (Huberman 2001). Dette kan være selskaper de selv er kunde hos, selskaper som har vært mye i media i det siste eller som har kontorer i nærheten av der de selv bor. En slik tilbøyelighet er også med på å forklare at mange eier få eller ingen utenlandske aksjer, samt at investeringene gjerne er konsentrert til én eller noen få bransjer. At investorer har en tendens til å eie få eller ingen utenlandske investeringer generelt omtales gjerne som home bias (French og Poterba 1991). Det er også dokumentert at privatpersoner velger aksjer som er høyere korrelert enn det man kan forvente hvis aksjene blir plukket helt tilfeldig (Goetzmann og Kumar 2008). Dette innebærer at privatpersoners faktiske valg av aksjer gir mindre diversifisering enn man ville oppnådd ved helt tilfeldig valg av aksjer.

Mange privatpersoner har en stor andel av sin kapital investert i aksjene til egen arbeidsgiver (Benartzi 2001, Meulbroek 2005). For en privatperson gir det å eie aksjene til egen arbeidsgiver enda høyere risiko enn andre former for manglende diversifisering, ettersom en arbeidsgiver i krise kan ramme en ansatts arbeidsinntekt og investeringer samtidig. Et kjent utenlandsk eksempel på dette er de ansatte i Enron, som ved slutten av år 2000 hadde 62% av sparepengene sine investert i selskapets aksjer (Barber og Odean 2013). Da selskapet gikk konkurs i 2001 hadde de ansatte både mistet jobbene og en stor andel av pensjonene sine. Det er estimert at fem millioner amerikanere har mer enn 60% av sparepengene sine investert i aksjene til sin egen arbeidsgiver (Mitchell og Utkus 2003).

En annen gruppe forskere har undersøkt utviklingen i volatiliteten til aksjer mellom 1962 og 1997. Forskningen viser at svingningene i aksjekursene har blitt større i perioden, samtidig som samvariasjonen er blitt mindre (Campbell et al. 2001). Dermed har fordelene ved diversifisering økt de senere årene, uten at det synes å ha hatt nevneverdig innvirkning på adferden til privatpersoner.

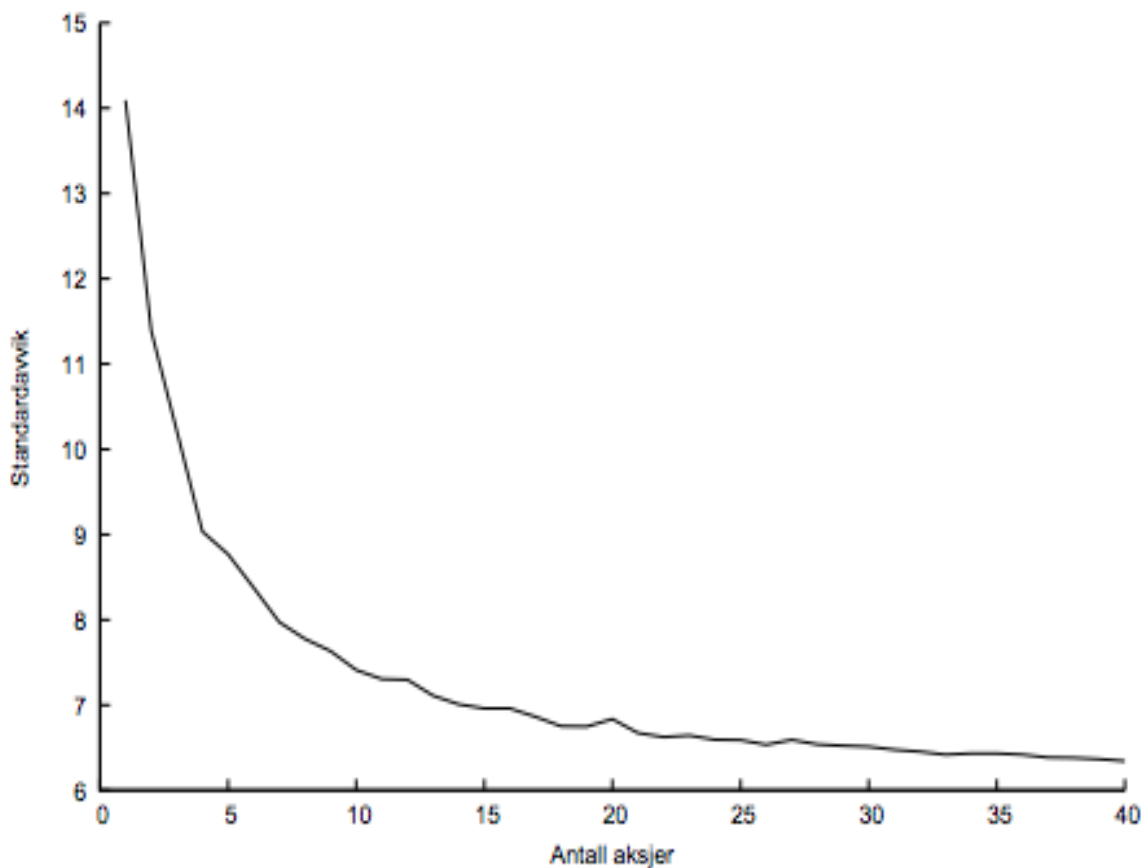
## Hvorfor burde investorer diversifisere sine investeringer?

Det korte svaret på hvorfor investorer burde diversifisere sine investeringer er at diversifisering reduserer forventet risiko i porteføljer. Innen finans er det vanlig å skille mellom systematisk og usystematisk risiko. Usystematisk risiko er risiko som skyldes svingninger i prisen på den enkelte eiendel i en portefølje. Systematisk risiko er svingninger som påvirker et helt marked, og systematisk risiko kalles dermed også ikke-diversifiserbar risiko eller markedsrisiko.

Hvis kapitalen man ønsker å investere spres over et stort antall eiendeler synker porteføljens samlede forventede risiko fordi den usystematiske risikoen diversifiseres bort. Dette forutsetter at hver enkelt eiendel ikke er perfekt korrelert, og lavere korrelasjon mellom eiendelene øker effekten av diversifisering. Hvis en eiendel øker i verdi kan manglende samvariasjon innebære at en annen eiendel i porteføljen faller i verdi, beholder samme verdi eller øker mindre enn den første eiendelen. Over tid fører dette til at variasjonen i porteføljens avkastning blir lavere enn variasjonen i eiendelenes avkastning hver for seg, samtidig som investorene beholder en avkastning lik det vektete gjennomsnittet av eiendelenes avkastning. Markedsrisikoen er det vanskeligere å bli kvitt, ettersom det eksisterer noen brede risikofaktorer i økonomien som påvirker nær sagt alle eiendeler i et marked, dog i forskjellig grad. Eksempler på slike risikofaktorer er rente, inflasjon og kjøpekraft.

Denne enkle innsikten har også blitt undersøkt empirisk. En undersøkelse gjort på aksjer notert på New York-børsen viste at gjennomsnittlig årlig standardavvik for porteføljer bestående av kun ett selskap var 49,2% (Statman 1987). Ved å øke antall selskaper i porteføljen falt det realiserede standardavviket, og det laveste standardavviket som ble oppnådd kun ved å øke antall selskaper var 19.2%.

En tilsvarende studie har også blitt gjennomført i Norge (Ødegaard 2006). For aksjer notert på Oslo Børs i perioden 1980-2004 var gjennomsnittlig månedlig standardavvik 14,1% for porteføljer bestående av kun ett selskap. Om antall selskaper i porteføljen ble økt til 40 sank det månedlige realiserede standardavviket til 6,3%. Figur 2.1 viser denne sammenhengen mellom realisert standardavvik og antall aksjer i porteføljen.



Figur 2.1 – Sammenheng mellom antall aksjer og standardavvik for porteføljer på Oslo Børs (Ødegaard 2006)

Risiko må sees i sammenheng med avkastning. En grunnleggende forutsetning i finans er at investorer er risikoaverse, hvilket innebærer at de må kompenseres med høyere forventet avkastning for å ta på seg ekstra risiko. Vi kan også tenke oss risikosøkende investorer, som krever høyere forventet avkastning for å akseptere lavere risiko.

I følge moderne porteføljeteori bør alle investere i den samme porteføljen med risikable eiendeler (Markowitz 1952a). Det eneste valget den enkelte investor må ta er å bestemme hvor mye kapital han vil investere i den risikable porteføljen, og hvor mye han vil investere til risikofri rente. Investorer som ønsker høyere avkastning, og som er villige til å ta på seg høyere risiko for å oppnå dette burde ikke unnlate å diversifisere sine investeringer, da dette er ineffisient, men heller investere en større andel av sin kapital i den risikable porteføljen. Ved å låne kan andelen investert i den risikable porteføljen økes til over 1 om investoren ønsker dette. Ved at alle investerer i den samme risikable porteføljen maksimeres Sharpe ratio, altså forholdet mellom risikopremien til den risikable porteføljen og standardavviket til

risikopremien. Sharpe ratio er lik helningen til Capital Allocation Line (CAL), linjen som i en grafisk representasjon av modellen representerer alle kombinasjoner av risiko og avkastning som er tilgjengelige for investorer.

Å utlede hvor stor andel som bør investeres i hver av universets tilgjengelige investeringer er i følge moderne porteføljeteori et rent teknisk anliggende, og optimeres basert på et sett med forventede avkastninger, varianser og kovarianser. At oppgaven med å konstruere en portefølje kan deles i to – en teknisk del som innebærer å finne den optimale risikable portefølje – og en vurderingsdel der den enkelte investor vurderer sin grad av risikoaversjon, omtales som separasjonsprinsippet (Tobin 1958). Det anerkjennes at forskjellige investorer i virkeligheten vil komme fram til forskjellige forventede avkastninger, varianser og kovarianser, og at dette i praksis vil gi forskjellige optimale risikable porteføljer.

Et mer praktisk orientert alternativ til moderne porteføljeteori kalt single-index model forutsetter at markedsrisikoen kan representeres ved en bred aksjeindeks, for eksempel S&P 500 i USA eller OSEBX i Norge. Dette minsker antall inputs (forventede avkastninger, varianser og kovarianser) som må til for å utføre porteføljeoptimaliseringen. Både moderne porteføljeteori og single-index model predikerer at diversifisering er det eneste effisiente alternativet for investorer, ettersom å ikke diversifisere gir lavere Sharpe ratio. Eller om du vil, lavere avkastning for en gitt risiko, eller høyere risiko for en gitt avkastning. Å ikke diversifisere vil derfor være irrasjonelt for risikoaverse investorer.

Kapitalverdimodellen predikerer også at alle investorer vil diversifisere sine investeringer. Den forutsetter at alle investorer har like forventninger til den framtidige prisutviklingen til alle eiendeler, og predikerer at alle investorer vil eie markedsporteføljen, som består av alle tilgjengelige eiendeler i økonomien. Med andre ord, full diversifisering.

## Hva vet vi om hvorfor privatpersoner som eier enkeltaksjer ikke diversifiserer?

Den første åpenbare grunnen til at ikke alle aksjeeiere diversifiserer kan være at de ikke er klar over effekten av diversifisering. En undersøkelse utført av TNS Gallup på oppdrag fra AksjeNorge, Finans Norge, Finansforbundet og Agderforskning viste at selv om nordmenn scorer høyt på finansiell kunnskap, er det tre områder vi kan for lite om (AksjeNorge 2016). Disse tre områdene er inflasjon, rentes rente og diversifisering. Det konkrete spørsmålet knyttet til diversifisering var ”Det er som regel mulig å redusere risiko når man investerer i aksjemarkedet ved at man kjøper flere enkeltaksjer eller investerer i ett eller flere aksjefond.” Svaralternativene var Sant, Usant og Vet ikke. 62% svarte Sant, 31% svarte Vet ikke og 7% svarte Usant. Liknende undersøkelser ble gjort i andre OECD-land, og i for eksempel Frankrike, Litauen, Portugal og Tyrkia visste rundt 75% at Sant er riktig svar. Et flertall av nordmenn vet altså at diversifisering reduserer risiko, men det er likevel en stor andel som ikke er klar over dette.

Et annet spørsmål er hvordan denne kunnskapen er fordelt i befolkningen, henholdsvis mellom aksjeeiere og andre. For at manglende kunnskap skal forklare manglende diversifisering blant aksjeeiere, er man avhengig av at det er aksjeeierne som mangler kunnskap. Hvis det kun er personer som ikke eier aksjer som mangler kunnskap bør dette ha liten påvirkning på aksjeeiernes diversifisering. I en egevalueringssdel i samme undersøkelse vurderte aksjeeiende respondenter sin egen kunnskap om finans som høyere enn de respondentene som oppgav å ikke eie eller ha eid aksjer.

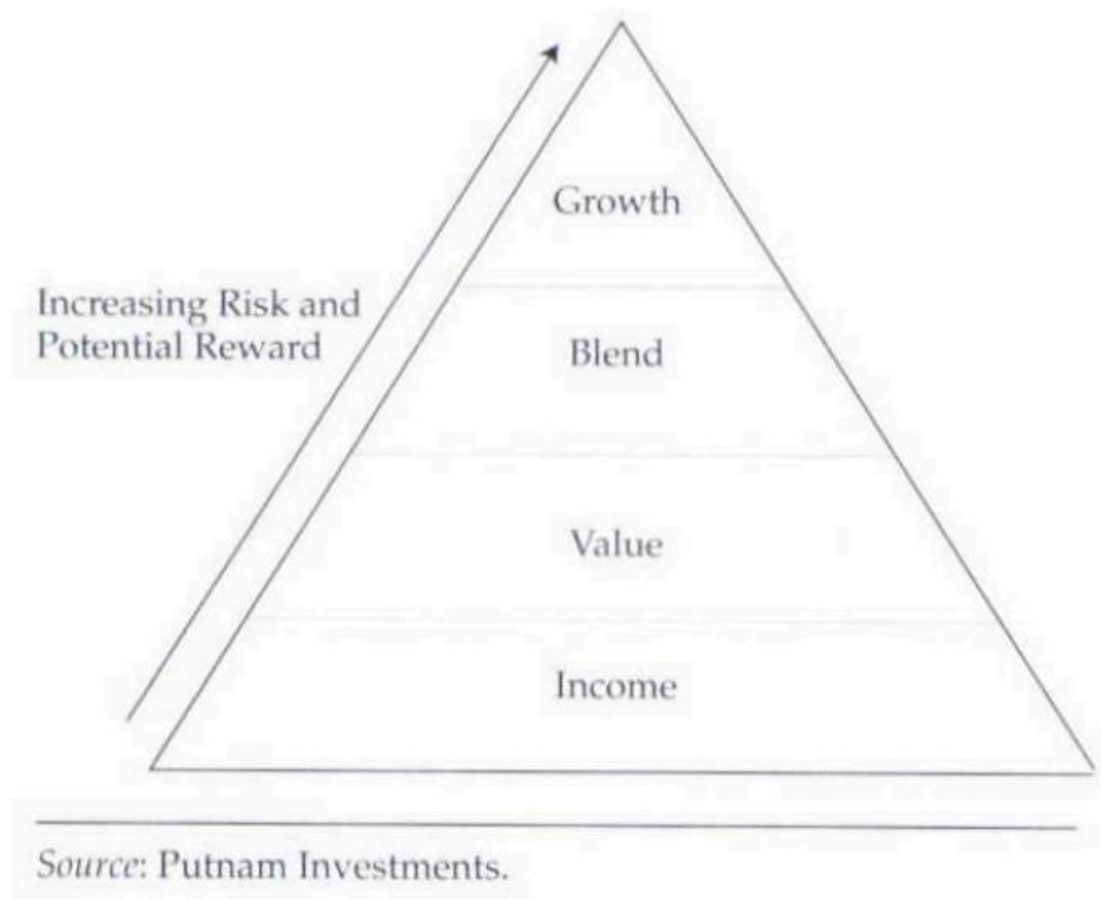
Guiso og Japelli (2008) finner at mangel på finansiell kunnskap blant privatpersoner er korrelert med manglende diversifisering, i en studie basert på italienske data. Diversifisering er i denne studien definert bredere enn i denne oppgaven. I deres studie er diversifisering målt ved en indeks som inkluderer andel investert i aksjemarkedet, antall enkeltaksjer i porteføljen, og antall kategorier av eiendeler (for eksempel enkeltaksjer, fond, eiendom, obligasjoner osv.) De finner også at risikoaverse personer, eldre, samt personer med lav inntekt eller lav utdanning tenderer mot å ha mindre finansiell kunnskap. Interessant nok finner de bare en svak sammenheng mellom faktisk finansiell kunnskap og selvrapportert finansiell kunnskap. En stor andel av respondentene hevdet å kunne mer om finans enn det de faktisk gjorde.

Hibbert, Lawrence og Prakash (2012) finner at privatpersoner med høy kunnskap om finans tenderer mot å spre investeringene sine på flere forskjellige kategorier av eiendeler. Studien er

basert på amerikanske data. De finner også og at slike personer i høyere grad sprer investeringene sine over forskjellige land. Men, samtidig finner de ikke statistisk bevis for at finansiell kunnskap påvirker diversifisering hvis en kun ser på antall selskaper i porteføljen til personer som eier enkeltaksjer direkte.

Selv om manglende finansiell kunnskap skulle vise seg å være korrelert med få selskaper i porteføljen blant norske privatpersoner som eier enkeltaksjer, trenger ikke dette skyldes at de ikke er kjent med at diversifisering reduserer risiko. Sammenhengen kan være indirekte, ved at det er andre essensielle kunnskaper om finans de mangler, og at dette indirekte leder til at de unnlater å diversifisere. Slike sammenhenger kan være teorien om markedseffisiens, eller det faktum at privatpersoner i snitt genererer dårligere avkastning enn markedet, primært fordi de handler for ofte (Odean 1998). Det er mulig å vite at diversifisering reduserer risiko, men fortsatt underdiversifisere, for eksempel hvis dette hensynet blir underordnet andre mål man måtte ha, eller fordi at annen viktig forståelse mangler.

Meir Statman og Hersh Shefrin (2000) har utviklet en teori de kaller adferdsporteføljeteori (Behavioral Portfolio Theory), som kan være med på å forklare manglende diversifisering. Teorien er igjen basert på en gammel observasjon, nemlig at personer som kjøper forsikring ofte også kjøper lotterikuponger (Friedman og Savage 1948). En slik adferd er risikoavers og risikosøkende på samme tid, og står i kontrast til moderne porteføljeteori som kun forutsetter risikoaverse investorer. I følge adferdsporteføljeteori konstruerer privatpersoner sine porteføljer som lagdelte pyramider, der de nederste lagene er størst og investeres til lav eller ingen risiko. Disse lagene er ment å beskytte dem mot fattigdom. De øverste lagene investeres til høy risiko og gir dem en liten men verdsatt sjanse til å oppnå stor rikdom. Statman (2004a) bruker en figur lånt fra investeringsrådgivningen til selskapet Putnam Investments som illustrasjon. Denne er gjengitt i figur 2.2.



Figur 2.2 – Porteføljer som lagdelte pyramider (Statman 2004a).

Figur 2.2. viser at risiko og potensiell (ikke forventet) avkastning øker jo lengre opp i pyramiden man beveger seg. Adferdsporteføljeteori forutsetter at privatpersoner har flere grader av risikoaversjon eller risikosøken samtidig. Med den øverste delen av pyramiden engasjerer de seg i pengespill med negativ forventet avkastning, som lotto, eller de investerer i ikke-diversifiserte porteføljer med enkeltaksjer. Grunnlaget for dette er investorenes ambisjoner om stor rikdom, ikke et ønske om risiko i seg selv. Både pengespill og underdiversifisering er inkonsistent med moderne porteføljeteori, men forekommer likevel, og er i følge Statman (2004) konsistent med adferdsporteføljeteori. Meir Statman har nylig gitt ut en bok med navn *Finance for Normal People: How Investors and Markets Behave* (2017) som bygger videre på hans adferdsporteføljeteori og samtidig utvider dette perspektivet til andre sider av privatpersoners økonomiske hverdag.

