

Norske husholdningers spareadferd og risikoholdninger

Lennart N. Hansen og Marius Tveit

Veileder: Professor Øystein Gjerde

Selvstendig arbeid innen masterstudiet i økonomi og administrasjon

Hovedprofil Finansiell Økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

Denne utredningen er gjennomført som et ledd i siviløkonomutdanningen ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at høyskolen innestår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

Forord

Denne utredningen er et ledd i den avsluttende delen av masterstudiet i finansiell økonomi ved Norges Handelshøyskole.

Bakgrunnen for valg av profil og tema var en felles interesse for fagfeltet finans og personlig økonomi. Gjennom flere år med økonomiske studier har vi blitt bevisste på ulike privatøkonomiske spørsmål som husholdninger daglig står overfor. Faget Personlig Økonomi fanget opp interessen vår gjennom hvordan husholdninger ikke alltid handler rasjonelt gjennom sparebeslutninger som blir foretatt. På bakgrunn av det ønsket vi å belyse et tema som tok for seg privatøkonomiske problemstillinger, i tillegg til å ha et særegent trekk over seg. De fleste nordmenn har et forhold til både sparing og lotterispill. Holdninger og avkastningsrammer rundt de to temaene er imidlertid vidt forskjellige, noe som gjorde at vi fant en vinkling rundt det interessant.

Innhenting av teori foregikk gjennom en selvstendig empirisk undersøkelse. Med bakgrunn i at tilsvarende empiri tidligere ikke i vesentlig grad har gått i dybden på selve sparebeslutningene, for eksempel hvorfor individer ikke sparer i aksjer, var det nødvendig med en egentilvirket undersøkelse. Arbeidsprosessen har vært krevende, men samtidig lærerik.

Vi vil først og fremst rette en stor takk til vår veileder Øystein Gjerde. Han har gjennom inspirerende samtaler gitt oss god veiledning og nyttig kritikk under hele utredningens tidsperiode. Vi vil også takke Harald Slettvoll for korrektur, samt Svein Ove Rørvik og vårt eget nettverk, som bistod ved utsendelse av spørreskjemaer.

Bergen 12.06.2012

Lennart N. Hansen

Marius Tveit

Sammendrag

Utredningen belyser hvordan ulike karakteristiske trekk påvirker husholdningers spreadferd og risikoholdninger i finansmarkedet gjennom en egentilvirket spørreundersøkelse. Første del av utredningen tar sikte på å danne et fundament i beskrivelsen av etablerte evalueringskriterier med utgangspunkt i tidligere empiriske undersøkelser på området. I kartleggelsen av husholdningers adferd og risikoholdninger har vi lagt til grunn konseptuelle rammeverk som på en god måte beskriver faktorer bak husholdningers sparing. Kartleggelsen tar utgangspunkt i klassisk finansteori og nyere teori omkring adferdsfinans. Adferdsfinans har vokst i popularitet de senere årene, mye grunnet sin gode forklaringskraft på urasjonelle handlinger foretatt av husholdninger. Denne observasjonen er også konsistent med vår utredning, da adferdsteori gir gode holdepunkt i forklaringen bak adferd, både vedrørende sparing og risikoholdninger. Gjennom spørreundersøkelsen ønsket vi å avdekke hvilke faktorer som påvirket individer til å spare i aksjer kontra ikke spare i aksjer.

Utredningen bruker også lotterispill som analogi til forklaringer bak risikoholdninger. I økende grad ser vi at lotterispill opplever både økt omsetning og flere deltakere. Som en motsetning til eksempelvis banksparing, er lotterispill forbundet med negativ avkastning, og stor sannsynlighet for tap. Et av spørsmålene som vi derfor ønsket svar på, var hvilke årsaker lotterispillere vektla ved sin deltagelse. I utredningen viser vi til en empirisk modell som avdekker at risikoaverse individer tiltrekkes av lotterier på grunn av skjevheter i premiefordelingen.

Analysegrunnlaget utgjorde et utvalg på 161 respondenter. Svarene i undersøkelsen var i stor grad konsistente med tilsvarende litteratur på det aktuelle området. Resultatene våre belyser hvordan husholdninger mangler en overordnet økonomisk plan, både når det gjelder tidshorisont og spareformål. Majoriteten av respondentene vektla kort tidshorisont, samtidig som de primært sparte til uforutsette utgifter. *Usikker pengeplassering* fremkommer også som en av de hyppigste årsakene til at det ikke spares i aksjer. I motsatt ende mente de som sparer i aksjer at *sikker pengeplassering* var en stor årsak til valget deres. Vedrørende risikoholdninger finner vi generelt norske husholdninger til å være risikoaverse, og at de i liten grad endrer holdning når sannsynligheten for gevinst øker.

Innholdsfortegnelse

FORORD	3
SAMMENDRAG	5
1. INNLEDNING	13
1.1 AVGRENSINGER	15
1.2 UTREDNINGENS OPPBYGGING	16
2. HVA ER SPARING?.....	18
2.1 FAKTORER SOM PÅVIRKER SPARING.....	19
2.2 MOTIV FOR SPARING	21
2.3 HUSHOLDNINGERS FORMUESPLASSERINGER	23
3. DE ULIKE SPAREFORMENE	26
3.1 KRITERIER FOR VALG AV SPAREFORM.....	26
3.2 SPARING I BANK.....	30
3.2.1 <i>Avkastning ved banksparing</i>	32
3.2.2 <i>Risiko ved banksparing</i>	33
3.2.3 <i>Likviditet ved banksparing</i>	33
3.2.4 <i>Krav til oppfølging ved banksparing</i>	34
3.3 SPARING I EIENDOM	34
3.3.1 <i>Avkastning ved sparing i eiendom</i>	34
3.3.2 <i>Risiko ved sparing i eiendom</i>	36
3.3.3 <i>Likviditet ved sparing i eiendom</i>	36
3.3.4 <i>Krav til oppfølging ved sparing i eiendom</i>	37
3.4 SPARING I AKSJER OG FOND.....	37
3.4.1 <i>Avkastning ved sparing i aksjer</i>	41
3.4.2 <i>Risiko ved sparing i aksjer og fond</i>	44

3.4.3	<i>Likviditet ved sparing i aksjer</i>	46
3.4.4	<i>Krav til oppfølging ved sparing i aksjer</i>	46
3.5	HISTORISKE SAMMENLIGNINGER AV SPAREFORMENE.....	46
4.	HUSHOLDNINGERS BESLUTNINGSRAMMEVERK	50
4.1	NORMATIVE TEORIER	50
4.2	ADFERDSFINANS	53
5.	RISIKOHOLDNINGER I EN LOTTERISPILLERS PERSPEKTIV	59
6.	METODE	64
6.1	FORSKNINGSMETODE	64
6.2	DATANALYSENS METODEVALG	67
7.	EMPIRISK ANALYSE	73
7.1	PRESENTASJON AV NØKKELTALL FRA DATAINNSAMLINGEN.....	73
7.1.1	<i>Månedlig sparing</i>	74
7.1.2	<i>Tidshorisont og spareformål</i>	76
7.1.3	<i>Spareformer</i>	78
7.1.4	<i>Deltagelse i lotterispill</i>	82
7.1.5	<i>Risikoholdninger</i>	84
7.2	LOGISTISK REGRESJONSANALYSE.....	88
7.3	DISKUSJON AV EMPIRISKE FUNN.....	90
8.	ELEMENTER I UTREDNINGEN	98
9.	OPPSUMMERING OG KONKLUSJON	102
	LITTERATURLISTE	105
	APPENDIKS	115

