



UiT Norges arktiske universitet

Biovitenskap, fiskeri og økonomi

## **Investorers beslutningspraksis**

En kvalitativ studie av hva investorer vektlegger ved investeringer

Bjørnar Bremmeng

Masteroppgave i Økonomi og administrasjon, BED-3901H, Desember 2021

## Forord

Med denne masteroppgaven avslutter jeg fem innholdsrike og krevende år ved UIT Norges Arktiske Universitet. Arbeidsprosessen som til slutt har ledet til dette ferdige produktet har vært utfordrende og tidkrevende, og det har vært en lang og kronglete vei før jeg endelig kom i mål. Til tross for dette så har det vært utrolig lærerikt og spennende.

Jeg vil takke alle dyktige forelesere som alle har vært viktige støttespillere og alltid hatt tid til studentene, også utenom forelesninger. Vil rette en stor takk til min veileder Odd Birger Hansen, takk for gode tilbakemeldinger og forslag til løsninger under prosessen.

Vil også takk informantene i studien for å ta seg tida til å dele erfaringene sine.

En stor takk til familie og venner som har hatt stor tålmodighet med meg i denne prosessen.

En ekstra stor takk til min kone og mine barn som har vært uvurderlig i denne perioden, dere har vært veldig tålmodig med meg hele veien, og deres oppmuntring har vært veldig viktig for at denne oppgaven blir ferdigstilt.

Harstad 30.November 2021

Bjørnar Bremmeng

## Sammendrag

Temaet for denne studien er investorers beslutningsprosess, og om investorene blir påvirket av ikke rasjonelle faktorer i prosessen. Formålet med studien er å undersøke om investeringer blir tatt på fundamentalt grunnlag.

Jeg har tatt utgangspunkt i det rasjonelle synet på en investor, og lagt fundamental verdsetting som teoretisk utgangspunkt ved dette synet. Har videre innlemmet institusjonell teori og prospekt teori som to utenforstående teorier som kan være med på å forklare deler av en beslutningsprosess. Disse teoriene anvendes med investorpraksis for å forsøke å belyse det faktum at det ikke bare er rene rasjonelle beslutninger som ligger bak enhver investering.

Studien er utført som dokumentstudier og semistrukturerte intervju.

Dokumentstudiet viste at det er en stor spredning på hvordan de ulike investorene går frem når det kommer til innhenting av informasjon, vurdering av informasjon og å beslutte hva man skal foreta seg i de respektive beslutningssituasjoner.

Funn viser allikevel at alle investorene i utvalget utfører strategisk analyse. Dette er funnet på bakgrunn av intervju med investorer i dokumentstudieboka, og intervju utført med primærkildene. Videre viser også funn at magesfølelse, eller intuisjon også spiller en vesentlig rolle når man kommer til beslutningstaking for investorer.

Nøkkelord: Verdsetting, Investorpraksis, Rasjonell teori, Prospekt teori, Institusjonell teori

## Innholdsfortegnelse

Forord .....	i
Sammendrag.....	ii
1 Innledning .....	1
1.1 Aktualisering.....	1
1.2 Problemstilling og formål.....	2
1.3 Videre oppbygging av oppgaven .....	2
2 Teoretisk rammeverk .....	3
2.1 Rasjonelt perspektiv .....	3
2.1.1 Innsamling av informasjon .....	5
2.1.2 Strategisk analyse.....	5
2.1.3 Innhenting av historiske prestasjoner .....	6
2.2 Vurdering av informasjonen .....	7
2.2.1 Bearbeiding av historisk data.....	7
2.2.2 Analyse av historisk data .....	8
2.2.3 Vurdering av fremtidige inntjeningsmuligheter.....	9
2.2.4 Risiko.....	10
2.3 Valg og Beslutning.....	11
2.3.1 Metoder for verdsettelse .....	11
2.4 Institusjonelt perspektiv.....	13

2.5	Prospekt teori .....	17
3	Metodisk tilnærming.....	20
3.1	Vitenskapsteoretisk ståsted og forskningsdesign.....	20
3.2	Casedesign .....	21
3.3	Innsamling av data.....	21
3.4	Analyse av data .....	23
3.5	Refleksjoner om studien .....	23
3.5.1	Refleksjoner på intervju.....	23
3.5.2	Refleksjoner ved dokumentstudiet.....	24
4	Presentasjon av data.....	25
4.1	Informasjonsinnhenting sekundærdata.....	25
4.1.1	Informasjonsinnhenting primærdata .....	27
4.2.1	Vurdering av informasjon primærdata .....	32
4.3.1	Valg og beslutninger primærdata .....	37
4.4	Oppsummering av data.....	38
5	Analyse av data.....	39
5.1	I hvilken grad er praksisen rasjonell.....	40
5.1.1	Innhenting av informasjon.....	40
5.1.2	Vurdering av ulike faktorer.....	43
5.1.3	Valg og beslutninger .....	47

5.2	I hvilken grad blir praksisen påvirket av ytre press eller andre interessenter? .....	50
5.2.1	Innhenting av informasjon .....	50
5.2.2	Vurdering av ulike faktorer.....	51
5.2.3	Valg og beslutninger .....	52
6	Oppsummering og konklusjon .....	54
6.1	Videre forskning.....	56
7	Referanser.....	57

## Figurliste

Figur 1 Mennesket som perfekt rasjonell beslutningstaker (D. I. Jacobsen & Thorsvik, 2019)	3
Figur 2 Mennesket som begrenset rasjonell beslutningstaker (D. I. Jacobsen & Thorsvik, 2019).....	4
Figur 3 viser Porters modell for five forces, hvor hvert av de ytre rektanglene illustrerer mulige trusler for selskapet. (Porter, 1987) .....	6

## Tabelliste

Tabell 1 viser hvilke faktorer investorer verdsetter ved informasjonsinnhenting i forbindelse med investeringer .....	28
Tabell 2 viser hvilke faktorer investorer verdsetter ved vurdering av investering.....	33
Tabell 3 viser hvilke faktorer investorer verdsetter ved valg og beslutning om investering.	38
Tabell 4 viser de mest utbredte faktorene investorer hensyntar i investeringer.....	54

# 1 Innledning

## 1.1 Aktualisering

Norge er avhengig av private investorer av flere årsaker. Først og fremst så er investorer en viktig gruppe for samfunnet, de er livsviktige for bedrifter. Det er avgjørende at investorer er der, og at de fungerer. Derfor er det også interessant å studere dem.

Historisk sett er investorer sett på som rasjonelle individer hvor det er egen nytte som er målsettingen, og på veien mot mål gjøres det veloverveide beslutninger. Det finnes imidlertid en rekke investeringer og prosesser som gjør at jeg stiller meg tvilende til at hele prosessen er rasjonell.

Som følge av snart to års krisetilstander er det mange bedrifter som har måttet legge inn årene, og det er mange som trenger investorer for å kunne starte opp med noe nå, og i nær fremtid i en vanskelig gjenåpningsprosess av landet vårt. Investorer er viktige både på kort og lang sikt, og for gründere er de helt uvurderlige. Mange bedrifter har fått erfare dette ved at bedriftene deres ikke lenger er levedyktige som følge av at det er lagt politiske føringer som har stanset det meste av omsetningen. Støtteordninger til bedrifter som er rammet er heller ikke store nok til å berge alle. Det er i disse tider vi trenger private investorer som kan bidra med innskudd av kapital til sårt trengende bedrifter, eller eventuelt til bedrifter som ønsker å starte noe nytt. Investorer har gjennom sterke ressurser, mulighet til å være med å investere i utvikling av bedrifter som gir flere arbeidsplasser, samt selvfølgelig en mulighet til å få en positiv avkastning. Videre vil det være med å styrke det nordnorske næringslivet, som ligger nede med knekt rygg etter Covid-19 sine herjinger.

Bidraget mitt i denne studien blir forsøk på å skape empirisk data på hvordan investorpraksis faktisk er. Studien er også teoretisk interessant siden det finnes lite studier på investorpraksis.



## 1.2 Problemstilling og formål

*Hvordan er investeringspraksisen til et utvalg Norske investorer?*

- *Forskningsspørsmål 1: I hvilken grad er praksisen rasjonell?*
- *Forskningsspørsmål 2: Hvor mye av investeringsbeslutningene kommer fra ytre press eller andre interessenter?*

Formålet med denne studien er å få et innblikk i hvordan norske investorer går frem når de skal investere. Dette er en type kunnskap som kan være interessant for andre investorer å finne ut av, for læringsinstitusjoner kan det også tenkes at å se hvordan praksis gjør det i ulike faser i en investeringsprosess, kan være interessant. Funnene fra denne studien kan da sammenlignes opp mot hvordan undervisningen er i de relevante bedriftsøkonomiske fagene.

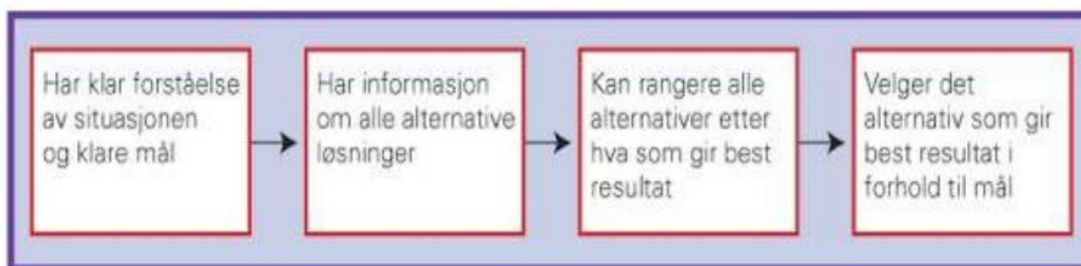
## 1.3 Videre oppbygging av oppgaven

Oppgaven er inndelt i 6 hovedkapitler hvor det i kapittel 2 blir presentert teori for å best mulig besvare problemstilling og forskningsspørsmål. Her vil det bli presentert aktuell verdsettingslitteratur samt institusjonell teori og prospekt teori. Kapittel 3 knyttes til forskningen som er utført, her presenteres metodevalg anvendt i studien. I kapittel 4 presenteres empirien fra forskningen. I kapittel 5 kobles empiri til teorien og dataen analyseres opp mot relevant teori. Kapittel 6 presenter konklusjon og forslag til videre forskning.

## 2 Teoretisk rammeverk

### 2.1 Rasjonelt perspektiv

I tradisjonell økonomi har mennesket blitt sett på som et rasjonelt vesen som alltid ønsker å maksimere nytte. For å kunne ta rasjonelle valg er det noen forutsetninger om mennesket som ligger til grunn. Mennesket må være i stand til å vite nøyaktig hva som er foretrukket mål, mennesket må også være i stand til å samle inn all informasjon om mulige utfall av valgene en tar, samt å rangere disse positive og negative konsekvensene opp mot hverandre for å kunne velge det alternativet som maksimerer nytten. Sett fra en investors ståsted vil det si å kunne rangere en investering over en annen for å maksimere sin nytte av investeringen. Denne rangeringen skjer individuelt og med utgangspunkt i at alle individer har samme informasjon tilgjengelig. Dette betyr eksempelvis at en investor må være i stand til å finne investeringsobjekter hvor pris er lavere enn fremtidig verdi på objektet. I et aksjemarked kan det være at om en aksje er underpriset så vil en rasjonell investor gripe den muligheten og kjøpe aksjen. Etter en stund vil dermed prisen stige og markedet vil komme i en likevektstilstand hvor kjøper og selger har samme verdi på aksjen.

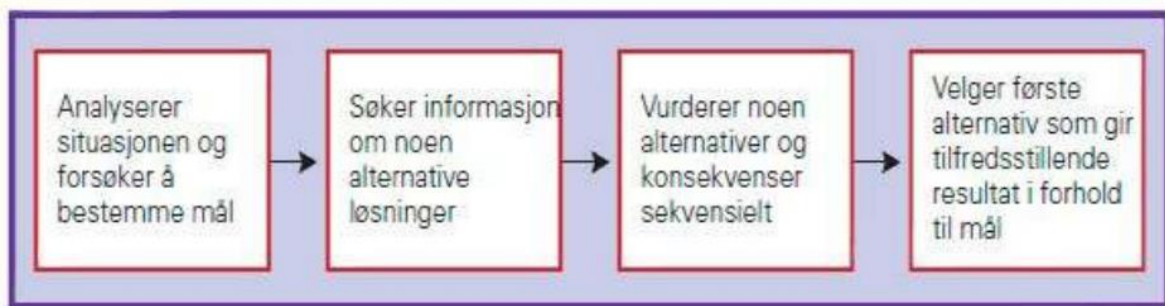


Figur 1 Mennesket som perfekt rasjonell beslutningstaker (D. I. Jacobsen & Thorsvik, 2019)

En perfekt rasjonell beslutningsprosess forutsetter ifølge D. I. Jacobsen and Thorsvik (2019) at investoren har en klar oppfatning av hva problemet er, og hva man ønsker å oppnå. Videre så må man samle informasjon for å vurdere alle ulike alternativer. Deretter evalueres og rangeres de ulike alternativene på bakgrunn av den informasjonen som er innhentet. Til slutt skal man velge det beste alternativet i forhold til mål.

Senere forskning har imidlertid vist at mennesket ikke har kapasitet til å være perfekt rasjonell. Mennesket vil bare legge merke til problemer som vi kan relatere til tidligere hendelser, og derfor ikke være oppmerksomme på problemer man tidligere ikke har visst om

(Schott, 1991). Dette vil også føre til at man ikke samler inn all nødvendig informasjon, siden man faktisk ikke vet hva det er. Kahneman and Tversky (1984) viste med sin forskning at mennesket tolker problemer på bakgrunn av hvordan problemet blir formulert, og derfor vil subjektive tolkninger føre til mulig ulik oppfatning av problemet. De viser også til at mennesker har frykt for å tape noe, og derfor velger bort risiko. Disse funnene har vært med på å endre oppfatningen om mennesket og heller ser på det som begrenset rasjonelt (D. I. Jacobsen & Thorsvik, 2019).



Figur 2 Mennesket som begrenset rasjonell beslutningstaker (D. I. Jacobsen & Thorsvik, 2019)

En begrenset rasjonell beslutningsprosess sier ifølge (D. I. Jacobsen & Thorsvik, 2019) at investoren har et mål, men at dette kan være uklart. Videre samles informasjonen for å vurdere noen ulike alternativer. Alternativer vurderes etter tur og man velger det første alternativet som gir en tilfredsstillende løsning sett i forhold til målet som er satt (D. I. Jacobsen & Thorsvik, 2019) .

En investor vil ønske å investere midler med en forventning om at de ved en senere anledning har økt i verdi. For å beslutte om man skal investere trenger man å sette seg inn i selskapet og bransjen selskapet opererer i. Dette for å forstå hvilke muligheter som ligger i markedet, verdier som er i selskapet, og å finne ut hvordan beregnet virkelig verdi er i forhold til markedsverdien på selskapet. Ved innsamling av informasjon til ulike alternativer kan man se på regnskapsinformasjon, interne og eksterne strategiske analyser, samt prate med ledelsen i selskapet. Å vite om selskapet har en ledelse med langsiktig perspektiv og bedriftens sitt beste i fokus er av betydning for estimering av fremtidige inntjeningsmuligheter (Penman, 2013). Basert på denne informasjonen kan man gjøre en verdivurdering av ulike selskap for å se hvordan markedsverdi er sammenlignet med beregnet virkelig verdi. Siden dette baserer seg på subjektive oppfatninger av hvordan man vurderer fremtidsutsiktene til selskapet blir

verdien man regner seg fram til et beste estimat av fremtidig verdi (Dahl, 2011). Om man finner et selskap med markedspris lavere enn beregnet verdi, og samtidig tatt høyde for investorens krav til avkastning på investert kapital, er selskapet underpriset.

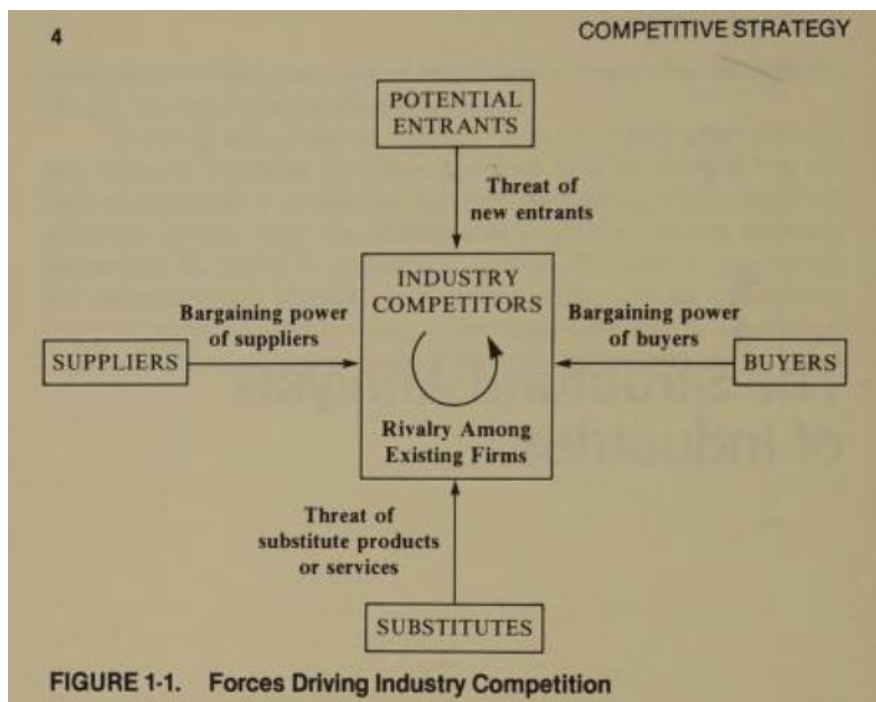
### **2.1.1 Innsamling av informasjon**

For at en investering skal være rasjonell må man ha gjort en del undersøkelser før man investerer. Informasjon om selskap og det markedet selskapet opererer i er av stor interesse for investorer. En studie av (Yang, 2013) viser at jo mer informasjon man har om et investeringsobjekt dess tryggere blir man på investeringen. Kommer i fortsettelsen til å ta utgangspunkt i økonomisk profitt og fri kontantstrøm metode, og anvende det som utgangspunktet for en rasjonell investor.

### **2.1.2 Strategisk analyse**

Som en rasjonell aktør vil en investor innhente så mye informasjon som mulig for å skaffe seg en god oversikt over selskapet og dets bransje (D. I. Jacobsen & Thorsvik, 2019). Det er store mengder informasjon å tilegne seg, og noe av informasjonen (Penman, 2013) viser til er blant annet å ha kjennskap til produktene til selskapet, og i hvor stor grad det er etterspørsel etter produktene. Videre er det viktig å ha kjennskap til prosessen for å få produktet ut i markedet. For å forstå hvordan selskapet er plassert i forhold til sine konkurrenter må man forstå selskapets kunnskapsbase og kjenne til bransjens konkurranseintensitet. Kjennskap til ledelsen og politiske, lovmessige, regulatoriske og etiske forhold.

Porter (1980) kom opp med en modell for bransjeanalyse hvor målet med analysen er å finne ut hvor lønnsom bransjen er. Ved å benytte denne modellen kan man vurdere inngangsbarrierer, intensiteten på konkurransen, eventuelle substitutter og hvor stor forhandlingsstyrke leverandører og kunder har.