Måten privatpersoner deler porteføljene sine opp i lag i adferdsporteføljeteori er hentet fra måten Kahneman og Tversky (1979) benytter fenomenet mental accounting i sin prospektteori. Personene tenker på lagene separat, og har separate holdninger til risiko for de

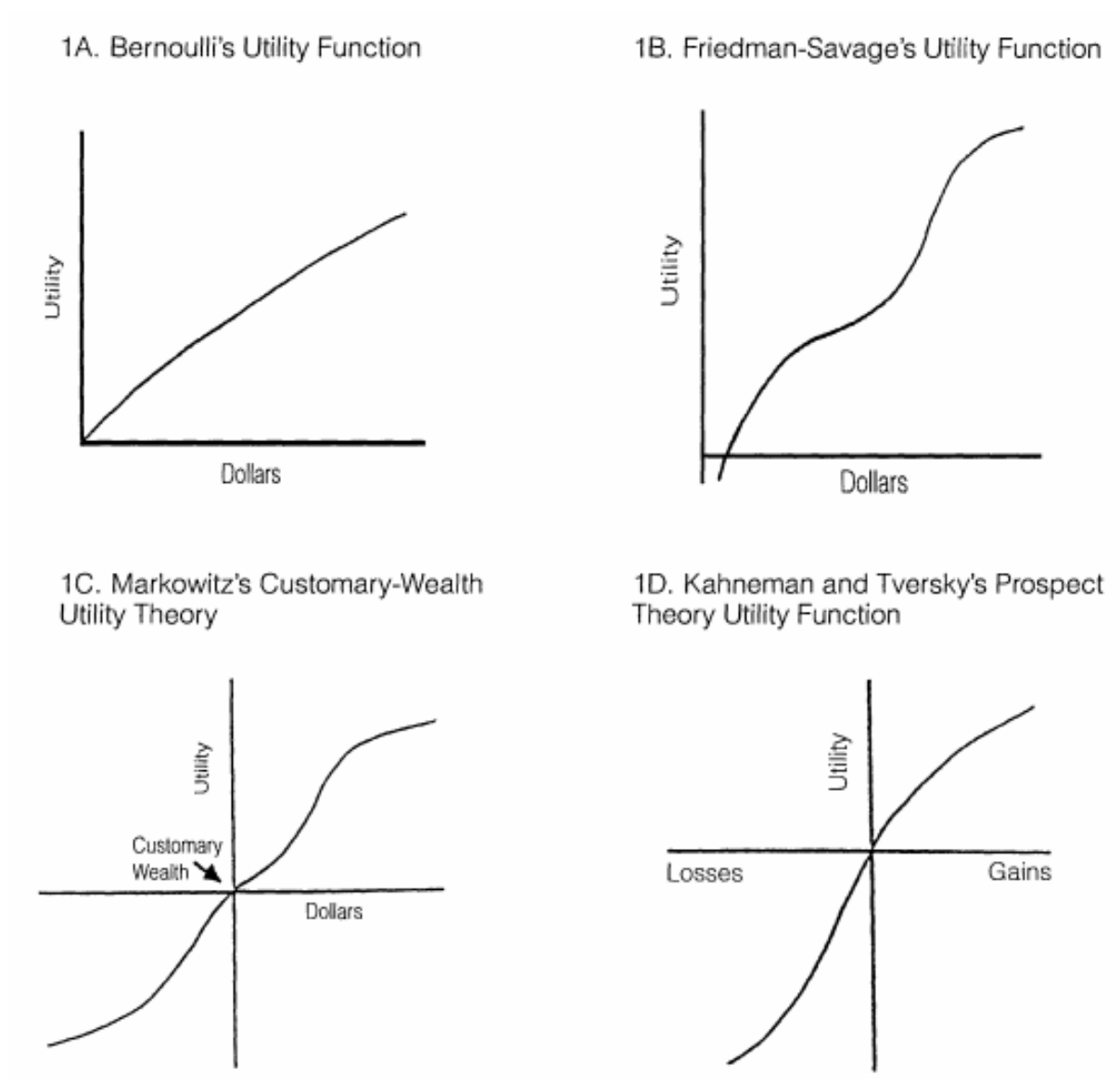
forskjellige lagene. Prospektteori introduserte også en ny måte å beskrive investorers nyttefunksjoner. Nytte knytter seg her til relativ velstand, altså tap eller gevinst, istedenfor absolutte nivåer av velstand. Nyttefunksjonen i prospektteori er konkav for gevinst og konveks for tap, men innehar også et knekkpunkt i overgangen mellom gevinst og tap, slik at nyttetapet ved et lite økonomisk tap er større enn nyttegevinsten ved en liten økonomisk gevinst.

Betydningen av relativ velstand kan bidra til å forklare at investorer med mye kapital tar minst like mye risiko som investorer med mindre kapital. Etter å ha opplevd stor gevinst endrer investorene holdning en kort stund, men går deretter tilbake til å fokusere på relativ velstand, slik at de igjen blir minst like interessert i å ta risiko som før de opplevde stor gevinst. Prospektteori kan også knyttes til den såkalte ankringseffekten, altså at personer generelt har en tendens til å vurdere størrelser relativt framfor absolutt. Et eksempel på dette er en person som kjøper en aksje, og som senere vurderer om han skal selge denne aksjen basert på om han så langt har opplevd god eller dårlig avkastning. ”Ankeret” blir da prisen som aksjene ble kjøpt for. Ideelt sett burde personen kun vurdert utsiktene til fremtidig avkastning og risiko, mens historisk avkastning burde være irrelevant.

I 1952, altså bare fire år etter Friedman og Savage sin observasjon om investorers kontrasterende kjøp av forsikring og lotterikuponger skrev Harry Markowitz to artikler. Disse var ”The Utility of Wealth” (1952b) der han bygde videre på rammeverket til Friedman og Savage (1948), og ”Portfolio Selection” (1952a) der han utviklet moderne porteføljeteori. I den førstnevnte artikkelen introduserte han en nyttefunksjon som først er konveks og så konkav på tapssiden, og tilsvarende først konveks og så konkav på gevinstsiden.

Dette arbeidet ble senere videreført da man utforsket matematisk hvordan investorer med slike nyttefunksjoner vil tilpasse porteføljene sine i forskjellige situasjoner (Egozcue et al. 2011). De finner at det kan være optimalt for slike investorer å underdiversifisere, avhengig av investorenes følsomhet for tap og gevinst. Når følsomheten for gevinst og tap er identisk vil investorene være indifferente i spørsmålet om de skal diversifisere eller ikke. De nevnte nyttefunksjonene, samt den klassiske nyttefunksjonen med avtagende grensenytte og nyttefunksjonen foreslått av Friedman og Savage (1948), er gjengitt i figur 2.3.





Figur 2.3 – Utvikling i fremstillingen av investorers nyttefunksjon, hentet fra Statman & Shefrin (2000), originalt Lopes (1987)

Både adferdsporteføljeteori og rammeverket introdusert av Markowitz i "The Utility of Wealth" (1952b) tilbyr altså delvise forklaringer på "the diversification puzzle" (Statman 2004a). Begge rammeverkene har, i likhet med moderne porteføljeteori, teoretiske forutsetninger som forenkler menneskets adferd, hovedsakelig innført i et forsøk på å samle all observert adferd på området i ett internt konsistent rammeverk. Utviklingen har vært drevet av søken etter den kombinasjonen av modellforutsetninger som i minst mulig grad forenkler menneskets faktiske tenkemåte.

På tross av utviklingen er ikke "the diversification puzzle" fullstendig løst, og det er i hovedsak moderne porteføljeteori som har forblitt rådende som rammeverk for å forklare

konstruksjon av porteføljer. Dette på tross av at rammeverket på ingen måte forklarer det omfanget av manglende diversifisering som er observert blant privatpersoner. En grunn til dette kan være at modellen presenteres normativt, et rammeverk som viser hva investorer burde gjøre, ikke hva de faktisk gjør. Dog skriver Markowitz selv i en fotnote i artikkelen om sitt alternative rammeverk, "The Utility of Wealth" (1952b), at "... we seek a hypothesis to explain behavior, not a moral principle by which to judge behavior." Dette peker mot at intensjonen bak rammeverkene ikke var normativ, selv om de kan benyttes slik av andre.

At økonomer henter kunnskap fra atferdspsykologi for å forklare fenomener i finans, slik Statman og Shefrin har gjort med adferdsporteføljeteori, er ikke begrenset til spørsmålet om hvordan investorer setter sammen sine porteføljer. Fenomenet har gitt navn til fagfeltet adferdsfinans, som igjen er en del av det større fagfeltet adferdsøkonomi. En lang rekke forskningsresultater har de siste årene vist at menneskelig adferd skiller seg betydelig fra ideen om homo economicus, perfekt rasjonelle mennesker som maksimerer sin egen nytte i rollen som konsument og profitt i rollen som produsent.

Et kjent funn fra adferdsfinans er at personer viser en tendens til å legge for stor vekt på nylige erfaringer i forhold til eldre erfaringer når de forsøker å predikere framtiden (omtalt som memory bias eller forecasting errors av Kahneman og Tversky (1973)). Slik memory bias kan blant annet føre til for ekstreme prediksjoner, gitt den faktiske usikkerheten i informasjonen man baserer seg på. Videre har personer en tendens til å overvurdere egne evner eller undervurdere usikkerheten i egne prediksjoner (omtalt som overconfidence) (Odean 1998). For stor tro på egne evner fører igjen til at spesielt privatpersoner kjøper og selger aksjer for ofte. Overconfidence kan også være med på å forklare at aktiv forvaltning velges oftere enn passiv forvaltning. Ved for stor tro på egne evner til å finne feilprisede investeringer eller evnen til å velge det riktige aktivt forvaltede fondet blir aktiv forvaltning det foretrukne alternativet, selv hvis passiv forvaltning kan gi minst like gode resultater.

Videre forskning har vist at personer i blant er for trege til å oppdatere sitt syn i møte med ny kunnskap (Bodie, Kane og Marcus 2014, 390), og at de er for raske til å trekke slutninger om en større populasjon basert på små utvalg (Chopra, Lakonishok og Ritter 1992). De er også svært påvirket av måten et budskap presenteres på, ofte kalt framing, (Bodie, Kane og Marcus 2014, 391), eller de angrer mer eller mindre på en dårlig investering avhengig av hvordan beslutningsprosessen foregikk (De Bondt og Thaler 1987).

### 3 - Metode

Både kvalitativ og kvantitativ metode ble benyttet for å svare på problemstillingen. Den kvalitative datainnsamlingen besto av 15 intervjuer, og den kvantitative besto av en spørreundersøkelse med 127 respondenter. Prosjektet har i stor grad vært en iterativ prosess, der både problemstillingens nøyaktige formulering og valg av metode har blitt oppdatert i løpet av prosessen.

Ettersom problemstillingen spør *hvorfor* noe er tilfelle, var det ønskelig å benytte intervjuer. Intervjuer gir mulighet til å stille åpne spørsmål, og er godt egnet til å avdekke mekanismer og finne svar man ikke på forhånd kunne se for seg. Selv om problemstillingen tar utgangspunkt i eksisterende teori og empiri er den svært åpen, og søker ikke bare å bekrefte eller avkrefte eksisterende hypoteser. Derfor er intervju en godt egnet datainnsamlingsmetode, og problemstillingens formulering ble delvis valgt nettopp for å utnytte intervjuets mulighet til å svare på åpne spørsmål.

Da intervjuene var gjennomført ble det klart at det ville være nyttig å få mer informasjon om hvor utbredt de forskjellige forklaringene som ble avdekket i intervjuene er. Dette for å få bedre forståelse for hvor viktig hver delforklaring er for å forklare manglende diversifisering. Spørreundersøkelsen ble gjennomført for å forsøke å svare på dette. I dette kapitlet beskrives først den kvalitative delen av prosjektet, og deretter den kvantitative delen.

## Kvalitativ metode

Dette avsnittet beskriver forberedelsene til den kvalitative datainnsamlingen, gjennomføringen av intervjuene, datareduksjon, analyse og fortolkning, og til slutt mulige feilkilder samt resultatenes validitet og reliabilitet.

### *Før intervjuene*

Da informanter skulle velges var det ønskelig å komme i kontakt med personer som på en god måte representerer personene inkludert i statistikken fra AksjeNorge (2017b). Dette var utfordrende fordi gruppen er svært stor og sammensatt. Det finnes få kjennetegn som representerer alle norske privatpersoner som eier enkeltaksjer på en god måte. I kvalitativ forskning er ikke representativitet nødvendigvis et krav i utgangspunktet, men det var ønskelig å unngå alle rekrutteringsstrategier som kunne føre til at relevant informasjon ikke ble samlet inn.

Verdipapirsentralen kjenner identiteten til aksjeeierne som statistikken til AksjeNorge baserer seg på. Det kunne derfor vært teoretisk mulig å komme i kontakt med informanter gjennom dem, men slik informasjon er ikke lett tilgjengelig, og potensielle informanter kunne følt det for konfronterende eller ubehagelig hvis en fremmed ringer og spør om de vil stille til intervju. Istedenfor kontaktet jeg Aksjegruppen HiOA, og jeg fikk tillatelse til å ta direkte kontakt med potensielle informanter per e-post, gjennom dem. Aksjegruppen HiOA er en studentforening ved Høgskolen i Oslo og Akershus som analyserer aksjer og sprer kunnskap om aksjemarkedet til studenter (Aksjegruppen HiOA 2017). Jeg tok også kontakt med Børsgruppen Aktie, som er en lignende studentforening ved BI i Oslo. De forhørte seg selv med foreningens medlemmer om noen kunne tenke seg å stille til intervju, og formidlet deres kontaktinformasjon til meg.

I henvendelsene til potensielle informanter tilbød jeg å spandere en kaffe mot en halvtimes intervju. Jeg vurderte en rolig kafé som et passe formelt sted. Et kontor ble også vurdert men dette kunne stresset situasjonen, samt gi assosiasjoner til jobbintervju eller andre sammenhenger der den som blir intervjuet må prestere. En kafé er også en nøytral og ekstern arena som det er lett å trekke seg fra hvis en informant av en eller annen grunn skulle ønske å avbryte intervjuet. De fleste intervjuene ble derfor gjennomført hos kaffekjeden Espresso House på Holbergs plass i Oslo. Etter avtale ble to av intervjuene gjennomført i lokalene til HiOA i Pilestredet, og ett i lokalene til BI i Nydalen.

### *Gjennomføring av intervjuene*

Det ble gjennomført 15 intervjuer. Utvalgets størrelse ble i noen grad bestemt av responsen på e-postene, siden alle som svarte at de var villige til å stille til intervju ble intervjuet. Det er ikke utenkelig at personene som sa ja kan skille seg fra personene som ikke svarte på måter som gjør at jeg har gått glipp av informasjon, men det er ingen spesielle holdepunkter for det.

Intervjuene kan betegnes som semistrukturerte, og det var på forhånd forberedt en intervjuguide. Denne var lik ved alle intervjuene, og ligger vedlagt til denne rapporten. Semistrukturerte intervjuer gav mulighet til å være sikker på å få stilt visse nøkkelspørsmål, samtidig som jeg ofte avvek fra intervjuguiden, spesielt hvis informanten allerede hadde svart på noen av spørsmålene i tidligere spørsmål. Ofte var det også rom for å stille oppfølgingsspørsmål.

Intervjuguiden har tre hoveddeler. Den første delen begynner med bakgrunnsinformasjon samt generelle spørsmål om informantens tanker om sine investeringer i aksjer. Den andre delen søker å avdekke informantens forhold til risiko generelt, mens den tredje delen inneholdt spørsmål som konkret handler om diversifisering. Denne oppbyggingen med brede spørsmål først og gradvis tilnærming til kjernen av problemstillingen gjorde at vi ble litt kjent på starten av intervjuet, samt at jeg som intervjuer fikk litt mer informasjon om informantens grad av interesse for og kunnskap om aksjeinvesteringer før vi beveget oss inn til kjernen av problemstillingen.

Før intervjuet presenterte jeg alltid meg selv, og fortalte litt om prosjektet og formålet med å gjennomføre intervju. For å unngå å påvirke svarene til informantene unnlot jeg å oppgi den nøyaktige problemstillingen, men informerte om at tema for prosjektet var nordmenns forhold til aksjemarkedet, diversifisering av investeringer og hva som vektlegges av nordmenn som eier aksjer.

Istedenfor å ta opp lyd ble informantens svar notert på egen datamaskin under intervjuene. Hovedgrunnen til dette var faren for at informantene skulle bli stresset av selve lydopptaket. Vi skulle snakke om et tema av til dels ganske teknisk karakter, som for mange fremstår ganske vanskelig. I en slik sammenheng kan det være lett å føle at man ikke må si noe som virker dumt eller som stiller en selv i et dårlig lys. Om man vet at samtalen blir tatt opp kan

dette forsterke slike følelser, selv om man blir forsikret om at opptaket anonymiseres og kun blir brukt i forskningssammenheng. En annen grunn for å notere var at noteringen gav stadige pauser i samtalen som hver varte noen få sekunder. Slike pauser kan potensielt sett være forstyrrende, men istedenfor benyttet de fleste informantene disse pausene til å tenke seg om. Flere av informantene gav uttrykk for at spørsmålene var interessante og de små pausene gav rom for å reflektere ekstra før man svarte. Om jeg avvek fra intervjuguiden noterte jeg både det jeg selv sa og det informanten sa. Rett etter hvert intervju gikk jeg gjennom notatene og rettet feil i min egen notering.

### *Datareduksjon, analyse og fortolkning*

Analysen av dataene skjedde i to deler. Den første delen skjedde i dagene etter det siste intervjuet, og ble i hovedsak gjennomført for å avgjøre hvordan spørreskjemaet burde utformes. For å kunne svare på problemstillingen på best mulig måte var det avgjørende at spørreskjemaet bygde på intervjuene, slik at det kunne være egnet til å si noe om hvor vanlige de forskjellige holdningene som ble avdekket er i et større utvalg. Den første delen av analysen ble gjennomført ved at alle notatene ble lest gjennom nøye, og alle sitater som kunne bidra til å svare på problemstillingen ble markert. Mengden data ble dermed redusert ved at videre analyse primært ble basert på de markerte sitatene. Deretter ble disse sitatene ordnet i nye dokumenter. En tverrsnittsbasert inndeling av data ble foretatt ved at sitatene ble indeksert etter hvilket undertema hvert sitat tilhørte (Johannessen, Christoffersen og Tufte 2011, 188). Jeg eksperimenterte med en rekke kategoriseringer og vinklinger før jeg kom fram til noen hovedpunkter som spørreundersøkelsen skulle baseres på. Den andre delen av analysen foregikk på et senere tidspunkt, samtidig med rapportskrivningen. Her ble de sitatene som bidro mest til å illustrere hver forklaring på underdiversifisering valgt ut.

### *Feilkilder, validitet og reliabilitet*

Kvalitet i kvalitative forskningsprosjekter kan vurderes ved å analysere resultatenes pålitelighet (reliabilitet), troverdighet (begrepsvaliditet), overførbarhet (ekstern validitet) og bekreftbarhet (objektivitet) (Johannessen, Christoffersen og Tufte 2011, 243, originalt Lincoln og Guba (1985)).

Reliabiliteten til *kvantitative* resultater utgjør nøyaktigheten i målingene. Ved bruk av kvalitativ metode der jeg selv er intervjuer forsvinner i stor grad grunnlaget for denne typen reliabilitet. Datainnsamlingen, analysen og tolkningen vil naturlig være noe påvirket av at det

er jeg som har gjennomført den. Likevel er reliabiliteten forsøkt styrket ved å være helt åpen i de foregående avsnittene om hvordan intervjuene er gjennomført, og hvordan jeg har tenkt når jeg har analysert og fortolket resultatene.

Sannsynligvis har de kvalitative resultatene generelt god validitet, definert som i hvilken grad resultatene representerer virkeligheten og reflekterer formålet med studien (Johannessen, Christoffersen og Tufte 2011, 244). Intervjusituasjonen var avslappet og konstruktiv. Alle informantene virket vennlig innstilt mot prosjektet, og interesserte i å gi ærlige og gode svar. Likevel finnes to utfordringer for validiteten, og disse er intervju effekt og klassifiseringsskjevhet.

Noen av informantene kan ha blitt påvirket av meg som intervjuer. Jeg fikk en slags autoritet ved å presentere meg som masterstudent, som gjorde at noen av informantene virket redde for å svare ”feil”. Andre informanter virket ikke påvirket av dette. Jeg valgte bevisst å ikke gå i noen form for faglig diskusjon med informantene, men kun forholde meg nøytral til det som ble sagt.

Klassifiseringsskjevhet innebærer at informantene som er med i en undersøkelse ikke er de som er best egnet til å belyse problemstillingen (Johannessen, Christoffersen og Tufte 2011, 245). Rekrutteringsstrategien var alt i alt vellykket, men ikke perfekt. De fleste informantene var studenter ved HiOA eller BI mellom 20 og 25 år. Den eldste informanten var 38 år gammel og den yngste var 20 år gammel. Noen var tidligere studenter som var i arbeid da jeg intervjuet dem. Blant informantene var det to kvinner og tretten menn. Aldersspennet er dermed lite, og det er få kvinner.

Felles for alle informantene er at de selv har meldt seg inn i en studentforening for personer som har lyst til å lære mer om aksjer. De har altså en eller annen grad av interesse for temaet. En overvekt av informantene hadde også en form for økonomisk-administrativ utdanning. Som tidligere nevnt er ikke representativitet nødvendigvis en forutsetning ved utvelgelse av informanter til kvalitative intervjuer, men det kan ikke utelukkes at jeg har gått glipp av informasjon som følge av at informantene er for like. Det kan være at aksjeeiere som melder seg inn i denne typen foreninger har andre syn på diversifisering enn aksjeeiere som ikke gjør det. Det er også absolutt grunn til å tro at økonomisk-administrativ utdanning påvirker synet på diversifisering, selv om det bare var om lag halvparten av informantene som hadde dette.