Figuroversikt

Figur 2.1 Gjennomsnittlig bruttoinntekt.....	19
Figur 2.2 Livløpshypotesen	22
Figur 2.3 Sparing etter aldergruppe i Norge.....	23
Figur 2.4 Husholdningers finansielle fordringer	24
Figur 3.1 Diversifiseringseffekt)	29
Figur 3.2 Oversikt over fordeling av fond.....	38
Figur 3.3 Effekten av spareavtaler	39
Figur 3.4 Rullerende 10-årsperioder globale aksjer	42
Figur 3.5 Avkastning ved ulike andeler av aksjer og renter.....	42
Figur 3.6 OSEBX mot Verdensindeksen	45
Figur 3.7 Bankrenter mot globale aksjefond 1989 - 2009.....	47
Figur 3.8 Hvor ofte aksje har slått statsrenter	47
Figur 4.1 Sammenhengen mellom nytte og formue for en risikoavers investor	51
Figur 4.2 Sammenhengen mellom nytte og formue for en risikosøkende investor	52
Figur 4.3 Verdifunksjonen	55
Figur 4.4 Beslutningsvektsfunksjonen	56
Figur 5.1 Nyten til en lotterispiller.....	62
Figur 7.1 Frekvensfordeling bruttoinntekt og alder	74
Figur 7.2 Krysstabulering alder og månedlig sparebeløp.....	75
Figur 7.3 Frekvensfordeling tidshorisont for sparing.....	76
Figur 7.4 Frekvensfordeling spareformål	77
Figur 7.5 Frekvensfordeling spareformer.....	78
Figur 7.6 Frekvensfordeling årsaker til sparing i aksjer.....	80
Figur 7.7 Rangering av svarandeler for kategoriene <i>viktig</i> og <i>meget viktig</i>	80
Figur 7.8 Rangering av svarandeler for kategoriene <i>viktig</i> og <i>meget viktig</i>	81
Figur 7.9 Frekvensfordeling årsaker til ikke sparing i aksjer.....	81
Figur 7.10 Frekvensfordeling deltakelse i lotterispill	82
Figur 7.11 Rangering over årsaker til deltakelse i lotterier, <i>viktig</i> + <i>meget viktig</i>	83
Figur 7.12 Frekvensfordeling med kategoriserte svar på risikospørsmål	84
Figur 7.13 Krysstabuleringer mellom kjønn og satsningsbeløp.....	85
Figur 7.14 Endring av risikoholdning ved sammenslutning av spørsmålene.....	86
Figur 7.16 Sammenslutning av nytte og sannsynlighetsvekter	96

Tabelloversikt

Tabell 3.1 Oversikt over kostnader tilknyttet fond.....	43
Tabell 5.1 Oversikt lotterier	60
Tabell 7.1 Besvarelser lagt til grunn for analyse.....	73
Tabell 7.2 Statistikk for svar på risikospørsmål	84
Tabell 7.3 Logistisk regresjonsmodell husholdningers bruk av finansmarkedet	88
Tabell 7.4 Logistisk regresjonsmodell av husholdningers grad av risikoaversjon.....	89
Tabell 8.1 Sensitivitetsanalyse av antakelser ved logistisk regresjonsanalyse	99

1. Innledning

Daglig står husholdninger overfor valg som krever økonomisk innsikt og forståelse for å kunne optimalisere beslutninger rundt private investeringer. Mangfoldet av spareprodukter rettet mot privatpersoner er per i dag langt høyere enn det eksempelvis var for bare ti år siden. I lys av utviklingen har finansmarkedene blitt tettere integrert over landegrensene, i tillegg til mer komplekse. Fra 2003 til april 2012 har det vært en økning på tilnærmet 30 prosent av tilgjengelige norske fond for private personkunder (VFF, 2012). Tilbudet av fond kan hevdes å ha steget til nivåer hvor husholdninger nå betraktes mer som en finansiell konsument enn investor.

Til tross for en økning i fond viser det seg i flere undersøkelser at nordmenn generelt trekker mot trygge og velkjente sparealternativer. Administrerende direktør i Verdipapirfondenes Forening omtaler norske personkunder slik: «*Vi er et folk som sparer i husets fire vegger og på bankkonto. Det er synd, for det betyr at mange ikke får delta i verdiskapningen som skapes aksjemarkedet*». I en spareundersøkelse av Nordnet (2012) fremkom det at 46 prosent av utvalget ikke sparte i aksjer/fond, og heller ikke planla å begynne. Noe av årsaken til den lave deltakelse i finansmarkedet begrunnes med at husholdninger er «utpsyket» av aksjemarkedets utvikling de seneste årene. Nåværende periode er av mange blitt karakterisert som *the lost decade*, der aksjer har gitt lavere avkastning enn risikoen skulle tilsi. Eksempelvis har en investering på én krone i globale aksjer i perioden 2000 - 2010, gitt en nominell tilbakebetaling på 88 øre. Husholdningers fravær i aksjemarkedet kan ut fra det argumenteres å være rasjonelt begrunnet.

Aksjer er imidlertid av mange sett på som en langsiktig investering. På kort sikt er avkastningen konjunkturavhengig, mens den på lengre sikt er påvirket av mer strukturelle forhold. Fra 1946 frem til 2009 har aksjer gitt en årlig realavkastning (geometrisk) på 7,1 prosent (Regjeringen, 2009). Tallene viser at aksjer på lang sikt har opprettholdt kjøpekraften, og gitt en meravkastning i forhold til renteinvesteringer.

Nordmenn kjennetegnes på et overordnet nivå til å ha lav risikovilje, hvor trygge alternativer er å foretrekke når det kommer til plasseringer av sparepenger. I kontrast til den generelt lave risikoviljen, viser omsetningstall at nordmenn liker å gamble og tilsynelatende er ute etter å tjene raske penger. I 2011 brukte nordmenn 26,5 milliarder brutto på regulerte pengespill. Det tilsvarer i snitt 5 400 kr for hver nordmann. Det ble også i løpet av 2011 satt

omsetningsrekord hos Norsk Tipping med spillinntekter på 16,2 milliarder kroner. Av disse utgjorde lotterispill 13,6 milliarder kroner. Til sammenligning nettotegnet norske privatkunder i 2011 for 6,4 milliarder kroner i verdipapirfond, hvilket er ca. 1 300 kr per nordmann (VFF, 2012). I lys av det kan det stilles spørsmål ved årsakene til at nordmenn i så stor grad velger å bruke pengene sine på lotterispill, fremfor for eksempel å spare dem i aksjer.

Selv om lotterispill for mange er mer enn ønsket om å oppnå god avkastning - de deltar gjerne på grunn av tradisjon, spenning og underholdningsverdien sin del - og man sådan ikke kan likestille sparing og lotterier, bør det likevel være muligheter for å se på alternative anvendelser når pengebeløpene kommer på de nevnte nivåer. Nordmenn bruker store summer på spill som har en klar negativ forventet gevinst og en marginal sannsynlighet for millionæroppnåelse. Hadde eksempelvis en norsk husholdning i 1983 plassert 1 000 kr i måneden på Oslo Børs, hadde den i per 1. januar 2012 sittet igjen med omlag 1,5 millioner kroner etter en samlet innsats på 336 000 kr. Tilsvarende innsats i Lotto hadde gitt et forventet *tap* på 168 000 kr¹. En rekke studier omkring risikoholdninger peker også på at menn er mer risikovillige enn kvinner, yngre oftere tar mer risiko enn eldre, og at høyere inntekt og formue impliserer høyere risikovillighet.

I utredningen ønsker vi å identifisere husholdningers adferd i finansmarkedene gjennom valg av spareformer, samtidig som vi forsøker å kartlegge individers risikoholdninger. Målet er å finne faktorer som spiller inn i husholdningers bruk av finansmarkedet. Utredning vil derfor rette fokus mot hvilket ansvar husholdningene selv står overfor i avveiningen mellom ulike produkter, og hvordan økt forståelse og planlegging kan bidra til bedre sparebeslutninger. Risikoholdninger vil først og fremst avdekkes gjennom en egentilvirket undersøkelse, i lys av adferd ved lotterispill. Resultatene vil igjen sammenlignes med finansteori og tilsvarende undersøkelser for å se om det er konsistens med etablerte teorier. Den valgte tilnærmingen vil forsøke å beskrive hvordan husholdninger faktisk handler og hva som potensielt synes å påvirke husholdningenes risikoholdninger og valg rundt investeringsbeslutninger.