Figur 3 viser Porters modell for five forces, hvor hvert av de ytre rektanglene illustrerer mulige trusler for selskapet. (Porter, 1987)

Ved å foreta en analyse av selskapet og bransjen, kan man kartlegge om selskapet innehar kritiske suksessfaktorer som gjør at de vil ha konkurransemessige fortrinn i forhold til konkurrenter (Koller, Goedhart, & Wessels, 2020). Disse fortrinnene kan eksempelvis være at selskapet driver med differensiering og kan ta en høyere pris enn konkurrenter, eller at de er kostnadsledende og produserer rimeligere enn konkurrenter. (Koller et al., 2020) peker i tillegg på at om selskap som tilpasser strategien sin slik at de på best mulig måte kan utnytte dette fortrinnet gir det muligheter til å ha en overlegen avkastning på den investerte kapitalen. Over tid så vil dette fortrinnet reduseres som følge av at andre aktører kan forsøke å kopiere for å ta markedsandeler fra den markedsledende aktøren, i tillegg vil teknologisk utvikling også kunne bidra til at fortrinnet blir noe mindre. Strategien må følges opp og man er til enhver tid nødt til å holde øyne åpne for nye trusler som gjør det nødvendig med en forandring i strategien til selskapet.

### 2.1.3 Innhenting av historiske prestasjoner

For å skaffe seg tilstrekkelig informasjon om selskapet man ønsker å investere i trenger man å sjekke historiske data på selskapet. (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015) peker på at i et stabilt

selskap bør man ha omtrent 10 år med regnskapsinformasjon for å kunne ha et godt bilde av selskapets prestasjoner. Dette vil gi en god pekepinn på hvordan utviklingen til selskapet er og er helt nødvendig for å være i stand til å kunne gi en noenlunde riktig prognose for fremtiden. Ved å benchmarke regnskapet mot andre selskap innen samme bransje vil man i tillegg til å se egen utvikling over tid kunne se hvordan utviklingen har vært mot andre. Dette vil også komme godt med når man skal forutse fremtidig vekst i prognosen. I selskaper som er i voldsom utvikling, som nystartede eller selskap som vokser veldig fort vil ikke dette ha så mye hensikt da regnskapene ikke vil være representative for fremtidig utvikling. For å være sikre på at resultatet i regnskapet gir riktig verdi må vi korrigere for dirty-surplus, dette er skattede inntekter som er ført direkte mot egenkapitalen og ikke mot resultatet (Penman, 2013).

Det første man gjør når man innhenter tidligere regnskapsdata er å skaffe seg oversikt over de historiske prestasjonene til selskapet, samt noter. I notene utdypes informasjon som ikke kommer tydelig frem i resultatregnskapet, men som allikevel er viktig for å forstå den økonomiske situasjonen til selskapet (Koller et al., 2020). Den tradisjonelle regnskapspresentasjonen er allikevel ikke spesielt godt egnet til å analysere driftens prestasjoner siden det ikke differensieres mellom resultatet på kjernedrift og andre poster, og heller ikke tar høyde for at enkelte bidrag til resultatet kan komme fra engangshendelser (Gjesdal, 2007; Hansen, 2020). Tradisjonell fremstilling av balansen blander på sin side eiendeler som er driftsrelatert med eiendeler som ikke er driftsrelatert og finansieringskilder (Koller et al., 2020).

## **2.2 Vurdering av informasjonen**

### **2.2.1 Bearbeiding av historisk data**

Med tradisjonelt resultatregnskap som utgangspunkt går man i gang med omarbeiding slik at regnskapet blir tilpasset et analyseformål. Her sorterer man eiendeler som er relatert til driften sammen med forpliktelse relatert til driften på ene siden i balansen, og egenkapital og rentebærende gjeld på andre siden. Dette bidrar til at vi finner netto driftsmessig eiendeler, som er det samme som den investerte kapitalen (Hansen, 2020).

For å beregne resultatet på kjernevirksomheten er neste steg er å korrigere resultatregnskapet for poster som ikke har noe med den daglige driften av selskapet å gjøre. Her må man skille

mellom kjernedrift, finansiering og andre poster som ikke inngår i kjernedriften. Med andre poster som er driftsrelaterte, menes eksempelvis salg av anleggsmiddel. Skatteberegningen må også tilpasses kjernedriften, det gjøres ved å ta høyde for andre driftsmessige poster og finansiering i skatteberegninger slik at det kommer klart frem hva som er skatt på kjernedriften, hvilken skatteeffekt finansieringen har, og hva som er skatt på andre poster (Hansen, 2020).

Driftsresultat på kjernedrift, NOPAT, og avkastning på investert kapital, ROIC, utgjør sammen med vekst på omsetningen og selskapets evne til å opprettholde disse over tid, selskapets verdi. Det som er viktig å bemerke her er at selskapet bare skaper verdi når ROIC er større enn kapitalkostnaden, WACC. Når ROIC er lavere enn WACC vil et utfall hvor selskapet vokser føre til at selskapet taper seg i verdi (Koller et al., 2020).

### **2.2.2 Analyse av historisk data**

Etter å ha reorganisert regnskapet kan man analysere de historiske prestasjonene til selskapet. Her ser man på utviklingen til selskapet over tid for å finne avkastning på investert kapital, vekst i omsetning og den frie kontantstrømmen. Den frie kontantstrømmen til et selskap er avkastning på kjernevirksomheten fratrukket netto investeringer gjort av selskapet i perioden. Disse faktorene er av Koller et al. (2015) definert som nøkkelfaktorer for å skape verdi.

Avkastning på investert kapital forteller om selskapet evner å skape verdier over tid. Her må man sammenligne med tidligere år for å se an utviklingen. Tallet kan heller ikke ses på uten at man tar høyde for avkastningskravet selskapet har satt. Ved høy ROIC vil det også være positivt med høy vekst, mens det ved lav ROIC vil være fornuftig av selskapet å forsøke å øke ROIC før man forsøker å vokse (Koller et al., 2015).

Vekst i omsetningen bør analyseres for å finne årsak til veksten. Skyldes veksten oppkjøp av andre selskap, eller er det organisk vekst gjennom mersalg, hva skyldes eventuelt dette mersalget. Har selskapet redusert priser og tatt markedsandeler eller er det markedet i sin helhet som har økt. Å vite årsak til veksten bidrar til en økt forståelse av fremtidig inntjeningsmuligheter (Koller et al., 2015).

### 2.2.3 Vurdering av fremtidige inntjeningsmuligheter

Ifølge Koller et al. (2015) burde man lage prognoser for 10-15 år før selskapet går inn i en steady-state fase hvor veksten er stabil. De første fem til åtte årene burde det være detaljerte prognoser med en bottom-up tilnærming hvor alle postene i regnskapet prognostiseres ut ifra selskapets eksisterende kundemasse, potensiell ny kundemasse og mulig frafall i kundemasse. I den resterende prognosen bør det imidlertid anvendes en top-down tilnærming hvor inntekten estimeres av selskapets markedsandel, størrelsen på totalmarkedet og en estimert pris setter søkelys på de viktigste driverne for verdiskaping. Blant disse er vekst i omsetning, driftsmargin og kapitalens omløpshastighet. Av dette fremstilles kontantstrømmer for 10-15 år til selskapet kommer i en stabil tilstand hvor vekstraten er konstant. For å finne nåverdien av kontantstrømmene må de fremtidige kontantstrømmene diskonteres med avkastningskravet til selskapet.

Penman (2013) påpeker at for å lage en prognose over fremtidig inntjening er det nødvendig å se på den strategiske analysen, og sammen med historiske regnskapsdata legger det grunnlaget for en god prognose. Hvordan selskapet er plassert i forhold til konkurrentene og hvordan strategi ledelsen har lagt seg på er av stor interesse før man lager en prognose. Det vil være urealistisk om man eksempelvis lager prognose med en forventning om stigende vekst, om man ikke tar hensyn til at selskapet har utgående teknologi, og konkurrenter har bedre teknologi og sakte, men sikkert har begynt å ta markedsandeler. Koller et al. (2015) mener at en bottom-up-tilnærming gir klart mer innsikt i selskapet, men det er også betraktelig mer arbeidskrevende å utføre den. En fare ved denne tilnærmingen er at man gjør små forbedringer, som isolert sett er mulig å få til, men når de skjer i mange ledd kan man ende opp med en prognose som ikke er mulig å oppnå. Top-down tilnærming kan i mange tilfeller være like bra da de har fokus på de kritiske suksessfaktorene til selskapet fremfor detaljer, og spesielt i solide selskaper med stabil drift kan denne tilnærmingen passe, men den passer bra også for selskaper med nye produkter.

Usikkerheten i verdsetting av et selskap ligger i prognosearbeidet da fremtidsdata er vanskelig å forutse. Fremtidig inntjening er basert på spekulasjoner og antakelser om hvordan markedet og selskapet kommer til å utvikle seg. Det er større sikkerhet forbundet med å verdsette etablerte selskaper enn ny oppstartede selskaper. Etablerte selskaper har mye historikk som viser hvordan verdiskaping har vært og man kan ta det med i prognosearbeidet. Ved ny



oppstartede selskap ligger all verdi i fremtiden, siden det ikke finnes noe historikk på dem (Koller et al., 2015).

#### **2.2.4 Risiko**

Enhver investor må spørre seg hvor stor avkastning man forlanger av investeringen og vurdere denne opp mot alternative investeringer. Avkastningskravet er et uttrykk for hvor stor avkastning en investor forventer å få om man velger å investere et annet sted med lik risiko (Koller et al., 2015; Penman, 2013). Det betyr at for at en investering skal være interessant for en investor, må forventet avkastning på investert kapital være høyere enn avkastningskravet. Ved beregning av forventet avkastning til totalkapitalen er det tre faktorer som spiller inn, det er kostnad for egenkapital, kostnad for gjeld og forventninger til selskapets kapitalstruktur. Ved beregning av selskapets egenkapitalkostnad er det Capital Asset Pricing Model, CAPM, som er den mest utbredte (Koller et al., 2015; Penman, 2013).

Egenkapitalkostnaden bestemmes av en estimert avkastning på markedsporteføljen, justert for selskapet som verdsettes. CAPM justerer for selskapsspesifikk risiko ved å beregne en betaverdi der den forventede sensitiviteten til selskapet sammenlignes med markedet. Den måler hvordan aksjeprisen til selskapet responderer på bevegelser i markedet. Beta over 1 betyr at prisen reagerer mer enn markedet på eventuelle svingninger (Koller et al., 2020).

For å kunne bruke CAPM modellen er man avhengig av aksjedata, denne modellen er da mest gjeldende for børsnoterte selskap. For selskap som ikke er noterte på børs vil man måtte ta en rekke forutsetninger for å anslå en betaverdi som er representativ for det gjeldende selskap. Å investere i ikke børsnoterte selskaper innebærer en ekstra risiko siden det da dreier seg om aksjer som kan være vanskeligere å omsette enn hva tilfellet hadde vært om de var børsnoterte (Dahl, 2011).

En mye brukt praktisk måte å beregne avkastningskrav på er at man beregner et avkastningskrav hvor man beregner en risiko ut fra driften til selskapet, der det vektlegges risiko med tanke på driftsinntekter og driftskostnader. Her vil selskap med stor andel faste kostnader ha større risiko enn et selskap med lave faste kostnader. Ved beregning av dette avkastningskravet legges den risikofrie renten til grunn og man legger til en kompensasjon for risiko på driften, videre må man ta høyde for om aksjen er børsnotert eller ikke. Unoterte selskap ilegges et tillegg på grunn av illikviditet, da de kan være vanskeligere å omsette. Om

selskapet har flere aksjonærer uten at noen har veldig store poster, vil illikviditeten få en lavere verdi enn om det er en stor aksjonær og flere små. I det siste tilfellet vil en ny aksjonær være minoritet og ha lite innflytelse i driften, og mindre attraktive aksjer, derfor større risiko (Dahl, 2011).

For å få en opplevd følelse av kontroll kan en investor ønske å være involvert i driften av et selskap, dette gjøres gjennom en operasjonell investering. Investoren får gjennom kjøp av store aksjeposter plass i styret og være med å fatte beslutninger på selskapets vegne. At investoren får plass i styret, eller en administrativ rolle i selskapet vil føre til redusert opplevd risiko ved investeringen, og graden av påvirkningsmuligheter investoren får vil spille inn på hvor risikofyllt han synes det er (Benjamin, 2005).

En årsak til at investorer ønsker å gjøre operasjonelle investeringer kan være at investoren er kjent innen bransjen og besitter kompetanse som kommer selskapet til gode. En slik berikelse kan eksempelvis hjelpe ledelsen i selskapet i å ta riktige valg når det kommer til blant annet produktsortiment (Damodaran, 2006). En viktig faktor å ta med er som Koller et al. (2020) og Benjamin (2005) peker på, at investorer med et stort nettverk og bred kompetanse er viktige i forhold til at selskapet skal lykkes i markedet, og disse investorene vil straks etter investering ha et ønske om å ta del i driften for å kontrollere investeringen sin. Dette støttes av Olsson, Frydenberg, Jakobsen, and Arne Jessen (2010), samtidig som de maner til forsiktighet siden det kan hende at ledelsen trenger å få jobbe selvstendig med driften, og ikke at eiere blander seg inn i driften.

## **2.3 Valg og Beslutning**

### **2.3.1 Metoder for verdsettelse**

Ulike metoder for verdsettelse baserer seg på ulike teknikker og informasjon. Enkelte metoder krever mindre arbeid enn andre, og i alle metoder må man legge enkelte forutsetninger til grunn. Det er ulikt informasjonsbehov i metodene, men forutsetningene man legger til grunn må være likt uansett valg av metode, fordi om forutsetningene forandres vil man ende opp med ulik verdi på selskapet man verdsetter avhengig av hvilken metode man legger til grunn (Kinserdal, 2017). Fremgangsmåten beskrevet ovenfor er beregnet ut ifra en fundamental verdsettelse, disse er ressurskrevende, men samtidig de som gir best kjennskap til selskapet

som skal verdi vurderes. I fortsettelsen er det beskrevet kort om flere metoder for verdsettelse som er aktuelle for investorer.

Nåverdi metoden anvendes ved å diskontere fremtidige kontantstrømmer til nåverdi. Den forutsetter at man har beregnet et avkastningskrav til å neddiskontere mot, men også at man kjenner til investeringsutgift, kontantstrømmer og levetid på investeringen. Usikkerhet i denne modellen er at det kan være problematisk å holde seg innenfor budsjetter, eller det kan dukke opp noe som gjør at kontantstrømmer ikke blir som forventet. Fordelen med metoden er at den er svært anvendelig og er rask å bruke.

Dividende metoden bygger samme prinsipper som nåverdimetoden. Forskjellen er at her forutsetter man at selskapet utbetaler den frie kontantstrømmen i utbytte, og at utbyttet neddiskonteres mot avkastningskravet til selskapet. Verdien på egenkapitalen blir da nåverdi av aksje pluss nåverdien av kontantstrømmen til utbytte (Penman, 2013). Utbyttene kan være vanskelig å forutse langt frem i tid. Om man forutsetter for høyt utbytte vil man få for høy verdi på aksjen, og ved for lavt anslag vil verdien bli for lav (Koller et al., 2015).

De to mest utbredte metodene for verdsetting innenfor fundamental verdsettelse er fri kontantstrøm metode og økonomisk profitt. Disse to baserer seg på samme forutsetninger om fremtidig utvikling, og er slik sett et resultat av den strategiske- og finansielle analysen. Felles for begge er at de verdsettes på bakgrunn av forventet inntjening, men gir noe ulik informasjon tilbake til brukeren. Økonomisk profitt forteller om man forventer at den økonomiske prestasjonen til selskapet skal være positiv eller negativ ved hvert estimerte driftsår. Fri kontantstrøm sier ikke så mye om forventning om faktiske prestasjoner siden mesteparten av verdien kommer i restleddet. Det som gjøres her er at man tar fri kontantstrøm fra driften og neddiskonterer den mot avkastningskravet (Koller et al., 2015). Ulemper med disse metodene er at det er vanskelig å anslå fremtidig inntjening og avkastningskrav da de er basert på spekulasjoner.

Bruk av multipler er en metode som krever forholdsvis lite forarbeid, og er gunstig å bruke om man har begrenset med tid og ressurser (Koller et al., 2015). Her anvendes det forholdstall mellom pris på aksjer eller verdien av selskapet dividert med et balansetall, tall fra resultat, eller en kritisk ressurs innenfor bransjen man ønsker å investere (Dyrnes, 2004; Koller et al., 2015). Multipler er sårbare da verdsettingen skjer basert på et tynt datagrunnlag, og det kan

være tilfeldigheter i selskapet man sammenligner med som har sørget for uforbeholden inntjening. Dette vil føre til en kunstig høy verdi på selskapet man forsøker å verdsette (Dyrnes, 2004).

Realopsjon er en rettighet et selskap har til å foreta seg en bestemt investering på et senere tidspunkt. Det kan eksempelvis være muligheten til å utsette eller avslutte en leasing avtale på et fartøy om man ikke klarer å få kontrakt til det, eller muligheten til å utvide en fabrikk forutsatt at produksjonen går bra. Denne fleksibiliteten som realopsjoner gir, reduserer risikoen og blir en sikkerhet som kan være mye verdt for investorer (Koller et al., 2015).

Teknisk analyse baserer seg på troen om at historiske kurser skal gjenta seg, og at man derfor kan anslå hvordan fremtidig kursutvikling vil komme til å være. Denne analysemetoden tar utgangspunkt i at all nødvendig informasjon kommer fra historiske aksjekurser, eller moment i aksjer, og hensyntar ikke fundamentale forhold ved aksjen (Mayall, 2008).

## **2.4 Institusjonelt perspektiv**

På 70-tallet vokste den ny institusjonelle teorien frem som følge av kritikk som fremmer et rasjonelt syn på organisasjoner og organiseringen av disse (Eriksson-Zetterquist, Kalling, Styhre, & Woll, 2014). Teorien kan benyttes til å analysere handlinger og beslutninger. Slik kan den hjelpe med å forstå sammenhengen mellom hvordan bedrifter og investorer fungerer i praksis når faktorer som ytre press, forventninger, lover, regler og normer kommer med i betraktningen til hvordan en investor handler. Tilhengere av institusjonell teori mener med andre ord at tradisjonelle teorier viser en annen side av verden enn hva som er realistisk. Skal i fortsettelsen forøke å se dette fra en investors perspektiv.

Isomorfisme i henhold til økonomi og organisasjoner beskriver prosessen der enheter blir gradvis mer lik hverandre ettersom felles normer, regler, ideer, samfunnspress og kultur utvikler seg innen en bransje.

Den tvungne måten er de lovlige reguleringene en investor må forholde seg til innad et felt. Den normative måten er at man blir mer lik hverandre siden organisasjoner ansetter mennesker med eksempelvis samme utdanning.

Den tredje ytre faktoren som påvirker isomorfisme, er ifølge DiMaggio and Powell (1983) kopiering. Denne faktoren fokuserer på det presset vi har om å etterligne andre på ting vi selv er usikre på.

For eksempel kan en investor ha overambisiøse mål, eller ha vansker med å forstå eller innhente nok informasjon om temaet han ønsker, og dermed etterligne hva andre investorer i denne bransjen har gjort, for selv å prøve å lære mer om hvilke metoder som fungerer best. I løpet av denne prosessen vil investoren ha tilgang til samme informasjon som andre, og vil i likhet med det rasjonelle perspektivet anvende det han synes er nyttig informasjon. I det lange løp vil dette uunngåelig føre til en viss grad av isomorfisme blant investorer innad samme bransje, ettersom noen aspekter vil gå igjen hos de fleste (D. I. Jacobsen & Thorsvik, 2019).