Slik utdanning inneholder fag der man lærer om diversifisering i porteføljer. Det er også mulig at kjønns- eller alderssammensetningen har påvirket svarene. Nøyaktig om og hvordan rekrutteringsstrategien har påvirket de kvalitative resultatene er vanskelig å vite sikkert, men det kan ikke utelukkes at den har det.

Overførbarhet kan sees på som hvorvidt resultatene kan overføres til liknende fenomener, og dreier seg om hvorvidt det lykkes å etablere beskrivelser, begreper, fortolkninger og forklaringer som er nyttige på andre områder enn det som studeres (Johannessen, Christoffersen og Tufte 2011, 248). Både problemstillingen og resultatene begrenser seg til norske aksjeeiere, men forklaringene kan sannsynligvis overføres til aksjeeiere i andre land, spesielt land med finansielle systemer som likner det norske. Resultatene er sannsynligvis ikke direkte overførbare til andre enn privatpersoner som eier enkeltaksjer, for eksempel til profesjonelle fondsforvaltere. Selv om det ikke kan utelukkes at andre har liknende holdninger er det sannsynlig at holdningene påvirkes av utdanning og yrkeserfaring, samt at fond ofte er underlagt investeringsmandater og lovverk som hindrer underdiversifisering. Resultatene kan heller ikke brukes til å forklare manglende diversifisering blant personer som eier ikke-børsnoterte aksjer. Slike eiere kan ofte være påvirket av andre forhold, for eksempel ønsket om å beholde kontroll over et selskap, eller at man har startet selskapet selv, og derfor føler en spesiell tilknytning til firmaet.

Bekreftbarhet kan sees på som i hvilken grad resultatene fra den kvalitative undersøkelsen kan bekreftes av andre forskere gjennom tilsvarende undersøkelser (Johannessen, Christoffersen og Tufte 2011, 249). Sannsynligvis har resultatene generelt god bekreftbarhet. Ved kvalitative undersøkelser er det vanskeligere å oppnå god bekreftbarhet enn i kvantitative, fordi de nøyaktige intervjuene med de samme informantene og de samme spørsmålene ikke kan gjenskapes nøyaktig. Likevel er det sannsynlig at flere av forklaringene ville kommet fram i tilsvarende intervjuer med andre informanter og andre intervjuere. Når det gjelder analysen og tolkningen av resultatene er det ikke til å unngå at den kan ha blitt påvirket av meg og min faglige bakgrunn. Forskere med en annen bakgrunn ville kanskje ikke ha gjort de samme slutningene. En psykologistudent ville kanskje fokusert på andre forhold. Men analysen og tolkningen til en annen masterstudent i økonomi og administrasjon vil sannsynligvis ha store fellestrekk med analysen og fortolkningen i denne oppgaven.



## Kvantitativ metode

Dette avsnittet beskriver forberedelsene til den kvantitative datainnsamlingen, spørreskjemaets oppbygging, analyse, tolkning, samt validitet og reliabilitet for de kvantitative resultatene.

### *Før spørreundersøkelsen*

Personene inkludert i statistikken til AksjeNorge (2017b) kan ansees som populasjonen jeg ønsket ytterligere informasjon om. For å handle aksjer på Oslo Børs må man gå veien om en megler, og jeg bestemte meg derfor for å kontakte en megler for å få hjelp til å nå potensielle respondenter. Jeg sendte e-post til Nordnet, et større svensk nettmeglerhus som også har virksomhet i Norge. Jeg spurte om de ville være behjelpelige med å spre informasjon om undersøkelsen, og fikk positivt svar. Det er grunn til å tro at Nordnet har interesse i å få svar på prosjektets problemstilling, og at vi derfor har sammenfallende interesser. De sa seg villige til å publisere informasjon om undersøkelsen på Nordnetbloggen, et nettsted som publiserer innlegg om forskjellige børsrelaterte temaer. De ville også spre lenker til undersøkelsen i sosiale medier.

For å engasjere flere respondenter ble det reklamert med at jeg ville trekke ut en respondent som ble vinner av et gavekort på kr 500. For å kunne trekke en vinner ble respondentene gitt mulighet til å legge igjen en e-postadresse til slutt i spørreskjemaet. E-postadresser er personopplysninger, og det ble derfor innhentet tillatelse fra Norsk Senter for Forskningsdata til å gjennomføre denne delen av prosjektet. Alle svarene fra undersøkelsen er det kun jeg som student og forsker som har hatt tilgang til, og svarene har til en hver tid vært oppbevart elektronisk med passordbeskyttelse. E-postadressene har vært behandlet separat fra resten av svarene, og de er nå slettet siden vinneren av gavekortet har mottatt premien. En vinner ble trukket ved hjelp av funksjonen TILFELDIG() i Excel, og gavekortet ble sendt til vinneren per e-post. Jeg mottok bekreftelse fra vinneren på at gavekortet var mottatt.

Å oppgi problemstillingen helt nøyaktig til respondentene kunne ha påvirket svarene. Det litt mindre spesifikke ”Holdninger til aksjemarkedet” ble derfor brukt som overskrift inne på selve spørreundersøkelsen og som overskrift i selve innlegget på Nordnetbloggen. Dette er kortere og enklere enn å forklare at undersøkelsen har diversifisering som hovedtema. Det var viktig å ikke ekskludere respondenter ved å bruke et komplekst språk. Overskriften på

Nordnetbloggen var ”Delta i undersøkelse om holdninger til aksjemarkedet og vinn gavekort”. Videre inneholdt innlegget på Nordnetbloggen følgende opplysninger:

Eivind Berge fra Handelshøyskolen ved HiOA skriver masteroppgave om nordmenns holdninger til aksjemarkedet. Delta i undersøkelsen ved å klikke på linken under (åpen for alle), det tar 5-7 min å svare. Hvis du vil kan du legge igjen din mailadresse og delta i trekningen av et gavekort på kr 500 fra dittgavekort.no. Undersøkelsen er anonym, og alle svar behandles konfidensielt.

Undersøkelsen var åpen for alle, selv om det primært var interessant med svar fra aksjeeiere for å svare på problemstillingen. Dette ble løst ved at undersøkelsen ble satt opp dynamisk. Spørsmål 4 (spørreskjema ligger vedlagt) var ” Eier du aksjer i børsnoterte selskaper i dag?” Kun respondenter som svarte ja på dette spørsmålet ble sendt videre til hoveddelen av undersøkelsen. De som svarte nei eller vet ikke ble sendt videre til en separat del der spørsmålene var tilpasset at de ikke eier slike aksjer.

#### *Utforming av spørreskjemaet*

Spørreskjemaet var delt opp i fem deler. Jeg unngikk til en viss grad å kategorisere etter tema, for å legge et mildt press på respondentene til å svare på hvert spørsmål separat. Hadde respondentene blitt konfrontert med at temaet for de neste spørsmålene er ”Holdning til risiko” er det lett å først gjøre seg opp en mening om sin generelle holdning til risiko, og så automatisk se etter de svaralternativene som korresponderer til sin generelle holdning, istedenfor å vurdere hvert spørsmål for seg. Det ble lagt vekt på å utforme entydige spørsmål med uttømmende og gjensidig utelukkende svaralternativer.

Spørreundersøkelsen ble satt opp med obligatoriske spørsmål. Respondentene fikk derfor opp en feilmelding om de forsøkte å gå videre til neste del uten å ha svart på alle spørsmålene. Dette var for å ikke skape hull i resultatene som gjør analysen vanskeligere og resultatene vanskeligere å tolke. Respondenter som ikke fullførte undersøkelsen fikk ikke registrert svarene de avga før de avbrøt. Slike innstillinger kan gi skjevheter i svarene hvis de som avbryter har spesielle kjennetegn som skiller seg fra de som fullfører, men det er ingen spesiell grunn til å anta det i dette tilfellet. Spørsmål som kunne gjøre at mange ville ønske å avbryte undersøkelsen ble selvfølgelig unngått.

Størsteparten av spørreskjemaet består av beskrivende påstander, med to forskjellige typer Likert-skalaer som svaralternativer. Om lag halvparten av påstandene hadde svaralternativene Passer svært dårlig – Passer dårlig – Verken passer eller bommer – Passer godt – Passer svært godt. Den andre halvparten hadde svaralternativene Helt uenig – Litt uenig – Verken enig eller uenig – Litt enig – Helt enig.

Spørsmål i en spørreundersøkelse kan deles inn i tre kategorier (Johannessen, Christoffersen og Tufte 2011, 287):

- hva folk *vet*, altså *kunnskaper*
- hva folk *gjør*, altså *handlinger*
- hva folk *mener*, altså *holdninger*

I tillegg kommer rene faktaspørsmål og bakgrunnsspørsmål som kjønn, alder og utdanning. Det var primært *holdninger* det var ønskelig å avdekke, og i slike situasjoner kan det være lettere å formulere det man lurer på som påstander, istedenfor spørsmål. Femdelte skalaer ble valgt fordi det gir en god avveining mellom å få nøyaktig informasjon, og situasjonen der man ikke klarer å skille svaralternativene fra hverandre. Med femdelte skalaer kan hvert alternativ formuleres med ord, og det gir også mulighet for å inkludere et nøytralt svaralternativ. Et nøytralt svaralternativ ble inkludert fordi det kan tenkes at noen av respondentene ikke har noen mening om en del av påstandene.

Flere teknikker ble benyttet for å unngå at respondentene skulle flokke seg til visse verdier uten at verdien nødvendigvis beskriver virkeligheten. Spør man om hva respondenters *holdninger* er det lett at svarene trekkes i sosialt akseptabel retning. I dette tilfellet var det fare for at respondentene ville svare basert på akademisk baserte tommelfingerregler for investering, som at ”risiko og avkastning henger sammen”, eller ”ikke legg alle eggene i én kurv”, uten at disse tommelfingerreglene faktisk beskriver hvordan de selv tar investeringsbeslutninger. Der det var mulig ble det derfor spurt både om deres *holdninger*, og om deres *handlinger*. Påstanden ”For meg er det viktig å spre aksjeinvesteringene mine på mange forskjellige selskaper” måler respondentenes *holdninger*, mens det lignende spørsmålet ”Hvor mange forskjellige selskaper eier du aksjer i nå?” ber respondentene beskrive en situasjon som har oppstått som følge av deres *handlinger*. Det ble også vekslet mellom nektende og ikke-nektende formuleringer.

Før spørreskjemaet ble publisert ble det sendt til noen utvalgte venner og bekjente, både personer som eier aksjer og personer som ikke eier aksjer. Disse personene gav gode tilbakemeldinger som lot meg rette feil og forbedre spørreskjemaet. Spørreskjemaet ble publisert 12. mai 2017 og siste svar ble mottatt 30. mai 2017.

#### *Analyse og tolkning*

Dataene ble eksportert som en fil fra nettskjemaet, og importert i Microsoft Excel. Her foretok jeg relativt enkel univariat analyse. Pivot-funksjonen ble brukt for å lage frekvenstabeller som viser hvordan respondentenes svar fordeler seg på de forskjellige svaralternativene. For å visualisere dataene brukte jeg den innebygde funksjonen i Excel til å lage diagrammer. Selv om analysen av de kvantitative dataene på mange måter var enklere enn analysen av de kvalitative dataene, er tolkningen minst like komplisert. Svarene må settes inn i en faglig kontekst, og man må til dels utføre kvalifiserte gjetninger om hvordan respondentene har tenkt når de har svart.

#### *Feilkilder, validitet og reliabilitet*

147 respondenter svarte på undersøkelsen. Av disse var det 127 som svarte at de eide enkeltaksjer på svartidspunktet, og som dermed ble sendt videre til hoveddelen av undersøkelsen. Denne oppgaven er basert på svarene fra disse 127 respondentene. Det er i utgangspunktet ønskelig med så stor utvalgsstørrelse som mulig. I praksis ble utvalget bestemt av hvem og hvor mange som valgte å klikke på linkene hos Nordnet og delta i undersøkelsen. Det ble ikke gjennomført noen tilfeldig trekning fra populasjonen. Dette er ikke optimalt, men samtidig å forvente i prosjekter med begrenset tid og ressurser.

Den viktigste trusselen mot validiteten ligger i måten respondentene ble rekruttert på. Respondentene utgjør nesten utelukkende personer som leser Nordnetbloggen eller følger Nordnet i sosiale medier, og det er ikke gitt at denne gruppen representerer alle norske privatpersoner som eier enkeltaksjer. Personer som leser Nordnetbloggen har sannsynligvis interesse for børs og investeringer, og de tar aktivt initiativ for å lære mer om disse temaene. Det er dermed sannsynlig at denne gruppen har større kunnskap om diversifisering enn aksjeeiere som ikke går inn for lære om børs og investeringer.

Det er også sannsynlig at personer som ikke har kjøpt aksjene sine selv, men som for eksempel har arvet dem, fått dem i gave eller fått dem av arbeidsgiver, har mindre kunnskap

om og interesse for aksjeinvesteringer enn personer som selv har tatt et aktivt valg om å kjøpe enkeltaksjer. For å belyse en eventuell skjevhet på dette området ble det på forhånd inkludert et spørsmål om dette i spørreskjemaet, resultatene er gjengitt i figur 3.1.



Figur 3.1 - Spørsmål 5

Et stort flertall av respondentene svarer at de har kjøpt aksjene sine selv. Kun én respondent har fått de av arbeidsgiver, og én respondent har skaffet aksjene som en kombinasjon av de oppgitte alternativene (som følge av avrunding er én prosent lik én respondent i dette tilfellet). Jeg har ikke funnet tilsvarende tall for populasjonen, men det er grunn til å tro at en større andel eier enkeltaksjer som følge av arv, gave eller at de har fått dem av en arbeidsgiver. Alt i alt kan utvalgsstrategien ha ført til at respondentene har mer kunnskap om børs og investeringer enn populasjonen, og det kan ikke utelukkes at dette har påvirket resultatene.

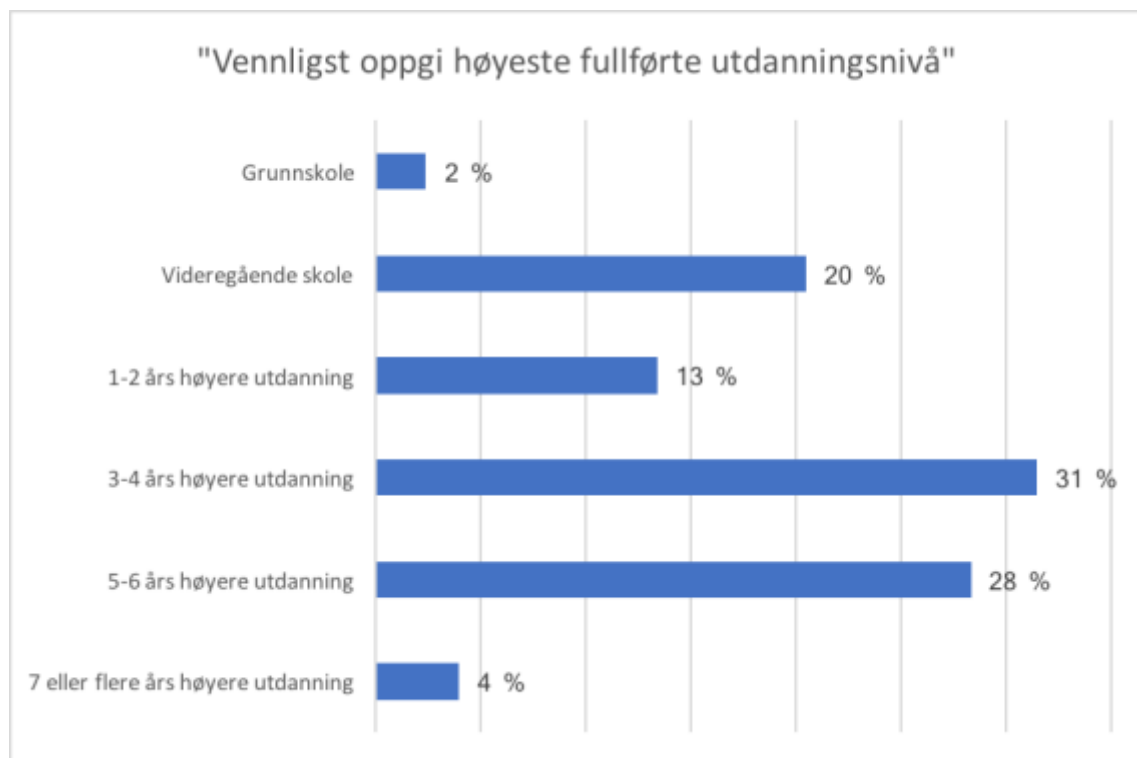
Spørreskjemaet inneholdt spørsmål om respondentenes kjønn, alder og utdanningsnivå. Hvis holdningene som undersøkes varierer systematisk med disse variablene og utvalget avviker fra populasjonen kan dette være en kilde til skjevhet i resultatene. Utvalget kan også avvike fra populasjonen på andre kjennetegn som ikke er kartlagt. Blant respondentene som oppgav å eie enkeltaksjer var 92% menn og 6% var kvinner. 2% ønsket ikke å oppgi kjønn. Rapporten til AksjeNorge (2017b) viser at blant de om lag 357 853 norske privatpersonene

som er direkte eiere av norske børsnoterte enkeltaksjer er 31% kvinner, og 69% menn. Menn er altså kraftig overrepresentert i utvalget. Når det gjelder aldersfordelingen i henholdsvis utvalget og populasjonen er denne gjengitt i tabell 3.1.

Aldersgruppe	Utvalget	Populasjonen (AksjeNorge 2017b)
0-17	0%	1%
18-29	48%	7%
30-39	27%	12%
40-49	13%	17%
50-59	9%	20%
60-80	2%	36%
Over 80	0%	8%

Tabell 3.1 - Aldersfordeling i utvalget og populasjonen

Vi ser at aldersgruppene 18-29 og 30-39 er kraftig overrepresentert i utvalget. Figur 3.2 viser respondentenes oppgitte utdanningsnivå. Jeg har ikke funnet tilsvarende tall for populasjonen.



Figur 3.2 - Spørsmål 3

Alt i alt ser vi at menn mellom 18 og 39 år kraftig overrepresentert i utvalget. Ettersom jeg ikke har funnet tall for utdanningsnivået i populasjonen er det vanskelig å konkludere når det gjelder om utvalget er spesielt godt eller dårlig utdannet. I utgangspunktet ser det ikke ut til at utvalget skiller seg nevneverdig ut på dette området.

For at de dokumenterte kjønns- og aldersavvikene mellom utvalget og populasjonen skal resultere i misvisende resultater ved generalisering fra utvalg til populasjon må variablene i undersøkelsen variere systematisk med nettopp kjønn eller alder. Det er ikke usannsynlig at de gjør det. Den tidligere nevnte forskningen på såkalt overconfidence viser at dette fenomenet er mer fremtredende hos menn enn hos kvinner, samt at menn generelt er mer villig til å ta risiko i aksjemarkedet enn kvinner (Barber og Odean 2001).

For å avdekke om denne kjønnsforskjellen også er tilstede i utvalget kunne det vært interessant å utføre krysstabellanalyse eller regresjon, med noen av spørsmålene som tar opp holdning til risiko eller tro på egne evner som avhengig variabel, og kjønn som forklaringsvariabel. Jeg har likevel valgt å ikke gjennomføre dette. Hovedgrunnen er at utvalget er lite, totalt er det kun syv kvinner som har svart på undersøkelsen og oppgitt at de eier enkeltaksjer. Dermed er det sannsynlig at fordelingen til de kvinnelige respondentene ville blitt et utslag av tilfeldigheter, framfor noe som gir informasjon om systematiske kjønnsforskjeller i utvalget. Den andre grunnen er variabelenes målenivå, som for det meste er ordinalnivå med kun fem mulige verdier.

Det er interessant å merke seg at rapporten til AksjeNorge (2017b) viser at i populasjonen har eldre aksjeeiere større porteføljer i kroner og øre enn de yngre, og de eldre er marginalt mer diversifisert enn de yngre. Menn er litt mer diversifisert enn kvinner, men fortsatt lite diversifisert. Det er usikkert om utvalget har den samme fordelingen.

For å oppsummere er altså unge menn med kunnskap om børs og investeringer overrepresentert i utvalget. At menn er overrepresentert kan føre til at fenomener som overconfidence og risikovilje er for fremtredende i resultatene. Kunnskapen om børs og investeringer kan føre til at utvalget er mer diversifisert enn populasjonen. Det kan også føre til at holdningene deres er mer påvirket av faglig kunnskap enn gjennomsnittet i populasjonen.

## 4 – Resultater og diskusjon

I dette kapitlet presenteres resultatene fra både den kvalitative og den kvantitative datainnsamlingen. Resultatene tolkes og diskuteres i lys av tidligere forskning.