¹ Forutsetninger for regnestykket: Perioden er satt til 30.12.1983 – 31.12.2011, hvor husholdningen sparer/forbruker kr 12 000 årlig i aksjer/lotterier. Ved bruk av en lenket OSEBX - indeks er sluttsommen på aksjesparing i den valgte perioden kr 1 475 257. Den tilnærmede snittavkastningen i Lotto er beregnet til å være 50 prosent av bruttoomsetning.

For mer oversiktlig å belyse den overnevnte tilnærmingen, er utredningens problemstilling konkretisert i to deler;

1. I hvilken grad bruker norske privatpersoner finansmarkedene i sin spareform?
 - Hvilke forhold påvirker privatpersoners aversjon mot det å spare i aksjerelaterte produkter?

2. Ved å sette aksjefond opp mot lotterispilldeltagelse - ikke som alternativer, men som en del av forklaring på risikoholdninger;
 - Hvilke karakteristiske trekk påvirker husholdningers grad av risikoaversjon?

1.1 Avgrensinger

Det primære fokuset vil i utredningen rettes mot husholdningers adferd, og deres sparebeslutninger i henhold til finansmarkedet og risikoholdninger. Benevnelsen husholdninger vil være ensbetydende med termene; individer, privatpersoner, småsparere, private investorer etc. Hovedfokuset ved gjennomgang av de ulike spareformene vil primært rettes mot utfordringer vedrørende den langsiktige delen av sparingen, dvs. sparehorisonter på fem år eller mer. Utredningen vil også avgrenses til kun å presentere de mest benyttede spareformene for «vanlige» husholdninger.

I tematikken rundt pengespill har vi valgt å avgrense oss til kun å rette fokus mot lotterispill. Grovt sett kan man dele pengespill inn i to kategorier; lotterispill og ferdighetsspill. I ferdighetsspill satser deltakeren penger basert på kunnskap, dvs. mer informasjon og kunnskap kan forbedre sjansene for å vinne. Lotterispill er spill der vinner sjansen er helt tilfeldig og sjansene forbedres ved å kjøpe flere lodd/rekker, eksempelvis Lotto, Viking Lotto og Extra. Avgrensingen til lotterispill er valgt med bakgrunn i faktorer som påvirker spill eller ikke. Det er nærliggende å tro at ferdighetsspill omhandler flere faktorer enn lotterispill, både objektivt og subjektivt sett. Risikoholdninger kan derfor etter vårt syn på en mest formålstjenlig måte forklares utfra lotterispill.

1.2 Utredningens oppbygging

I kapittel 2 ønsker vi å ta for oss eksisterende teori og forskning rundt karakteristikker som påvirker sparing og sparemotiv. Kapitlet har som formål å konstruere et overordnet bilde av ulike faktorer som husholdningene må ta hensyn til ved vurdering av sparealternativer. Videre vil husholdningers bruk av finansmarkedet og deres generelle eiendeler presenteres. Teoriene vil benyttes som et underliggende fundament for husholdningers spreadferd gjennom utredningen.

I kapittel 3 tar vi for oss ulike konseptuelle kriterier som påvirker valg av spareform. Deretter vil utvalgte spareformer presenteres med utgangspunkt i disse kriteriene. Kapitlet har som målsetting å danne et bilde av hvilke sparealternativer husholdninger står overfor i dagliglivet. Det belyses også ulike sider ved hvert sparealternativ, for å synliggjøre egenarten ved dem.

Ofte vil det foreligge personlige preferanser hos husholdninger knyttet til de beslutninger som foretas. Valgene er ikke alltid rasjonelt begrunnet slik økonomisk teori ofte forutsetter. I kapittel 4 vil vi derfor redegjøre for konseptuelle individuelle preferanser knyttet til beslutningstaking, med utgangspunkt i klassisk normative finansteori og nyere adferdsteori. Normative teorier har historisk stått sterkt i forklaringen av individers beslutninger. Nyere teori med forankring i kognitiv psykologi stiller først og fremst spørsmålstejn ved enkelte av forutsetningene til de klassiske, hvilket kan bidra til å synliggjøre hvorfor husholdninger forholder seg til finansmarkedet slik de gjør.

I kapittel 5 redegjør vi kort for markedet for lotterispill i Norge, i tillegg til å nærmere gå inn på den enkelte lotterideltager. Den første delen tar sikte på å presentere tall og aktiviteten bak de ulike spillene, mens den andre delen belyser årsaker til deltakelse i lotterier. Det vil gjennomgås relevante funn i studier omkring spillevaner som bidrar til å danne et bilde av hvem som deltar. Videre vil det presenteres en empirisk modell hvor karakteristiske trekk hos lotterideltakere blir avdekket.

Den metodiske oppbyggingen av oppgaven omhandler kapittel 6. Det belyses ulike elementer som er viktig å ta i betraktning når det benyttes spørreundersøkelse som den primære datainnsamlingsmetode. Det vil videre beskrives ulike dataverktøy som blir brukt i utformingen av analysen.

I første del av kapittel 7 fremlegges hovedfunnene i den empiriske undersøkelsen. Vesentlige funn vil illustreres gjennom figurer og diagrammer. Studien vil også bli underbygget av tilsvarende empiri som foreligger på det aktuelle området. I andre del foretas en regresjonsanalyse på bakgrunn av to utvalgte variabler fra spørreundersøkelsen. Avslutningsvis vil empiriske funn bli diskutert i tilknytning til tidligere kapitler.

Usikre elementer i utredningen presenteres i kapittel 8, supplert med sensitivitetsanalyser av subjektive kriterier som er valgt, mens det avslutningsvis i kapittel 9 blir fremlagt en oppsummering og konklusjon.

2. Hva er sparing?

Sparing er et begrep de fleste av oss har et forhold til i dagligtalen, men som likevel ikke nødvendigvis er enkelt å definere. Statistisk Sentralbyrå (SSB) omtaler sparing som «*disponibel inntekt pluss korreksjon for sparing i pensjonsfond minus konsum i husholdninger og ideelle organisasjoner*». Sparing kan i lys av det sees på som den del av disponibel inntekt som ikke konsumeres. Sparing defineres også som å flytte kapital fra i dag til fremtiden (Døskeland, 2010).

Å spare er for mange vanskelig ettersom man må gi avkall på gleden av konsum i dag kontra gleden av konsum i fremtiden. Gjennom livet vil de fleste oppleve perioder hvor de trenger mer penger til kjøp av varer og tjenester enn de er i besittelse av. I andre perioder vil tilfellet være motsatt. Studenter vil eksempelvis ofte ha lav inntekt. Det medfører gjerne studielån for å dekke vesentlige behov. Etter endt utdanning vil de oppleve at inntekten overstiger forbruket. På den måten har de da et valg mellom å øke forbruket eller å spare.