Imidlertid er det ifølge D. I. Jacobsen and Thorsvik (2019) noen organisasjoner innen samme institusjonelle omgivelser som ikke blir lik hverandre, og dette kan forklares i fire punkter. En årsak til dette kan være om strukturen i organisasjonen er preget forhold som ikke gir mye rom for forandring, som eksempelvis et smelteverk. En annen årsak til at organisasjoner ikke nødvendigvis blir mer lik hverandre, kan være at det i omgivelsene finnes flere motstridende oppfatninger om hva som er legitimt for organisasjonen. Siden det kan være forskjell på bransjemessige normer og normer for et spesifikt lokalsamfunn, vil det heller ikke her bli likere organisasjoner. Videre sier punkt tre at når organisasjoner tar i bruk nye organisasjonsmessige oppskrifter skjer det enkelte tilpasninger som gjør at den ikke blir helt lik originalen. Det kan enten være at man ikke iverksetter hele oppskriften, eller at man kombinerer med andre oppskrifter for å tilpasses de forhold man opererer i. Siste punkt til hvorfor organisasjoner innen samme institusjonelle omgivelser ikke nødvendigvis blir mer lik hverandre, kan knyttes til ulik oppfatning av normer og verdier blant individer i omgivelsene. Dette kan muligens føre til at enkelte løsninger kan bli valgt bort under interne forhandlinger, siden de ikke passer med organisasjonens teknologi, struktur eller kultur (D. I. Jacobsen & Thorsvik, 2019).

Et begrep som henger tett sammen med isomorfisme er legitimitet. Legitimitet definert av Suchman (1995) er at det er *«antakelser om at spesielle handlinger er ønskelige og akseptable innenfor et sosialt konstruert system av normer, verdier, tro og definisjoner»*.

Ifølge Scott (2008) er institusjoner knyttet til kognitive, regulative, og normative søyler. Med dette menes det institusjonelle forhold organisasjonen må tilpasse seg for å bli oppfattet som legitim. Alle søylene kan knyttes opp mot legitimitetsbegrepet og forklares i fortsettelsen.

Kognitiv legitimitet bygger på en underbevissthet, der omgivelsene tar organisasjonene eller deler av organisasjonen «for gitt». Med det menes det at organisasjonen må leve opp til forventninger fra omgivelsene om hvordan den bør se ut, og organisasjoner som ikke evner å overbevise omgivelsene om at den driftes på «riktig» måte vil kunne få et legitimitetsproblem (Scott, 2008).

Regulativ legitimitet sier at en organisasjon må følge regler og lover som er nedfelt i samfunnet, og om det ikke gjøres vil man kunne bli straffeforfulgt. Gjennom lover og regler blir organisasjoner enten tvunget til å utføre spesielle aktiviteter på beskrevne måter, eller man blir tvunget til å ikke utføre enkelte aktiviteter (Scott, 2008).

Normativ legitimitet bygger på at organisasjonen er opptatt av at deres handlinger blir utført innenfor moralske normer. Det betyr at de underliggende forventningene i omgivelsene med hensyn på verdier og normer, er tungtveiende for hvordan en organisasjon ønsker å fremstå. Siden forskjellige grupperinger har ulikt verdisyn, vil noe som har normativ legitimitet i en gruppering ikke nødvendigvis ha det i en annen gruppering (Scott, 2008).

Suchman (1995) la i tillegg vekt på pragmatisk legitimitet. Den baserer seg på at om en organisasjon oppleves som nyttig i samfunnet, vil den oppfattes som legitim. Det betyr at pragmatisk legitimitet handler om å se på organisasjonens nærmeste målgrupper, og bytteforholdet mellom disse. Dette for å se om det er behov for, og hva det er behov for av organisasjonens tjenester eller midler.

Organisasjoner som ikke oppfattes som legitime vil få et legitimitetsproblem, da det vil bryte med forventningene til omgivelsene. Legitimiteten i en organisasjon handler ikke om den faktisk opererer legitimt, men om den blir oppfattet av omgivelsene (Suddaby, Elsbach, Greenwood, Meyer, & Zilber, 2010).

For at institusjoner skal kunne overleve på lang sikt må de oppfattes som legitime, og for å oppfattes som legitim må de holde seg innenfor visse regler og normer, og handle slik det er forventet at de skal handle. Slik situasjonen er blitt med makten sosiale medier har fått skal det lite til for å svekke ryktet til et selskap (D. I. Jacobsen & Thorsvik, 2019).

For å tilpasse seg de institusjonelle omgivelsene kan en organisasjon anvende ulike strategier (D. I. Jacobsen & Thorsvik, 2019).

Den første strategien går ut på å oppnå reell konformitet, og går ut på at organisasjonen skal tilpasse seg omgivelsene hva angår krav og forventninger. Konformiteten deler seg i tre

forskjellige. Strukturell konformitet handler om å tilpasse strukturen i organisasjonen etter hva som er krav fra omgivelsene. Legitimiteten blir bedre dess nærmere den generelle oppfatningen av struktur organisasjonen faktisk har. Prosedyrekonformitet vil si å ta i bruk metoder for arbeidsformer som av omgivelsene blir oppfattet som riktig. Den siste formen er personalkonformitet og bygger på at organisasjonen tilpasser seg ved å ansette medarbeidere som etter omgivelsenes oppfatning innehar de riktige egenskapene for å kunne utføre en oppgave (D. I. Jacobsen & Thorsvik, 2019).

Neste strategi er tilsynelatende konformitet, eller dekobling som den også kalles. Dette går ut på at organisasjonen tilsynelatende tilpasser seg aksepterte krav og normer i omgivelsene, men i realiteten så opererer de på en annen måte. Denne strategien tar utgangspunkt i at legitimitet er basert på hvordan omgivelser oppfatter en organisasjon, ikke hva organisasjonene faktisk gjør (D. I. Jacobsen & Thorsvik, 2019). Slik samfunnet er blitt i dag stilles det store forventninger til aktørene som opererer i det. Bærekraftig er et uttrykk som er mye anvendt blant organisasjoner, og Ditlev-Simonsen (2011) viser til eksempel der organisasjoner adopterer uttrykk som er sosialt aksepterte uten at de gjør noen forandringer i måten de driver organisasjonen. Dette for å signalisere til omgivelsene at det driftes på en måte som er akseptert og dermed oppfattes som legitim. Studier av Nair and Prajogo (2009) og Christmann and Taylor (2006) viser til at organisasjoner gjør en innsats for å bli godkjent som et miljøbevisst selskap, men så fort godkjenningen er på plass faller organisasjonens vilje til å drive miljøbevisst. Dette tyder på at det som er viktig for organisasjonen er hvordan de blir oppfattet av omgivelsene, og at så lenge målsettingen til en organisasjon er å bli godkjent som miljøbevisst vil effekten av dette være svært liten (Christmann & Taylor, 2006; Nair & Prajogo, 2009).

Tredje strategi kalles motstand og forhandling og går ut på at organisasjoner ikke behøver å tilpasse seg alle normer og krav fra omgivelsene. Om press fra omgivelsene går imot organisasjonens egne verdier oppstår det en konflikt. Organisasjonen kan forsøke å påvirke omgivelsene med å ytre sitt syn på saken og forklare hvorfor slike normer ikke er forenlig med driften av organisasjonen (D. I. Jacobsen & Thorsvik, 2019).

Omdømmebygging og håndtering er siste strategi til å håndtere institusjonelle omgivelser. Organisasjoner har ikke markedsført seg selv sterkt tidligere, fokus har vært på produkter. I et samfunn med økt oppmerksomhet rundt det å drive organisasjonen på en måte som tåler dagens lys, hvor det er stort fokus på samfunnsstøtte og hvordan omgivelser oppfatter organisasjonen er det svært viktig for organisasjonen å fremstå legitim. Ved å støtte det lokale

fotball laget, eller veldedige formål vil en organisasjon kunne skaffe seg et godt omdømme. Alle aktiviteter en organisasjon tar del i er med på å forme omgivelsenes inntrykk av organisasjonen, og om mulighetene anvendes riktig vil legitimiteten dens styrkes (D. I. Jacobsen & Thorsvik, 2019).

## 2.5 Prospekt teori

Kahneman and Tversky (1979) presenterte prospekt teori basert på observasjoner og eksperiment. Tidligere studier har forsøkt å forklare hvordan mennesker skal agere under gitte alternativer, mens (Kahneman & Tversky, 1979) hadde søkelys på hvordan mennesket faktisk agerer. De viser i sin forskning til hvordan mennesker har instinktive svar på åpenbare spørsmål, system 1, handler på impulser og intuisjoner. System 2 er den delen av hjernen som gjør oss i stand til å vurdere fornuftig. Den kan følge regler og treffe bevisste beslutninger mellom spesifikke valg.

Investorer bruker heuristikker når de skal vurdere sannsynligheten for en hendelse, slik som for eksempel hvordan et selskap sannsynligvis vil utvikle seg eller hvordan aksjemarkedet vil endre seg i nærmeste framtid. Dette er vurderinger som en investor er nødt til å kunne anslå med relativt god sikkerhet i henhold til det virkelige utfallet av situasjonen. Dette er viktig fordi en investor alltid vil måtte ta risikoer der en aldri kan være hundre prosent sikker på om investeringen blir lønnsom eller ikke. Gode forhåndsvurderinger vil øke sannsynligheten for at en velger de rette prosjektene å investere i.

Selv om heuristikker kan være nyttige hjelpemidler til å gjøre gode vurderinger om investeringsmuligheter, vil de også kunne skape enorme skjevheter i investorens beregninger om ikke alle de riktige faktorene tas med i beregningen av utfallet. Tversky and Kahneman (1974) viser til at mennesker har en begrenset evne til å vurdere sannsynlighet, og spesielt har man en tendens til å fatte beslutninger på for dårlig beslutningsgrunnlag.

For eksempel kan en investor få en beskrivelse av to bedrifter han lenge har vurdert å investere i. Disse beskrivelsene kommer fra en anerkjent investor innenfor samme fagfelt som eksempelinvestoren, og han har selv jobbet med begge disse bedriftene for 3 år siden. Bedrift A blir beskrevet meget positivt, mens bedrift B blir beskrevet helt gjennomsnittlig men ikke dårlig. Ut ifra informasjonen investoren sitter på nå vil bedrift A virke som den mest lønnsomme investeringen han kan gjøre. Problemet her vil kunne være at beskrivelsene av bedriftene er utdaterte, og i løpet av de siste 3 årene vil bedrift B kunne ha gjennomgått en



kraftig vekst og stor forbedring, mens bedrift A for eksempel kan ha hatt et skifte i ledelse som førte til at bedriften tapte seg. Dette fenomenet kalles gyldighetsillusjonen, og er når en person forutsier sannsynligheten for noe, i dette tilfellet hvilken bedrift som er best, bare ved hjelp av den informasjonen som er mest representativt for opplysningene en har til rådighet (Kahneman, 2012).

Dette med tilgjengelig informasjon er også et viktig fenomen når en snakker om sannsynlighetsvurdering. Mennesker vil i stor grad basere forventninger og sannsynlighetsvurderinger på hvor lett det er å hente fram lignende informasjon fra hukommelsen (Kahneman, 2012). For eksempel vil en investor som har hatt en dårlig periode på aksjemarkedet være svært varsom i sine vurderinger når en ny og tilsynelatende bra investeringsmulighet dukker opp. Dette er fordi han vil huske de negative investeringene i nærmeste fortid, og dermed vil han kanskje lese seg litt ekstra opp på aksjene han vurderer å kjøpe. Derimot vil en investor som har hatt noen gode måneder på aksjemarkedet kanskje ikke tenke like hardt over sannsynligheten for at det kan gå galt slik som den andre investoren, fordi i hans nærmeste hukommelse har det alltid gått fint i det siste.

System 1 kan også omtales som intuisjon, og intuisjon har i mange år blitt sett på som noe mystisk, og historisk sett er det også sett på som en kilde til visdom, som ikke alle hadde tilgang til (Kirkebøen, 2012). Definisjoner av intuisjon er det mange av, og denne fra Kirkebøen forklarer det slik: Intuisjon er «*en tankeprosess som gir et svar, en løsning eller en idé uten anstrengelse og uten bevissthet om prosessen bak*» Ordet stammer fra latin og betyr å se eller betrakte noe (Kirkebøen, 2012, p. 7).

Kirkebøen (2012) viser til en studie utført hvor aksjeanalytikere og lekfolk skulle predikere utfall på to og to aksjer. Lekfolkene traff med femti prosent av prediksjonene, mens fagfolkene traff med førti prosent. Dette viser at om man ikke har noe annet å belage svarene på enn intuisjon har ikke aksjeanalytikere bedre intuisjon enn andre folk, men de vil være sikrere på sine prediksjoner enn lekfolkene.

Intuisjon kan trenes, men erfaring og intelligens er ikke tilstrekkelig til å utvikle god intuisjon, og det er liten sammenheng mellom kunnskapsnivå og kvaliteten på vurderinger som er gjort basert på intuisjon (Kirkebøen, 2012). Implisitt læring er læring som foregår uten å ha intensjon om å lære og uten at man er klar over at man lærer. Man lærer blant annet å registrere hyppigheter og mønstre. Denne læringen gjør blant annet at dyr vet hvor de finner

mat. Implisitt læring ligger til grunn for intuisjoner, og gjennom å gjenkjenne tegn og mønstre vil man hente fram kunnskap fra hukommelsen og fatte bedre intuitive beslutninger (Kirkebøen, 2012).

Erfaringslæring er viktig for å utvikle intuisjonen, og for at man skal kunne drive effektiv erfaringslæring må man få en umiddelbar tilbakemelding når man gjør feil. Denne tilbakemeldingen må være svært tydelig, og forklare hva som er feil. Feilen bør helst føre til kostnader for den som har utført feilen (Kirkebøen, 2012).

Kahneman (2012) viser til system 1 og system 2 som to deler av hjernen som jobber med ulike arbeidsoppgaver. System 1 som er intuisjon, er noe som skjer raskt og automatisk, man tenker seg ikke om, og det svaret du kommer opp med krever veldig lite av deg. Videre er system 1 tenking vanskelig å lære, men rask å utføre.

System 2 er tregere og mer kontrollert, og det er dette systemet som brukes for å eksempelvis utøve en analyse. Dette systemet krever med andre ord mer kapasitet enn system 1. System 2 er fleksibelt og i stand til å motta instruksjoner og rette seg etter dem, men det går ikke så fort å utføre disse (Kahneman, 2012).

Årsaken til at investorene kanskje kan bruke magefølelse på noen investeringer kan være at de har vært i mange slike situasjoner tidligere, og at noe som i utgangspunktet er en system 2 operasjon har blitt en system 1 operasjon. Siden det er så mange kjente faktorer med den aktuelle investeringen at hjernen reagerer intuitivt.

System 1 hensyntar ikke usikkerhet og tvil, dette kommer inn under system 2. Om en investor drar kjensel på noe er det en fare for at det kan være i en annen kontekst, og magefølelsen fører til at en beslutning blir tatt på feil beslutningsgrunnlag. Måten informasjonen blir presentert på vil også være med på å påvirke hvordan intuisjonen virker. Om en blir presentert en prosjekt med stor avkastning, og får høre at det er tretti prosent mulighet for å mislykkes, eller at det er sytti prosent mulighet for suksess, vil ordene mislykkes og suksess påvirke intuisjonen (Kahneman, 2012). Dette vil i det rasjonelle synet ikke ha noe å si, for informasjonen som er presentert er lik, men den er pakket inn på to ulike måter som igjen fører til at det blir tatt to ulike beslutninger når det er magefølelsen, eller intuisjonen som svarer.

### 3 Metodisk tilnærming

I metodekapittelet vil jeg presentere de metodiske valg jeg har tatt gjennom studien for å best mulig kunne svare på problemstillingen. Problemstillingen og formålet med studien er avgjørende for valg av metode. Gjennomføring av en vitenskapelig studie handler om innsamling, analyse og tolkning av data (Johannessen, 2020). Dette betyr videre at metodekapittelet omhandler metodevalg med tanke på vitenskapsteoretisk ståsted, forskningsdesign, samt innsamling og analyse av data. Avslutningsvis i kapittelet vil jeg evaluere studien i forhold til reliabilitet og validitet.

#### 3.1 Vitenskapsteoretisk ståsted og forskningsdesign

Ontologi og epistemologi er vesentlige begreper innen vitenskapsteoretisk teori. Med ontologi vises det til læren om hvordan virkeligheten faktisk ser ut, mens epistemologi handler om i hvilken grad tilegnelse av kunnskap om virkeligheten er mulig, samt hvordan denne kunnskapen skal læres. Ifølge D. I. Jacobsen (2015) vil valg av forskningsdesign og metode bli påvirket av forskerens syn på vitenskapsteorien. Å vite hvor man står i et vitenskapsteoretisk perspektiv er viktig fordi det vil ha stor påvirkning for hvordan resten av forskningen vil utartes, og ettersom forskningsdesignet påvirkes vil også gyldigheten og påliteligheten til forskningen omfattes av dette valget. Da denne studien skal forsøke å finne ut blant annet om det er andre trekk enn det rasjonelle som bidrar til at investorer gjør investeringer er det tydelig at det er brukt et ontologisk vitenskapsteoretisk ståsted.

D. I. Jacobsen (2015) viser til at en problemstilling bør tilfredsstillende enkelte krav for at den skal kunne brukes i en empirisk undersøkelse. Den bør være spennende, enkel og fruktbar. Spennende på en slik måte at man ikke vet på forhånd hva resultatet blir, og i tillegg bør den være spennende for forskeren selv. En problemstilling vil bare kunne forklare deler av forskningen, ikke hele virkeligheten, men en enkel problemstilling gir oftest det beste resultatet. Det tredje kravet D. I. Jacobsen (2015) sier at en problemstilling bør inneha er at den skal være fruktbar. Det betyr at empirisk undersøkelse skal være mulig, samt at forskningen skal bidra til ny kunnskap. I denne forskningen har jeg valgt meg følgende problemstilling,

*Hvordan er investeringspraksisen til et utvalg Norske investorer?*

Denne problemstillingen er spennende siden man ikke på forhånd vet utfallet, og den er samtidig enkel og treffende nok til at deler av forskningen forhåpentligvis vil bli besvart gjennom analysen.

For å kunne svare på problemstillingen best mulig vil valg av forskningsdesign være av stor betydning. Her finnes det tre overordnede design å velge mellom, disse er deskriptivt, kausalt og eksplorerende design (Johannessen, 2020). Siden mitt fokus er å få inngående kjennskap til hvordan et utvalg investorer vurderer informasjon før de går i gang med investeringer vil det være mest hensiktsmessig å gå videre med et eksplorativt design. Videre gir dette et intensivt design, da det er en studie om et fåtall mennesker med mål om dybdeforståelse. Dette kan bidra til å skape en generell teori om hvordan virkeligheten faktisk er, men det kan ikke generaliseres ut til en større populasjon. For å få dybdeforståelse er det nødvendig med kvalitativ forskning, og det er også valgt casedesign i denne studien.

### **3.2 Casedesign**

I et casedesign blir forskningsobjektet et case, og for å definere casedesign har jeg valgt en definisjon av (Yin, 2014, p. 19) «an empirical inquiry that investigates a contemporary phenomenon (the “case”) in depth and within its real-worlds context». Definisjonen gir uttrykk for at i et casedesign studeres ett eller flere tilfeller inngående, og skriveren går i dybden i hendelser eller organisasjoner for å forske på fenomener som ellers kanskje ikke ville vært synlig (Johannessen, 2020). Casestudiet i denne forskningen er et utvalg norske investorer. Videre baserer forskningen seg på dokumentstudier og semi-strukturerte intervju.

### **3.3 Innsamling av data**

Den mest utbredte varianten innen kvalitativ forskning når det kommer til datainnsamling er intervju. Denne formen muliggjør det å skaffe seg detaljert informasjon om det som studeres (Johannessen, 2020). Intervju blir beskrevet som en samtale med formål og struktur, og samtalen gir et innblikk i informantens virkelighetsforståelse. Det finnes flere former for intervju, med ytterpunktene strukturert intervju med faste svaralternativer, og ustrukturert intervju. De ulike intervjuformene har ulike fordeler og ulemper, hvor høyere grad av struktur gjør sammenligning av ulike intervju og analyse enklere, men samtidig lavere fleksibilitet (Johannessen, 2020). Semistrukturerte intervju er en balanse mellom strukturerte og ustrukturerte intervju. Her har forskeren en intervjuguide med et overordnet tema, og det

stilles mindre krav til å følge intervjuguiden slavisk i tillegg til at det åpner opp for å komme med oppfølgings spørsmål på tilbakemeldingene man får fra informanten (Johannessen, 2020).