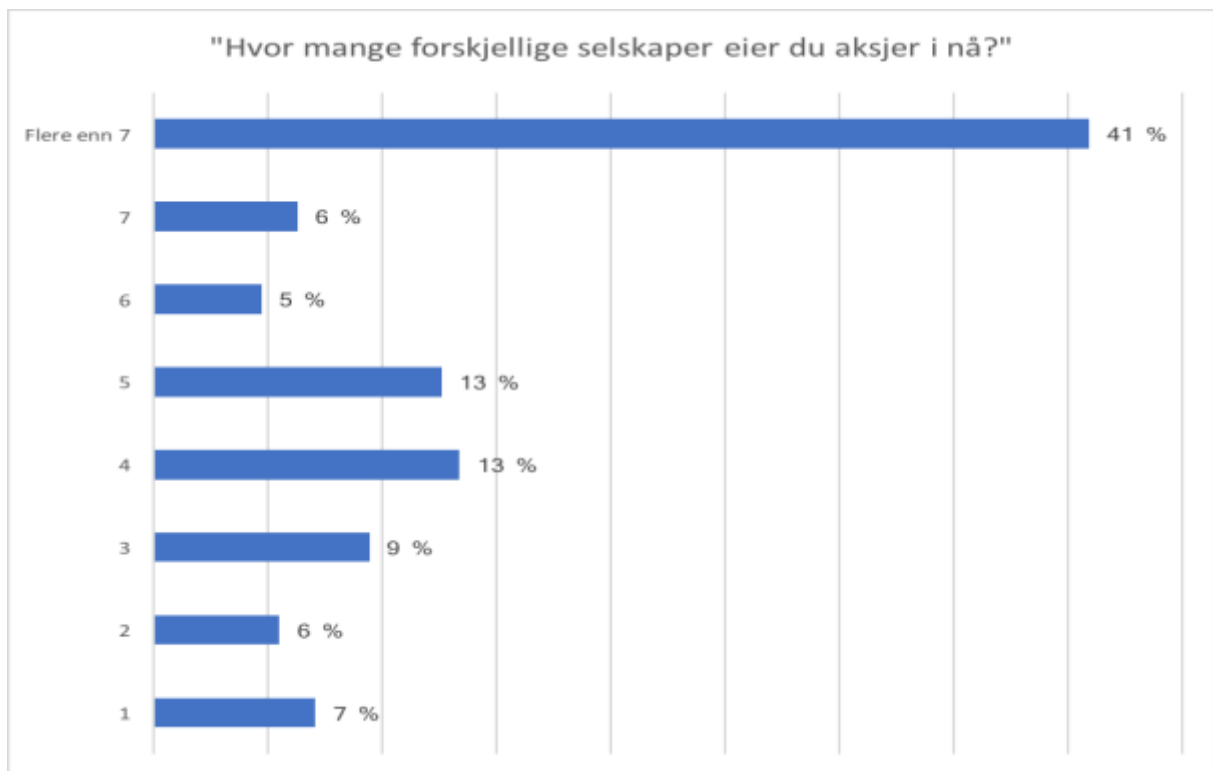
Intervjuresultatene presenteres i form av utvalgte sitater. Resultatene fra spørreundersøkelsen illustreres med liggende stolpediagram som viser hvordan respondentenes svar fordeler seg på de forskjellige verdiene. Fordelingen er som regel oppgitt som prosent av det totale antall svar, og alle prosenttallene er rundet av til heltall. Alle diagrammene har en overskrift som viser spørsmålet ordrett slik det ble stilt i spørreskjemaet, og alle svaralternativene er også gjengitt ordrett. Ingen svaralternativer er utelatt i diagrammene.

Resultatene presenteres tematisk, gruppert under fem forklaringer på manglende diversifisering som alle er med på å svare på problemstillingen. Før de fem forklaringene presenteres skal vi drøfte to andre spesifikke momenter som kom fram i spørreundersøkelsen. Det første momentet er i hvilken grad respondentene oppgir å faktisk ha diversifisert sine aksjeporteføljer, og det andre momentet er generelle holdninger til diversifisering i utvalget.



## Grad av diversifisering i utvalget

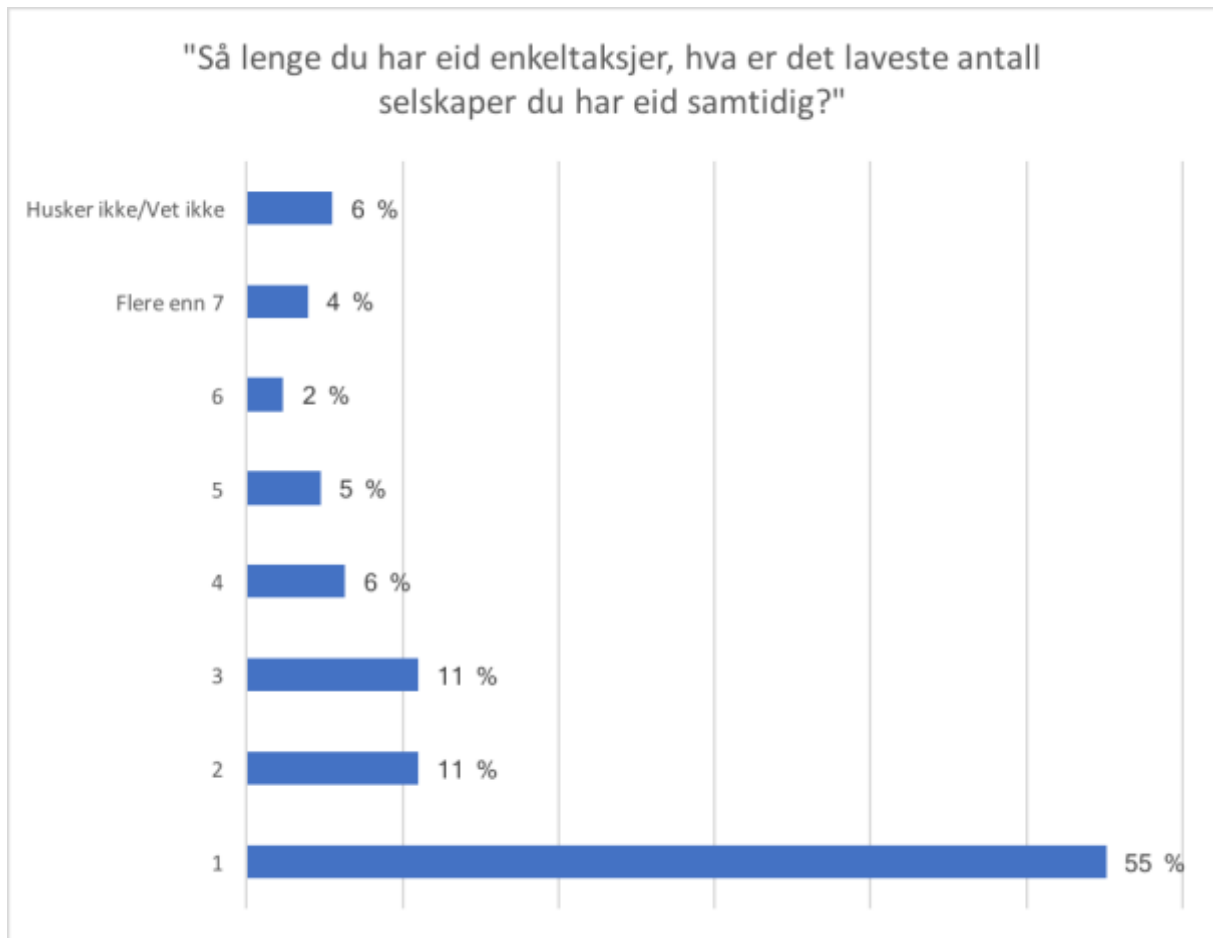
Tidlig i spørreskjemaet ble det inkludert tre spørsmål som måler i hvilken grad respondentene faktisk har diversifisert sine porteføljer med enkeltaksjer. Grad av diversifisering ble her kun målt ved antall forskjellige selskaper i porteføljen. Å avdekke dette er avgjørende for å finne ut i hvilken grad de kvantitative resultatene kan brukes for å forklare manglende diversifisering i populasjonen. De tre spørsmålene har litt forskjellig ordlyd, og måler hvor mange selskaper de eide da de svarte på spørreskjemaet, laveste antall selskaper de har eid, og høyeste antall selskaper de har eid.



Figur 4.1 - Spørsmål 6

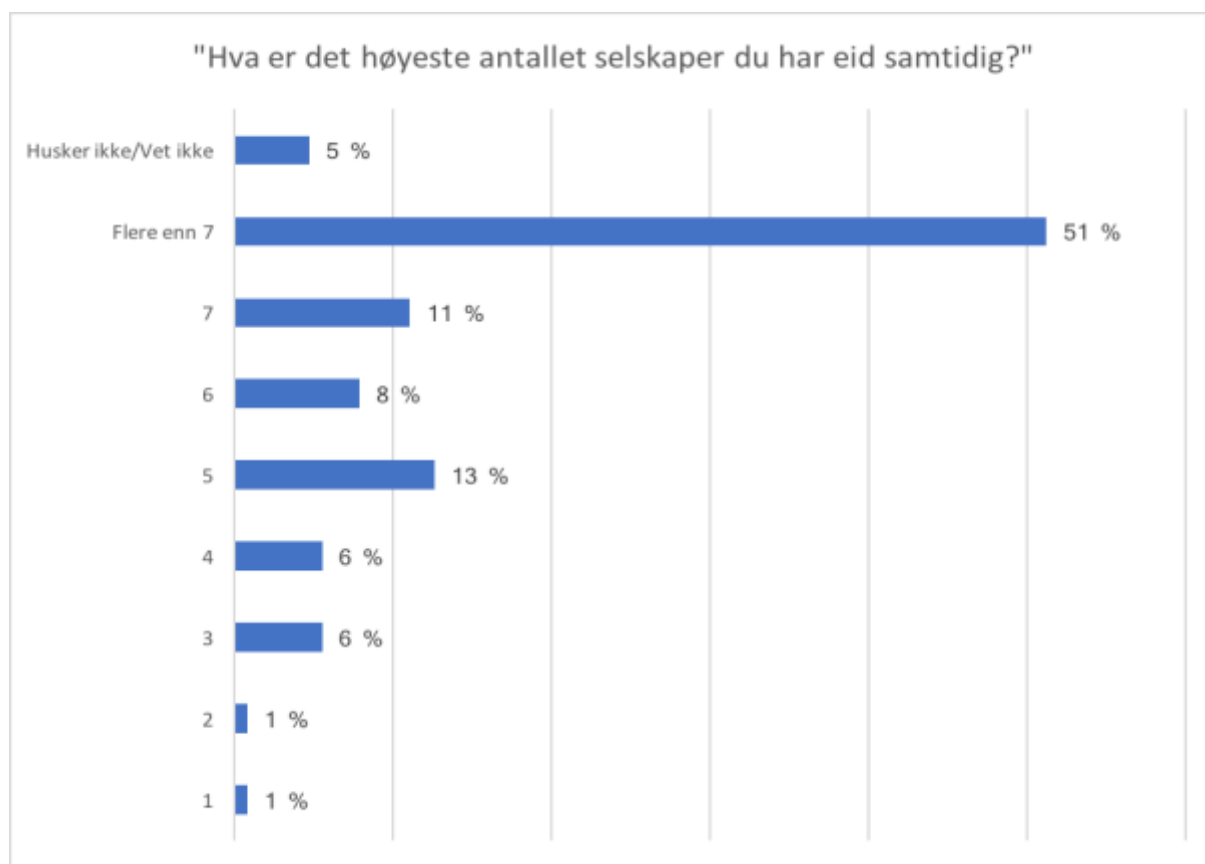
Figur 4.1 viser at respondentene oppgir høyere grad av diversifisering enn det tallene fra AksjeNorge viser. Likevel er de fortsatt relativt lite diversifisert og langt unna det som kan betegnes som full diversifisering. Til sammen eier 59% syv eller færre forskjellige selskaper. Svaralternativet Flere enn 7 ble inkludert fordi det kan tenkes at respondenter som eier mange forskjellige aksjer ikke husker nøyaktig hvor mange de eier. Dessverre ødelegger dette muligheten for å regne ut gjennomsnittlig eller median antall aksjer i investorenes porteføljer, men dette er ikke avgjørende i denne sammenhengen. Sannsynligvis vil noen få ha svært

mange aksjer i porteføljen hvilket bidrar til å dra opp gjennomsnittet, og medianen vil sannsynligvis være lavere.



Figur 4.2 - Spørsmål 7

Figur 4.2 viser at et flertall svarer at det laveste antall selskaper de har eid samtidig er ett, hvilket er mer i tråd med resultatene fra AksjeNorge. Kun 4% svarer at det laveste antallet selskaper de har eid samtidig er flere enn 7. De fleste respondentene har altså på et tidspunkt vært svært lite diversifisert. En svakhet ved formuleringen er at alle aksjeeiere må ha eid kun ett selskap en gang, om så bare fram til man har rukket å kjøpe ett til. Dette kan potensielt være bare minutter etterpå. Spørsmålet er i hovedsak formulert som det er for å holde spørreskjemaet lettest. Likevel gjør svakheten at det finnes rom for tolkning, og det er ikke umulig at noen har svart 1 selv om de for eksempel kjøpte seg inn i flere selskaper allerede samme dag.



*Figur 4.3 - Spørsmål 8*

Spørsmålet i figur 4.3 måler det motsatte av det forrige spørsmålet, og her har et knapt flertall svart at de på et tidspunkt har eid flere enn syv selskaper. Bare én respondent oppgir at det høyeste antallet selskaper han har eid samtidig er én. (Som følge av avrunding utgjør 1% én respondent i dette tilfellet).

Ser man figur 4.1 - 4.3 under ett oppgir altså respondentene høyere grad av diversifisering enn tallene fra AksjeNorge viser, målt i antall forskjellige selskaper de oppgir å eie eller ha eid. Det kan tenkes at dette skyldes mer finansiell kunnskap blant respondentene, som følge av skjevheter i utvalget. Likevel er de relativt lite diversifisert. De fleste er langt mindre diversifisert enn man typisk vil være om man investerer i aksjefond, og selv om noen eier flere enn syv selskaper er en stor andel svært lite diversifisert. Dermed er de følgende kvantitative resultatene likevel relevante for å svare på problemstillingen, selv om graden av diversifisering er høyere i utvalget enn i populasjonen.

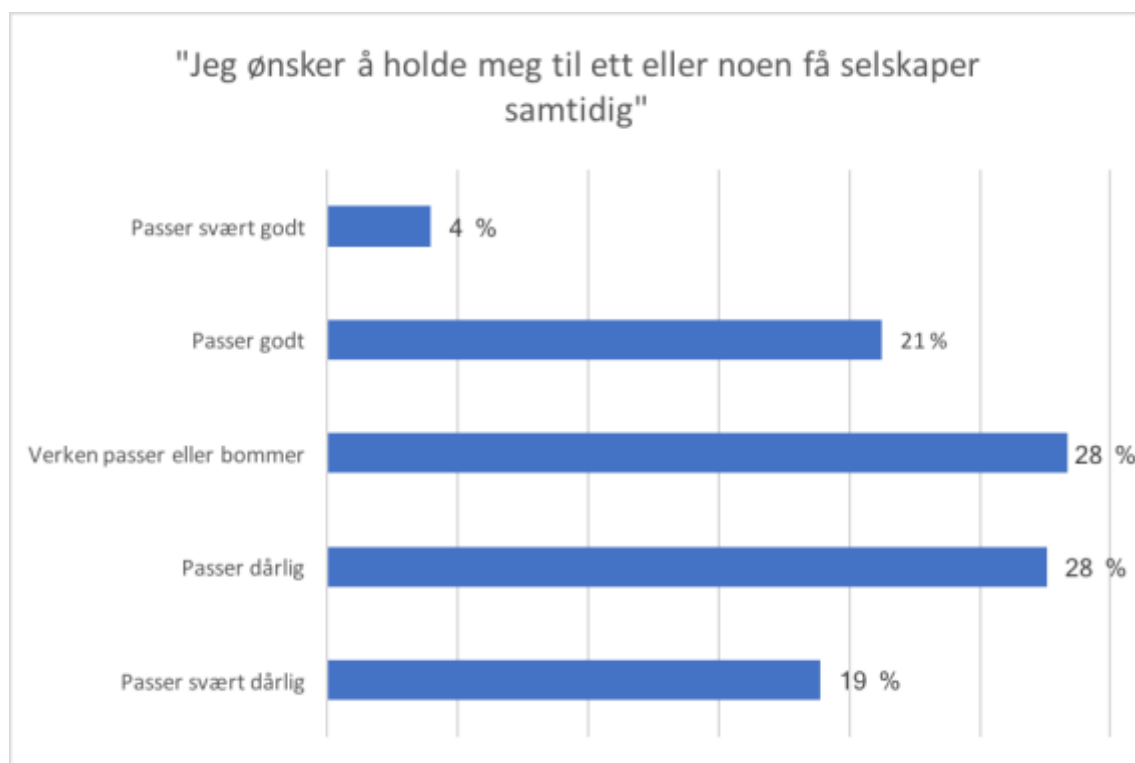
## Generelle holdninger til diversifisering i utvalget

Videre ble det inkludert tre spørsmål som direkte måler respondentenes holdninger til diversifisering.



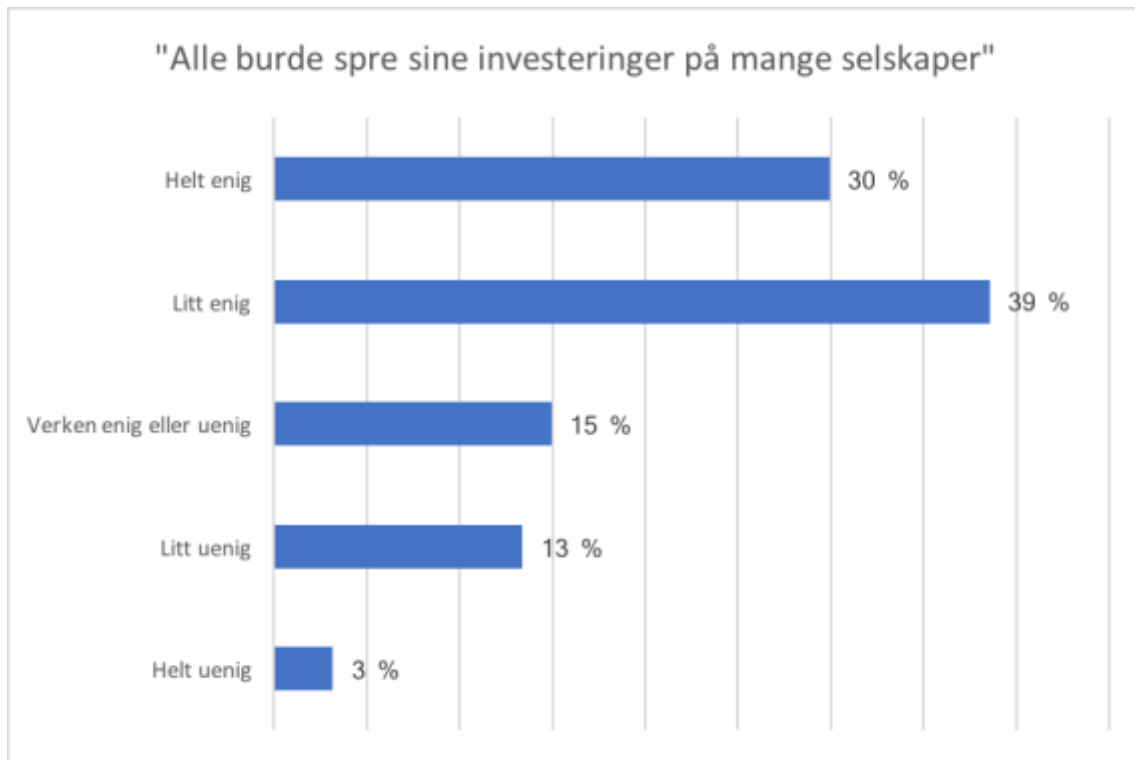
Figur 4.4 - Spørsmål 11

Påstanden i figur 4.4 er knyttet til kjernen av problemstillingen. Til sammen svarer 66% at påstanden passer godt eller svært godt. Man kan diskutere om dette står i kontrast til i hvilken grad de faktisk har diversifisert sine porteføljer. Et flertall svarte at de eide syv eller færre forskjellige selskaper, samtidig har et flertall svart at det er viktig for dem å spre aksjeinvesteringene sine på mange forskjellige selskaper. Siden ”mange” ikke er nøyaktig definert er det vanskelig å trekke slutninger her.



*Figur 4.5 - Spørsmål 12*

Påstanden i figur 4.5 er logisk sett motsatt av påstanden i figur 4.4, og vi ser en nogen lunde motsatt fordeling. Likevel har flere svart Passer godt (21%) på dette spørsmålet enn det antall som svarte Passer dårlig på forrige spørsmål (10%). Generelt er altså litt flere positive til diversifisering om man spør om det er viktig for dem, enn om man spør om de ønsker å holde seg til ett eller noen få selskaper samtidig.