I følge Halvorsen (2011) betraktes blant annet følgende handlinger som sparing:

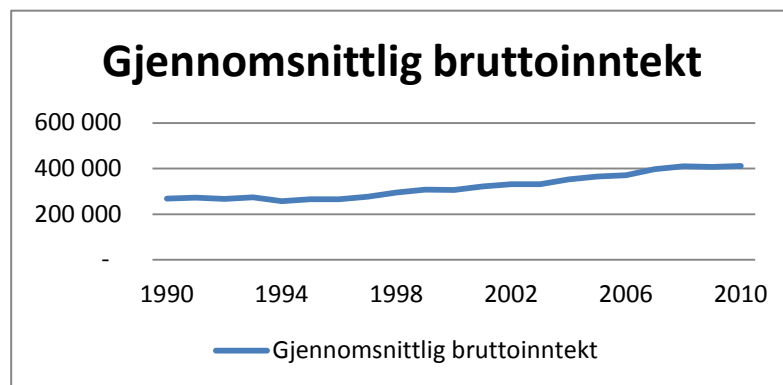
- *Plassere penger på en bankkonto*
- *Investere i verdipapirer (aksjer, obligasjoner, fondsandeler mv.)*
- *Bidra til pensjonsplaner (privat-, tjeneste- eller offentlig styrt pensjon)*
- *Investering i varige konsumgoder*
- *Tilbakebetaling av lån*

De tre øverste punktene regnes primært som sparing av de fleste. Den offentlige styrte sparingen som arbeidsgiver automatisk trekker hver måned, er imidlertid også en form for sparing. De to siste punktene vil for enkelte være mer vrient å se hvor grensen mellom sparing og konsum går. Varige konsumgoder vil ved bruk synke i verdi over tid. Verditapet blir da å regne som forbruk, mens den resterende verdien betegnes som sparing dersom godet gir et fremtidig konsum. Eksempler på slike varige konsumgoder kan være kunstgjenstander og gull. Ved tilbakebetaling av lån er det avdraget som betegnes som sparing (ibid).

2.1 Faktorer som påvirker sparing

Inntekt

Inntekt er ofte viet størst oppmerksomhet når det gjelder forklaringer bak sparing og konsum. De ulike studiene viser til hvordan sparetilbøyeligheten ofte øker med inntekten. Husholdninger som opplever en inntektsøkning tenderer da til å spare i større grad for å møte fremtidig konsum, kontra forbruke økningen i sin helhet (Bull og Seip, 2001). FNO (2010) viser hvordan husholdninger med høyere inntekt sparer betydelig mer enn husholdninger med lavere inntekt. Observasjonen gjenspeiles også i tilbøyeligheten for å tegne spareavtaler, hvorav tendensen fremkommer hyppigere i en høyinntektshusholdning. Figuren nedenfor viser nordmenns gjennomsnittlige bruttoinntekt fram til 2010.



Figur 2.1 Gjennomsnittlig bruttoinntekt (SSB)

Bruttoinntekten har de senere årene hatt en jevn oppgang. Tar en tallene i nærmere betraktning, har eldre husholdninger en sterkere vekst i inntekten enn yngre. Husholdninger i alderen 65 år eller eldre har hatt en realvekst i inntektene fra millenniumskiftet på 46 prosent. Utviklingen for yngre husholdninger derimot, har dratt i motsatt retning (SSB.no). I en studie av nordmenns sparevaner avdekker Bull og Seip (2001) sparing som en lineær regresjon av den disponible inntekten. Funnene gir indikasjoner på at husholdninger sparer en relativt stor andel av den siste kronen de tjener, og at inntekten må være over en viss dimensjon før sparingen tar til.

Et annet element innenfor inntektsområdet tar utgangspunkt i Friedmans permanentsinntekts hypotese. Hypotesen forklarer hvordan tilfeldige og uventede inntekter i større grad spares enn faste og ventede inntekter. I en nylig undersøkelse av Nordnet (2012) ble privatpersoner spurt hva de ville gjøre dersom de arvet én million kroner. Majoriteten av de spurte ønsket å betale ned gjeld fremfor å benytte pengene til forbruksgoder som bil og reiser, når tilfeldige

inntekter skulle tas i bruk. Når det kom til egne oppsparte midler, ble de i større grad brukt på overnevnte forbruks-goder. Undersøkelsen viser hvordan privatpersoner skiller mellom bruk av egne oppsparte midler og tilfeldige inntekter. Funnene kan bidra til å underbygge Friedmans hypotese om at uventede inntekter i større grad blir spart fremfor egne ervervede midler.

Følsomhet for renteendringer

En aktiv boligpolitikk og et skattesystem som favoriserer boliginvesteringer har fått majoriteten av den norske husholdning til å sitte på lånefinansierte boliger. Veksten i boliginvesteringer vokser blant annet som følge av perioder med lave realrenter, høy etterspørsel etter boliger og vekst i lønnsinntekter. Norske husholdninger har også hovedsakelig sin gjeld i flytende renter, hvilket gjør dem sårbare overfor endringer i renten. I henhold til økonomisk teori, er det flere motstridende effekter som avgjør hvorvidt en renteendring påvirker sparing eller ikke. På den ene siden har vi en *substitusjonseffekt*. Effekten tilsier at fremtidig konsum blir billigere i nåverdi sett i forhold til dagens konsum, ettersom relativ pris stiger. Det gir incentiver til økt sparing i dag. En *inntektseffekt* taler på den andre siden for høyere konsum i dag. Det kommer av høyere renteinntekter som innebærer at man ikke trenger å spare like mye til ønsket fremtidig konsum som uten en renteøkning. Hvorvidt spareandelen går opp eller ned avhenger av hvilken effekt som er sterkest (Bø, 2010).

Bø (2010) finner rentene til å ha en sterk effekt på husholdningers sparing. I husholdninger med netto renteinntekter medfører høyere rente økt sparing, og vice versa for husholdninger med netto renteutgifter. Bø finner videre at høyere forventet avkastning impliserer relativt mer sparing og mindre konsum for husholdninger med mer bankinnskudd og verdipapirer enn gjeld. Motsatt tendenser fremkommer ved netto gjeld. Sistnevnte funn vedrørende netto gjeld kan sees i henhold til ønske om opprettholdelse av konsum når renteutgiftene er høye.

Pensjons og trygdeordninger

Mye av forskningen bak offentlige pensjons- og trygdeordninger er rettet mot virkningen reformene har på spareraten i økonomien. Hvilke offentlige goder som blir tilbudt, er avgjørende for husholdningers incentiver til å legge opp privat sparekapital. I Norge er det i likhet med flere land, offentlig sparing på vegne av befolkningen. Alle norske statsborgere er dekket av folketrygden. Som følge av det, vil man ved en rekke økonomiske vanskelige

situasjoner få utbetalt penger av staten. Ved oppnådd pensjonsalder er man eksempelvis sikret å få et visst beløp².

Hvilken påvirkning offentlig sparing har på privat sparing, er vanskelig å måle, og diskuteres ofte i henhold til makroøkonomiske effekter. Det kan imidlertid tenkes at i tillegg til det man måtte få fra staten, så ønsker de fleste å ha ekstra midler til pensjonsalderen. I USA er det for eksempel høyere private sparemidler enn i andre land. Årsaken til det er begrunnet i en utforming av pensjonssystemet som tilsier en mindre offentlig andel i forhold til andre land. Pensjonsreformen i Norge er også nylig endret i lys av framveksten av færre arbeidstakere og lengre levealder. På bakgrunn av en slik utvikling blir det vanskeligere å finansiere pensjonsutbetalingene fra folketrygden gjennom skatteinnkreving. Det bærende prinsippet i reformen legger da opp til at det skal lønne seg å tjene mer ved å arbeide lengre, ettersom alle inntektsår legges til grunn i størrelsen av pensjonen. Skiftet i reformen tilsier mindre offentlige pensjonsutbetalinger, og følgelig enda viktigere å spare på egenhånd. Godt utbygde velferdsordninger som sikrer inntektsbortfall, eller sjenerøse pensjonssystem, reduserer dermed noe av incentivet for privatsparing (Bull og Seip, 2001).

2.2 Motiv for sparing

Formålet med sparing vil for en rekke individer være å skille opptjent inntekt fra forbruk, for slik å oppnå et jevnere konsum. Det finnes imidlertid flere ulike motiver for sparing. I det påfølgende presenteres to teoretiske modeller som forklarer husholdningers motiv for sparing.