Jeg har i min studie valgt å gjennomføre to semistrukturerte intervjuer, dette fordi det åpner for å la informantene fortelle fritt om gitte tema, og at det skal føles så naturlig som mulig for informantene å prate om ulike tema. Intervjuene ble etter godkjenning fra informantene tatt opp på båndopptaker. Det ene intervjuet ble gjort ved personlig møte med informantene, mens det andre intervjuet ble utført over telefon. Begge informantene delte villig av sine erfaringer, og var svært imøtekommende.

Transkribering av intervju er en oversettelse av muntlig samtale til tekst (Johannessen, 2020). Straks etter intervjuene valgte jeg å transkribere lydopptakene, slik at jeg skulle klare å få med detaljer som kroppsspråk og andre ikke verbale uttrykk, dette gjaldt det intervjuet der jeg hadde personlig møte med informantene. Valgte å transkribere ordrett slik at ikke egne personlige tolkninger skulle påvirke en senere analyse.

Dokumentstudier betraktes som sekundærdata innhentet av andre, og en risiko ved å benytte sekundærdata er at den ikke er utarbeidet for det samme formålet som tenkt i studien. Dette betyr at det er en fare for at sekundærdataen som skal brukes ikke er representativ eller at den inneholder feil (Bryman & Bell, 2015). Det kan imidlertid også være fordeler ved å studere sekundærlitteratur. Dokumentene er allerede samlet inn, slik at studien kan gjøres ved et senere tidspunkt.

I dokumentstudier av boken «NORGES BESTE investorer» S. Jacobsen and Oksum (2001) er boken utarbeidet med tanke på å finne ut hvordan noen av de mest suksessfulle investorene i Norge agerer, og hva som er viktig fokusområder for dem når de investerer. Intervjuene er utført som en åpen dialog, hvor intervjuobjektene har fått mulighet til å fortelle egen historie på sine premisser. S. Jacobsen and Oksum (2001) nevner i innledningen at det var utfordrende å begrense utvalget til 16 investorer, men at det av praktiske hensyn måtte gjøres. Investorene representerer en gruppe mennesker som alle har lyktes med sin satsning, og samlet sett representerer de mange investeringsområder. Det er godt skolerte investorer som mener at det har hjulpet dem å fatte gode beslutninger, men også investorer uten utdanning som mener at nettopp det har gagnet dem.

### **3.4 Analyse av data**

Kvalitativ dataanalyse går vanligvis ut på å tolke relevant tilgjengelig informasjon. Dataene kategoriseres og grupperes med hensyn til relevans, før fortolkning og teoretiske slutninger trekkes. Ifølge D. I. Jacobsen (2015) er kategorier effektivt for å se om noen datatyper ligner hverandre, om de omhandler samme tema eller om de skiller seg ut fra hverandre.

Kategoriene kan etter behov deles opp i underkategorier.

### **3.5 Refleksjoner om studien**

Utgangspunktet for studien var at jeg skulle gjøre dybdeintervju med investorer for å finne ut hvordan investeringspraksisen deres faktisk er. Da det etter hvert ble klart for meg at jeg ikke fikk nok respondenter til å ha en studie på det, ble jeg oppmerksom på boka «Norges Beste investorer». Denne boka er basert på intervju med samme gruppe mennesker som jeg var interessert i å forske på, og jeg valgte derfor å anvende den som sekundærdata.

#### **3.5.1 Refleksjoner på intervju**

Jeg hadde opprinnelig et strategisk utvalg på informanter jeg ønsket å inkludere i studien, og hadde en plan om seks informanter, men dette lot seg ikke gjøre. Først var utvalget valgt ut ifra Kapital sin liste over Norges 400 rikeste personer, disse viste seg å være vanskelig å få kontakt med. Videre modererte jeg listen min over ønskede informanter og forsøkte å få tak i investorer lokalt, heller ikke dette viste seg å være så lett. Som et siste forsøk har jeg også forsøkt å legge ut forespørsel på diverse investorforum. De forspurte hadde med unntak av to, ikke lyst til å være med på studien, eller svarte ikke på henvendelsen min. Ved to anledninger var det også respondenter jeg kom i kontakt med som sa de skulle hjelpe meg, men da vi skulle oppta kontakten igjen senere var det ikke lenger mulig å få svar fra dem.

At det er så få respondenter som sa seg villig til å svare kan tyde på at en stor del av investorene er redde for å dele informasjon med andre, eller ikke vil snakke med studenter.

Sett i ettertid kunne jeg nok ha vært enda tidligere ute og forsøkt å kartlegge enda bedre hvor jeg kunne få tak i informanter. Jeg har nok undervurdert hvor vanskelig det skulle være å få noen i tale.

Ved intervjuene som faktisk ble avholdt var det et stort sprik i tidsbruken ved intervjuene. Intervjuet som ble avholdt over telefon varte en time, mens intervjuet med personlig oppmøte varte to timer. Det kan være flere årsaker til dette, og dels må nok jeg ta min del av skylden for at intervjuet tidvis kom litt ut av kontekst. At to personer har en samtale under fire øyne kan nok også være bidragsytende til at tiden går fortere og at man blir litt engasjert og snakker seg litt ut av det man opprinnelig begynte på.

### **3.5.2 Refleksjoner ved dokumentstudiet**

Dokumentstudiet av boka «Norges beste investorer S. Jacobsen and Oksum (2001) er utført med den type informanter jeg opprinnelig var interessert i å intervju, og ved å behandle dataen i dokumentstudiet mener jeg at jeg klarer å besvare problemstilling og forskningsspørsmål.

Siden dokumentstudiet er basert på intervju som var gjort i en annen sammenheng, kan det være svar på andre spørsmål enn det som i utgangspunktet er tenkt besvart i denne oppgaven, men gjennom deres svar på andre spørsmål har jeg hentet ut relevant informasjon for å best mulig besvare problemstilling og forskningsspørsmål. En risiko ved denne sekundærdataen er at det er 20 år siden boken var gitt ut, og at en del av svarene til informantene kanskje ville sett annerledes ut i dag. Velger derfor å presentere dem separat fra primærdataene i empirien. Ved noen tilfeller i boken viser informanter til at de snakker med megler for å skaffe seg informasjon, dette har jeg valgt å se bort ifra da det i hovedsak benyttes nettmegler ved aksjehandel i dag.

## 4 Presentasjon av data

I dette kapittelet vil jeg presentere data fra dokumentstudier og intervju sett i forhold til problemstillingen, og forskningsspørsmål. Presentasjon av data er todelt, hvor første del er sekundærdata fra dokumentstudiet før det avslutningsvis kommer primærdata fra intervjuobjekter. Dataene blir presentert med fokus på hvordan de ulike aktørene ser på de ulike leddene i en beslutningsprosess. Jeg har valgt å kalle investorene for informant 1-16 i dokumentstudiene, og intervjuobjektene kalles intervjuobjekt 1 og intervjuobjekt 2.

### 4.1 Informasjonsinnhenting sekundærdata

Investorer har egne preferanser til hva slags informasjon de verdsetter når de skal investere, og det er ulike måter å tilegne seg informasjon på, samt hvilken informasjon som ansees som nødvendig for å investere. Informant 3 uttaler «at det er ofte menneskene bak selskapet som fanger hans interesse, og om ikke investeringsobjekt finnes selv, må han overtales av andre til å se på et selskap. Investoren er hele tiden avhengig av å skaffe informasjon, både god bransjekunnskap og god kjennskap til selskap og ledelse» (s. 30-36). Investoren tilegner seg den informasjonen av andre personer som jobber tett på markedet, mens informant 8 leser mye og mener at *«det er den totale informasjonstilgangen som bør gi en basis for forståelse, og denne forståelsen bør gi et bedre beslutningsgrunnlag for å vurdere det enkelte selskaps muligheter i den aktuelle markedssituasjon»* (s. 103). Informant 13 viser til en evne å finne markeder som enda ikke er utviklet, og inspirasjon til investering er kommet gjennom å observere mennesker, og til å dekke behov som har manglet i samfunnet (s. 182). Informant 7 baserer innhenting av informasjon på å forstå markedet og teknologien som det muligens skal investeres i, og sier *«jeg trives ikke godt i situasjoner hvor du må gjette markedssvingningene som kommer fra stemninger i markedet, ofte bygd mer på psykologi enn fakta»* (s. 88).

Andre har derimot en helt annen interesse for markedsbevegelser. Informant 14 er veldig opptatt av hvordan markedet beveger seg, og *«henter informasjon fra både konkurrenter, banker og lignende. Har sparringspartnere for å finne ut hvordan markedet beveger seg, og da er spesielt makro-kyndige svært nyttig å lytte til»* (s. 186-195). På samme måte er også Informant 9 opptatt av makrosvingninger. «Informanten er primært i eiendomsbransjen og analyserer makrobildet nøye for å se hvor verden skal, og hvordan det blir med tilbud og etterspørsel» (s. 115-118). *«Jeg er overbevist om at eiendomsmarkedet beveger seg i sykluser på syv år. Altså syv gode år etterfulgt av syv dårlig år. Derfor påpekes også viktigheten av å*



kjøpe til rett tidspunkt. *«Informasjonsinnhenting dreier seg i stor grad av makroanalyser og beliggenhet, og i Oslo gjennomføres det en fysisk telling av eiendommer som står ledig, samt hvor mye som planlegges å bygge den nærmeste tiden. Dette gjør at man har god kontroll på hvilken vei markedet går, og om man er kjøper eller selger»* (s. 116-117).

Informant 1 er grundig i innhenting av informasjon, og setter seg godt inn i selskapene det vurderes å investere i, og siteres på at *«generelt sett arbeider vi med fundamental analyse for å finne undervurderte selskaper»* (s. 11). Informanten påpeker videre at *«hovedsakelig så investeres det innenfor en sektor, men om det dukker opp undervurderte selskaper i andre sektorer så er man åpen for å investere også der»* (s. 12). Siden informanten er opptatt av å finne aksjer med vekstpotensial vil markedstrendene spille en vesentlig rolle. Informant 2 opplyser om at *«innsamling av historisk data er svært viktig da oppfatningen er at ved å tidligere ha oppnådd suksess vil det styrke sannsynligheten for gjentakelse»* (s. 22). Videre henter også informanten informasjon angående markedstrender, siden investoren mener at *«veksten er i seg selv avhengig av bransjene, som i sin tur påvirkes av de lange samfunnstrendene. Endrer trendene seg vil dette ha betydning for hvilke bransjer som driver veksten i økonomien. Trendene vil til syvende og sist ramme veksten i den enkelte virksomhet. Jo mer innsikt man har i den samfunnsøkonomiske utviklingen, desto bredere er grunnlaget for å forstå rammebetingelsene selskapene opererer etter»* (s. 22). Informant 6 uttaler at *«jeg tror på det å kunne veldig mye om få selskaper, og at makrokunnskap er noe av det viktigste for en investor. Man må først velge riktig bransje, og så finne riktig selskap innen den bransjen»* (s. 75-79). Noen investorer gjør sitt ytterste for å sette seg inn i ulike markeder, mens andre holder seg til markeder man forstår. Informant 11 holder seg til markeder han forstår, og er opptatt av at *«ved ethvert oppkjøp legges det ned en grundig analyse av bransje, det aktuelle selskap og muligheter som foreligger for utviklingen»* (s.146 -150). Informant 15 *«kan gå i dybden for å se etter kjernekompetanse blant de ansatte, og må ha oversikt over hvor mye kontanter selskapet har og hvor lenge selskapet overlever på disse. Deretter vurderes konkurransebildet til selskapet, man må gjøre hjemmeleksene sine i investeringer. Ved samtaler med noen fra et selskap kan man fange opp mye som gjør at man har bedre info enn andre, ikke innside info. Det er da viktig å dobbeltsjekke dette for å få bekreftet infoen»* (s. 202-211).

Informant 4 opplyser at han «ser på regnskapsdata og enkle parametere i balansen i tillegg til å skaffe seg informasjon om bransje». Informanten forteller også at han «har investert ubetydelige beløp i noen selskaper etter at gründer har oppsøkt meg full av pågangsmot og energi» (s. 45-47). Informant 12 innhenter informasjon basert på tekniske data i tillegg til det fundamentale. «Når det kommer til å lese markedssituasjonen kan man se at når de store selskapene begynner å bli billige matematisk, da er du nærme bunnen. Når det til stadighet dukker opp nye selskaper som har ekstremt rask vekst innenfor en sektor, da vet du at du er nærme toppen» (s. 167). Informant 10 «innhenter store mengder informasjon ved alle aspekter av bedriften og markedet, og det gjennomføres full due diligence før investering». Investoren mottar tre-fire selskaper som de ser på hver dag, og «ser med en gang på faktorer som menneskelige ressurser og karaktertrekk ved gründeren» (s. 134, 139). Informant 16 opplyser om at, «det opereres med fundamentalbetraktninger, og vi drar på bedriftsbesøk og forsøker å danne et bilde av hva som skjer der, skaffer oss et totalbilde av selskapet» (s. 224-226). Informant 5 opplyser på sin side om at han er ikke veldig delaktig i aksjehandel, han har derimot medarbeidere med ganske frie fullmakter som tar seg av det, «det er utenfor min kompetanse» (s. 57), sier han. Ved større oppkjøp er imidlertid informanten med på prosessen, men erkjenner at det skorter på detaljkunnskaper, og at det gjerne skulle vært gått mer i dybden for å kunne fatte bedre beslutninger. «Jeg bruker ofte nesen og lukter meg frem», samtidig opplyser informanten også om at «en investering er tatt basert på selskapets historie, ledelse og potensial» (s. 57-58).

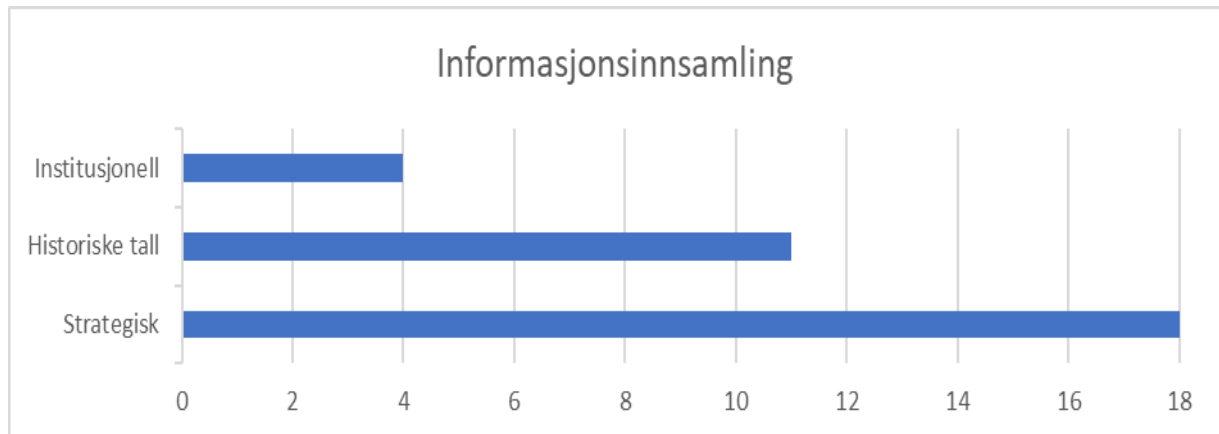
#### **4.1.1 Informasjonsinnhenting primærdata**

Intervjuobjekt 1 sier at han får ofte tilbud fra andre om å være med på ulike investeringer, men det er veldig sjelden investoren tar i på dette. Da må det være av en slik art at det ikke trenger å foreligge noe regning engang. Intervjuobjekt 2 opplyser at også de ble kontaktet en del tidligere av selskap som ønsket at de skulle investere i dem.

Begge informantene forklarer at de utfører strategiske undersøkelser i forbindelse med investeringer. Bransjeundersøkelsen tilpasses de markeder de opererer i, hvor intervjuobjekt 1 sjekker markedsinformasjon og innhenter også info fra andre markeder for å se om det kan være muligheter for å leie ut til disse også. Intervjuobjekt 2 opplyste at de har analysert aksjemarkedet for å finne ut hvordan markedet har reagert i tidligere tilfeller hvor det har vært verdensomfattende kriser, som ved SARS og fugleinfluensa. «Dette kunne gi en pekepinn på

hvordan markedet kom til å reagere etter Covid-19, og hjelp oss med finne objekter som kunne stige fort i verdi igjen». Videre opplyser intervjuobjekt 2 at «vi finner selv aksjer å investere i, men kan også høre på analytikere. Vi trenger ikke være enige med dem, men da får man et annet synspunkt». Investoren har også analysert samtlige bedrifter i hjembyen med omsetning over et visst beløp for å finne selskap å kjøpe opp.

Tabell 1 viser hvilke faktorer investorer verdsetter ved informasjonsinnhenting i forbindelse med investeringer



Egen tabell

## 4.2 Vurdering av informasjon sekundærdata

På samme måte som investorer har ulike preferanser når de skal innhente informasjon, gjelder dette også i stor grad for hvordan de vurderer informasjonen de innhenter. Ulik bakgrunn og ulike erfaringer bidrar til å forme investorene og påvirker hvordan de velger å vurdere den informasjonen de har til rådighet.

Informant 1 «sier at ledelsen er et svært viktig punkt, og en ledelse som ikke er fremoverlent, og offensiv nok, er et stort minus. Andre faktorer som spiller inn, er om det er et selskap med enestående teknologi eller et selskap som har behov for kapital, eller man kan finne et selskap hvor man ser store muligheter til å utvide markedet. Blant annet sees det etter undervurderte selskap med store underliggende verdier i forhold til markedspris. Det gjøres oppformeninger om salgstidspunkt, det kan være når aksjen er fornuftig priset eller at man føler man ikke har mer å bidra med. Gjøre en vurdering om man har oppfylt det man hadde planer om. Investoren opererer stort sett ikke med gearing på investeringene. Det er gearingen som

tar knekken på deg» (s. 10-18). Informant 3 forsøker å være i bransjer som ikke er kompliserte, og viser til at i tankmarkedet dreier det seg om tank, mens i konsern som arbeider innenfor flere bransjer kan det bli for komplisert. Videre trekker informanten frem ledelsen i selskap som en viktig faktor, «*ledelsens strategi kan være gal, og de kan ha feilvurdert sin markedsposisjon*». Investoren er ikke fremmed for litt risiko, så lenge det ikke er med hele investeringen» (s. 30-40). Informant 5 forklarer at «*investeringsbeslutninger tas basert på selskapets historie, ledelse og utviklingspotensial*. Videre beskriver informanten at han er risikoavers, og at alt kan ikke satses på et kort» (s. 58-62). Informant 6 uttaler at «*Det er avgjørende at det er en bransje med fremtid, og at aksjen er billig*. Videre må det være en tro på at det er mulig å generere en kontantstrøm og inntjening som gjør det fornuftig å være investert der. Makrokunnskaper er særdeles viktig, for å vite om konjunktorene er på tur opp eller ned. Man bør fortrinnsvis ha konjunktorene med seg» (s.70-78). Investoren har en konservativ holdning, og handler med tilsynelatende liten risiko. For å minimere risikoen mener investoren at «*ved å kunne mest mulig om selskap og bransje reduseres risikoen, og uttaler at han har lite tro på risikospredning gjennom diversifisering. Investeringene er egenfinansiert, og selv om det gir mindre volum er investeringene helt uangripelig*» (s. 75). Informant 8 har tre helt vesentlige punkter som spiller inn når investoren skal investere. «*Det må være opplagte markedsmuligheter, det må være et produkt med fremtid, her mener informant at du med en gang ser at det er en vinner. Siste punktet er kanskje det viktigste, nemlig management. Det kan være bare ett menneske, men det gjelder å finne de med en drive*». Informanten informerer om at mange prospekter vurderes og bare et fåtall ender opp med mer oppmerksomhet, og fortsetter «*jeg er en typisk magefølelsesmann når det gjelder vurdering av aksjer. Min innsikt i teknisk analyse er liten, men jeg er veldig opptatt av generell kunnskap. Exit-strategi defineres sammen med de andre som er med på prosjektet, og vi er ganske flinke til å være tro mot strategien*» (s. 102-103). Informant 10 ser på faktorer som «*menneskelige ressurser og karaktertrekk ved gründeren, og vurderer ledelsen og deres gjennomføringsevne. Det må være betydelig vekstpotensial i omsetning og inntjening, og et selskap med internasjonalt markedsområde. Det kan heller ikke være slik at hvem som helst kan starte opp med det samme, investoren understreker at det må være unike konkurransefortrinn der, og at det er viktig med inngangsbarrierer. Det skal også være et definert tidspunkt for mulighet til å komme seg ut av selskapet, enten et spesifikt tidspunkt eller et nivå på selskapet. Det er vesentlig å forstå salgsprosessen på forhånd, og definere den, samt ta tap om ikke investeringen presterer som ventet*». Investoren påpeker også at «om

en aksje blir verdt mer enn 25% av porteføljen vår skal vi selge med en gang. Har en klar exit-strategi, på både når vi skal ut og hvem vi skal selge til, det blir ikke alltid som planlagt. For å differensiere porteføljen investeres det i ulike nisjer, geografiske områder og utviklingstrinn» (s. 130-140).