Figur 4.6 - Spørsmål 22

Påstanden i figur 4.6 måler hvorvidt holdningene skifter når man spør om hva alle burde gjøre framfor hva en selv ønsker å gjøre. Påstanden ble inkludert for å belyse om det er en utbredt holdning at en selv ikke trenger å diversifisere, men at det samtidig er å anbefale til andre. Dog er en selv logisk sett inkludert i begrepet "alle", så resultatene må tolkes deretter. Vi ser om lag samme fordeling som i figur 4.4. Figur 4.4 – 4.6 viser altså at respondentene har forskjellig syn på diversifisering. Mange er positive, men en betydelig andel svarer at det ikke er viktig for dem.

I det følgende presenteres undersøkelsens resultater i form av fem forklaringer på manglende diversifisering. Presentasjonen av hver forklaring er delt opp i resultater fra intervjuene og resultater fra spørreundersøkelsen.

## Forklaring 1

*Noen aksjeeiere vil kun kjøpe enkeltaksjer de selv har analysert, og dermed begrenses antall selskaper i porteføljen av at aksjeeiernes analysekapasitet er begrenset.*

### *Resultater fra intervjuene*

De fleste informantene oppgav at de selv alltid hadde gjennomført en eller annen form for analyse før de valgte å kjøpe en aksje. Omfanget av analysen, samt hvordan den ble gjennomført varierte i stor grad. Analysen kunne være så enkel som at man følger med i media og leser nyhetsartikler, og slik gjør seg opp en slags mening om selskapet, eller analysen kunne være mer omfattende. Dog var det ingen som oppgav verdivurdering basert på for eksempel multipler eller diskontert kontantstrøm som en del av analysen. Flere syntes å gjøre analyser som i noen grad vurderer selskapets evne til å generere fremtidig kontantstrøm, uten å samtidig vurdere hvordan denne evnen er verdsatt på børsen. I så fall vil det, selv ved en god analyse, ikke bli vurdert om aksjen faktisk er feilpriset, men kun om selskapet drives godt.

Uansett oppgav de fleste direkte eller indirekte at de benyttet en aktiv investeringsstrategi, til forskjell fra en passiv investeringsstrategi. En aktiv investeringsstrategi innebærer å gjøre aktive valg om hvilke aksjer man skal kjøpe og selge samt når man skal kjøpe og selge, framfor å spre investeringene utover mange aksjer med sikte på å tjene samme avkastning som markedet. For flere virket formålet med denne strategien å være at de ønsket høyest mulig avkastning uavhengig av risiko, og de vurderte den strategien som best egnet for å oppnå det. Noen syntes også å vurdere risikoen knyttet til de forskjellige potensielle investeringene. Aksjer som man mener kan gi ekstraordinær avkastning blir populært kalt "case", og flere av informantene brukte dette begrepet. I det videre vil dette begrepet benyttes for å beskrive slike aksjer. De fleste informantene viste stor tiltro til egne evner knyttet til å finne gode case.

Den aktive investeringsstrategien leder fram til den første forklaringen på manglende diversifisering. Hvis informantene kun vil kjøpe aksjer de selv har analysert og vurdert som gode case, vil antall aksjer i porteføljen begrenses av informantenes begrensede tid til å finne slike case. Flere av informantene oppgav også at de må ha tid til å følge med på selskapet etter at kjøpet er gjort, hvis ikke utsetter de seg for større risiko. Med en slik investeringsstrategi blir antall selskaper i porteføljen ett hvis man har identifisert ett case, eller

ti hvis man har identifisert ti case. Flere av informantene syntes å ha diversifisering som ett av flere hensyn som ble vurdert, men dette hensynet ble underordnet hensynet om å bare velge aksjer man selv har vurdert som gode case. Forklaring 1 går altså ikke ut på at de ikke er kjent med effekten av diversifisering, heller ikke at aksjeeierne ikke ønsker diversifisering i seg selv. Diversifisering sees på som positivt, men hensynet til å bare kjøpe aksjer man selv har analysert veier tyngre.

Mannlig informant (27):

*Har du en investeringsstrategi som lar seg oppsummere? Bruker du for eksempel teknisk analyse eller fundamental analyse?*

Jeg har ingen fast struktur ... Når jeg ser noen muligheter, som kan skje tilfeldig, leser en sak i media eller noen venner snakker om det, så kan jeg bli interessert. Hvis ikke er det mest fond jeg investerer i. Enkeltaksjer investerer jeg kun i når jeg ser muligheter. Med for eksempel Apple ser man at hver gang de slipper en ny modell så går kursen opp. Det ser man liksom. Det var strategien jeg brukte på Funcom også.

Informanten er altså tydelig på at han kun investerer i enkeltaksjer som han selv har vurdert som gode kjøp.

Mannlig informant (35):

*Hvor mye spredning kommer du til å gjøre?*

Jeg kommer til å kjøpe tre aksjer.

*Hvorfor det?*

1 er for risikabelt ... mer enn 3 blir forvirrende. Mer enn 3 blir for mye å følge med på, mye å lese.

Mannlig informant (28):

*Kunne du tenke deg å kjøpe flere aksjer i flere forskjellige selskaper?*

Ja, men det er tiden som er problemet ... Jeg har ikke tid til å sette meg ned og se på det, pga studier.

Det er tydelig at informantene ønsker å analysere aksjene de kjøper til en viss grad. Dermed begrenses antall aksjer i porteføljen av at de ikke har tid til å holde seg oppdatert på mer enn noen få selskaper. Lignende forklaringer ble også oppgitt av andre informanter.



Behovet for å analysere alle aksjekjøp samt eventuelt behovet for å ha tid til å holde seg oppdatert på selskapene når aksjene er kjøpt syntes også å begrense antall utenlandske aksjer i informantenes porteføljer. Dette begrenser den reelle diversifiseringen ytterligere. Språklige, kulturelle eller strukturelle barrierer, samt at norske medier skriver mest om norske selskaper, kan gjøre at det relativt sett blir vanskeligere å holde seg oppdatert på de utenlandske selskapene. Faktisk kunne ingen av informantene tenke seg å kjøpe utenlandske aksjer med mindre de hadde funnet konkrete case i utlandet. Dette kan være én av flere forklaringer på fenomenet home bias (French og Poterba 1991). Selv om internasjonale finansmarkeder knyttes tettere sammen og kurtasjesatsene for handel på tvers av landegrensene blir lavere kan behovet for å analysere alle kjøp være med på å forklare at fenomenet vedvarer.

Kvinnelig informant (27):

*Hvorfor har du valgt å investere i fond framfor enkeltaksjer?*

Skal man investere i enkeltaksjer så må man jo sette seg litt inn i det da, og jeg har ikke tid til det nå utenfor skolen. Men er mulig jeg gjør det senere da, vi får se ...

*Det som tar tid, er det selve handlene eller å følge med?*

Å følge med.

*Hvis du skulle kjøpt enkeltaksjer, kunne du kjøpt utenlandske?*

Nei, jeg har ikke nok kunnskap om det. Så jeg ville begynt i Norge, for der har jeg mest kunnskap.

Mannlig informant (21):

*Har du kjøpt flere aksjer fordi du har sett flere case, eller fordi du ikke ville ha alle pengene i én aksje?*

Litt begge da. Men jeg kjøper ikke med mindre jeg ser en mulighet i et case da. Men det er ikke bare det.

*Ja så hvis jeg forstår deg riktig, så har du kjøpt for eksempel 6 aksjer fordi du har sett 6 case, ikke bare for å ha 6 aksjer liksom?*

Ja, det stemmer.

*La oss si at du ender opp med 6 aksjer da, ser du på det som positivt at du har fått flere, altså flere enn 1-2, eller er det dumt?*

Det ser jeg på som positivt. Men sektor spiller også inn på det, samvariasjonen mellom aksjene liksom. Men generelt, så er jo det å ha flere en bra ting.

*Å kjøpe utenlandske aksjer, er det noe du kunne tenke deg?*

Ikke nå. Men kanskje i framtiden ... Men det ville tatt så mye tid, fordi jeg går litt sånn utenfra og inn. Da måtte jeg først sett på økonomien, og så gjerne på bransjen ... Det ville tatt mye tid.

*Skjønner, så du ville ikke ha kjøpt utenlandske bare for å ha utenlandske liksom?*

Nei, det ville jeg ikke gjort.

*Du føler litt trygghet i å ha analysert selskapet litt, og vite litt hva de driver med liksom?*

Ja, definitivt.

Det siste sitatet viser igjen et eksempel på at diversifisering er ett av flere hensyn som vurderes, men at dette hensynet blir underordnet hensynet til å kun kjøpe aksjer han selv har vurdert som gode case. Informanten ser på det å kjøpe en tilfeldig eller ukjent aksje som noe som vil øke risikoen, uten at han vil få noe igjen for det. Dette gjelder også utenlandske aksjer, og slike aksjer utelates dermed fullstendig fra porteføljen med mindre informanten har identifisert gode case i utlandet.

Noen av informantene viste stor tro på egen evne til å indentifisere gode case samt egen evne til å ”time” markedet, selv ved kun å ha gjennomført helt overfladisk analyse eller nær sagt ingen analyse.

Mannlig informant (27):

*Ser du for deg å kjøpe enkeltaksjer igjen fremover?”*

Jeg kommer nok til å kjøpe enkeltaksjer, ja. Når jeg ser at det er lettjente penger å tjene ganske fort, over en kort periode ... da kommer jeg til å satse på det. For eksempel Norwegian, som søker om flytillatelse til USA nå. Dersom de får søknaden godkjent så kan de tjene mye på det, men hvis de får avslag, så vil ikke kursen gå noe ned.

Kvinnelig informant (24):

*Har du noen strategier for å minske risikoen?*

Altså jeg har ikke satt noen stop-loss på det ... Men hvis det kommer noen dårlige nyheter ut så vil jeg vurdere å trekke meg ut. Er det ikke på høsten at det er ganske billig å kjøpe aksjer? Jeg må jo tenke litt på når på året det er. Jeg har såpass tro på

selskapet at selv om aksjekursen går ned så tenker jeg at den kommer til å gå opp igjen.

*Vet du hva diversifisering er? Er det noe du har tenkt på?*

Ja, jeg har det ... Det er liksom å minske risikoen? Jeg synes ikke dette er en risiko, jeg trenger ikke å diversifisere akkurat her.

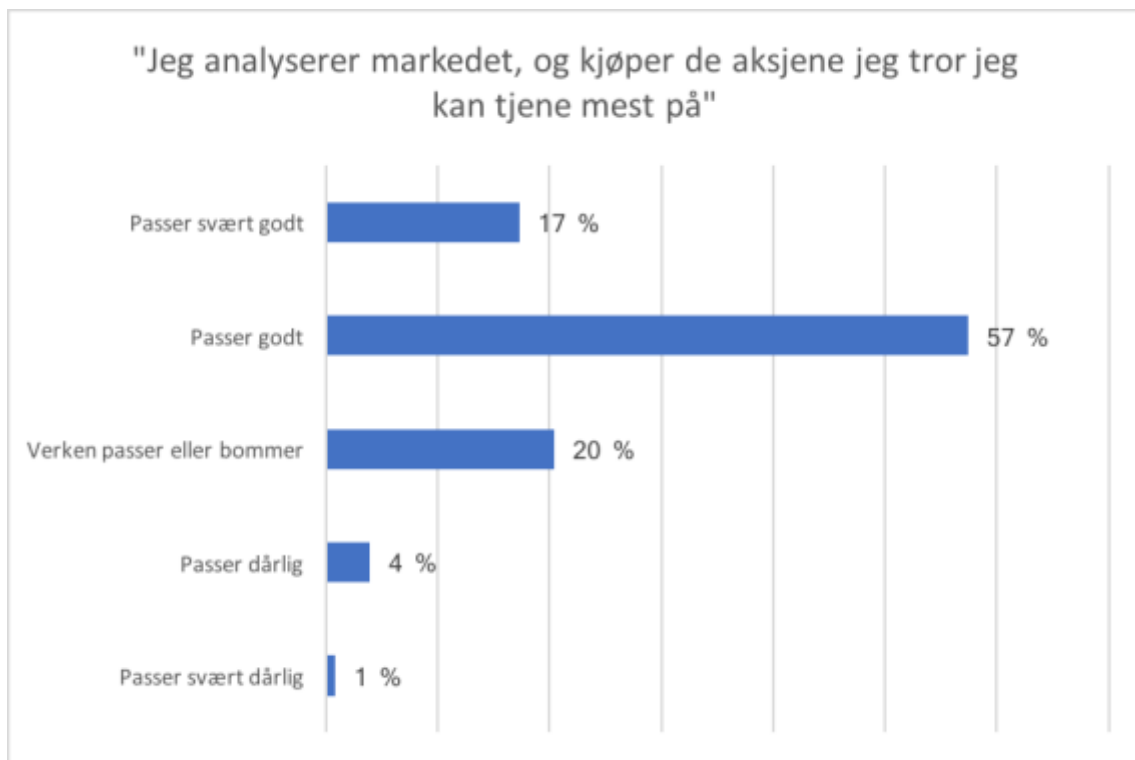
Begge informantene gjør relativt bastante vurderinger om den fremtidige utviklingen til konkrete aksjer, samt baserer sine valg på at spesifikke hendelsesforløp skal realiseres i framtiden. Dette kan sees som tegn på det nevnte fenomenet overconfidence. Disse sitatene er på ingen måte bevis som slår fast at de konkrete informantene ikke har rett i sine prediksjoner, fenomenet overconfidence lar seg påvise på gruppenivå, men det er vanskeligere å påvise at prediksjonene til enkeltpersoner er gale. En analyse basert på all tilgjengelig informasjon kan ha vært korrekt selv om utfallet i ettertid likevel ble negativt, og dette gjør det vanskelig å slå fast at konkrete analyser skyldes overconfidence. Håpet om at nettopp ens egen analyse skal være bedre enn alle de andres analyse opprettholder fenomenet. Likevel gir måten å resonnerer på inntrykk av at informanten kanskje overdriver sannsynligheten for at egne prediksjoner er nøyaktige.

De kvalitative resultatene gir støtte til at manglende diversifisering indirekte også kan skyldes manglende finansiell kunnskap. Flere av informantene viste for eksempel manglende forståelse for teorien om effisiente markeder. Hvis det er mulig å se at kursen på Apple-aksjer stiger hver gang de slipper en ny modell, slik den ene informanten hevder, vil kursen i følge teorien justere seg, slik at dette ikke kan utnyttes systematisk for å generere ekstraordinær avkastning i framtiden. Hvis manglende kunnskap om slike sammenhenger gir informanten håp om at det er lett å oppnå ekstraordinær avkastning ved å utnytte slik enkelt tilgjengelig informasjon kan dette forklare at han velger å holde en udiversifisert portefølje med enkeltaksjer.

Odean (1998) har vist at privatpersoner som gruppe ikke evner å slå markedet systematisk over tid, faktisk oppnår de systematisk lavere avkastning enn markedet og årsaken til dette tilskrives primært at de handler for ofte. At informantene som gruppe føler at å kjøpe aksjer de ikke har analysert er en ekstra risikofaktor må derfor sies å være økonomisk irrasjonelt, siden forskningen predikerer at de som gruppe hadde oppnådd bedre resultater ved å ikke følge sine egne analyser, og heller spre kapitalen over et stort antall aksjer. Det foregår

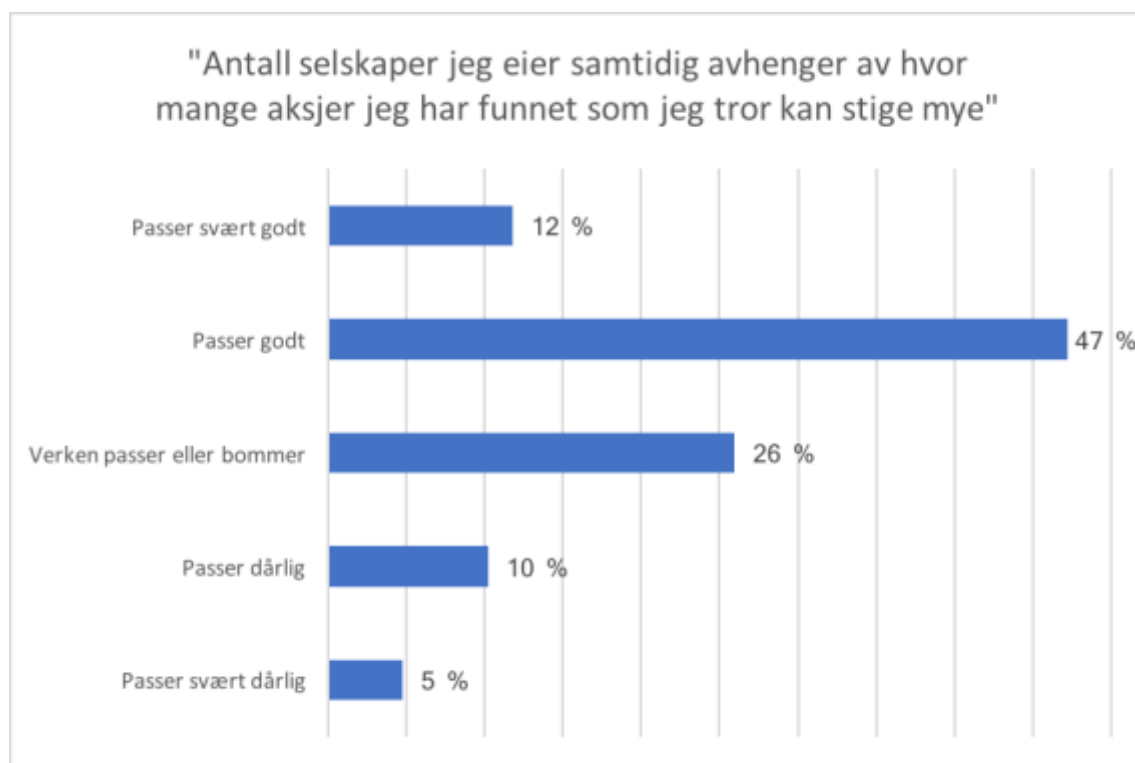
sannsynligvis en seleksjon der personer som ikke har tro på at egne analyser kan slå markedet kjøper aksjefond, mens de som vil prøve seg i markedet for enkeltaksjer ønsker å se om egne analyser og aktiv forvaltning av egen kapital kan gi dem ekstraordinær avkastning.

#### *Resultater fra spørreundersøkelsen*



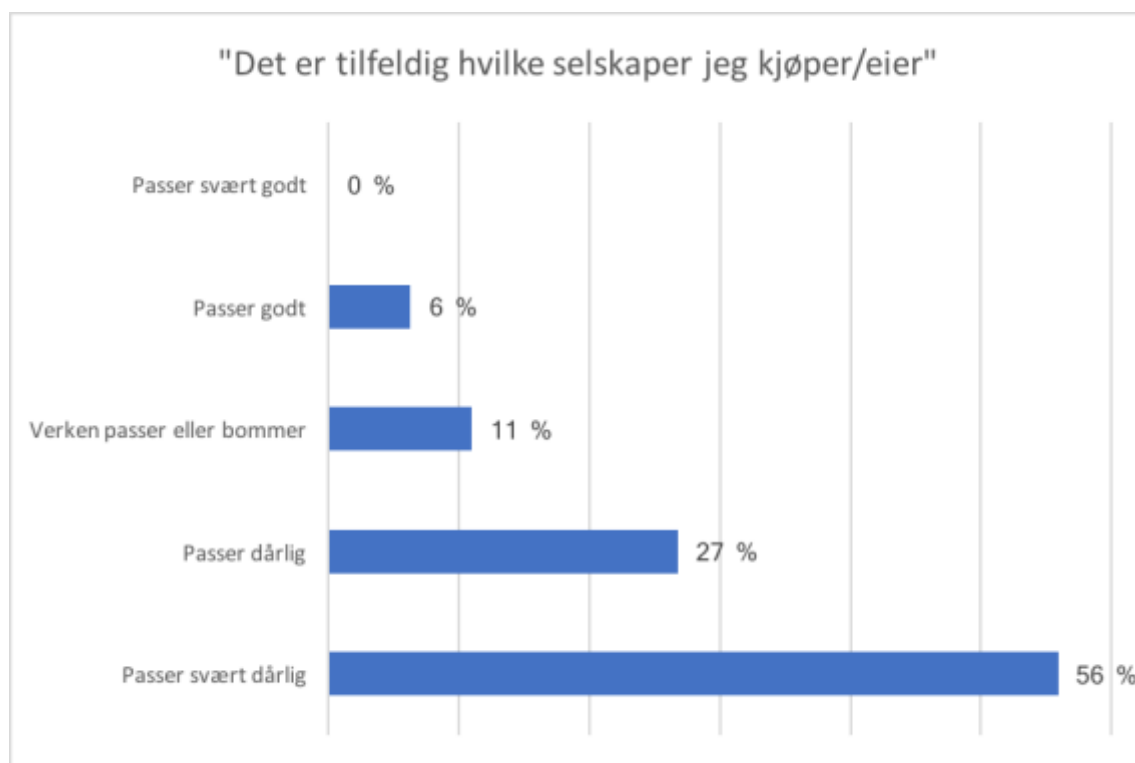
*Figur 4.7 - Spørsmål 17*

Påstanden i figur 4.7 tar sikte på å måle i hvilken grad respondentene følger en aktiv eller passiv investeringsstrategi. Til sammen svarer 74% at påstanden passer godt eller svært godt. Bare 5% svarer at den passer dårlig eller svært dårlig. Spørsmålet har strengt tatt en svakhet ved å spørre om to ting i én formulering. Det er for eksempel mulig å kjøpe de aksjene man tror man skal tjene mest på, uten å analysere markedet. Det er likevel sannsynlig at dette ikke har påvirket svarene i stor grad. Respondentene synes å bruke tid på å analysere markedet, og kjøper aksjer basert på denne analysen. Dette styrker Forklaring 1.