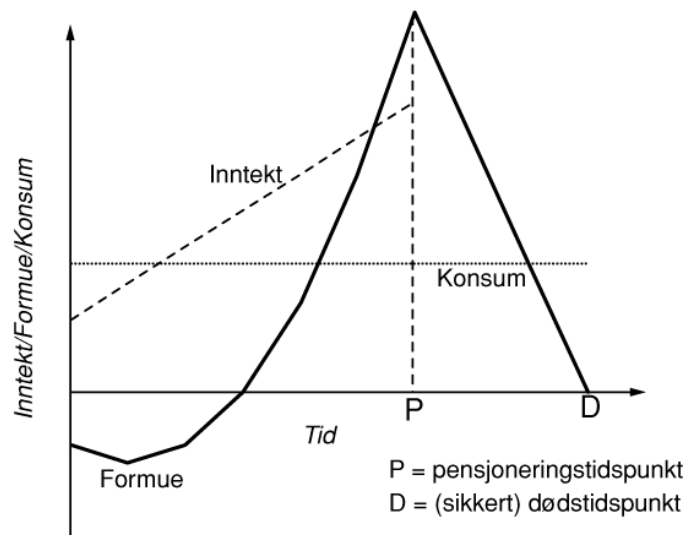
Livsløpshypotesen

En tradisjonell tilnærming til motiv for sparing kan illustreres med bakgrunn i *livsløpshypotesen*. Livsløpshypotesen ble utviklet av Modigliani (1957) og tar utgangspunkt i avveiningen mellom forbruk i dag og forbruk i fremtiden. Hypotesen beskriver hvordan individer fordeler sine økonomiske ressurser over hele dets livsperiode ved at forbruket fastsettes ut fra langsiktige inntektsforventninger (NOU, 1998).

² Hvor mye og hva en har rett på, er individuelt gitt. Generelt så vil ansatte i offentlig sektor med 30 års opptjening ha rett på minst 66 prosent av sluttlønnen ved oppnådd pensjonsalder. Retten vil også omfatte ytelser som AFP og uførepensjon.

Modigliani fremstilte hypotesen i en modell, hvor den enkleste versjonen ser bort fra all usikkerhet i form av forventet levealder og framtidige størrelser. Den enkleste versjonen tar heller ikke hensyn til rente og inflasjon.

Figur 2.2 illustrerer hvordan individet bygger opp en formue ved å spare i den yrkesaktive perioden. Konsumet forutsettes å være konstant over livsløpet. Når pensjonsalderen oppnås, vil individene begynne å forbruke av den opptjente formuen for å opprettholde sitt konsum. Formuen er dermed størst på pensjoneringstidspunktet (P), og forbrukt når døden inntreffer (D).



Figur 2.2 Livløpshypotesen
(Regjeringen, 1998)

Intuitivt vil sparemotivet i hypotesen fremstilles ved at individet ønsker å opparbeide seg midler til å leve av i pensjonstiden.

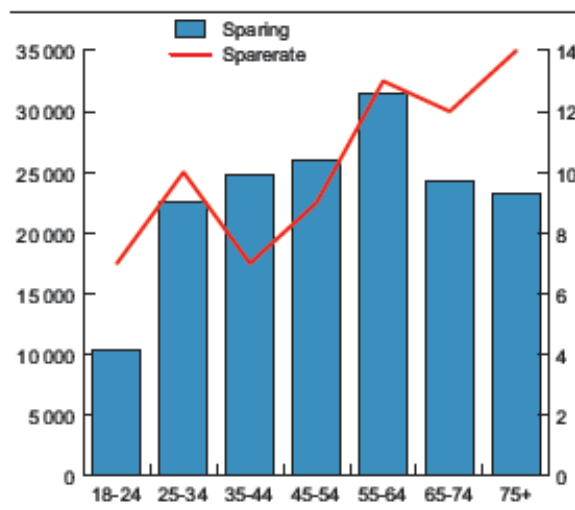
Modellen er siden den ble fremstilt blitt noe modifisert, hvor enkelte forutsetninger har blitt tilpasset. Det som gjør modellen til en av de mer kjente og brukte, er hensynet som tas til nedsparingsperioden. Ulempen med modellen er beregningen av levetid og hvordan fordelingen av konsumet over levetiden skal være, slik at individets nytte blir størst mulig.

Andre motiver

Motivene for sparing kan også deles inn i kategorier bygget på ulike behov (Ulriksen, 2006). Et *transaksjonsmotiv* innebærer avsetninger til en buffer mot utgifter som fremkommer i løpet av året. Slik sparing gjør husholdninger bedre rustet mot perioder med høye utgifter der inntekten ikke strekker til, eller perioder hvor inntekt og utgifter ikke kommer på samme tid. Ut fra et *forsiktighetsmotiv* spares det for å møte uforutsette utgifter, for eksempel ved bortfall av inntekt. *Langsiktighetsmotivet*, også kalt spekulasjonsmotivet, kan sammenstilles med livsløpshypotesen, der målet er å jevne ut forbruket over ulike faser i livet, for eksempel sparing til pensjonstiden. Langsiktighetsmotivet gjenspeiles i sparerens ønske om avkastning og høyere forbruk i framtiden. I tillegg til sparing for forbruk over tid, velger enkelte å spare til arv for å gi sine etterfølgere en bedre velferd.

Empiriske undersøkelser av privat spareadferd

Det er gjort flere studier både i USA og England vedrørende privatpersoners spareadferd. Med utgangspunkt i livsløpshypotesen er det for eksempel forventet negativ sparing for pensjonister. Empiriske tester viser imidlertid at både eldre og pensjonister sparer mer enn hypotesen tilsier. Figuren under viser sparing etter aldersgruppe per person per år i perioden 2005 – 2008 i Norge.



Figur 2.3 Sparing etter aldersgruppe i Norge (Halvorsen, 2011)

Vi ser at spareraten for individer over 55 år er høy og at den er konsistent med de overnevnte observasjoner. Målt ved inntekt, innehar gruppen 75 år og eldre også den høyeste spareraten. Hvorfor eldre sparer så mye, kan begrunnes med et utgangspunkt i forsiktighets- og arvemotivet, samt hvilke behov hver enkelt har utover de grunnleggende. Eldre har tradisjonelt sett vært vant til en nøysom livsstil. Ut fra det vil de ha en forsiktig holdning til eksempelvis å ta opp lån til forbruksmål. Videre er det sannsynlig med et ønske om arv til senere generasjoner.

2.3 Husholdningers formuesplasseringer

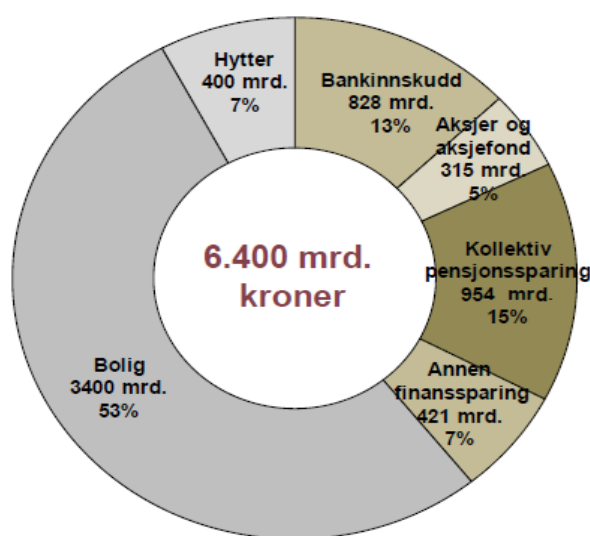
Hvordan finansmarkedet fungerer og påvirker hverdagen er fremmed for en rekke husholdninger. Når et individ mottar en lønnsutbetaling og overfører pengene til en sparekonto, vil banken bruke de tilgjengelige midlene til å finansiere utlån til både bedrifter og privatpersoner. Banken vil også bruke pengemarkedet til å skaffe seg likviditet til å dekke det underliggende behov. Finansmarkeder er helt sentrale når det kommer til å samle de som ønsker å fordele konsum over levetiden. I markedet kan de med formue plassere sine penger,

eksempelvis i bankinnskudd, aksjer eller obligasjoner, mens husholdninger som har behov for kapital, kan få det ved å låne. Bankene, sammen med andre finansinstitusjoner, fungerer som et bindeledd mellom aktørene i finansmarkedet, og bistår individer som vil investere eller konsumere. Overnevnte transaksjoner krever tilsynelatende gode systemer for en effektiv omfordeling av verdier. Samtidig kreves det også økt kunnskap og forståelse fra individer for å kunne gjøre gode, rasjonelle beslutninger.