Informant 11 er klar på at «det må være muligheter for verdiskapning gjennom en god kjøpspris, eller ved at handelen vil gi gode synergieffekter med andre virksomheter. Må være trygg på at menneskene rundt meg har riktig kompetanse i forhold til selskap vi skal kjøpe, drive og utvikle videre». Ved oppkjøp av virksomheter gjøres det en grundig analyse av både bransje og selskap. «Er bransjen syklisk, og er det nødvendig med omstrukturering på bransjenivå? Kan vi tilføre bransjen noe? Samme analyse gjøres på selskapsnivå, med regnskapsanalyse, og full gjennomgang av det juridiske. Vi må også legge en plan for hvordan vi ønsker å utvikle selskapet videre, og vurdere om vi har de riktige folkene til å klare dette». Investoren er ganske risiko-reflektert, og angående risiko sier han at «det er den underliggende erfaringen og kunnskapen du har med deg som definerer hvor stor den absolutte risikoen er. Bankene ser på finansierungsgraden for å vurdere risiko, men vi må selv vurdere hvor stor den samlede risikoen er, og dess bedre man gjør hjemmeleksen før en investering, dess lavere blir risikoen. For å differensiere porteføljen investeres det i ulike nisjer, geografiske områder og utviklingstrinn» (s. 146-153).

Informant 12 ser først på hvor mye en aksje kan synke i verdi, og hvor langt det er til bunn ifra hvor den er nå. «Trading-aksjer vil være selskap som har fluktuerende fortjeneste» (s. 160). Informant 13 holder seg til markeder han kan noe om, og er opptatt av «at det alltid må være et potensiale i eiendommen, og beliggenheten må være bra. Vurderingen som gjøres er at det opereres med et fast avkastningskrav, det må være stort nok til å dekke rentene på lån. Om dette er i orden kan handelen gjennomføres. Denne filosofien har gjort at jeg har klart meg gjennom nedgangstider» (s. 176-183).

Informant 14 analyserer bedriften, og sektoren i sin helhet. «Ser på prosjekter hvor det finnes utviklingspotensial, og ser etter underliggende verdier». Videre fremkommer det «at det forsøkes å legges opp slik at man hele tiden har mulighet til inntekt fra flere kilder. Eksempelvis at det er et næringsbygg med parkeringshus som ivaretar parkering også for andre bygg». Investoren vurderer det til å være en viss risiko forbundet med å være involvert i unoterte aksjer, «det kan være vanskelig å komme seg ut av om man skulle ha behov for

*kapital*». Videre opplyser investoren at han kan shorte litt, men bare som et ledd i en risikospredningsstrategi mot den langsiktige porteføljen (s. 186-195).

Informant 15 *«leser det samfunnsmessige bildet, og det første han gjør er å finne ut hva som foregår i markedet, og når han har funnet noe han liker finner han ut hvordan han skal posisjonere seg for best mulig oppside, og minst mulig risiko. Deretter ser han etter tilgjengelige instrumenter. «Er investert i de fleste bransjer, men har som krav at bransjen må være forståelig for å investere der. For å diversifisere påpeker investoren at ved å ha flere selskaper har man bare spredd selskapsrisikoen, mens man ved å være i flere markeder får diversifisert porteføljen, og om et marked faller vil andre markeder dempe fallet. Ved vurdering av salg sees det på selskapets pris i forhold til verdi, samt hvordan fremtidsutsiktene i deres sektor er»*. Informanten investerer i det meste, med få unntak. *«Unntaket er for eksempel pornobransjen. Det orker jeg ikke»* (s. 202-216).

Informant 16 *«ser systematisk etter undervurderte selskaper. Investoren har en konservativ investeringsfilosofi, og er bestemt på at man ikke skal investere på løse rykter, urealistiske vekstrater og forretningsplaner. Ved å finne en upopulær aksje, med underliggende verdier, da vil det bli bra avkastning. Videre sier investoren at finansanalysen er viktig, og at man må tørre å gå egne veier, ikke følge strømmen. En perfekt aksje er lavt vurdert. Den har høy avkastning på driften, og andre aktiva. Har gjerne en dominerende markedsposisjon, og er et godt produkt i et globalt marked. Informasjon vurderes ut ifra nøkkeltall, og høye nøkkeltall er noe man bør være varsom overfor. Det krever at man klarer å ha høy vekst, og da må man klare å holde konkurrentene unna for ikke å tape markedsandeler. Ved exit så selges investeringer når målkurser er nådd, eller det kan settes nye målkurser om det har skjedd store forandringer med det underliggende for et selskap»*. Investoren peker på at trikset er å selge seg ut før aksjekursen går ned igjen (s. 220-229).

Informant 4 *«sier det er helt nødvendig med en grunnleggende forståelse av bransje og selskap, samt tillit til nøkkelpersoner i selskapet. Ser etter selskap som er feilpriset»*. Tidligere investeringer ble finansiert med lån og inntjening på driften i selskapet, det er derfor viktig å forstå risikoen ved investeringer (s. 44-47). Informant 7 *«det er viktig at det er en teknologi som jeg forstår, med et stort markedspotensial. Ellers er det svært viktig med talent, og tillit mellom investor og gründer. Det må være dyktige mennesker i selskapet. Første steg er å skape tillit. Ser hovedsakelig etter nye ideer, og er derfor i liten grad investert i eksisterende*

*selskaper. Er alltid åpen for ville ideer så lenge ideen har potensial til å tjene gode penger i et stort marked, om teknologien slår til. Det som er viktig for oss er å kunne si at denne teknologiske ideen tror vi på, og at vi skal kunne utvikle den til noe stort» (s. 88-97).*

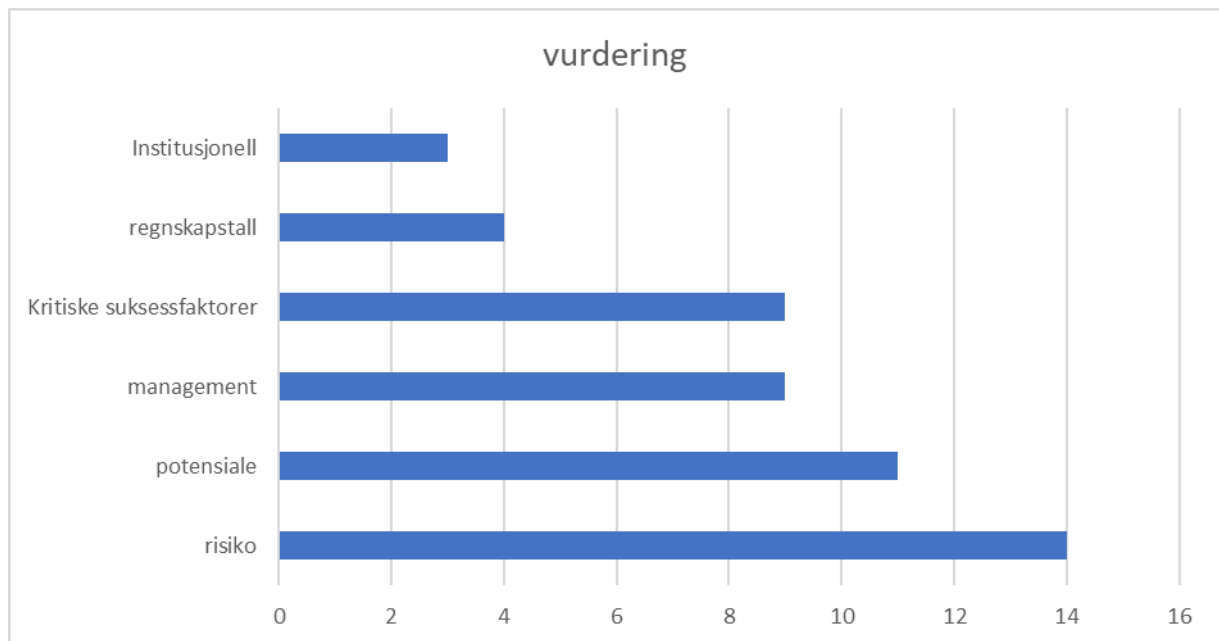
Informant 9 omtaler seg som *«analytisk på det makroøkonomiske plan, jeg har gjort mange analyser om hvor jeg tror verden skal, spesielt med tanke på tilbud og etterspørsel. Ved eiendomsinvesteringer ser vi på beliggenhet, alt annet kan gjøres noe med. Ser etter prosjekt med value for money, altså at det er mulighet for verdiskapning. En annen ting som er viktig er markedssyklusen, i gode tider kan en dårlig investering fortsatt gå bra, mens i dårlige tider kan en god investering være farlig. Det gjelder å vite hvor i syv-års syklusen man befinner seg. Investoren er opptatt av å ha et godt forhold til andre forretningsfolk, da det kan hende at man skal gjøre flere handler ved en senere anledning»*. Informant 2 *«vektlegger historiske data siden det er større sjanse for å lykkes i fremtiden om man har en bra fortid å vise til»,* men viser også til en rekke kriterier som et aktuelt selskap er nødt til å matche. *«Kriteriene som vektlegges i en forvaltningsprosess er dyktig ledelse, vekst i omsetning og inntjening, en dominerende markedsandel, høy kontantstrøm fra driften, lav gjeldsandel, en strategisk meritliste, solid kapitalisert verdi og god likviditet i aksjene» (s. 22).*

#### **4.2.1 Vurdering av informasjon primærdata**

For intervjuobjekt 1 er det viktig at han ser potensial i investeringene, og at man må ha en klar plan på hva man skal gjøre med investeringen. Man må vurdere hvor mye inntekter det er mulig å generere, og finne ut hva kostnadene vil bli. Videre er han bevisst på at man må ta hensyn til omgivelsene ved investeringer, om man får de mot seg vil det bli vanskeligere levevilkår for selskapet. Har hatt samarbeid med en stor aktør, og dette har gjort risikoen mindre. *«Det er lettere å gå i banken for å skaffe finansiering når man har langtids leiekontrakter med seriøse partnere»*. Har også betalt ned lån forholdsvis fort, slik at etter cirka 10 år har lån vært nedbetalt og bygg har blitt solgt. Har slik sett hatt en trygghet i måten det har vært drevet på, og har nå opparbeidet en solid kapitalbase og er svært likvid. Dette gir økt fleksibilitet i markedet.

Intervjuobjekt 2 sier at de «stiller krav til bankene for å få gode vilkår, men har mest mulig finansiering på investeringer for å la banken ta risiko». Banken har aldri lidt noe tap på å låne til oss så de ser det som relativt trygt.

Tabell 2 viser hvilke faktorer investorer verdsetter ved vurdering av investering



Egen tabell

### 4.3 Valg og beslutninger sekundærdata

Mange investorer må gjennom flere prosesser når det skal besluttes om man skal investere eller ikke, mens andre har en klar formening om dette fra første øyeblikk. Ulik erfaring og preferanser er med på å skape denne forskjellen i hvordan investorer går frem før en investering.

Informant 1, har en nær investorkrets. «Her er det tre mann, i tillegg til fem andre som det er daglig kontakt med. Som regel oppdages investeringsobjekter selv, men av og til kommer de til meg. Hovedsakelig så jobbes det med fundamental analyse, men teknisk analyse kan benyttes ved inngang og utgang av aksjer. De beste investeringene er de som er litt glemt av resten av markedet og ikke alle analytikere følger. I startfasen slo investoren seg opp som trader, men investerer nå langsiktig og ønsker styreplass i de selskapene det investeres i» (s. 13). Informant 5 «har medarbeidere med ganske frie fullmakter som tar seg av plassering i



*aksjer, ved beregning av selskapsverdi anvender investoren multipler» (s. 57-60). Informant 10 driver en venturekapital-virksomhet og det dreier seg om aktivt eierskap, der kobles teknologi med industri og egenkapitalinvesteringer. Det er ni ansatte, samt en ressurspool på 20-25 personer fra både innland og utland, ansatt i ulik stillingsbrøk. De ni ansatte er involvert med seks til åtte selskaper oppfølging. «det må være et prosjekt hvor vi kan bidra med noe. Vi har takket nei til spennende prosjekt fordi vi ikke har følt at de kunne tilføre noe ekstra. Fokuset ligger på bedrifters evne til å tjene penger, og det foretas en due diligence for å finne det ut» (s. 132-140). Informant 14 tar investeringsbeslutninger alene, men har også satt litt midler i fond som forvaltes av andre. Investoren anvender mer eller mindre automatisk diverse analyser og strategi ved investering, og er opptatt av at man må kunne regne litt, i alle fall prosentregning. Kan handle på moment i aksjer, da psykologien i markedet styrer mer enn selve produktet. Er fullinvestert hele tiden, men kan omprioritere om det dukker opp mer attraktive investeringsobjekter (s. 187-197). Informant 15 bruker mye matematikk i det daglige, og forsøker å utnytte unormaliteter eller muligheter for feilprising i markedet, ved å eksempelvis vente på markedet har flyttet seg unormalt mye som følge av nyheter eller store ordrer. «Tar deretter en kortsiktig posisjon i motsatt retning av bevegelsen». Investoren kan også vurdere det tekniske bildet noen ganger. «Om en aksje enten har, eller ikke har verdi, kan teknisk trading benyttes. Har også utarbeidet en salgsstrategi, som går ut på å selge når verdi og pris begynner å bli lik». Ved exit fra et selskap sier investoren at han begynner å selge litt før markedsprisen blir lik aksjeverdi, men tar det pent og rolig, vel vitende om at markedsprisen nesten alltid svinger forbi aksjekursen». Investoren er risikobevist og sikrer investeringer ved å handle med derivater (s. 206-215).*

Informant 16 jobber i et team på åtte stykker, hvor det tett oppfølges totalt 150-200 selskaper, men det investeres ikke nødvendigvis i alle selskaper. Investoren sier at en perfekt aksje må være lavt vurdert ut ifra en rekke multipler, som Pris/Bok, Pris/cashflow, Pris/earning og EBITDA. «Ved kjøp av aksjer brukes det fundamentalbetraktninger, men også litt magesfølelse. Man forsøker å kjøpe den aksjen som ikke alle andre kjøper. Upopulære aksjer er lavt vurdert, og om de fundamentale verdiene er der i form av diskonterte kontantstrømmer samt øvrige foretaksverdier er det en interessant aksje». Investoren påpeker at det handler ikke om å analysere data, det handler om å tolke dem (s. 220-227).

Informant 4 er opptatt av aktivt eierskap, og tenker langsiktig på sine investeringer, investeringskretsen består av noen få medarbeidere. Opplyser om at *«tidligere ble investeringer gjort på magefølelse samt en enkel basisforståelse. Siden engasjementet har blitt større ses det nå på enkle nøkkeltall. Vurderer det dit at «om det trengs en finansanalyse så er oppsiden for mitt vedkommende for liten»*. Det må finnes åpenbare muligheter i selskapet, enten må det være feilpriset eller at man ved enkle grep kan korrigere problemer. Investoren mener at en viktig suksessfaktor er at han har turt å satse når andre ikke har gjort det, og viser til et mot-syklisk handlesett. Investoren peker også på en ganske enkel filosofi som går ut på at *«jeg liker å vite hvorfor jeg tjener penger og jeg liker helst å vite hvorfor jeg tapte penger»*. Investoren har en aktiv lederstil der han nesten daglig er i telefonkontakt med lederne i selskap han har investert i, og bortimot ukentlige arbeidsmøter. *«Har stor tro på at man som aktiv eier må involvere seg, og fungere som en diskusjonspart med ledelsen»*. Investoren har også investert i en fotballklubb, noe som begrunnes med lokalpatriotisme (s. 44-54). Informant 8 *«investerer langsiktig, og er svært på selskapene det investeres i. Det er nesten daglige samtaler med de involverte parter, og enkelte gründere prater vi med både morgen og kveld. Den tette oppfølgingen er nok en viktig årsak til vår suksess. Vi plasserer aldri penger i et prosjekt om vi ikke har sterk tro på prosjektet»*. Investoren er også eksponert i fondsforvaltning, men har der egne folk som tar seg av investeringer. Er strukturert slik at man har midler tilgjengelig om det dukker opp muligheter. Omtaler seg selv som en magefølellesmann, og sier at *«magefølelsen blir mer erfaren etter hvert, og man blir tryggere og tar mindre risiko*. Har et ganske behagelig risikonivå på investeringene sine, da investoren og partneren er for gamle til å ikke få sove om natten. Men har samtidig en klar oppfatning av at *«no risk = no return»* (s. 102-111). Informant 9 har et team sammen med seg, og totalt er de fem stykker som tar avgjørelser. *«Noen handler er opplagte, og der kan det fattes raske beslutninger på egenhånd. Det er viktig å kjøpe når markedet er dårlig, og selge når det er bra. Om man er i en syklisk bransje er det aldri galt å ta fortjeneste når man har tjent gode penger. Det er viktig å sitte med akkurat passe penger, og i nedgangstider er det spesielt viktig med cash, for da kan det komme gode handler»*. Investoren påpeker at det regnes ikke med tilbake-diskonterte kontantstrømmer, og han har lite sans for fin-regning med kalkyler. *«Hvis du får ti ganger brutto leieinntekt innen en rimelig periode, og det er en eiendom som ligger bra til, er det et godt kjøp. Da er det ikke så viktig om man betaler fem eller ti prosent mer enn man skal»*. Det gjøres også mange fundamentalanalyser, dette begrunnes med at man ønsker å finne ut om markedene kommer til å bli gode eller ikke. *«En annen årsak til det er at*

*man ikke vil selge en aksje etter at kursen har falt litt, bare for å se at kursen snur og går opp igjen etter salget» (s. 117-127).*