Figur 4.8 – Spørsmål 13

Påstanden i figur 4.8 er en variant av påstanden i figur 4.7, men den spør mer direkte om Forklaring 1 gjelder for respondenten. Til sammen svarer 59% at påstanden passer godt eller svært godt. Svarene er ikke helt unisone, men de gir likevel gir støtte til Forklaring 1. Det er mulig at en del av respondentene mener at flere forhold spiller inn på antall selskaper i porteføljen, men at påstanden beskriver en del av sannheten.



Figur 4.9 – Spørsmål 15

Påstanden i figur 4.9 var ment å måle om noen respondenter følger en form for passiv strategi der selve utvelgelsen av selskaper er tilfeldig. Få synes å være enige i dette. At hvilke selskaper man eier ikke er tilfeldig betyr ikke nødvendigvis at man aktivt analyserer for å finne case, men resultatene gir likevel en begrenset støtte i den retningen.

Resultatene i figur 4.7 – 4.9 må sees i lys av de tidligere nevnte utvalgsskjevhetene. Barber og Odean (2001) har vist at overconfidence, for stor tro på egen evne til å finne gode case og time markedet, forekommer oftere hos menn enn hos kvinner. Få kvinner i utvalget kan dermed føre til at en høyere prosentandel svarer at de analyserer markedet, enn det som er tilfelle i populasjonen. Å lese Nordnetbloggen er i seg selv en form for aksjeanalyse. Dermed kan også utvalgsskjevheten med mange respondenter som er interessert i børs og investeringer ha påvirket svarene ved at flere har svart positivt på påstandene i figur 4.7 og 4.8 enn det som ville vært tilfelle i populasjonen.

Forklaring 1 er bare delvis konsistent med adferdsporteføljeteori. Hovedkonklusjonen til denne teorien er at privatpersoner unnlater å diversifisere deler av formuen sin fordi de har et håp om å oppnå stor rikdom. Heller ikke innen adferdsporteføljeteori er manglende kunnskap om at diversifisering reduserer risiko problemet, diversifisering unngås bevisst fordi det

ødelegger for håpet om stor rikdom. Forklaring 1 innebærer derimot at aksjeeierne i utgangspunktet ønsker å diversifisere, men at dette hensynet er underordnet hensynet til å bare kjøpe aksjer man selv har rukket å analysere. Manglende diversifisering utgår heller ikke av en gitt nyttefunksjon eller betinget holdning til risiko som hos for eksempel Markowitz (1952b) og Egozcue et al. (2011), men av det psykologiske fenomenet overconfidence (Odean 1998).

Forklaring 1 kan også formuleres som en avveining, der fordelene ved diversifisering veies opp mot en antatt fordel av å ha gjennomført en form for analyse av alle aksjer man kjøper. De to hensynene trekker antall selskaper i porteføljen i hver sin retning. I virkeligheten er denne antatte fordelen i gjennomsnitt ikke en fordel for den jevne aksjeeier, men en kostnad.

## Forklaring 2

*Noen aksjeeiere har kun små beløp investert i enkeltaksjer, slik at diversifiseringen begrenses av transaksjonskostnader*

### *Resultater fra intervjuene*

Det ble ikke spurt konkret om hvor mye penger den enkelte har investert i enkeltaksjer og om den realiserte avkastningen de har oppnådd. Dette gjelder både intervjuene og spørreundersøkelsen. Dette ble valgt selv om slik informasjon i pålitelig form kunne vært nyttig for å vurdere utbredelsen til Forklaring 2. Det er flere grunner til dette, hvorav den viktigste er at flere kan oppleve dette som for privat eller konfronterende. En annen grunn er at mange sannsynligvis ikke vet eller husker hvor mye de har investert totalt, og spesielt når det gjelder konkrete avkastningstall kan det være lett at tallene feilrapporteres, kanskje spesielt i positiv retning.

Selv om konkret informasjon om verdien av aksjeinvesteringene til informantene og respondentene ikke ble samlet inn har jeg likevel informasjon som kan belyse dette. Flere av informantene oppgav å bare ha en liten del av sine sparepenger investert i enkeltaksjer. At de investerte beløpene er små fører til at transaksjonskostnader blir en betydelig kostnadsfaktor, siden kurtasje til megler belastes per transaksjon. En person som ønsker å investere for eksempel 10 000 kroner i enkeltaksjer må betale vesentlig mye høyere kurtasje om han vil spre pengene på femten selskaper enn hvis han holder seg til ett eller to selskaper, og ved slike små beløp blir kurtasjen en vesentlig begrensning for avkastningen. Dessuten, om beløpet man ønsker å investere er lite, men man ønsker å spre investeringen på mange selskaper, kan andelen investert i hvert selskap nærme seg kostnaden for én aksje. Dette skaper en nedre grense for mulig diversifisering.

Mannlig informant (27):

*Har du midler investert i aksjer nå?*

Ja, jeg har midler investert i både fond og enkeltaksjer. Ca 80 prosent av midlene er investert i fond, og ca 20 prosent i enkeltaksjer. Jeg vet at man ikke skal legge alle eggene i samme kurv, men jeg har så lite penger i enkeltaksjer at jeg ikke vil diversifisere.

*... hvor mye av de totale verdiene dine vil du tro at du har i aksjer og fond?*



*Ikke så mye ... Kanskje 20 prosent. Det meste ligger i BSU.*

*Ser du på enkeltaksjer som «krydder» som du har på toppen av andre investeringer?*

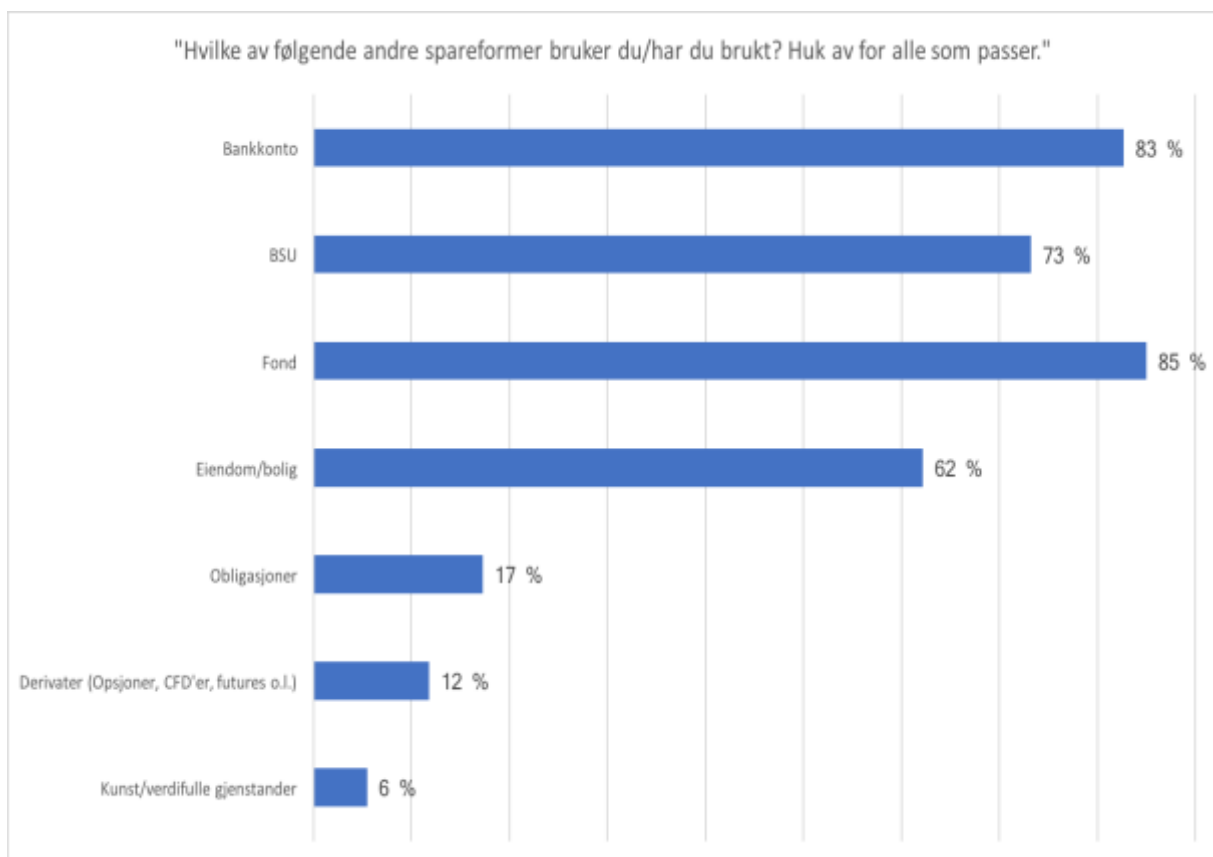
Ja. På BSU har man skattefradrag, som er veldig bra. Så jeg vil utnytte BSU først på en måte, og så kjøpe aksjer på toppen.

*... hvorfor valgte du DNB-fond?*

Fordi kurtasjen ved kjøp av enkeltaksjer er 95 kr i DNB, så det ble veldig dyrt når man er student. Så fordi jeg har så lite beløp så var det ikke noe vits med enkeltaksjer. Så da kjøpte jeg fond i stedet for å slippe kurtasjen.

Denne forklaringen på manglende diversifisering innebærer at informantenes sparepenger ofte er spredd på forskjellige typer eiendeler, og en stor andel kan være investert til lav eller ingen risiko. Det er bare andelen som er investert i enkeltaksjer som ikke er diversifisert og som isolert sett innebærer høy risiko.

#### *Resultater fra spørreundersøkelsen*



*Figur 4.10 – Spørsmål 9*

Figur 4.10 viser at et stort flertall oppgir at de benytter andre spareformer samtidig som de eier enkeltaksjer, hvorav de mest populære er fond, bankkonto, BSU og eiendom/bolig i den rekkefølgen. Å bruke andre spareformer samtidig reduserer andelen av sparepengene som investeres i enkeltaksjer.



Figur 4.11 – Spørsmål 10

Figur 4.11 viser at kun 17% oppgir å ha mer enn 75% av sine sparepenger investert i enkeltaksjer. Også dette vil være med på å redusere det faktiske beløpet som hver respondent har investert i enkeltaksjer.

I likhet med Forklaring 1 er også Forklaring 2 bare delvis konsistent med adferdsporteføljeteori. Både Forklaring 2 og adferdsporteføljeteori innebærer at det ofte er en liten del av privatpersoners sparepenger som investeres i enkeltaksjer, og at resten investeres til liten eller ingen risiko. Verken Forklaring 2 eller adferdsporteføljeteori innebærer at manglende kunnskap om at diversifisering reduserer risiko er årsaken til underdiversifisering. Men Forklaring 2 innebærer at manglende diversifisering skyldes transaksjonskostnader, ikke at diversifiseringen vil ødelegge potensialet for at aksjeinvesteringene kan gjøre dem rike, slik som i adferdsporteføljeteori. Forklaring 2 sier ikke noe spesielt om aksjeeiernes

nyttefunksjoner, og det er dermed vanskelig å sammenlikne den med Markowitz sitt alternative rammeverk (1952b).

### Forklaring 3

*Noen aksjeeiere ønsker ikke å diversifisere fordi det minsker den allerede lille sjansen for å oppnå avkastning som er langt høyere enn markedet*

#### *Resultater fra intervjuene*

Noen av informantene gav uttrykk for at muligheten for å oppnå avkastning som er langt høyere enn markedet er grunnen til at de ikke diversifiserer sine porteføljer med enkeltaksjer. De opplever at den lille muligheten for slik avkastning rettferdiggjør vesentlig høyere risiko.

Mannlig informant A (21):

*Hvorfor har du valgt å investere i enkeltaksjer framfor f.eks fond?*

Et fond har mye «bedre» portefølje, de er mye mer diversifisert. Det ødelegger sjansen for virkelig høy avkastning. Det har ikke noe å si for meg om jeg får 7% eller 8% liksom, jeg går for den virkelig høye avkastningen.

Mannlig informant B (21):

*Hvilke positive og negative sider ser du ved diversifisering?*

Altså den åpenbare fordel er jo at du sprer risikoen. Ulempen er at du kan sitte med lavere avkastning da ... Hvis du har de vinnerne som gjør det bra, så kan du bli dratt ned av de som gjør det dårlig. Hvis du finner den vinneraksjen og klarer å kjøpe den med alle pengene du har så kan du få sinnssyk avkastning. Men ikke sant for folk flest, så er det ganske åpenbart at man burde diversifisere da ...

*... Har du midler investert nå?*

Ja. Grunnen til at jeg ikke bruker fond er at jeg vil egentlig ha mest mulig risiko, for å få høyere avkastning. Da er det enkeltaksjer som er greia. Investerer penger det ikke er krise å tape.

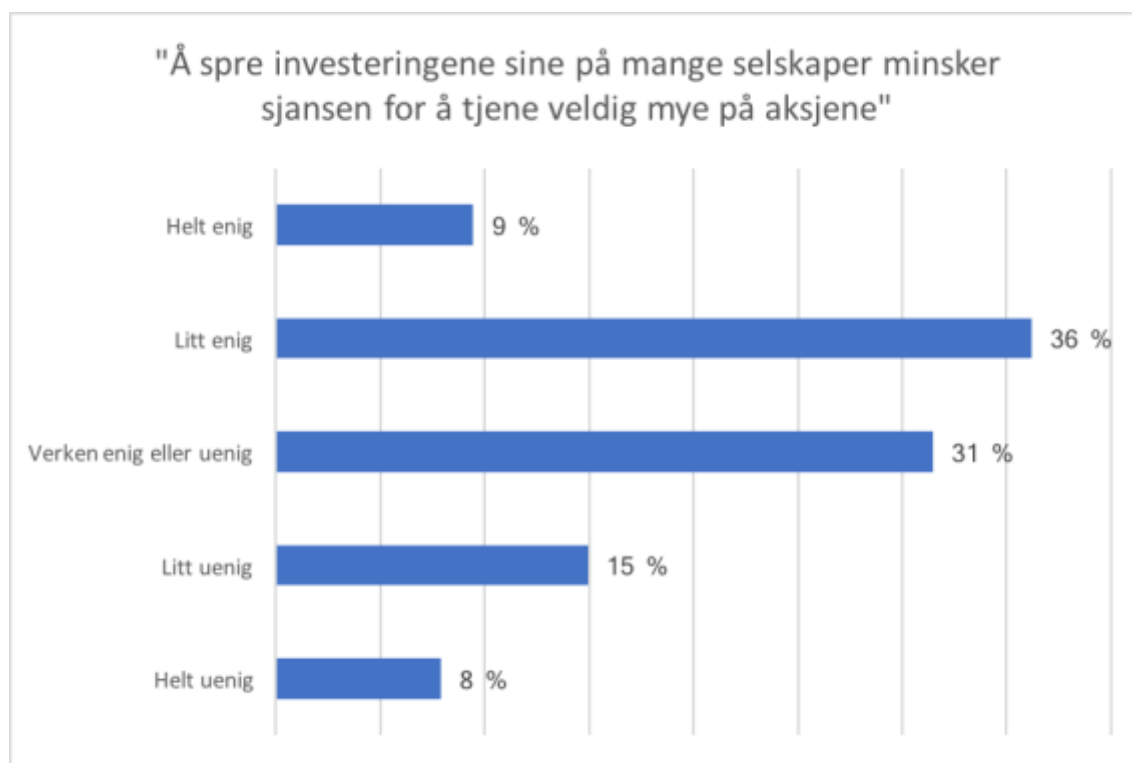
*Hvordan tar du høy risiko?*

Nå har jeg egentlig litt for mange selskaper, jeg har lyst til å ligge på rundt 3. Siden jeg vil ta høy risiko. Av de 10 000 jeg har investert så har jeg 60% i Nordic Nanovector.

Informanten sier altså at han ikke vil diversifisere, fordi han ønsker høy risiko. Grunnen til at han ønsker høy risiko er at han har ambisjoner om høyere avkastning, ikke at han ønsker risikoen i seg selv.

Ved å øke antall aksjer i porteføljen vil forventet avkastning nærme seg den generelle markedsavkastningen. Derfor minsker sjansen for å oppnå avkastning som er langt høyere enn markedet, for eksempel flere hundre prosent på et år. Slik kursutvikling er sjelden, men har man konsentrert sine investeringer til én aksje med slik utvikling kan man oppnå eventyrlig avkastning. Hvis en slik aksje er en del av en større portefølje vil de andre aksjene med svakere kursutvikling dra ned porteføljens realiserte avkastning. Likevel, som informant B over påpeker er diversifisering likevel å anbefale til de fleste fordi forventet risiko synker, og de fleste må antas å foretrekke det.

#### Resultater fra spørreundersøkelsen



Figur 4.12 – Spørsmål 23

Figur 4.12 viser at respondentene er litt uenige, men en god del er enige i påstanden om at diversifisering minsker sjansen for å tjene veldig mye på aksjene. Ordet *veldig* er ikke definert her for å holde påstanden lettfattelig. Det er mulig å være enig i påstanden uten at det er med på å forklare eventuell underdiversifisering for en selv, men intervjuresultatene viser likevel at det kan være en faktor for noen.

Tilbøyeligheten til å underdiversifisere som en måte å øke risiko på i håp om høyere avkastning kan være påvirket av holdningene til belåning som en alternativ metode for å oppnå det samme. Flere av informantene oppgav at de så på bruk av belåning som en uting.

Mannlig informant (21):

*Det å bruke belåning, er det relevant for deg?*

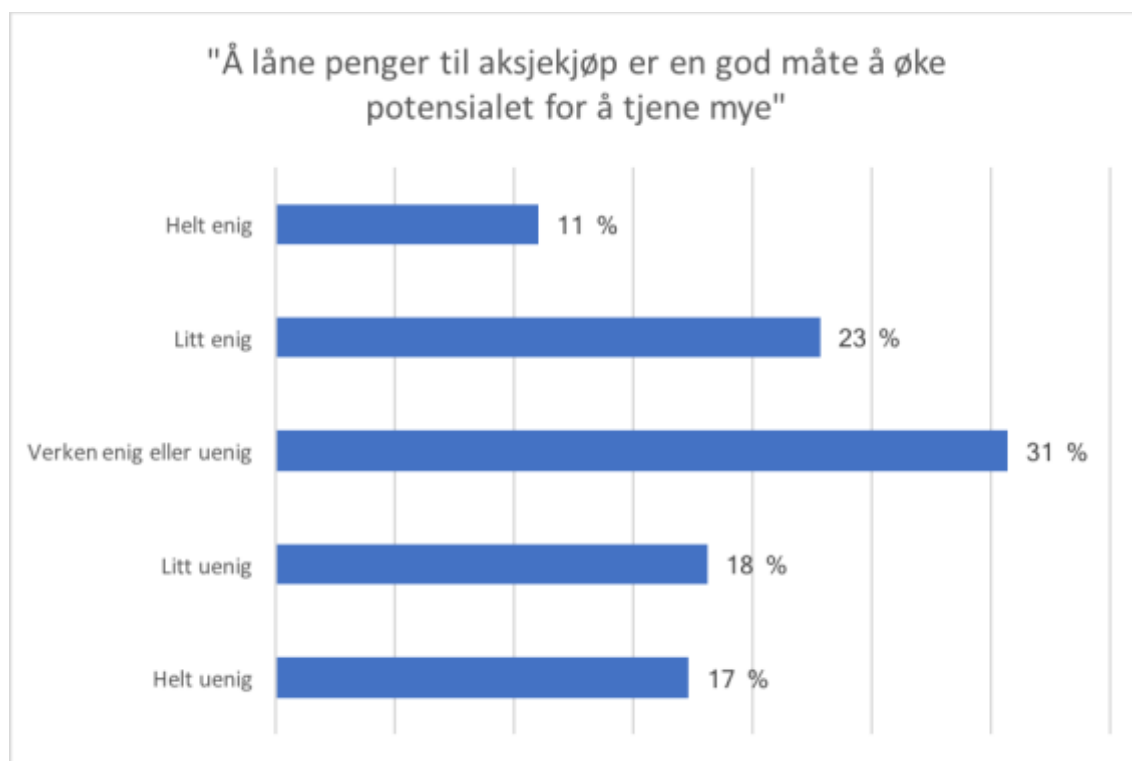
Det gjør jeg ikke. Ville ikke gjort det.