Det er viktig for husholdningen å identifisere egne midler for å optimalisere sine sparebeslutninger. En moderne balanse for en husholdning vil normalt bestå av blant annet humankapital³, eiendom, bankinnskudd, hustjenester og gjeld. En oppstilling gir et nyansert bilde av egen finansielle tilstand, hvilket i større grad tydeliggjør risikostyringen for en husholdning. Det er eksempelvis ikke alle som tenker på humankapital som sin største eiendel. I 2011 utgjorde humankapital 73 prosent av den nasjonale formuen. Til sammenligning var Norges olje- og gassreserver tolv prosent (SSB, 2011). Ved å betrakte humankapitalen i balansen, vil man med utgangspunkt i livsløpshypotesen også kunne få et mer oversiktlig bilde over fremtidig inntekts- og konsumnivå.

Figur 2.4 viser at av en totalformue på kr 6 400 milliarder, så investerer nordmenn omlag fem prosent i finansmarkedet. Den kollektive pensjonssparingen spares i kommunale og private tjenestepensjonsordninger og er i liten grad tilgjengelig på kort og mellomlang sikt.

Et særnorsk fenomen er andelen plassert i eiendom. Boligformuen inklusiv fritidseiendommer utgjør omlag 2/3 av den totale formuen til norske



Figur 2.4 Husholdningers finansielle fordringer (Holberg Fondene, 2011)

³ Humankapital, også kalt livsløpsinntekt, kan sees på som nåverdien av all fremtidig arbeidsinntekt, der kunnskap, produktive egenskaper og tekniske ferdigheter i arbeidsstyrken spiller inn. Det er vanlig å bruke både utdanningsnivå og arbeidserfaring for å måle humankapital, men faktorer som alder, helse, evne, og jobbsikkerhet spiller også inn på størrelsen. Det gjør at verdien kan variere mye med tiden fra individ til individ (Døskeland, 2010).

husholdninger. Plasseringer i bankinnskudd har en andel på 13 prosent og danner den nest største fordringsposten i husholdningenes formuesbalanse, sett bort fra kollektiv pensjonssparing.

I en undersøkelse av Synovate (2011) på vegne av DnB, oppgir ni av ti at de sparer i bankinnskudd. Undersøkelsen viser også at tre av fire velger banksparing til den langsiktige sparingen. Respondentene oppgir videre at middels til høy risiko er uaktuelt for dem. En tilsvarende undersøkelse gjennomført av FNO (2010) viser at norske sparekunder foretrekker sikre plasseringer fremfor mer usikre. Av de spurte foretrakk 78 prosent sparing i bank mot henholdsvis 31 prosent i fond og syv prosent i enkeltaksjer. Ovennevnte resultater underbygger følgelig den lave deltagelsen som norske husholdninger har i finansmarkedet.

Motivene for sparing kan sees i sammenheng med valg av plasseringsform. Ofte blir bankinnskudd brukt til transaksjon- og forsiktighetsmotivert sparing, mens aksjesparing i større grad forbindes med sparing som spekulasjon- og langsiktighetsmotiv. Det er også grunn til å tro at mange sparer langsiktig i bank på bakgrunn av tryggheten. Ettersom det er nærliggende å anta at den mer langsiktige delen av banksparingen konkurrerer med aksjesparing, er motivene for å velge bankinnskudd fremfor aksjesparing ved en lengre tidshorisont derfor et av spørsmålene vi ønsker å belyse i utredningen.

3. De ulike spareformene

I det påfølgende kapittel vil det redegjøres for ulike spareformer som husholdninger har anledning å benytte seg av. Fokuset rettes mot de mest tradisjonelle spareformene, dvs. de som i størst grad benyttes av den «vanlige» husholdning. Vi presenterer først ulike evalueringskriterier (avkastning, risiko, likviditet og krav til oppfølging) ved valg av spareform, før spareformene gjennomgås med de underliggende kriteriene. Avslutningsvis fremlegges en kort beskrivelse av empiri som omhandler historisk avkastning kontra fremtidig mål. Punktene er fundamentale i forklaringen av valg av spareform og vil hjelpe oss videre når vi blant annet skal se på privatpersoners forhold til risiko og avkastning, samt hvilke tanker de selv har om sparing i eksempelvis aksjefond.

3.1 Kriterier for valg av spareform

Når man skal vurdere ulike plasseringsformer er det enkelte evalueringer som bør gjennomgås for å finne hva som best passer ens behov. Avkastning er ofte det primære målet av den naturlige grunn at man ønsker å få mest igjen for pengene sine. Andre legger mer vekt på graden av risiko og hva de ønsker å utsette sine midler for. Avkastning og risiko er fundamentale kriterier det i fortsettelsen vil legges vekt på. Hvor omsettelig spareformen er og hvor mye hver spareform må følges opp med av tid og ressurser, omhandler begrepene likviditet og krav til oppfølging⁴. De vil i kortere trekk presenteres.

Avkastning

Avkastning uttrykkes generelt som gevinsten av en investering, og kan omfatte både en *direkte* og *indirekte* del. Direkte avkastning er eksempelvis fremstilt ved rentene på et bankinnskudd. Aksjer og eiendom vil gi både direkte og indirekte avkastning - for aksjer henholdsvis gjennom utbytte og verdistigning, og eiendom gjennom leieinntekter og verdistigning. Ved beregning av nettogevinst på en investering, er det også viktig å ta kostnader, inflasjon og skatt i betraktning. Med fokus kun rettet mot selve avkastningen vil eksempelvis gebyrer som reduserer totalavkastningen, neglisjeres.

⁴ Kriteriene er hentet fra Døskeland (2010).

Avkastning (R) vil i sin enkleste form, når man ser bort fra skatt, inflasjon og kostnader, være verdiendringen i en periode fra begynnelse (P_0) til slutt (P_1), dividert på den inngående verdi (ibid):

$$R = \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

Det benyttes ofte aritmetisk og geometrisk gjennomsnitt for å beregne avkastningsstørrelser over tid. Aritmetisk gjennomsnitt er et pengevektet snitt som viser variasjonen til porteføljeverdien over en gitt periode. Snittet finnes ved å summere periodeavkastningene og videre dividere på antall observasjoner. Geometrisk gjennomsnitt viser snittveksten på porteføljens verdi fra begynnelsen til slutt. Snittet beregnes ved å multiplisere periodeavkastningene med hverandre, for så å ta n 'te roten av antall perioder. Geometrisk gjennomsnitt mer hensiktsmessig å benytte ved historiske størrelser, da alle tall er kjent. Aritmetisk snitt er mer fremtidsrettet, og brukes derfor som et mål på fremtidige avkastningsstørrelser. Til større variasjoner det er i periodeavkastningene, til større forskjeller vil det også være mellom geometrisk og aritmetisk avkastning (Boye, 2006).