Informant 2 opplyser om at *«salg av aksjer skjer når et selskap ikke lenger presterer i forhold til våre krav om vekst i kontantstrøm, eller om det er gjort en feilvurdering og vi har gått til anskaffelse av en aksje uten tilstrekkelig forkunnskap» (s. 23).* Informant 3 er alene om avgjørelser for hvilke aksjer det går inn og ut av, og opplyser at *«det handles basert på magesfølelse og teft».* Investoren leser trender i markedet, og *«så fort en aksje viser tegn til å være på vei nedover, selges den, og salget baserer seg på magesfølelse» (s. 31-40).* Informant 7 mottar tilbud om å være med på ulike prosjekter, og om de tror på teknologien er de ikke redde for å investere. De er klar på at *«teknologi, og menneskene som jobber i selskapet spiller en stor rolle. Om prisen er 6 eller 7 dollar er mindre viktig, for hvis teknologien slår til blir det stor avkastning uansett. Utfordringen er å komme seg ut tidsnok, det er lett å bli forelsket i et selskap. Hovedfokuset er ikke profittjag, det er heller et godt samarbeid og gjensidig annerkjennelse med andre som gir varig glede».* Ved salg er investoren opptatt av at det må det være et potensial for den som kjøper også (s. 88-97). Informant 6 uttaler at det fundamentale er det som vektlegges når en aksje vurderes. Investoren har en *«evne til å se»* bransjer som blir suksessfulle og har hatt fokus på å finne objekter med konkurransefortrinn. *«Først finne riktig bransje, deretter finne riktig selskap. Å være god i forretninger har med teft å gjøre, men også at mye kan ligge i kunnskap og utdanning. Man må kunne regne litt og se sammenhenger. For å gå inn i en investering må det være en sannsynlighetsovervekt for at det går bra, det kan ikke være et spill».* Investoren mener også at det kan være lurt å *«ikke bli for engasjert i investeringen, fordi om man er for engasjert i selskapet risikerer man å ikke kunne selge seg ut ved nedgangstider» (s. 73-79).* Informant 12 anvender teknisk analyse sammen med å se på det fundamentale ved aksjehandel. *«Det kommer litt an på perspektivet man har på aksjen. Teknisk analyse sier noe om psykologien i aksjen, om kjøper- og selgerbildet. Selv om det anvendes en god del teknisk analyse, har investoren 70 prosent av avkastningen sin fra langsiktige handler, og 30 prosent kommer fra trading. Investoren er derfor bevisst på at tidsressursene som brukes må være i samsvar med hvor avkastningen kommer fra.* Investoren uttaler *«jeg lukter når det er penger å tjene i en aksje. Jeg ser når parameterne stemmer i et selskap. Etter hvert lukter man også når det er på tide å gå ut av en aksje, da dumper jeg uansett. Ved en trade-posisjon gjelder det å selge når det er gevinst. Er det en langsiktig posisjon selger jeg når selskapet er fullt priset, dette varierer fra gang til*

gang. Ser på det som at jeg er en kortsiktig investor i selskaper jeg ikke er direkte involvert i, men jeg er langsiktig i aksjemarkedet» (s. 160-163). Informant 13 «er operativ i driften av investeringer, og har et ønske om å skape noe. Han observerer at det mangler et tilbud i markedet og investerer der, det har med en slags teft å gjøre. Likhetsstrekk ved de beste investeringene, er at det er lav fallhøyde, og på grunn av sentral beliggenhet på investeringene er det begrenset fallhøyde» (s. 175-184). Informant 11 uttaler at «egen selvtillit og organisasjonen, kombinert med det vi kan tilføre selskapet av driftskompetanse som avgjør om jeg går for et prosjekt». Ulike avgjørelser diskuteres med samarbeidspartnere/rådgivere, men det er ikke alltid at det blir tatt hensyn til innspill fra andre. Investoren bruker alle hjelpemidler som er tilgjengelig på daglig basis. «Har som mål å utvikle selskap før videre salg, og planlegger å eie selskap til man finner en samarbeidspartner som er bedre for det aktuelle selskap. Forretningsideen går ut på å kombinere driftskompetanse og kapital. Har en evne til å se ting på en litt atypisk måte, og manglende utdanning har ført til at jeg som forretningsmann kan komme med utradisjonelle løsninger som ser rasjonelle og riktige ut for meg, men som ikke er like naturlige for andre.». «Som person er jeg veldig målrettet – jeg begynner alltid med målet. Prosessen blir løst når du har definert målet og er 100 prosent besluttet på å nå det». Når det kommer til utsalgsstrategi selger investoren seg ut av et selskap etter at man har tilført selskapet det som man på forhånd hadde analysert at man skulle bidra med av operativ kompetanse. Understreker også viktigheten av å samtidig tørre å selge om man ikke evner å levere det man hadde planlagt (s. 146-155).

#### **4.3.1 Valg og beslutninger primærdata**

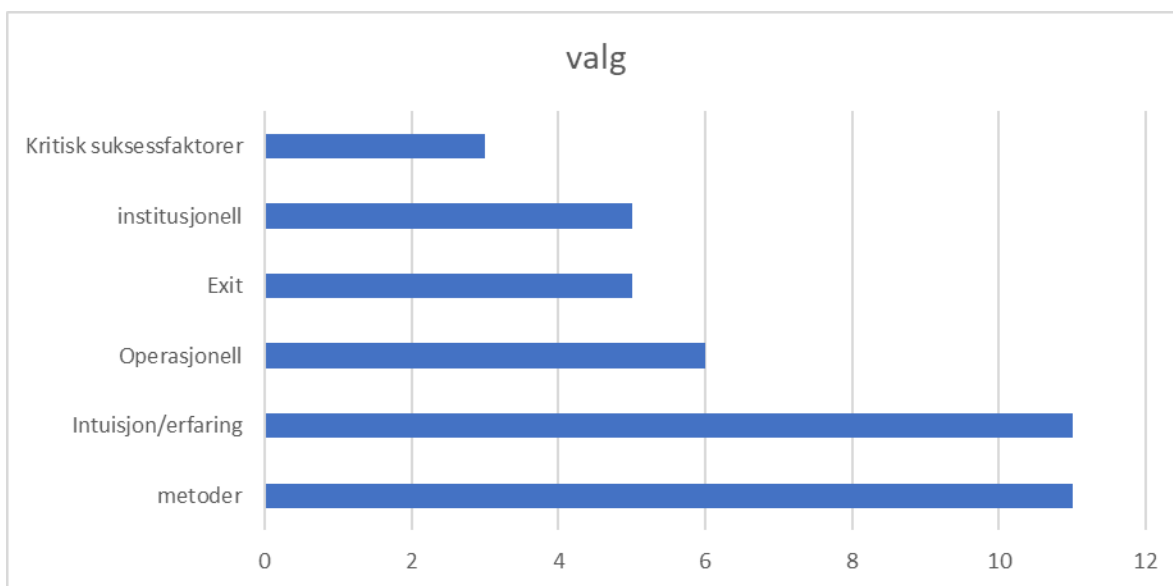
For å sikre at kostnadene ikke skal bli høyere enn planlagt, skaffer intervjuobjekt 1 seg kontrakt med nøye spesifikasjoner, og garantier om at kostnader ikke blir høyere enn budsjettet i anbudet. Opplyser om at det finnes grove tommelfingerregler som ikke kan fravikes. Oppfølging av prosjekt er svært viktig, og man må kvalitetssikre anbud innledningsvis, da slipper man overraskelser. Enkelte investeringer har man måttet tilpasse seg miljømessige faktorer, som myndighetskrav til mer bærekraftige løsninger.

Ved oppkjøp eller overtakelse av andre selskaper opplyser intervjuobjekt 2 at der har vi regnet på verdi av selskap, mens det ved eiendomskjøp har gått mer på magesfølelse. Ved kjøp av verdipapirer tar vi avgjørelser selv, mens ved større eiendomsprosjekter lytter vi til

fagpersonell. Intervjuobjekt 1 viser til at «noe av det viktigste jeg har gjort er å velge gode samarbeidspartnere, det har hjulpet meg opp og frem, og det har vært en nøkkel til suksess».

Intervjuobjekt 2 endrer selskapsdriften nå. De går ifra å ha vært et eiendomsselskap til å drive med kapitalforvaltning. Skifte av driften skjer på grunn av myndighetene, siden det er blitt for mye avgifter i eiendom.

Tabell 3 viser hvilke faktorer investorer verdsetter ved valg og beslutning om investeringer



Egen Tabell

## 4.4 Oppsummering av data

- **Informasjonsinnsamling**

Ved innsamling av informasjon viser funn at alle informantene anvender strategiske virkemidler før investeringsbeslutninger. Disse benyttes i ulik utstrekning, og det er forskjeller på hvilke strategiske faktorer som faktisk hensyntas. Det er også mange informanter som opplyser om at det anvendes historiske tall i informasjonsinnhenting, og at de ved å bruke dem tar investeringsbeslutninger. Informantene opplyser i mindre grad om bruk av institusjonelle faktorer ved innhenting av informasjon i forbindelse med investering. I den grad disse blir tatt i bruk er det kombinert med strategiske faktorer og eventuelt regnskapsinformasjon. Primærkildene skiller seg ikke fra sekundærkildene på

noe vis, da de også har fokus på strategiske elementer ved investering, men i kombinasjon med andre faktorer som analyser og institusjonelle forhold.

- **Vurderinger om investering**

Når det kommer til hva som er viktige elementer ved vurdering av investeringsalternativer er det flere faktorer som spiller inn. Det viser seg at det er mange ulike måter å vurdere risiko på, men det er allikevel av mange sett på som å være en viktig faktor å vurdere. Videre viser empirien at potensialet i de ulike investeringene også er av betydning når investorer vurderer investeringsobjekt. Management og kritiske suksessfaktorer har også stor betydning for hvordan investorer vurderer når de skal gjøre investeringer. Andre faktorer som spiller inn ved investeringsvurderinger er regnskapstall og institusjonelle forhold. Primærkildene vurderer faktorer som risiko og potensiale ved mulige investeringer, i tillegg til institusjonelle forhold.

- **Valg og beslutninger**

Ved valg og beslutning om investering er det også stor spredning i forhold til hva de ulike investorene velger å vektlegge. Det er blant annet mange ulike metoder for hvordan investorer avgjør om de skal investere eller ikke. Intuisjon er det mange som benytter seg av ved beslutning om investering. Det opplyses også om at flere av investorene har som hensikt å drive operasjonelt i investeringen. Det er også flere investorer som opplyser om plan for når man ønsker å selge investeringer. Investeringsbeslutninger tas også som følge av påvirkning fra institusjonelle faktorer og vurderinger av kritiske suksessfaktorer. Primærkildene opplyser at de både benytter magefølelse og beregninger ved investeringer, det kommer an på hva det skal investeres i.

## **5 Analyse av data**

Her skal dataene analyseres, og jeg skal koble teorien fra kapittel to med empirien fra kapittel fire. Dette settes videre sammen i en analyse hvor teori og funn drøftes.

## 5.1 I hvilken grad er praksisen rasjonell

For å svare på dette vil jeg drøfte rasjonelle trekk fra empirien opp mot relevant teori.

### 5.1.1 Innhenting av informasjon

Når det kommer til innhenting av informasjon viser empirien at strategiske forhold veier tungt når det kommer til tilegnelse av kunnskap før en eventuell investering. Alle informantene forteller i større eller mindre grad at de vektlegger strategiske forhold før investering.

Av de strategiske elementene er det flere som i ulik grad vurderes som avgjørende for investorer å sette seg inn i før en investering, og i så måte er det bransjeanalyse som nevnes oftest av informantene som en del av informasjonsinnhenting. Bransjeanalyse nevnes imidlertid ikke alene, men den er nevnt som ett ledd av flere faktorer som er viktig for en investor å samle informasjon om. Dette tyder på at investorene ønsker å skaffe informasjon om flere forhold før de går til et skritt om investering.

Eksempelvis så sier informant 15 at han *«kan gå i dybden for å se etter kjernekompetanse blant de ansatte, og må ha oversikt over hvor mye kontanter selskapet har og hvor lenge selskapet overlever på disse. Deretter vurderes konkurransebildet til selskapet. Informant 4 sier at han «ser på regnskapsdata og enkle parametere i balansen i tillegg til å skaffe seg informasjon om bransje», mens informant 11 opplyser at «ved ethvert oppkjøp legges det ned en grundig analyse av bransje, det aktuelle selskap og muligheter som foreligger for utviklingen». Intervjuobjekt 1 sjekker markedsinformasjon, og «innhenter også info fra andre markeder for å se om det kan være muligheter for å leie ut til disse også». Intervjuobjekt 2 har utført en analyse av aksjemarkedet for å finne ut hvordan markedet svinger etter krisesituasjoner. «Dette kunne gi en pekepinn på hvordan markedet kom til å reagere etter Covid-19, og hjelp oss med finne objekter som kunne stige fort i verdi igjen».*

Målet ved bransjeanalysen er å finne ut om en bransje er lønnsom eller ikke, og hvor stort potensiale som er i bransjen. En analyse vil hjelpe investoren å avdekke hva som er hovedkonkurrenter av andre selskaper, eventuelt hvilke selskaper som er de mest lønnsomme om man ønsker å investere i disse. Videre vil analysen si noe om hvordan maktposisjonen er mellom forbrukere og produsenter, og om det er eksempelvis finnes relativt få kunder i forhold til produsenter vil dette gi kundene mer forhandlingsmakt, og redusert lønnsomhet i bransjen. Om det i motsatt tilfelle finnes mange kunder til relativt få produsenter vil

produsentene ha høy forhandlingsmakt, eller om produktene til produsenten anses som viktige for kunden, og at byttekostnadene for kunden vil være store vil dette gi produsentene mer makt. Etablering for eventuelt nye aktører i markedet vil avhenge av om det finnes offentlige reguleringer som sier noe om hvem som har lov å drive innen bransjen, hvor kostbart det er å starte opp, eller om man kan oppnå stordriftsfordeler ved å etablere seg (Porter, 1980).

God kjennskap, og tillitt til ledelsen er også elementer som investorer ser etter i investeringsobjekter. At en investor stoler på at ledelsen i et selskap har de rette egenskapene til å oppnå suksess, vil bidra til at risikoopplevelsen oppfattes som mindre hos investoren. Tillitt til gründeren og teamet rundt er så viktig at det oppfattes som viktigere enn selve ideen bak investeringen (Gompers, Gornall, Kaplan, & Strebulaev, 2020).

Ifølge informant 3 er det *«ofte menneskene bak selskapet som fanger hans interesse»*, og informant 10 opplyser at han *«ser med en gang på faktorer som menneskelige ressurser og karaktertrekk ved gründeren»*.

Investorer som ikke er påpasselige med å hensynte alle aspekter rundt investeringer risikerer at andre forhold rundt selskapet får mindre oppmerksomhet og dette øker risikoen i investeringen uten at investoren er oppmerksom på dette. Investorer som i mange år har hatt stor suksess på faste fremgangsmåter for hvordan man velger å innhente informasjon om et investeringsprosjekt kan risikere å unnlate å ta med vesentlig informasjon i vurderingen sin, om endringer i teknologi eller konkurransemarked er nært forstående eller allerede tredd i kraft.

Informasjon om makroøkonomiske forhold nevnes også som en viktig strategisk faktor man innhenter informasjon om før investeringsbeslutninger. Ved å forstå hvordan ulike markeder vil bevege seg som følge av hendelser som oppstår rundt om i verden, vil man ha en stor fordel ovenfor for de som ikke klarer å oppfatte dette. Makroøkonomiske forhold kan i stor grad påvirke ulike aspekter ved et selskap, og eksempelvis kan politiske forhold føre til at en lakseprodusent ikke kan eksportere varer til et land grunnet sanksjoner fra myndighetene. Om man er tidlig ute og forstår signalene kan man lese at dette kan skje, og unnlate å investere der. Makroøkonomisk teori forteller at økt rente gjør at investeringsprosjekter blir mindre lønnsomme, og dette fører også til mindre private realinvesteringer (Holden, 2016).



Informant 14 er veldig opptatt av hvordan markedet beveger seg, og *«henter informasjon fra både konkurrenter, banker og lignende. Har sparringspartnere for å finne ut hvordan markedet beveger seg, og da er spesielt makro-kyndige svært nyttig å lytte til»*. Informant 9 er primært i eiendomsbransjen og analyserer makrobildet nøye for å se hvor verden skal, og hvordan det blir med tilbud og etterspørsel. *«Jeg er overbevist om at eiendomsmarkedet beveger seg i sykluser på syv år. Altså syv gode år etterfulgt av syv dårlig år. Derfor påpekes også viktigheten av å kjøpe til rett tidspunkt. «Informasjonsinnhenting dreier seg i stor grad av makroanalyser og beliggenhet, og i Oslo gjennomføres det en fysisk telling av eiendommer som står ledig, samt hvor mye som planlegges å bygge den nærmeste tiden. Dette gjør at man har god kontroll på hvilken vei markedet går, og om man er kjøper eller selger»*. Informant 6 uttaler at *«jeg tror på det å kunne veldig mye om få selskaper, og at makrokunnskap er noe av det viktigste for en investor. Man må først velge riktig bransje, og så finne riktig selskap innen den bransjen»*.

Ved å forstå hvordan verden utvikler seg, vil man også kunne forutse, innen rimelighetens grenser hvordan markedet vil se ut den nærmeste fremtiden. Om man er dyktig innen makroøkonomi vil man også kunne tidligere enn andre kunne fange opp hvilke bransjer som kan bli de neste store vekstområdene, eller hvilke bransjer som har en fremtid som kan ikke ser like lys ut. Renteutvikling henger tett sammen med boligprisene og kjøpekraften til innbyggere. Økt renteutvikling vil gi dårligere handlekraft, og det kan føre til lavere eiendomspriser, mens lavere renter vil øke handlekraften og kan gi fortsatt høye eiendomspriser.

Empirien viser også at det innhentes informasjon om historiske regnskapstall ved investeringsbeslutninger. Hovedformål til regnskapet er å gi investorer og andre aktører finansiell informasjon, som skal bedre beslutningsgrunnlaget deres angående både investeringer og styring og kontroll av ledelse. For at leseren skal ha nytte av regnskapet må informasjonen oppfylle enkelte kvalitetskrav, den må være relevant og pålitelig, samt sammenlignbar over tid (Kvifte & Johnsen, 2008, p. 57).

Informant 1 siteres på at *«generelt sett arbeider vi med fundamental analyse for å finne undervurderte selskaper»*. Informant 2 opplyser om at *«innsamling av historisk data er svært viktig da oppfatningen er at ved å tidligere ha oppnådd suksess vil det styrke sannsynligheten for gjentakelse»*. Informant 4 opplyser at han *«ser på regnskapsdata og enkle parametere i*

*balansen i tillegg til å skaffe seg informasjon om bransje». Informant 10 sier at han «innhenter store mengder informasjon ved alle aspekter av bedriften og markedet, og det gjennomføres full due diligence før investering».*

Regnskapene baserer seg på selskapets resultat. Det finnes imidlertid ulike tolkningsregler som gir selskapet mulighet til å vurdere enkelte poster etter skjønn, og dette kan igjen gi misvisende informasjon til leseren i tilfeller hvor selskapet har vurdert informasjonen som enten for høy eller for lav. Dette er informasjon som kan være vanskelig å fange opp for lesere, men dobbelt bokholderis prinsipp vil bidra til at man kan oppdage forsøk på manipulering. Gjennom å sammenligne data for flere år, samt omarbeide regnskapet vil man kunne oppdage tolkninger som går i selskapets favør. Dette vil gi leseren mer presist innsyn i hva som skjuler seg bak de ulike postene i regnskapet.

Ved å foreta en fundamental analyse gjøres regnskapene mer analysevennlige, og resultat fra drift blir separert fra totalt resultat som hensyntar finansiering og andre poster som ikke inngår i driften av selskapet.

Ved å tenke at tidligere resultater gir en pekepinn på hvordan fremtidige resultater vil komme tar man enkelte forutsetninger, som at selskapet evner å levere slik som tidligere, og at det ikke kommer konkurrenter som gir dem lavere inntjening.

Ved å innhente informasjon kan man si at investorene har handlet rasjonelt. Det viser seg imidlertid at investorene har egne preferanser for hvor mye informasjon de innhenter og hva denne informasjonen baserer seg på.