*Hva tenker du om å ha en diversifisert portefølje, men bruke belåning, kontra å ha en ikke-diversifisert portefølje for å øke risikoen?*

Altså på lån så må man jo betale rente ... Tenker ikke det er noe lurt. Men altså jeg støtter egentlig ikke det å låne penger for å investere i aksjer. Hvis du taper så har du tapt penger som ikke er dine. Men dette er ikke noe jeg har tenkt noe særlig på heller da.

*Selv om du har få selskaper, ønsker du likevel å ha de i forskjellige sektorer?*

Nei, det vil jeg ikke ha. Det er sånn at hvis jeg har tro på noe så har jeg det. Da hedger jeg ikke. Også kan det jo gå til helvete, men ja ...



Figur 4.13 – Spørsmål 28

Figur 4.13 viser at respondentene er ganske uenige om hvorvidt å låne penger er en god måte å øke potensialet for å oppnå høy avkastning. Samtidig har vi tidligere sett av figur 4.10 og 4.11 at de fleste respondentene ikke hadde alle sparepengene sine investert i enkeltaksjer. Mange av respondentene som ønsker høy risiko kunne dermed investert en større andel av sparepengene i en diversifisert portefølje med enkeltaksjer, de trenger ikke nødvendigvis bruke belåning. Likevel ser vi altså at respondentene heller velger å investere en andel av sparepengene sine i en udiversifisert portefølje med enkeltaksjer.

Forklaring 3 er i tråd med adferdsporteføljeteori. Det er ikke manglende kunnskap om effekten av diversifisering som er årsaken til manglende diversifisering, men diversifisering er bevisst unngått fordi det ødelegger muligheten for å oppnå avkastning som er langt høyere enn markedet. Sannsynligvis anser disse aksjeeierne sparepengene sine nettopp som en lagdelt pyramide, der de ønsker svært høy risiko for den andelen de velger å investere i enkeltaksjer. Enkeltaksjene er, på samme måte som i et lotteri, en mulig billett til stor rikdom. Lagdelingen henger igjen sammen med det nevnte fenomenet mental accounting. I et slikt perspektiv er ikke en diversifisert portefølje ønskelig, da den sannsynligvis vil gi dem noe i nærheten av markedets mer edruelige avkastning.

Forklaring 3 er ikke konsistent med Markowitz sitt alternative rammeverk (1952b) og Egozcue et al. (2011) fordi nyttefunksjonen der er konkav for store aksjegevinster, etter å ha vært konvekse for små. Forklaring 3 innebærer derimot at aksjeeieren nærmest er indifferent mellom å motta små gevinster eller ingen gevinst fra enkeltaksjene, mens nytten vokser eksponentielt for store aksjegevinster. For gevinst er altså nyttefunksjonen konveks. Men dette gjelder altså bare for den andelen av sparepengene de har investert i enkeltaksjer. Som følge av fenomenet mental accounting har de forskjellige holdninger til risiko for forskjellige deler av sin totale portefølje.

## Forklaring 4

*Noen aksjeeiere ser på risiko som spennende i seg selv, og ønsker dermed ikke diversifisering fordi det minsker forventet risiko*

### *Resultater fra intervjuene*

Noen av informantene gav uttrykk for at de så på svingninger i verdien på aksjene sine som noe positivt, og at disse svingningene var positive i seg selv, uten at svingningene nødvendigvis forutsetter høyere forventet avkastning.

Mannlig informant (28):

*Synes du det er spennende eller urovekkende når verdien på aksjene dine svinger?*

Det er jo dritspennende ... Det er jo unektelig mer spennende. Eller altså, nja ... hvis man er risikoavers ... Men altså når ting går oppover, så er det jo ingen som synes det er kjedelig.

*Er du glad i risiko?*

Jeg er ikke risikoavers. Så lenge du ikke bruker mer enn du har råd til å tape, så skal det være greit.

*Liker du andre former for finansiell risiko, for eksempel pengespill?*

Jeg spiller poker ... Det er ekstremt mange likheter med investeringer. Begge går på prosentsannsynligheter. Det er bare å satse på det som gir prosentmarginer. Så lenge du tjener på de fleste, eller du tjener mer på de du tjener på. Sats når du har en edge ... Eller sats når du har sett et eller annet som sier at du har en viss sannsynlighet for at den skal gå opp eller ned da. Sånn er det i poker også.

Mannlig informant (27):

*Er du glad i risiko?*

Jeg elsker det ...

*Er du glad i andre typer risiko også enn finansiell risiko?*

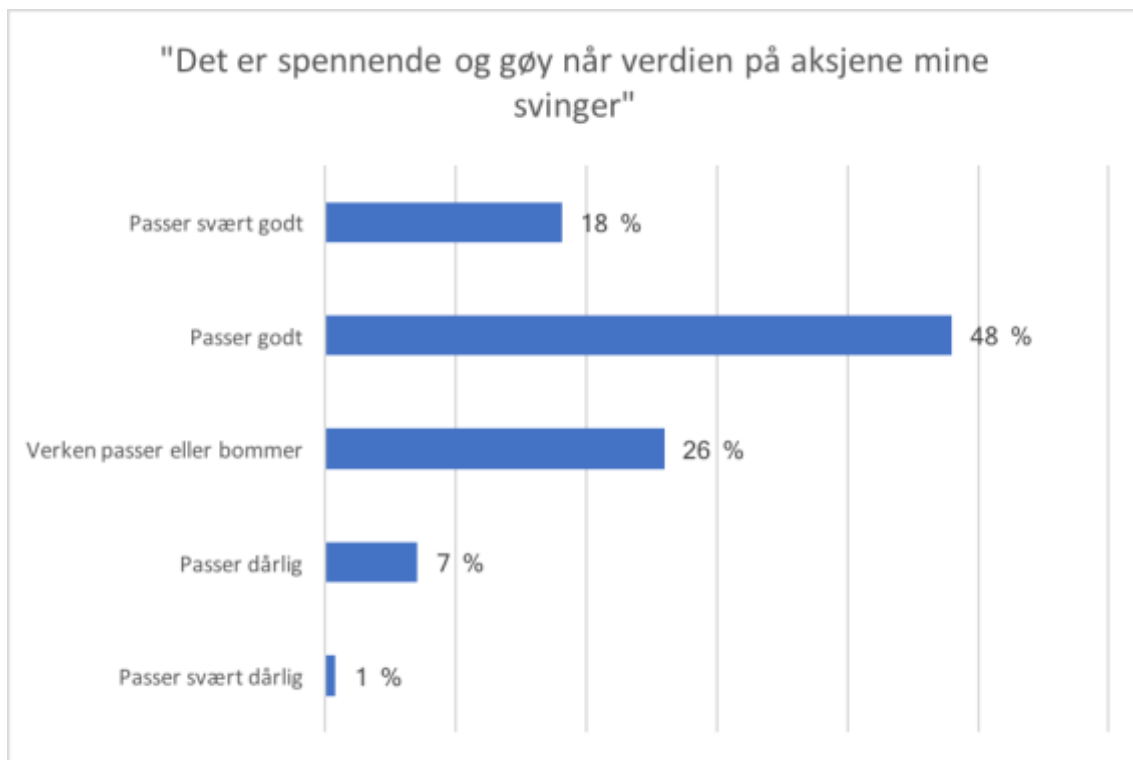
Jeg spiller poker, satser flere tusen i måneden. Satser mye på sport, og alt mulig annet. Men det er mest for spenningen ... Altså med aksjer vil man i bunn og grunn tjene penger, men aksjer er jo også først og fremst veldig spennende. Så det er både og. Jeg tror flere har samme følelsen som jeg har.

For risikosøkende investorer kan det være rasjonelt å ikke diversifisere sine investeringer



siden diversifisering gir lavere forventet risiko, alt annet likt. Informantene viser til at det er mest gøy når verdien stiger, men gir også inntrykk av at risikoen i seg selv er spennende. En slik holdning til risiko kan sammenliknes med å kjøre fort på motorsykkel. Det finnes ingen åpenbar gevinst ved slik adferd, hvertfall ikke økonomisk, og nytten er knyttet til spenningen i seg selv. Forklaring 4 innebærer at aksjeeieren ikke nødvendigvis har reflektert over sammenhengen mellom avkastning og risiko. Slik adferd er sannsynligvis ikke den viktigste forklaringen på manglende diversifisering blant privatpersoner som eier enkeltaksjer, men den synes likevel å eksistere.

#### *Resultater fra spørreundersøkelsen*



*Figur 4.14 – Spørsmål 16*

Figur 4.14 viser at til sammen 66% svarer at påstanden om at det er spennende og gøy når verdien på aksjene deres svinger, passer godt eller svært godt. Dette gir støtte til Forklaring 4, selv om det er mulig å kjenne seg igjen i påstanden uten at spenning i seg selv er den dominerende årsaken til manglende diversifisering.

Forklaring 4 er ikke nevnt i adferdsporteføljeteori. Aksjeeiere slik de er beskrevet av Shefrin og Statman (2000) ønsker ikke risiko i seg selv, men aksepterer den i de øverste lagene av

porteføljene sine som et verktøy for å oppnå drømmen om stor rikdom. Forklaring 4 skiller seg også fra Markowitz sitt alternative rammeverk (1952b) ved at den fokuserer på hvorfor aksjeeiere ønsker å ta høy risiko, ikke i hvilken grad de tar risiko eller når de tar risiko. Markowitz presenterer nyttefunksjonen i artikkelen sin for å beskrive situasjonen der personer velger det risikable alternativet når de må velge mellom å motta ti cent eller å ha én tiendedels sjans for å vinne en dollar, mens de velger det trygge alternativet når de må velge mellom å motta én million dollar eller å ha én tiendedels sjans for å vinne ti millioner dollar. Hvorfor det er slik blir i mindre grad diskutert.

Skillet mellom Forklaring 3 og Forklaring 4 er ikke absolutt, og det kan innvendes at den nevnte spenningen forbundet med Forklaring 4 nettopp knytter seg til den potensielle gevinsten, slik som i Forklaring 3, ikke risikoen i seg selv. Likevel kan man skille mellom situasjonen der en aksjeeier er bevisst sammenhengen mellom risiko og avkastning og aksepterer høy risiko som et verktøy for å oppnå slik høy avkastning, og situasjonen der en aksjeeier ikke er bevisst denne sammenhengen, men er tiltrukket av selve konseptet risiko.

Som tidligere nevnt er unge menn overrepresentert i utvalget, og dette kan ha påvirket resultatene ved at flere svarer at påstanden i figur 4.14 passer godt eller svært godt. Som tidligere nevnt er det påvist at menn generelt er mer positive til risiko i aksjemarkedet enn kvinner (Barber og Odean 2001).

## Forklaring 5

*Noen aksjeeiere er opptatt av andre faktorer enn risiko og avkastning i en slik grad at det direkte eller indirekte hemmer diversifisering*

### *Resultater fra intervjuene*

Noen av informantene oppgav andre begrunnelser for å investere i enkeltaksjer enn ønsket om å oppnå høyest mulig avkastning for en gitt risiko eller lavest mulig risiko for en gitt avkastning.

Kvinnelig informant (24):

*Hva har du investert i tidligere?*

Tror jeg investerte i et indeksfond i DNB ... Men så kom jeg fram til at det er ikke noe vits å gjøre det nå, fordi det var såpass lav avkastning, også sparer jeg på BSU også. Den investeringen i det fondet husker jeg ikke så mye av ... For meg må det være litt personlig det jeg investerer i.

Mannlig informant (20):

*Har du strategier for å redusere risikoen?*

Spre det over flere bransjer, er vel greia man gjør da. Jeg hadde en kompis som var så gira på at Trump skulle komme inn, så han kjøpte seg inn i legemidler. Jeg skal ha fisk hvertfall, for det må man jo som nordmann. Og jeg hadde sikkert kjøpt Statoil også, for Statoil er jo moro. Eller nei kanskje ikke ... Jeg har hørt folk si at «oljen skal opp igjen», men amerikanerne sitter jo med den skiferoljen sin. Men jeg vet ikke jeg. Jeg hadde hvertfall kjøpt mye forskjellige greier.

Den første informanten oppgir i sitatet at hun må ha et slags personlig forhold til det hun investerer i. Utenfor dette sitatet oppgav hun i tillegg å ha valgt å konsentrere aksjeinvesteringene sine til ett selskap, som produserer programvare til en hobby hun er interessert i. Den andre informanten diskuterer at han burde kjøpe aksjer i fiskebransjen fordi at det må man som nordmann. Felles for disse måtene å tenke på er at informantene gjør valg om hvilke aksjer de vil kjøpe som ikke er direkte knyttet til forventet avkastning og risiko. Hvis slike tilbøyeligheter blir dominerende kan dette være en forklaring på manglende diversifisering.

Andre informanter oppgav at de investerte i enkeltaksjer som en slags kilde til underholdning. Noen oppgav muligheten til å følge med på markedene og styre investeringene selv gjennom aktive valg som en selvstendig årsak til at de hadde valgt enkeltaksjer som investeringsform. Kombinert med Forklaring 1, altså at antall aksjer i porteføljen begrenses som følge av at investorenes analysekapasitet er begrenset, kan slike holdninger være med på å forklare manglende diversifisering.

Mannlig informant (25):

*Hvorfor har du valgt å investere i enkeltaksjer framfor for eksempel fond?*

Det er litt gøyere ... Det er morsommere liksom, rett og slett da. Det i seg selv, å plukke selv og følge med selv ... Da er det liksom jeg som gjør det, det er gøy da. Det fondet er fint det, men jeg synes det er kjedelig da liksom.

Det var også flere av investorene som oppgav lærdom som en direkte årsak til at de valgte å forvalte sparepengene sine selv gjennom kjøp av enkeltaksjer og aktiv forvaltning.

Mannlig informant (21):

*Føler du også at det ligger en verdi i kunnskapen du får ved å investere selv?*

Ja, definitivt. Jeg tror litt på det å lære gjennom å gjøre. Du kan lære veldig mye gjennom teori, men hvis du prøver selv så går det kanskje ikke bra. Om du taper 2000 kr så er det kanskje prisen av å lære da.

Noen informanter nevner at lærdom gjennom å følge med på markedet og egne investeringer kan være relevant ved fremtidig jobbsøking.

Kvinnelig informant (27):

*Hvor mye tid bruker du på å lese om investeringer?*

Halvtime-time maks. Men jeg har vært mer aktiv i det siste. Men det er litt strategisk også med tanke på å søke jobb senere. I forhold til jobbsøking, så tror jeg det er relevant. Jeg vil jo jobbe i finans, og de kommer kanskje til å spørre om det på intervju og sånn. Så det er også en grunn til at jeg leser, at jeg skjønner at det er viktig.

Mannlig informant (25):

*Ved å følge med selv så lærer man jo mye, og den lærdommen kan jo kanskje også ha*

*en finansiell verdi ved at den know-how man oppnår kan ha verdi i arbeidslivet?*

Ja det stemmer nok det, det er gøy fordi man lærer, ja det stemmer det. Og den læringen har jo en økonomisk verdi.

Generell kunnskap om økonomi, næringsliv og forvaltning av kapital har en verdi i arbeidsmarkedet og kan potensielt gi høyere fremtidig lønn. I et slikt perspektiv kan det være økonomisk rasjonelt å velge tilsynelatende ineffisiente løsninger i dag, gitt at kunnskapen man mottar ved å velge slike løsninger gir høyere forventet lønn i fremtiden. På den annen side kan man argumentere for at den informasjonen man tilegner seg ved å holde seg oppdatert på finansmarkedene og egne investeringer er fritt tilgjengelig uavhengig av om man faktisk har investert egne penger eller ikke. Samtidig er det grunn til å tro at det å ha egne penger investert og å forvalte disse gjennom aktive investeringsvalg gir informantene motivasjon til å holde seg oppdatert på hva som skjer i markedene.

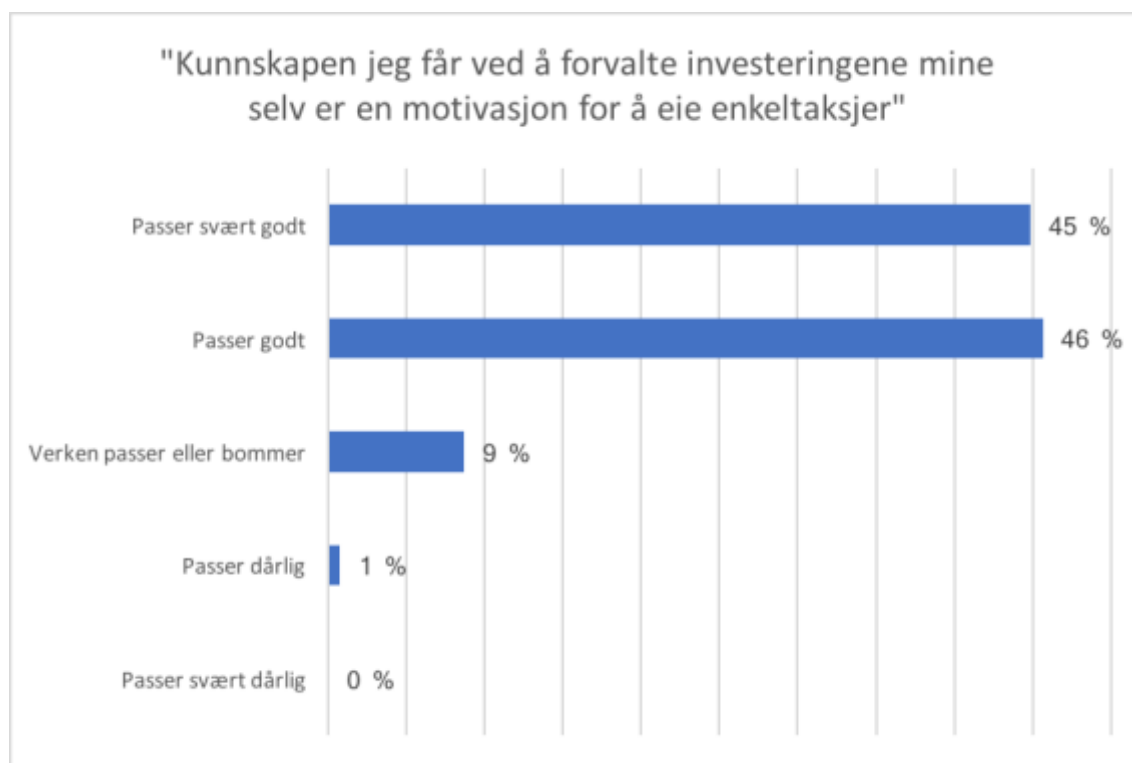
#### *Resultater fra spørreundersøkelsen*



*Figur 4.15 – Spørsmål 18*

Figur 4.15 gir støtte til Forklaring 5. Respondentene synes det er gøy og spennende å følge med på markedet og investeringene sine. Sannsynligvis kan det være å betrakte som en hobby for mange. Forklaring 5 skiller seg fra Forklaring 4 ved at det er det å følge med og lese om markedene og investeringene som er gøy og spennende, ikke at kursene svinger. Å lese om økonomi kan være interessant i seg selv. Aksjeeiere som identifiserer seg med Forklaring 5, men ikke Forklaring 4 eller 3, vil typisk takke nei til rene pengespill, da dette ikke innebærer å holde seg oppdatert på markeder eller hvordan det går med selskaper man har investert i. De vil istedenfor velge å kjøpe enkeltaksjer.

Figur 4.16 viser at mange ser kunnskapen man opparbeider seg som en selvstendig motivasjon for å eie enkeltaksjer.



Figur 4.16 - Spørsmål 20

Resultatene i figur 4.15 og 4.16 kan være påvirket av utvalgsskjevhet fordi personer som er interessert i børs og finans sannsynligvis er overrepresentert i utvalget. Å lese Nordnetbloggen er nettopp et eksempel på noe som kan være interessant og lærerikt. Det er sannsynlig at det finnes mange aksjeeiere i populasjonen som verken er spesielt interessert eller opptatt av læringsutbyttet.

Forklaring 5 er i tråd med Meir Statman sin artikkel "What do investors want?" (2004b). Han nevner sosial status, patriotisme, sosialt ansvar og "fairness", som faktorer som påvirker investorers valg, i tillegg til risiko og avkastning. Med fairness mener han personers tendens til å vurdere rimelighet i pris eller avkastning relativt til psykologiske ankerpunkter. Resultatene i denne undersøkelsen viser at underholdning og kunnskap kan legges til denne listen. Slike faktorer blir ikke nevnt i adferdsporteføljeteori eller Markowitz sitt alternative rammeverk. Som nevnt er Forklaring 5 primært en forklaring på hvorfor enkelte velger å eie enkeltaksjer, ikke hvorfor de ikke diversifiserer, men kombinert med de andre forklaringene bidrar Forklaring 5 til å forklare manglende diversifisering blant privatpersoner som eier enkeltaksjer.