Husholdninger er generelt interessert i hvordan pengene de sparer skal beholde sin fremtidige kjøpekraft. Ved å se på ulike avkastningsalternativer, bør man således vurdere inflasjonens påvirkning og følgelig skille nominell og reell avkastning. De fleste avkastninger oppgis nominelt, dvs. ut fra løpende pengeverdier. En slik fremstilling tar ikke hensyn til prisstigningen. Den reelle avkastningen defineres i sin enkelhet som nominell avkastning minus prisstigningen, og er hensiktsmessig å benytte ved sammenligninger over tid og landegrenser. Med bakgrunn i usikkerhet rundt fremtidig inflasjon, kan tilnærmet risikofrie sparealternativer med en positiv nominell avkastning, bli negative i reelle termer med fratrukk for inflasjon.

Husholdninger vil også være opptatt av høyest mulig nettoavkastning, dvs. avkastning etter fratrukkne kostnader. Kostnader knyttet til plasseringsformer er eksempelvis gebyrer, avgifter og honorarer. På kort sikt er betydningen av slike utgifter større enn den er på mellomlang og lang sikt. Det kommer blant annet av tegnings- og innløsningsgebyret som får mindre effekt desto flere år de fordeles over. Ved langsiktige investering vil det slik sett være mer hensiktsmessig å konsentrere seg om årlige gebyr (Døskeland, 2010).

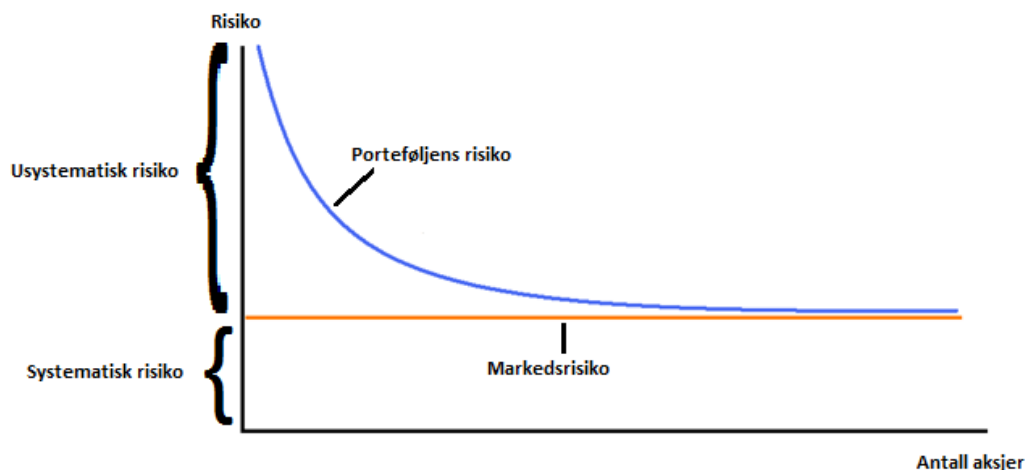
Snittavkastningen for bankinnskudd de siste 20 år med utgangspunkt i offisiell rentestatistikk, gir en avkastning på 4,65 prosent før skatt, og 3,33 prosent etter skatt (VFF, 2011). For eiendom eksisterer det ikke lange, historiske data, men *IPD Norsk Årlig Eiendomsindeks* har over en tolvårs periode beregnet den gjennomsnittlige årlige avkastningen til å være 9,4 prosent (E24, 2012). Aksjer i Norge har historisk gitt en årlig nominell avkastning i perioden 1900 – 2010 på ca. 8,1 prosent, hvilket er en meravkastning på om lag tre prosent i forhold til rentebærende plasseringer (Creditt Suisse, 2011). I fortsettelsen vil de ulike avkastningstall bli nærmere utdypet under hver enkelt spareform.

Risiko

Bodie (2009) definerer risiko som «*avvik fra forventet verdi*». Et sentralt poeng i den sammenheng er at både uforventet høy avkastning og uforventet lav avkastning øker risikoen. Sett i forhold til sparing, vil usikkerhet rundt fremtidige verdier variere alt etter hvilken spareform man benytter. Eksempelvis er aksjeplasseringer forbundet med høyere risiko enn banksparing. Vedrørende finansielle plasseringer benevnes risiko på et overordnet plan som standardavvik (varians) eller volatilitet. Standardavviket uttrykker en totalrisiko som videre kan deles opp i systematisk (makroøkonomiske forhold) og usystematisk (bransje- og selskapstilknyttet) risiko.

På individnivå er det vanlig å benytte terminologier som *risikoavers*, *risikonøytral* og *risikosøkende* når man omtaler risiko. Kapittel 4 vil gå nærmere inn på risikoholdninger på individnivå i lys av normativ nytteteori.

Markowitz (1952) lanserte teorien *Portfolio Selection* som viste hvordan en investor kan allokere sine plasseringer i en portefølje som optimaliserer avkastningen i forhold til gitte risikopreferanser (Campbell & Viceira, 2002). Modellen bygger på den fundamentale antagelsen innenfor finansfaget om at en investor som påtar seg større systematisk risiko, skal få kompensasjon i form av høyere forventet avkastning. Ved å dele opp totalrisikoen (systematisk og usystematisk) samtidig som aksjers samvariasjon betraktes, fremstilte Markowitz hvordan porteføljens avkastning optimaliseres med lavest mulig risiko. På den måten oppstår det en *diversifiseringseffekt*.



Figur 3.1 Diversifiseringseffekt (Johnsen, 2011)

Figuren viser effekten av å konstruere en portefølje på bakgrunn av samvariasjoner mellom aksjer. Dersom en investor investerer i aksjer som samvarierer med oljeprisen, vil man utsette seg for påfølgende risiko knyttet til oljeprisen. Ved å tillegge aksjer som reagerer negativt med oljepris, vil man redusere noe av den usystematiske risikoen ettersom man da ikke blir avhengig av kun én faktor. Diversifiseringseffekten illustreres generelt ved at porteføljens risiko blir lavere desto flere aksjer man er i besittelse av. Den systematiske risikoen vil imidlertid ikke kunne diversifiseres bort, ettersom den avhenger av makroøkonomiske forhold. Aksjefond er eksempel på hvordan teorien observeres i praksis gjennom reguleringer av en begrenset risikoeksponering for investorer gjennom diversifisering⁵. Ødegaard (2005) finner at det meste av diversifiseringsgevinsten på Oslo Børs er oppnådd ved ti aksjer i porteføljen. Andre studier har resultert i en portefølje som burde bestå av minst 30 aksjer for å fjerne all usystematisk risiko.

Risiko avhenger også av hvordan husholdninger finansierer en investering. Høy låneandel og lav egenkapitalandel bidrar eksempelvis til økt risiko, ettersom det medfører større svingninger i avkastningen. Ved å øke belåningsgraden, blir man dessuten tillagt en konkursrisiko. I nyere tid har vi sett eksempler på produkter som inneholder en implisitt lånefinansiering gjennom såkalte strukturerte produkter. Fellesnevneren for produktene er innholdet av to fragmenter; en sikker og en usikker del. I den sikre delen foretas det gjerne investeringer i obligasjoner eller rentebærende papirer. Den andre delen består av en andel

⁵ VFF skriver følgende: «Et aksjefond vil for eksempel måtte investere i minst 16 forskjellige aksjeselskaper, og fondets plasseringer i ett selskap kan maksimalt utgjøre 10 prosent av markedsverdien i ett og samme verdipapirfond, såfremt Kredittilsynet ikke har innvilget unntak fra denne hovedregelen i loven».

investert i opsjoner mot en gitt indeks med påfølgende høy risiko. Johnsen (2008) fant i sin rapport at opsjonsdelen måtte gi en svært høy avkastning for at investeringen skulle gi gevinst. Dersom det investerte beløp i tillegg var lånefinansiert, ville man i de fleste tilfeller være garantert tap. Etter en rekke medieomtaler og rettsaker, har det blitt strengere krav rettet mot tilbud av slike produkter.