### **5.1.2 Vurdering av ulike faktorer**

Når investeringsobjekt skal vurderes viser empirien at risiko er et viktig begrep. Investorer danner seg egne, ofte ulike forståelser av begrepet risiko. En investor kan eksempelvis legge til litt ekstra sikkerhet på avkastningskravet, mens en annen vurderer hvor mye inntekten kan reduseres før investeringen sprekker, en tredje snakker om diversifisering. At investeringen er lett omsettelig reduserer opplevd risiko for investorer, da dette betyr at man har en mulighet til å selge aksjene om man ikke skulle ønske å sitte med de lengre.

Informant 6 handler med tilsynelatende liten risiko og mener at «makrokunnskaper er særdeles viktig, for å vite om konjunktorene er på tur opp eller ned. Man bør fortrinnsvis ha konjunktorene med seg. Ved å kunne mest mulig om selskap og bransje reduseres risikoen, og uttaler at han har lite tro på risikospredning gjennom diversifisering. Investeringene er egenfinansiert, og selv om det gir mindre volum er investeringene helt uangripelig».

Informant 15 «finner ut hvordan han skal posisjonere seg for best mulig oppside og minst mulig risiko. For å diversifisere påpeker investoren at ved å ha flere selskaper har man bare spredd selskapsrisikoen, mens man ved å være i flere markeder får diversifisert porteføljen, og om et marked faller vil andre markeder dempe fallet».

Intervjuobjekt 1 uttaler etter å ha samarbeidet med en stor aktør i mange år, «det er lettere å gå i banken for å skaffe finansiering når man har langtids leiekontrakter med seriøse partnere». Intervjuobjekt 2 presiserer at de «stiller krav til bankene for å få gode vilkår, men har mest mulig finansiering på investeringer for å la banken ta risikoen».

Ved risikovurdering av investeringer innehar investorer individuell ballast som gjør at risiko vurderes på ulike måter. Som blant andre (Koller et al., 2020; Penman, 2013) og (Damodaran, 2006) påpeker, er det svært viktig å tilegne seg store mengder informasjon for å få best mulig grunnlag til å ta et valg angående kjøp, salg eller å holde på en investering. Det er tidkrevende for en enkeltstående investor om man skal sette seg godt inn i alle aspekter ved driften av selskapet, i tillegg til at man skal ha full oversikt over bransjemessige forhold. Om man i tillegg skal spre risiko ved å investere i flere selskap, vil dette gå ut over mengden informasjon en enkelt investor vil være i stand til å ta til seg. Det vil kunne føre til at investoren ikke fanger opp viktig informasjon i et eller flere av selskapene det er investert i. På denne måten risikerer investoren gjennom sitt forsøk på å senke den selskaps-spesifikke risikoen, å påta seg annen risiko ved å overvurdere egen evne til å ta til seg, og ta stilling til store mengder informasjon. Informant 6 har stor tro på det å kunne mest mulig om både bransje og selskap. Dette gjør at investoren føler seg sikker på investeringen sin, og om han til enhver tid sørger for å ha god oversikt over hva som foregår i bransjen generelt, i tillegg til selskapet han er investert i, vil investoren anse investeringen sin som relativt trygg.

Ved å investere i flere ulike selskaper kan en investor få en mer diversifisert portefølje. Selskaper i ulike bransjer med liten samvariasjon vil gi større diversifiseringseffekt. En

diversifisert portefølje er ikke like sårbar for enkeltstående hendelser som reduserer verdien på et av selskapene i porteføljen.

I tillegg til å investere i flere selskaper kan man også gjennom kjøp og salg av kjøpsopsjoner og salgsoptjoner kunne redusere risikoen på investeringen. Informant 14 opplyser at han bedriver litt shorthandel, men bare som et ledd i en risikosprednings strategi mot den langsiktige porteføljen. Ved opsjonshandel har kjøper av opsjonen en rett, men ikke en plikt til å kjøpe en aksje til en på forhånd avtalt pris. Handel med opsjoner kan gi god avkastning, og siden avkastning og risiko ofte henger sammen, betyr dette også større risiko. Om opsjonene anvendes for å vektes mot aksjer, vil man heller kunne anvende opsjonene som en sikkerhet for å unngå å gå på store tap. En årsak til å sikre plasseringer med opsjoner er at man kjøper seg tid dersom man er investert i et selskap som man forventer skal gå ene eller andre retningen.

(Kaplan, Sensoy, & Strömberg, 2009) sin studie om hva som relativt sett er viktigst av forretningside og ledelsesteam, viser til at forretningsideen sjelden forandres i prosessen fra oppstartsselskap til selskapet er etablert, men at gründer og tidligere ledelse ofte blir skiftet ut, og selskap klarer fortsatt å etablere seg. Dette kan tyde på at det er andre faktorer enn de menneskelige som er mest tungtveiende. Kaplan et al. (2009) konkluderer med at investorer bør bruke mer tid på due diligence enn vurdering av ledelsesteamet.

Dette er i kontrast til hva Gompers et al. (2020) fant i sin studie. Den viser at ledelsen i investeringsobjektet er av stor betydning for om man har tro på å investere i selskapet eller ikke. At en investor har tro på at ledelsen klarer å oppfylle fremtidsplanene til selskapet reduserer den oppfattede risikoen ved å investere der, og spiller en stor rolle i om investoren kommer til å gå videre med en investering eller ikke. Informant 1 «*sier at ledelsen er et svært viktig punkt, og en ledelse som ikke er fremoverlent, og offensiv nok, er et stort minus*». En defensiv ledelse som ikke henger med på hva som skjer i markedet kan være avgjørende for eksistensen til et selskap, og om man blir hengende litt etter i utviklingen taper man fort markedsandeler. Kodak er et godt eksempel på et selskap som hadde enorme markedsandeler innen film og kamera, men siden de ikke fulgte med på utviklingen tapte de markedsandeler og kom på etterskudd. De hadde muligheten til å være først ute med digitalt fotokamera, men valgte heller å være tro til det som hadde fått dem i posisjon, og havnet dermed bakpå og greide aldri å hente seg inn igjen. (Olsson et al., 2010) påpeker at investorer er interessert i

rask solid avkastning på investeringen sin og at et videresalg innen få år er ønskelig. Om investorer vurderer at ledelsesteamet ikke er i stand til å realisere ideer, og få ut potensialet i selskapet innen rimelig tid vil risikoen med å investere bli større. En mulig løsning på dette kan være at investoren kartlegger problemet og enten får ansatt andre til å ta hånd om problemområder, eller ved å adressere det til gründer og sammen komme opp med mulige løsninger.

Videre sier informant 8 at *«noe av det viktigste å se etter er management. Det kan være bare ett menneske, men det gjelder å finne de med en drive»*. Informant 10 deler den oppfatningen og opplyser om at han ser på faktorer som *«menneskelige ressurser og karaktertrekk ved gründeren, og vurderer ledelsen og deres gjennomføringsevne»*. Bernstein, Korteweg, and Laws (2017), studie om hva som tiltrekker investorer til oppstartsselskaper, viser at de mest erfarne og suksessfulle investorene bare reagerer på informasjon om ledelsesteamet, noe som forsterker påstanden til Gompers et al. (2020). Når det nærmer seg lansering av produkt er imidlertid Gompers et al. (2020) enig med Kaplan et al. (2009), da de peker på viktigheten av en god forretningsmodell for å lykkes.

Potensiale i investeringer er av stor betydning for mange investorer. Informant 13 er opptatt av *«at det alltid må være et potensiale i eiendommen, og beliggenheten må være bra. Vurderingen som gjøres er at det opereres med et fast avkastningskrav, det må være stort nok til å dekke rentene på lån. Om dette er i orden kan handelen gjennomføres. Denne filosofien har gjort at jeg har klart meg gjennom nedgangstider»*, mens informant 7 er klar på at det er *«teknologi, og menneskene som jobber i selskapet spiller en stor rolle. Om prisen er 6 eller 7 dollar er mindre viktig, for hvis teknologien slår til blir det stor avkastning uansett»*. Dette stemmer bra med det Gompers et al. (2020) finner i sin undersøkelse at investorer ser etter selskaper med potensiale for høy videresalgsværdi, og at nettopp denne potensielle store gevinsten er mer forlokkende enn å anslå de kortsiktige kontantstrømmene et selskap gir. Videre viste studien at nesten ingen av investorene i oppstartsselskaper tok hensyn til og justerte for markedsrisiko i forhold til planlagt avkastning. Informant 4 vurderer det dit at *«om det trengs en finansanalyse så er oppsiden for mitt vedkommende for liten»*. Studien viser videre at 9 prosent av de spurte opplyser at de ikke anvender noen form for beregning på inntjening, og 20 prosent rapporterte at de ikke forsøker å prognostisere inntjening til investeringsobjekt (Gompers et al., 2020).

Gjennom en inngående analyse av både marked og selskap vil investorer klare å identifisere kritiske suksessfaktorer i de respektive selskap. Å finne disse variablene er viktig for å forstå selskapet og finne ut hva som skaper verdier. Disse faktorene vil variere fra bransje til bransje, og derfor må man finne de respektive suksessfaktorene ovenfor det aktuelle selskap, og ikke blindt tenke at det er samme suksessfaktorer som ved et liknende selskap i en litt annen bransje. Informant 4 *«sier det er helt nødvendig med en grunnleggende forståelse av bransje og selskap, samt tillit til nøkkelpersoner i selskapet»*.

Informant 11 forteller at ved kjøp av virksomheter gjøres det en grundig analyse av både bransje og selskap. *«Er bransjen syklisk, og er det nødvendig med omstrukturering på bransjenivå? Samme analyse gjøres på selskapsnivå, med regnskapsanalyse, og full gjennomgang av det juridiske»*. Informant 16 opplyser at *«en perfekt aksje er lavt vurdert. Den har høy avkastning på driften, og andre aktiva. Har gjerne en dominerende markedsposisjon, og er et godt produkt i et globalt marked»*.

Ved å foreta en grundig analyse av bransje og selskap vil investoren skaffe seg en forståelse for hva som er de kritiske suksessfaktorene til selskapet. Her gjelder det å dukke ned under tallene i regnskapet for å se hva som ligger bak, samt ha et åpent øye med omgivelser for å sammenligne interne forhold med alt som skjer rundt selskapet. Det kan være forbigående hendelser på et makroøkonomisk nivå som gjør at driften av selskapet går dårligere eller bedre en gitt periode, men når dette stabiliserer seg vil man kunne se at driften igjen stabiliseres. Om en investor ikke ser på hele bildet rundt et selskap eller en bransje, vil man risikere å ta avgjørelser basert på feil informasjonsgrunnlag.

### **5.1.3 Valg og beslutninger**

Gompers et al. (2020) fant at 9 prosent av respondentene i studien sin ikke regnet på inntjening, dette betyr jo at 91 prosent faktisk gjør det. Ulike investeringer kan man med fordel anvende ulike verdsettingsmetoder på, da man ved noen investeringer har god tid til å beregne, mens man andre ganger har dårlig tid og må anvende en raskere metode. En annen årsak til at det brukes forskjellige måter å anslå verdi på er at investorer har ulik bakgrunn. Noen har gjennom lang erfaring lært seg enkle regneregler på hvordan man raskt kan finne verdi på et objekt, andre er særdeles analytiske og går grundig til verks. Informant 1 opplyser om at *«hovedsakelig så jobbes det med fundamental analyse, men teknisk analyse kan benyttes ved inngang og utgang av aksjer»*. Ved å først gjennomføre en fundamental analyse

vil investoren finne underliggende verdier i selskapet og finne ut om det er et selskap å investere i. Å benytte teknisk analyse til å finne riktig tidspunkt på å gå inn og ut av et selskap, kan gi enda bedre avkastning om man evner det kunststykket det er å treffe ved lav inngang og høy utgang på investeringene. Dette er i sterk kontrast til de investorene som heller ser på potensialet til selskap, og vurderer bare ut ifra det. I dette tilfellet skaffer investoren seg et overblikk over potensialet til selskapet, men ønsker samtidig å maksimere profitten ved å kjøpe billig og selge når aksjekursen er på topp. Informant 15 bruker mye matematikk i det daglige, og forsøker å utnytte unormaliteter eller muligheter for feilprising i markedet, ved å eksempelvis vente på at markedet har flyttet seg unormalt mye som følge av nyheter eller store ordrer. *«Tar deretter en kortsiktig posisjon i motsatt retning av bevegelsen»*. Investoren kan også vurdere det tekniske bildet noen ganger. *«Om en aksje enten har, eller ikke har verdi, kan teknisk trading benyttes»*. Som ved informant 1 anvender også informant 15 teknisk analyse i investeringer, men investoren anvender det ikke til å gå inn og ut av selskap med fundamentale verdier, heller selskap som enten har, eller ikke har verdi avhengig av om enkelte hendelser inntreffer. På denne måten handler investoren utelukkende på historiske kurser, og om et selskap rapporterer om en ny kontrakt, vil ikke de historiske kursene lenger være styrende da fundamentale forhold overstyrer dette.

Investoren spiller på psykologien i markedet, og utnytter at andre investorer kjøper for mange, eller selger for mange aksjer i selskap som gjennomgår forandringer i aksjekursen. Det er mange investorer som opererer med en «stop loss»-funksjon, her legger investoren inn en aksjekurs som fungerer som en nedre grense for hva som aksepteres før beholdningen selges. Dette legges inn som en risikodempende faktor for investorer som ikke ønsker å risikere at verdien på deres aksjer skal reduseres mer. Ved å finne aksjer som har falt mye kan det være at noen investorer har fått utløst stop loss, og at aksjeholdningen er solgt. Etter at aksjen har truffet bunn, kan det være at flere av disse, og andre ønsker å kjøpe seg inn i aksjen igjen, noe som igjen vil drive prisen på aksjen opp.

Informant 16 sier at *«ved kjøp av aksjer brukes det fundamentalbetraktninger, men også litt magesfølelse. Man forsøker å kjøpe den aksjen som ikke alle andre kjøper. Upopulære aksjer er lavt vurdert, og om de fundamentale verdiene er der i form av diskonterte kontantstrømmer samt øvrige foretaksverdier er det en interessant aksje»*.

Intervjuobjekt 1 peker på at «*Oppfølging av prosjekt er svært viktig, og man må kvalitetssikre anbud innledningsvis, da slipper man overraskelser*». «*Det er nok cashflow-beregninger jeg foretar meg*». Intervjuobjekt 2 på sin side sier at «*ved oppkjøp eller overtakelse av andre selskap regner vi på verdi av selskapet*».

Mange investorer ønsker operasjonelle posisjoner når de investerer, men ikke alle er interessert i dette. Noen investorer ønsker bare å plassere penger uten å ta del i driften, og velger heller å stole på at de som drifter selskapet gjør dette godt. Om de ikke er fornøyd med måten investeringen kaster av seg, finner de heller et annet alternativ. Om man ønsker lav risiko med investeringen kan man investere i diverse fond som opererer med lav risiko, og dermed også lav avkastning sammenlignet med mer risikofylte investeringer.

Etter investering i et selskap blir aktiv rådgiving viktig. Gompers et al. (2020) fant i sin studie at det drives tett oppfølging av selskaper i porteføljen med ukentlig kontakt på 60 prosent av selskapene, og 28 prosent av selskapene hadde oppfølging flere ganger i uken. Strategisk rådgiving er den vanligst kontakten mellom investor og selskap, og forekommer i 87 prosent av tilfellene. Informant 4 har en aktiv lederstil der han nesten daglig er i telefonkontakt med lederne i selskap han har investert i, og bortimot ukentlige arbeidsmøter. «*Har stor tro på at man som aktiv eier må involvere seg, og fungere som en diskusjonspart med ledelsen*». Dette stemmer overens med hva informant 8 også uttaler, da han «*investerer langsiktig, og er svært på selskapene det investeres i. Det er nesten daglige samtaler med de involverte parter, og enkelte gründere prater vi med både morgen og kveld. Den tette oppfølgingen er nok en viktig årsak til vår suksess*». Mange investorer ønsker å være behjelpelig etter investering, Olsson et al. (2010) viser til at investorer kan bidra på mange områder for å hjelpe selskap. Mange har et stort godt nettverk, hvor man kjenner nøkkelpersoner som kan finne løsninger på eventuelle problemer i selskapet, det kan også være aktuelt å hente inn mer kapital fra andre investorer innen nettverket. Flere investorer har mye erfaring fra drift av diverse selskaper, og denne erfaringen kan hjelpe selskapet med strategiske valg innen eksempelvis markedsføring, produktutvikling og teknologi. Informant 11 kommer tilsynelatende inn under denne kategorien. Han forteller at det er «*egen selvtillit og organisasjonen, kombinert med det vi kan tilføre selskapet av driftskompetanse som avgjør om jeg går for et prosjekt. Må være trygg på at menneskene rundt meg har riktig kompetanse i forhold til selskap vi skal kjøpe, drive og*



*utvikle videre. Har som mål å utvikle selskap før videre salg, og planlegger å eie selskap til man finner en samarbeidspartner som er bedre for det aktuelle selskap».*

## **5.2 I hvilken grad blir praksisen påvirket av ytre press eller andre interessenter?**

I fortsettelsen vil jeg presentere noen funn på at informantene benytter seg av handlinger i investeringspraksisen som ikke faller inn under det rasjonelle synet, dette drøftes opp mot aktuell teori.

### **5.2.1 Innhenting av informasjon**

Det institusjonelle synet fremmer tanken om at alle blir mer lik hverandre, og følgelig investerer mer likt. Om en investor ikke helt vet hva han skal investere i eller at det er noe ved en investering man ikke forstår, kan han eksempelvis kopiere og investere i det samme som andre han stoler på gjør. Som D. I. Jacobsen and Thorsvik (2019) forklarer vil det føre til en viss grad av isomorfisme når flere investorer har tilgang til samme informasjonen. Man har også tilfeller der hvor en investor kan vise til stor suksessrate innenfor en bransje, og andre investorer forsøker å kopiere denne investorens investeringer selv om man ikke helt forstår bakgrunnen for hvorfor man investerer. Dette er det stor risiko forbundet med, da det kan oppstå forandringer som gjør at investeringen taper seg alvorlig, uten at investoren klarer å fange det opp siden bakgrunnen for investeringen er uklar.

Informant 3 opplyser at *«om ikke investeringsobjekt finnes selv, må han overtales av andre til å se på et selskap»*, mens intervjuobjekt 1 sier at *«han får ofte tilbud fra andre om å være med på ulike investeringer, men det er veldig sjelden investoren tar i på dette. Da må det være av en slik art at det ikke trenger å foreligge noe regning engang»*.

Kahneman and Tversky (1984) fant at det ikke er samsvar med hvordan mennesker bedømmer verdien av penger, og satt det i perspektiv i forhold til nytte. Om en betaler 2000 kroner mer for en vare i et prisområde fra 0 - 5000 kroner vil nok de fleste reagere negativt på det. Om man derimot betaler 2000 kroner mer for en investering til omtrent 400000 kroner er det derimot ikke så mange som reagerer på.

Informant 4 informerer om at, han «*har investert ubetydelige beløp i noen selskaper etter at gründer har oppsøkt meg full av pågangsmot og energi*». Siden investoren mener det er ubetydelige beløp som investeres her er det naturlig å tenke at den videre driften for eget selskapet ikke er avhengig av suksess på denne investeringen. Det trenger ikke å bety at investoren ikke har tro på investeringen, men det viser at investoren har tro på mer enn selve avkastningen på investeringen. Dette viser også at ved en vurdering av hva som er ubetydelig beløp for en person har en helt annen betydning for andre. For investoren kan dette også være en måte å skaffe seg mer sosial legitimitet på, da han ved å investere et ubetydelig beløp for seg selv, kan skaffe arbeidsplasser til andre, og få positiv publisitet, om enn bare i et lite miljø. I beste fall vil investeringen slå ut i full blomst og investoren vil også tjene gode penger på dette.