## 5 – Konklusjon

Manglende diversifisering blant norske privatpersoner som er direkte eiere av norske børsnoterte enkeltaksjer har følgende forklaringer:

1. Noen aksjeeiere vil kun kjøpe enkeltaksjer de selv har analysert, og dermed begrenses antall selskaper i porteføljen av at aksjeeiernes analysekapasitet er begrenset
2. Noen aksjeeiere har kun små beløp investert i enkeltaksjer, slik at diversifiseringen begrenses av transaksjonskostnader
3. Noen aksjeeiere ønsker ikke å diversifisere fordi det minsker den allerede lille sjansen for å oppnå avkastning som er langt høyere enn markedet
4. Noen aksjeeiere ser på risiko som spennende i seg selv, og ønsker dermed ikke diversifisering fordi det minsker forventet risiko
5. Noen aksjeeiere er opptatt av andre faktorer enn risiko og avkastning i en slik grad at det direkte eller indirekte hemmer diversifisering

Forklaringene er ikke gjensidig utelukkende, og flere av forklaringene kan være relevante for samme aksjeeier på samme tid. Det er for eksempel mulig at en person primært foretrekker å investere i fotballag han heier på eller selskaper som lager dataspill han liker (Forklaring 5), samtidig som han kun ønsker å ta høy risiko med en liten sum, og at dette fører til at transaksjonskostnader begrenser diversifiseringen (Forklaring 2).

Det er vanskelig å anslå den nøyaktige utbredelsen til hver av forklaringene. Forklaring 1 synes utbredt basert på de kvantitative dataene, men disse resultatene kan være påvirket av utvalgsskjevhet ved at aksjeeiere som gjør aktive investeringsvalg er overrepresentert i utvalget. Det er usikkert hvor utbredt Forklaring 2 og Forklaring 4 er. Forklaring 5 synes viktig for å forklare hvorfor privatpersoner investerer i enkeltaksjer, men blir primært viktig for å forklare manglende diversifisering om den sees i sammenheng med de andre forklaringene. Forklaring 5 er konsistent med Meir Statmans artikkel ”What do investors want?” (2004b). Forklaring 3 synes å være utbredt og er i stor grad konsistent med adferdsporteføljeteori. De andre forklaringene er ikke drøftet innenfor det rammeverket.

Jeg finner liten empirisk støtte for at det alternative rammeverket til Harry Markowitz (1952b) kan forklare manglende diversifisering hos norske privatpersoner som eier enkeltaksjer. Jeg



finner også liten empirisk støtte for at manglende kunnskap om at diversifisering minsker forventet risiko er en betydelig forklaring på manglende diversifisering. Dette kan skyldes den tidligere nevnte utvalgsskjevheten. Det er dermed mulig at dette likevel er en utbredt forklaring på manglende diversifisering i den totale populasjonen.

Selv om manglende kunnskap om effekten av diversifisering ikke nødvendigvis forklarer manglende diversifisering, kan lav forståelse for andre finansielle sammenhenger være en indirekte årsak. Eksempler på slike sammenhenger kan være teorien om markedseffisiens, eller at privatpersoner i snitt genererer dårligere avkastning enn markedet. Manglende kunnskap om slike sammenhenger kan føre til at flere velger å kjøpe udiversifiserte aksjeporteføljer på jakt etter ekstraordinær avkastning, selv om de er kjent med at diversifisering reduserer risiko. Jeg finner indikasjoner på dette i de kvalitative resultatene, men kan ikke fastslå at det er en dominerende årsak basert på de kvantitative resultatene.

Videre undersøkelser som kartlegger årsaker til manglende diversifisering i større og fullstendig representative utvalg ville vært interessante. Spesielt gjelder dette undersøkelser som i større grad avdekker utbredelsen til hver de forskjellige forklaringene. Undersøkelser som undersøker den totale risikoeksponeringen som privatpersoner utsetter seg for gjennom investering i forskjellige typer eiendeler, ofte kombinert med forskjellige former for belåning, kunne også vært interessante.

## Referanser

- Aksjegruppen HiOA. 2017. "Om Aksjegruppen." accessed 21.10.2017. <http://aksjegruppen.no/om-oss/>.
- AksjeNorge. 2016. "Nasjonal kartlegging av finansiell kompetanse - På bakgrunn av OECDs internasjonale undersøkelse." accessed 22.10.2017. <http://aksjenorge.no/wp-content/uploads/2016/04/Rapport-Resultater-fra-OECDs-kartlegging-av-Finansiell-Kompetanse-i-Norge-ved-AksjeNorge.pdf>.
- AksjeNorge. 2017a. "Nordmenn og aksjer i første kvartal." accessed 22.10.2017. <http://aksjenorge.no/aktuelt/2017/04/07/nordmenn-og-aksjer-forstekvartal/>.
- AksjeNorge. 2017b. "- Porteføljer og antall aksjer 2011 til 2016 Statistikk private aksjonærer." accessed 22.10.2017. <http://aksjenorge.no/wp-content/uploads/2017/02/Statistikk-portef%C3%B8ljer-og-antall-aksjer-2011-til-2016-AksjeNorge.pdf>.
- Barber, Brad M, and Terrance Odean. 2001. "Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment." *The quarterly journal of economics* 116 (1):261-292.
- Barber, Brad M, and Terrance Odean. 2013. "The behavior of individual investors." In *Handbook of the Economics of Finance*, edited by George M Constantinides, Milton Harris and Rene M Stulz. Amsterdam: North-Holland.
- Benartzi, Shlomo. 2001. "Excessive extrapolation and the allocation of 401 (k) accounts to company stock." *The Journal of Finance* 56 (5):1747-1764.
- Bodie, Zvi, Alex Kane, and Alan J. Marcus. 2014. *Investments*. 10th Global Edition ed. Berkshire: McGraw-Hill Education.
- Campbell, John Y. 2006. "Household finance." *The journal of finance* 61 (4):1553-1604.
- Campbell, John Y, Martin Lettau, Burton G Malkiel, and Yexiao Xu. 2001. "Have individual stocks become more volatile? An empirical exploration of idiosyncratic risk." *The Journal of Finance* 56 (1):1-43.
- Chopra, Navin, Josef Lakonishok, and Jay R Ritter. 1992. "Measuring abnormal performance: do stocks overreact?" *Journal of financial Economics* 31 (2):235-268.
- De Bondt, Werner FM, and Richard H Thaler. 1987. "Further evidence on investor overreaction and stock market seasonality." *Journal of finance*:557-581.
- Egozcue, Martín, Luis Fuentes García, Wing-Keung Wong, and Ričardas Zitikis. 2011. "Do investors like to diversify? A study of Markowitz preferences." *European Journal of Operational Research* 215 (1):188-193.
- French, Kenneth R, and James M Poterba. 1991. Investor diversification and international equity markets. National Bureau of Economic Research.
- Friedman, Milton, and Leonard J Savage. 1948. "The utility analysis of choices involving risk." *Journal of political Economy* 56 (4):279-304.
- Goetzmann, William N, and Alok Kumar. 2008. "Equity portfolio diversification." *Review of Finance*:433-463.
- Guiso, Luigi, and Tullio Jappelli. 2008. "Financial literacy and portfolio diversification." *EUI Working Papers*.
- Hibbert, Ann Marie, Edward R Lawrence, and Arun J Prakash. 2012. "Can diversification be learned?" *Journal of Behavioral Finance* 13 (1):38-50.
- Huberman, Gur. 2001. "Familiarity breeds investment." *The Review of Financial Studies* 14 (3):659-680.
- Johannessen, Asbjørn, Line Christoffersen, and Per Arne Tufte. 2011. *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag*. 3. utgave ed. Oslo: Abstrakt Forlag AS.
- Kahneman, Daniel, and Amos Tversky. 1973. "On the psychology of prediction." *Psychological review* 80 (4):237.

- Kahneman, Daniel, and Amos Tversky. 1979. "Prospect theory: An analysis of decision under risk." *Econometrica: Journal of the econometric society*:263-291.
- Lincoln, Yvonna S, and Egon G Guba. 1985. *Naturalistic inquiry*. Vol. 75: Sage.
- Lopes, Lola L. 1987. "Between hope and fear: The psychology of risk." *Advances in experimental social psychology* 20:255-295.
- Markowitz, Harry. 1952a. "Portfolio selection." *The journal of finance* 7 (1):77-91.
- Markowitz, Harry. 1952b. "The utility of wealth." *Journal of political Economy* 60 (2):151-158.
- Meulbroek, Lisa K. 2005. "Company stock in pension plans: how costly is it?" *The Journal of Law & Economics* Vol. 48 (No. 2):443-474.
- Mitchell, Olivia S, and Stephen P Utkus. 2003. "Lessons from behavioral finance for retirement plan design." *Pension Research Council Working Paper*
- Odean, Terrance. 1998. "Volume, volatility, price, and profit when all traders are above average." *The Journal of Finance* 53 (6):1887-1934.
- Polkovnichenko, Valery. 2005. "Household Portfolio Diversification: A Case for Rank-Dependent Preferences." *The Review of Financial Studies* 18 (4):1467-1502.
- Shefrin, Hersh, and Meir Statman. 2000. "Behavioral portfolio theory." *Journal of financial and quantitative analysis* 35 (2):127-151.
- Statman, Meir. 1987. "How many stocks make a diversified portfolio?" *Journal of financial and quantitative analysis* 22 (3):353-363.
- Statman, Meir. 2004a. "The diversification puzzle." *Financial Analysts Journal* 60 (4):44-53.
- Statman, Meir. 2004b. "What do investors want?" *The Journal of Portfolio Management* 30 (5):153-161.
- Statman, Meir. 2017. *Finance for Normal People: How Investors and Markets Behave*. Oxford: Oxford University Press.
- Tobin, James. 1958. "Liquidity Preference as Behavior toward Risk." *Review of Economic Statistics* 25:65-86.
- Ødegaard, Bernt Arne. 2006. "Hvor mange aksjer skal til for å ha en veldiversifisert portefølje på Oslo Børs?" *Praktisk Økonomi og Finans* 22 (1):85-89.

## Tabeller og figurer

### Tabeller

Tabell 2.1 – Antall selskaper i porteføljen etter alder (AksjeNorge 2017b) .....	8
Tabell 3.1 - Aldersfordeling i utvalget og populasjonen.....	30

### Figurer

Figur 2.1 – Sammenheng mellom antall aksjer og standardavvik for porteføljer på Oslo Børs (Ødegaard 2006).....	11
Figur 2.2 – Porteføljer som lagdelte pyramider (Statman 2004a).....	15
Figur 2.3 – Utvikling i fremstillingen av investorers nyttefunksjon, hentet fra Statman & Shefrin (2000), originalt Lopes (1987).....	17
Figur 3.1 - Spørsmål 5 .....	29
Figur 3.2 - Spørsmål 3 .....	30
Figur 4.1 - Spørsmål 6 .....	33
Figur 4.2 - Spørsmål 7 .....	34
Figur 4.3 - Spørsmål 8 .....	35
Figur 4.4 - Spørsmål 11 .....	36
Figur 4.5 - Spørsmål 12 .....	37
Figur 4.6 - Spørsmål 22 .....	38
Figur 4.7 - Spørsmål 17 .....	44
Figur 4.8 – Spørsmål 13 .....	45
Figur 4.9 – Spørsmål 15 .....	46
Figur 4.10 – Spørsmål 9 .....	49
Figur 4.11 – Spørsmål 10 .....	50
Figur 4.12 – Spørsmål 23 .....	53
Figur 4.13 – Spørsmål 28 .....	54
Figur 4.14 – Spørsmål 16 .....	57
Figur 4.15 – Spørsmål 18 .....	61
Figur 4.16 - Spørsmål 20 .....	62

## Vedlegg

### Intervjuguide

Under finnes en kopi av intervjuguiden som ble benyttet ved alle intervjuene. Nærmere informasjon og forklaring til hvordan intervjuguiden ble brukt ved gjennomføringen av intervjuene finnes i kapittel 3.

Kom i kontakt med ved:

Dato for intervju:

Alder:

Utdanning:

Arbeid:

Har du midler investert nå?

Ca hvor mye?

Hva har du investert i? Bare aksjer eller fond også?

Hvorfor har du valgt å investere i enkeltaksjer framfor f.eks fond?

Hvor lenge har du hatt midler investert?

Hvorfor investerte du i akkurat dette?

Har du en investeringsstrategi som lar seg oppsummere? Teknisk analyse? Fundamental analyse? Analytikere?

Hva har du investert i tidligere?

Hva gjorde at du begynte å bli interessert i investeringer?

Har du venner/familie som er interessert i investeringer?

Følger du mye med på markedet? Hvor mye tid bruker du om dagen på å følge med?

Hvor har du lært om investeringer? Hvilke kilder bruker du til å få informasjon?

### *Risiko*

Er du glad i risiko?

Synes du det er spennende eller urovekkende når verdien på aksjene dine svinger?

Ser du på risiko som positivt eller negativt?

Vil du tro du er mer eller mindre risikoavers enn snittet?

Hvis du visste du kunne fått avkastning  $x$ , vil du helst at det skal vokse dit stabilt eller synes du det hadde vært gøy om det svingte litt på veien opp dit?

Hva ønsker du å oppnå med investeringene dine?

Ønsker du å oppnå veldig høy avkastning, eller er du fornøyd med litt?

### *Diversifisering*

Har du strategier for å redusere risikoen?

Hva tenker du om diversifisering?

Vet du hva diversifisering er?

Hvorfor skal man diversifisere investeringene sine?

Hvor har du lært om diversifisering?

Hvilke former for diversifisering finnes?

Vet du hvilken effekt har korrelasjon mellom eiendelene har på risiko og avkastning?

Liker du andre former for finansiell risiko, f.eks pengespill?

## Spørreskjema

Under finnes en kopi av spørreskjemaet som ble benyttet i den kvantitative datainnsamlingen. Alle spørsmålene og svaralternativene er gjengitt ordrett. Nærmere informasjon om spørreskjemaet finnes i kapittel 3.

### *Holdninger til aksjemarkedet*

#### *Del 1:*

Spørsmål 1: Hvor gammel er du?

Svaralternativene på dette spørsmålet var en nedtrekksliste med alle aldre fra fra 16 til 80, lista inneholdt også alternativene ”Under 16” og ”Over 80”.

Spørsmål 2: Jeg er...

- Kvinne
- Mann
- Ønsker ikke å svare på dette

Spørsmål 3: Vennligst oppgi høyeste fullførte utdanningsnivå

- Grunnskole
- Videregående skole
- 1-2 års høyere utdanning
- 3-4 års høyere utdanning
- 5-6 års høyere utdanning
- 7 eller flere års høyere utdanning

Spørsmål 4: Eier du aksjer i børsnoterte selskaper i dag? (Følgende forklaringstekst ble også oppgitt: ”Med ”eier” menes kun personlig eierskap. Aksjefond regnes ikke med her).

- Ja
- Nei
- Vet ikke



*Del 2:*

Obs: Kun respondenter som svarte ”Ja” på spørsmål 4 ble sendt videre til denne delen. Respondenter som svarte ”Nei” eller ”Vet ikke” ble sendt videre til del 5.

Spørsmål 5: Har du kjøpt disse aksjene selv?

- Ja
- Nei, jeg har fått de i gave
- Nei, jeg har arvet de
- Nei, fått de av arbeidsgiver
- Nei, annen årsak
- Kombinasjon av alternativene over
- Husker ikke/vet ikke

Følgende tre spørsmål (spørsmål 6-8) inngikk i en matrise der respondentene hadde de samme svaralternativene på alle tre spørsmålene. Jeg gjengir derfor bare spørsmålene. Svaralternativene var:

- 1
- 2
- 3
- 4
- 5
- 6
- 7
- Flere enn 7
- Husker ikke/Vet ikke

Spørsmål 6: Hvor mange forskjellige selskaper eier du aksjer i nå?

Spørsmål 7: Så lenge du har eid enkeltaksjer, hva er det laveste antallet selskaper du har eid samtidig?

Spørsmål 8: Hva er det høyeste antallet selskaper du har eid samtidig?

Spørsmål 9: Hvilke av følgende andre spareformer bruker du/har du brukt? Huk av for alle som passer.

- Bankkonto (andre kontotyper enn BSU)
- BSU
- Fond
- Eiendom/bolig
- Obligasjoner
- Derivater (Opsjoner, CFD'er, futures o.l.)
- Kunst/verdifulle gjenstander

Spørsmål 10: Ca hvor stor andel av sparepengene dine har du investert i enkeltaksjer?

- Under 25%
- Ca 25-50%
- Ca 50-75%
- Over 75%

*Del 3:*

Følgende ti spørsmål (nr. 11 til og med 20) var påstander som inngikk i to matriser der respondentene hadde de samme svaralternativene på alle påstandene. Jeg gjengir derfor bare påstandene. Svaralternativene var følgende skala:

- Passer svært dårlig
- Passer dårlig
- Verken passer eller bommer
- Passer godt
- Passer svært godt

Spørsmål 11: For meg er det viktig å spre aksjeinvesteringene mine på mange forskjellige selskaper

Spørsmål 12: Jeg ønsker å holde meg til ett eller noen få selskaper samtidig

Spørsmål 13: Antall selskaper jeg eier samtidig avhenger av hvor mange aksjer jeg har funnet som jeg tror kan stige mye

Spørsmål 14: Det er tilfeldig hvor mange selskaper jeg eier samtidig

Spørsmål 15: Det er tilfeldig hvilke selskaper jeg kjøper/eier

Spørsmål 16: Det er spennende og gøy når verdien på aksjene mine svinger

Spørsmål 17: Jeg analyserer markedet, og kjøper de aksjene jeg tror jeg kan tjene mest på

Spørsmål 18: Det er gøy og spennende å følge med på markedet og investeringene mine

Spørsmål 19: Jeg har forsonet meg med at jeg kan tape pengene jeg har investert i aksjer

Spørsmål 20: Kunnskapen jeg får ved å forvalte investeringene mine selv er en motivasjon for å eie enkeltaksjer

#### *Del 4:*

Følgende elleve spørsmål (nr. 21 til og med 31) var påstander som inngikk i to nye matriser der respondentene hadde de samme svaralternativene på alle påstandene. Jeg gjengir derfor bare påstandene. Svaralternativene var følgende skala:

- Helt uenig
- Litt uenig
- Verken enig eller uenig
- Litt enig
- Helt enig

Spørsmål 21: Det er lett å tjene mye penger på å handle eller eie aksjer

Spørsmål 22: Alle burde spre sine investeringer på mange selskaper

Spørsmål 23: Å spre investeringene sine på mange selskaper minsker sjansen for å tjene veldig mye på aksjene

Spørsmål 24: Å spre investeringene sine på mange selskaper gjør det vanskeligere å holde oversikt

Spørsmål 25: Det lureste er å bare eie selskaper man er godt kjent med

Spørsmål 26: Det er viktigere å spre investeringene om man har mye penger investert, enn hvis man har lite penger investert

Spørsmål 27: Det er viktigere å spre investeringene hvis man skal forvalte penger for andre, enn hvis man skal investere egne penger

Spørsmål 28: Å låne penger til aksjekjøp er en god måte å øke potensialet for å tjene mye

Spørsmål 29: For å tjene mye må man akseptere store svingninger i verdien på aksjene

Spørsmål 30: Kun de som har god tid til å følge med på markedet og investeringene sine burde eie enkeltaksjer

Spørsmål 31: Kun de som har interesse for økonomi burde eie enkeltaksjer

Følgende spørsmål var siste spørsmål for respondentene som svarte at de eide enkeltaksjer tilbake i spørsmål 4, respondentene kunne selv skrive inn sitt svar:

Spørsmål 32: Hvis du vil kan du legge igjen din e-postadresse under og delta i trekningen av et gavekort fra dittgavekort.no på 500 kr. Din identitet blir ikke koblet opp mot svarene dine.

*Del 5:*

Del 5 var kun synlig for de respondentene som svarte nei eller vet ikke på spørsmål om de eide enkeltaksjer tilbake i spørsmål 4.

Spørsmål 33: Har du eid aksjer tidligere?

- Ja
- Nei
- Husker ikke/vet ikke

Spørsmål 34: Kunne du tenke det å kjøpe aksjer i fremtiden?

- Ja, det tror jeg
- Nei, sannsynligvis ikke
- Kanskje

Spørsmål 35: Eier du fond?

- Ja
- Nei
- Husker ikke/vet ikke

Spørsmål 36: Hvis nei, kunne du tenke deg å kjøpe fond i fremtiden? Hopp over dette spørsmålet hvis du allerede eier fond.

- Ja, det tror jeg
- Nei, sannsynligvis ikke
- Kanskje

Følgende to spørsmål (nr. 37 og 38) var påstander som inngikk i en matrise der respondentene hadde de samme svaralternativene på begge påstandene. Jeg gjengir derfor bare påstandene.

Svaralternativene var følgende skala:

- Helt uenig
- Litt uenig
- Verken enig eller uenig
- Litt enig
- Helt enig

Spørsmål 37: Kun de som har god tid til å følge med på markedet og investeringene sine burde eie enkeltaksjer

Spørsmål 38: Kun de som har interesse for økonomi burde eie enkeltaksjer

Spørsmål 39: Hvis du vil kan du legge igjen din e-postadresse under og delta i trekningen av et gavekort fra dittgavekort.no på 500 kr. Din identitet blir ikke koblet opp mot svarene dine.

(Respondentene kunne selv skrive inn sitt svar).