### **5.2.2 Vurdering av ulike faktorer**

Kognitiv legitimitet bygger på forventninger fra omgivelsene om hva som er rett måte å drifte et selskap, og om en ikke evner å tilfredsstille omgivelsene vil man få problemer med legitimiteten. For å oppnå normativ legitimitet ønsker selskap å fremstå i tråd med de gjeldende normer og verdier omgivelsene har. Ulike omgivelser har ulikt syn på hva som er riktig, så dette vil avhenge av hvilket publikum selskapet retter seg mot (Suchman, 1995).

Informant 15 investerer i det meste, med få unntak. «*Unntaket er for eksempel pornobransjen. Det orker jeg ikke*».

Handlingene en investor begår blir sammenlignet med normer og regler i det aktuelle samfunnet, og blir deretter bedømt om de ansees som legitim eller ikke. Å oppnå legitimitet vil være svært viktig for en investor fordi dette skaper et større spillerom til å drive sin egen investeringsprosess uten å måtte forsvare sine handlinger til enhver tid. Dermed vil de ofte slippe å svare på ukomfortable spørsmål fra viktige interessenter slik som media, aksjemedieiere og forbrukere. Dette er eksempel på at det er investorer som holder seg unna enkelte bransjer selv om det kan være økonomisk lukrativt å investere der. Det vil kunne oppstå et ytre press fra omgivelsene til investoren om å heller velge en etisk forsvarlig investering for å ikke miste tillitt og klienter. Selv om prosjektet ikke hadde vært ulovlig å investere i, vil normer og gode holdninger sette en stopper for en slik investering.

Intervjuobjekt 2 er i en prosess der de endrer selskapsdriften. De går ifra å ha vært et eiendomsselskap til å drive med kapitalforvaltning. «*Skifte av driften skjer på grunn av myndighetene, siden det er blitt for mye avgifter i eiendom*». Investoren tar her et valg på bakgrunn av at myndighetene påvirker driften gjennom økt avgiftsnivå. Gjennom regulativ legitimitet vil staten kunne drive investorer til å måtte endre på måten man drifter selskapet.

### 5.2.3 Valg og beslutninger

Når det kommer til beslutninger og valg av om det skal investeres eller ikke, er det også her «ikke rasjonelle» forhold som spiller inn. Magefølelsen ser ut til å være et viktig virkemiddel blant mange investorer.

Kahneman (2012) viser til system 1 og system 2 som to deler av hjernen som jobber med ulike arbeidsoppgaver. System 1 som er intuisjon, er noe som skjer raskt og automatisk, man tenker seg ikke om, og det svaret du kommer opp med krever veldig lite av deg. Videre viser det seg at system 1 tenking er vanskelig å lære, det er svært vanskelig å trene opp intuisjon. For at magefølelsen skal kunne anvendes ved investeringsbeslutninger må det foreligge et tegn som gjør at man gjenkjenner spesifikke investeringsmuligheter, som igjen gjør at man får en magefølelse for det ene eller det andre.

System 2 er tregere og mer kontrollert, og det er dette systemet som brukes for å eksempelvis utøve en analyse. Dette systemet krever med andre ord mer kapasitet enn system 1. System 2 er fleksibelt og i stand til å motta instruksjoner og rette seg etter dem, men disse er det mer tidkrevende å utføre enn system 1 operasjoner (Kahneman, 2012).

Henden (2004) viser til at mennesker er styrt av følelser, og humøret påvirker måten mennesket oppfatter ting og jobber på. Eksempelvis blir intuisjonen påvirket av humør, og om en investor er trist og ikke helt til stede vil man få dårligere kontakt med intuisjonen sin. Samtidig vil godt humør sørge for at man blir mer intuitiv, og samtidig mindre oppmerksom slik at det er større sjans for å gjøre logiske feil. Godt humør viser til at man er trygg på omgivelsene og man senker oppmerksomheten litt, om man er i dårlig humør indikerer det at det kan foreligge en trussel og man må være mer på vakt.

Informant 3 opplyser at «*det handles basert på magefølelse og teft*». Investoren leser trender i markedet, og «*så fort en aksje viser tegn til å være på vei nedover, selges den, og salget*

*baserer seg på magesfølelse». Informant 4 viser også til magesfølelse og opplyser om at «tidligere ble investeringer gjort på magesfølelse samt en enkel basisforståelse», mens informant 8 opplyser om at «jeg er en typisk magesfølelsesmann når det gjelder vurdering av aksjer. Intervjuobjekt 2 forteller at «ved overtakelse av andre selskap har vi regnet på verdi av selskap, mens det ved eiendomskjøp har gått mer på magesfølelse».*

Her er eksempler på investorer som viser til investeringer basert på intuisjon. Årsaken til at investorene bruker magesfølelsen til å vurdere noen investeringer kan være at investorene har vært i mange liknende situasjoner tidligere, og av denne grunn gjenkjennes enkelte parametere slik at noe som i utgangspunktet er en system 2 operasjon, kan virke som eller har blitt, en system 1 operasjon. Siden det er så mange kjente faktorer med den aktuelle investeringen at hjernen reagerer intuitivt. For intervjuobjekt 2 vil et eiendomskjøp være en hendelse som blir oppfattet som en system 1 operasjon, mens det i virkeligheten er en system 2 operasjon. I noen situasjoner vil ikke en investor ha tid til å utforme en analyse av en investeringsmulighet, da man kommer over en mulighet som må avgjøres fort. I disse tilfeller vil intuisjonen spille en vesentlig rolle, og investorer som har erfaring med investeringer i lignende objekter tidligere vil kunne ha opparbeidet seg intuisjon.

System 1 hensyntar ikke usikkerhet og tvil, dette kommer inn under system 2. Om en investor drar kjensel på noe er det en fare for at det kan være i en annen kontekst, og magesfølelsen fører til at en beslutning blir tatt på feil beslutningsgrunnlag. Måten informasjonen blir presentert på vil også være med på å påvirke hvordan intuisjonen virker. Om en blir presentert en prosjekt med stor avkastning, og får høre at det er tretti prosent mulighet for å mislykkes, eller at det er sytti prosent mulighet for suksess, vil ordene mislykkes og suksess påvirke intuisjonen (Kahneman, 2012). Dette vil i det rasjonelle synet ikke ha noe å si, for informasjonen som er presentert er lik, men den er pakket inn på to ulike måter som igjen fører til at det blir tatt to ulike beslutninger når det er magesfølelsen eller en reflektert investor som benytter analyse som svarer.

Informant 4 opplyser om at han også har investert i en fotballklubb, noe som begrunnes med lokalpatriotisme. Investoren kan gjennom å støtte lokale idrettslag og lignende skaffe seg bedre omdømme i lokalsamfunnet, dette bidrar igjen til å forme inntrykket andre har av investoren, og kan også føre til at investoren lettere får gjennomslag for sine investeringsideer ved en senere anledning.

Tabell 4 viser de mest utbredte faktorene investorer hensyntar i investeringer

	<b>Rasjonell</b>	<b>Ikke-rasjonell</b>
<b>Innsamling av data</b>	Strategisk analyse	Påvirkning av andre
<b>Vurdering av faktorer</b>	Risiko <ul style="list-style-type: none"> <li>• Potensiale i investeringen</li> <li>• Ledelsen</li> <li>• Kritiske suksessfaktorer</li> </ul>	Legitimitet
<b>Valg og Beslutning</b>	Metoder Erfaring	Intuisjon

Egen tabell

## 6 Oppsummering og konklusjon

Har i denne studien forsøkt å finne ut hvordan beslutningsprosessen til et utvalg investorer ser ut, og hva som er viktige forhold å vurdere i en investeringsprosess. Oppsummering av studien er basert på teorikapittel, samt resultat av dokumentstudier og intervju.

*Hvordan er investeringspraksisen til et utvalg Norske investorer?*

Ved innsamling av informasjon hensyntar alle investorene i utvalget strategiske forhold i eller rundt investeringsobjektet. Det er på dette stadiet investorene finner ut om de er interessert i å gå videre med investeringen eller ikke. Hvilke strategiske forhold det blir samlet informasjon om varierer mellom de ulike investorene, da de opererer i forskjellige markeder og det følgelig er ulike kriterier de verdsetter.

Ved vurdering av hva som er viktige elementer i et investeringsobjekt var det flere faktorer som var viktig. Blant annet så er det viktig for mange at det er potensiale i det de skal investere i. Troen på at ledelsen i et selskap er i stand til å utvikle selskapet videre er også et

av punktene som er viktig for investorer, og at et selskap innehar kritiske suksessfaktorer for å lykkes er også nevnt som viktig av halvparten av investorene. Risiko er allikevel det jeg vil trekke frem som mest betydningsfullt i vurderingene av et investeringsobjekt, dog er det store forskjeller mellom investorene for hvordan de vurderer risiko.

Intuisjon har en vesentlig rolle i mange investorers investeringsbeslutninger. Mange som anvender intuisjon i noen tilfeller, kan i andre tilfeller hvor de ikke er like kjent med situasjonen analysere og regne på investeringene. Ifølge Kirkebøen (2012) kan fagfolk sine intuisjoner stoles på når visse betingelser ligger til rette for det. Det må være gode tegn i situasjonen, altså det må være noe de kjenner igjen som forteller dem at noe kommer til å få et bestemt utfall.

Å komme med et entydig svar på problemstillingen er utfordrende siden det er ulike forutsetninger innenfor en del av bransjene investorene opererer innen, og dermed er det ikke behov for å ha samme praksisen blant alle investorer. Det som derimot er klart er at det er mange rasjonelle trekk blant utvalget, og at flertallet har klart hovedvekt på det rasjonelle. Det finnes imidlertid innslag av andre forhold som også spiller inn, da enkelte investorer rådfører seg med andre i mer eller mindre grad. Dette trenger ikke å være negativt, da det er mange som har spisskompetanse innenfor sine bransjer som en enkelt investor ikke kan ha kapasitet til å ha innen mange bransjer. Videre så er investorene opptatt av å finne investeringsobjekter med potensiale. Mange mener at ledelsen eller nøkkelpersonell i et selskap er avgjørende for om man skal investere eller ikke, og andre er igjen opptatt av at kritiske suksessfaktorer innenfor bransjen er på plass. Disse elementene kan gli litt inn i hverandre avhengig av hvordan investoren ser på dem, men felles for alle er at de er med på å redusere den opplevde risikoen for investoren. Risikoen for tap blir regnet som den viktigste faktoren for om man skal investere eller ikke blant mange investorer, men hvordan risiko blir vurdert av de ulike investorene varierer mye. Mange investorer stoler på en god eller dårlig magefølelse når de skal investere. Kirkebøen (2012) sier at magefølelsen oppstår før en analyse, og egen overbevisning om at magefølelsen er god eller dårlig burde ikke være tungtveiende i investeringssituasjoner. Det som allikevel er klart, er at investorer med lang erfaring innen enkelte bransjer har lært seg å dra kjensel på enkelte momenter som gjør at de raskt vil få en følelse for eller mot investeringen.

*Forskningsspørsmål 1: I hvilken grad er praksisen rasjonell?*

Praksisen til investorene er i stor grad rasjonell, da investorene søker informasjon og gjør seg opp vurderinger om å investere eller ikke. Likevel er det innslag av irrasjonelle trekk, dog i forskjellig grad hos investorene.

*Forskningsspørsmål 2: Hvor mye av investeringsbeslutningene kommer fra ytre press eller andre interessenter?*

Investorer som investerer innenfor flere bransjer, vil i større grad enn andre være avhengig av å lytte til kompetanse fra mennesker som kjenner de ulike bransjene godt. Slik sett kan man si at de blir påvirket av andre. En annen måte investorer blir påvirket er gjennom myndighetskrav og regler, samt hvordan omgivelser oppfatter at en investor bør investere, eller ikke investere. Ettersom dagens samfunn blir mer og mer gjennomskiktig og det blir vanskeligere for investorer å gjemme seg bak andre selskaper vil jeg si at investorer opplever mye ytre press. Om dette påvirker investeringsbeslutningene deres vil blant annet være avhengig av hvordan moral de respektive investorene innehar.

## **6.1 Videre forskning**

I denne studien har jeg sett på hvordan investeringspraksisen til et utvalg investorer er. Jeg har ikke differensiert på bransjenivå, og det er mange ulike typer investorer med i utvalget.

Med utgangspunkt i funnene i denne studien kan en interessant vinkling være å studere hvordan investorer innenfor samme bransjer vurderer investeringer. Strategisk analyse er verdsatt av alle investorene, men det er mange ulike måter denne utføres på. En interessant studie kunne eksempelvis ha vært å forsøke å kartlegge de viktigste punktene i denne analysen for en rekke investorer i forskjellige bransjer. Om eksempelvis alle eiendomsinvestorer gjør samme type vurderinger før de gjør en investering. På den måten kan man i større grad sammenligne om det er fellestrekk mellom investorer innenfor de ulike bransjene. Dette vil kunne gi en klar indikasjon på hvilke faktorer ulike investorgrupper verdsetter høyt.

## 7 Referanser

- Benjamin, G. (2005). *Angel capital : how to raise early-stage private equity financing*. In J. Margulis (Ed.).
- Bernstein, S., Korteweg, A., & Laws, K. (2017). Attracting Early-Stage Investors: Evidence from a Randomized Field Experiment. *The Journal of finance (New York)*, 72(2), 509-538. doi:10.1111/jofi.12470
- Bryman, A., & Bell, E. (2015). *Business research methods* (4. ed.). Oxford: Oxford University Press.
- Christmann, P., & Taylor, G. (2006). Firm Self-Regulation through International Certifiable Standards: Determinants of Symbolic versus Substantive Implementation. *Journal of international business studies*, 37(6), 863-878. doi:10.1057/palgrave.jibs.8400231
- Dahl, G. A. (2011). Oversikt over ulike verdsettelsesmodeller. *Praktisk økonomi & finans*, 28(2), 3-14.
- Damodaran, A. (2006). *Damodaran on valuation : security analysis for investment and corporate finance*(2. ed.).
- DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. (1983). The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields. *American sociological review*, 48(2), 147-160. doi:10.2307/2095101
- Ditlev-Simonsen, C. D. (2011). ISO 26000 som et virkemiddel for institusjonalisering av samfunnsansvar (CSR).
- Dyrnes, S. (2004). Verdsettelse med bruk av multiplikatorer. *Praktisk økonomi & finans*, 20(1), 43-52. Retrieved from [http://www.idunn.no/pof/2004/01/verdsettelse\\_med\\_bruk\\_av\\_multiplikatorer](http://www.idunn.no/pof/2004/01/verdsettelse_med_bruk_av_multiplikatorer)
- Eriksson-Zetterquist, U., Kalling, T., Styhre, A., & Woll, K. (2014). *Organisasjonsteori*. Oslo: Cappelen Damm akademisk.
- Gjesdal, F. (2007). Regnskapsanalyse: Omgruppering av regnskapet for eierkontroll og verdsettelse. *Praktisk økonomi og finans*(2), 3-17.
- Gompers, P. A., Gornall, W., Kaplan, S. N., & Strebulaev, I. A. (2020). How do venture capitalists make decisions? *Journal of financial economics*, 135(1), 169-190. doi:10.1016/j.jfineco.2019.06.011
- Hansen, O.-B. (2020). Det korrigerede regnskapets verdirelevans. *Praktisk økonomi & finans*, 36(4), 334-347. doi:10.18261/issn.1504-2871-2020-04-10 ER
- Henden, G. (2004). *Intuition and its role in strategic thinking*. Handelshøyskolen BI, Retrieved from <https://biopen.bi.no/bi-xmlui/bitstream/handle/11250/94372/2004-04-henden.pdf?sequence=1>
- Holden, S. (2016). *Makroøkonomi*. Oslo: Cappelen Damm akademisk.
- Jacobsen, D. I. (2015). *Hvordan gjennomføre undersøkelser? : innføring i samfunnsvitenskapelig metode* (3. ed.). Oslo: Cappelen Damm akademisk.
- Jacobsen, D. I., & Thorsvik, J. (2019). *Hvordan organisasjoner fungerer* (5. ed.). Bergen: Fagbokforlaget.



- Jacobsen, S., & Oksum, T. E. (2001). *Norges beste investorer - forteller om metoder og investeringsfilosofier*. Oslo: Hegnar media.
- Johannessen, A. (2020). *Forskningsmetode for økonomisk-administrative fag* (4. ed.). Oslo: Abstrakt forlag.
- Kahneman, D. (2012). *Thinking, fast and slow*. London: Penguin Books.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263-291. doi:10.2307/1914185
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1984). Choices, values, and frames. *The American psychologist*, 39(4), 341-350. doi:10.1037/0003-066X.39.4.341
- Kaplan, S. N., Sensoy, B. A., & Strömberg, P. (2009). Should Investors Bet on the Jockey or the Horse? Evidence from the Evolution of Firms from Early Business Plans to Public Companies. *The Journal of finance (New York)*, 64(1), 75-115. doi:10.1111/j.1540-6261.2008.01429.x
- Kinserdal, F. (2017). Verdsettelse – ulike metoder gir samme verdi. Retrieved from <https://www.magma.no/verdsettelse-ulike-metoder-gir-samme-verdi>
- Kirkebøen, G. (2012). *Hva er intuisjon* (Vol. 47). Oslo: Universitetsforl.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2015). *Valuation : measuring and managing the value of companies* (6. ed.). Hoboken, N.J: Wiley.
- Koller, T., Goedhart, M. H., & Wessels, D. (2020). *Valuation : measuring and managing the value of companies*(7. ed.).
- Kvifte, S. S., & Johnsen, A. (2008). *Konseptuelle rammeverk for regnskap* (2. ed.). Oslo: Den norske revisorforening.
- Mayall, M. (2008). From seeing the market to marketing the seeing: Technical analysis as a second-order epistemic consumption object. *Consumption, markets and culture*, 11(3), 207-224. doi:10.1080/10253860802190579
- Nair, A., & Prajogo, D. (2009). Internalisation of ISO 9000 standards: the antecedent role of functionalist and institutionalist drivers and performance implications. *International journal of production research*, 47(16), 4545-4568. doi:10.1080/00207540701871069
- Olsson, N. O. E., Frydenberg, S., Jakobsen, E. W., & Arne Jessen, S. (2010). In search of project substance: how do private investors evaluate projects? *International journal of managing projects in business*, 3(2), 257-274. doi:10.1108/17538371011036572
- Penman, S. H. (2013). *Financial statement analysis and security valuation* (5. ed.). New York: McGraw-Hill.
- Porter, M. E. (1980). *Competitive strategy : techniques for analyzing industries and competitors*. New York: Free Press.
- Porter, M. E. (1987). *Konkurransestrategi*. Oslo: TANO.
- Schott, R. L. (1991). Administrative and Organization Behavior: Some Insights from Cognitive Psychology. *Administration & society*, 23(1), 54-73. doi:10.1177/009539979102300103
- Scott, W. R. (2008). *Institutions and organizations : ideas and interests* (3. ed.). Thousand Oaks, Calif: Sage Publications.

- Suchman, M. C. (1995). Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches. *The Academy of Management review*, 20(3), 571. doi:10.2307/258788
- Suddaby, R., Elsbach, K. D., Greenwood, R., Meyer, J. W., & Zilber, T. B. (2010). Organizations and their institutional environments—Bringing Meaning, Values, And Culture back in: Introduction to the special research forum. *Academy of Management journal*, 53(6), 1234-1240. doi:10.5465/AMJ.2010.57317486
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. *Science*, 185(4157), 1124-1131. doi:10.1126/science.185.4157.1124
- Yang, A. S. (2013). Decision Making for Individual Investors: A Measurement of Latent Difficulties. *Journal of financial services research*, 44(3), 303-329. doi:10.1007/s10693-012-0144-0
- Yin, R. K. (2014). *Case study research : design and methods* (5. ed.). Los Angeles, Calif: SAGE.