Likviditet

Likviditet omhandler hvor raskt en investering kan omsettes til kontanter. Nødvendigheten av eksempelvis å dekke en uforutsett utgift, gjør betydningen av likviditet større. Med en lite likvid plassering, vil det ta lengre tid enn ønskelig å få tilgang til kontanter. Bankinnskudd er eksempel på en likvid spareform, ettersom det enkelt kan overføres/tas ut penger fra gjeldende konto. Verdipapirer er i stor grad også regnet som likvide, men graden avhenger av hvilke type verdipapirer man er i besittelse av. Eiendom er eksempel på en illikvid spareform. Det å omsette eiendom til kontanter tar tid, og kostnadene kan bli høye dersom det er nødvendig med salg på kort varsel. Andre eksempler på lite likvide produkter er pensjonsforsikringer og kunstgjenstander.

Krav til oppfølging

Kriteriet om krav til oppfølging baserer seg på hvor mye tid og ressurser den enkelte spareform må ilegges, og hvorvidt det kreves ekstraordinær kunnskap omkring spareformen. Kjøp av enkeltaksjer krever eksempelvis mer kunnskap og informasjonsinnhenting enn plasseringer i aksjefond. Andre eksempler er nye, kompliserte produkter, som investeringer i råvarer og lånefinansierte produkter. Produktene kan være vanskelige å forstå og dermed kreve ekstra med tid å sette seg inn i. Krav til oppfølging henger også til dels sammen med hvorvidt et individ føler seg komfortabel med å ta egne beslutninger omkring sparing. I lys av den nye pensjonsreformen er deler av ansvaret for pensjonen overlatt til hver arbeidstaker. I den tilknytning vil det være hensiktsmessig å forhøre seg med rådgivere, da enkelte produkter trenger mer spesialkompetanse enn andre.

3.2 Sparing i bank

Som det fremgikk fra husholdningenes formuesplasseringer samt representative undersøkelser, er sparing i bank en foretrukken spareform. Selv om graden av sparing varierer noe, vil bankinnskudd alltid ha en sentral plass som spareform blant nordmenn. Med

utgangspunkt i motivene for sparing som ble presentert i kapittel 2.2, kan sparing utfra transaksjons- og forsiktighetsmotivet være egnet lønns- eller brukskontoer, da de er kjennetegnet som likvide og med lave kostnader. For plasseringer med langsiktighetsmotiv er det derimot mer hensiktsmessig å benytte ulike høyrentekontoer eller fastrenteinnskudd.

Høyrentekonto

Er motivet for sparing langsiktig trygghet, kan man binde seg til en høyrentekonto for en gitt periode. Høyrentekontoer gir en høyere rente enn blant annet lønns- og brukskontoer. Til gjengjeld er det ofte slik at det foreligger begrensinger på uttak fra en høyrentekonto. De fleste banker opererer med tolv gebyrfrie uttak. Overstiges disse, belastes man med en gitt prosentsats av uttaket.

Det er store variasjoner i hvilken rente de ulike bankene tilbyr på innskudd. De fleste banker opererer med en trappetrinnsmodell hvor man får høyere rente desto høyere det innestående beløpet er (Hveem et al., 2010). Renten øker da for hele innskuddet når man når et visst minimumsnivå. Rentevariasjonene mellom banker gjør at store innskuddsbeløp kan føre til betydelige forskjeller på avkastning. Eksempel fra DnBs trappetrinnsmodell per april 2012⁶ er:

- 1,70 % inntil 100 000 kr
- 3,20 % mellom 100 000 og 500 000 kr
- 3,50 % over 500 000 kr

Illustrasjonen viser nødvendigheten av et betydelig beløp innestående for at høyrentekonto skal gi en konkurransedyktig avkastning sett i forhold til andre plasseringsalternativer. Restriksjonene er likevel mindre enn ved eksempelvis BSU-konto. Høyrentekonto vil således være attraktivt for dem som til en viss grad ønsker likvide midler tilgjengelig til akseptabel avkastning.

Fastrenteinnskudd

Med fastrenteinnskudd menes en avtale mellom kontoinehaver og banken hvor det avtales en rente på det innskutte beløp for en gitt periode. Som et bytte mot fastrenten kunden får, vil det for hele perioden ikke være mulig å benytte beløpene på kontoen. Selv om renten i

⁶ Renten forutsetter at du er totalkunde i programmet LEVE. Hvis du ikke er totalkunde, vil du få lavere rente.

markedet skulle endre seg og det er fristende å bytte til flytende rente, er avtalen likefullt bindende. Banken kan da benytte seg av innestående beløp til det den måtte ønske. Skulle det imidlertid være ønskelig med uttak, lar det seg normalt gjøre, men da med et tilleggsgebyr (Hveem et al., 2010). Fastrenteinnskudd gir forutsigbarhet for innehaveren, og er gunstig å benytte om man tror på uendret rente i framtiden samtidig som man ikke har et snarlig likviditetsbehov.

Boligsparing for Ungdom

Boligsparing for Ungdom (BSU) gir vanligvis en høyere innskuddsrente enn andre høyrente- og sparekontoer. Ordningen tilbys i de fleste banker i Norge og kan benyttes av personer til og med fylte 33 år. Det kan spares opptil totalt kr 150 000 for kjøp av bolig, med et årlig maksimumsbeløp på kr 20 000. BSU gir mulighet for et årlig skattefradrag på inntil 20 prosent av det innskutte beløp, i tillegg til en fordelsrente ved opptak av boliglån (Døskeland, 2010). Skattemotivet samt høy innskuddsrente, har som formål å få ungdom til å spare mer til bolig. Det er ikke påkrevd regelmessigheter ved sparing i BSU og heller ingen minste sparetid, men man kan kun opprette én sparekontrakt per person. Det eksisterer i tillegg en restriksjon for den nevnte skattefordelen; sparebeløpet kan kun benyttes til anskaffelse av ny bolig eller nedbetaling av lån på boligen. Tidligere ervervelser av bolig før sparekontrakten ble inngått er ikke gjeldende. Skulle man likevel ikke ha mulighet til å benytte de oppsparte midlene til boligkjøp, er konsekvensen at skattefordelen tillegges skatten i disponeringsåret (ibid).

De samlede BSU-innskuddene har passert 20 milliarder, og omlag 56 prosent av ungdom under 34 år benytter seg av ordningen (Hegnar, 2012). Man ser hvert år tendenser til en tiltagende popularitet for ordningen blant ungdom. Eksempelvis var tolv månedersveksten fra 2009 til 2010 på om lag 18 prosent.

3.2.1 Avkastning ved banksparing

Avkastningen ved banksparing skjer i form av den renten man får på det innskutte beløpet, fratrukket gebyrer og skatt, og ved et lengre perspektiv – inflasjon. Videre er det forskjeller på rentene i de forskjellige bankene. Selv små rentedifferanser kan på lang sikt føre til store avkastningsforskjeller. Å undersøke hvilken bank som etter dine forhold tilbyr den høyeste effektive renten, vil følgelig være tjenlig.

Den høyeste renten i markedet per juni 2012 på en ordinær høyrentekonto med begrensninger på uttak, ligger på 3,75 prosent fra første krone (Nordax Finans). På fastrenteinnskudd ligger markedets høyeste rente på 3,95 prosent med en bindingstid på ett år (Bluestep Finans). Rentene på BSU strekker seg fra høyeste på 5,25 prosent (Grue Sparebank) til laveste på 3,5 prosent (Sparebanken Vest) per juni 2012.

3.2.2 Risiko ved banksparing

Selv om banksparing regnes som tilnærmet risikofritt, eksisterer det likevel en viss usikkerhet. Risikoen deles imidlertid opp i to hoveddeler: 1) risiko for tap av innskudd og 2) risiko for rentendringer (Hveem et al., 2010).

Under normale omstendigheter er banker solide. Selv om det skal mye til for at en bank går konkurs, finnes eksempler hvor konkurs har vært et faktum, deriblant Kaupthing Bank i 2008. Om en bank i verste fall skulle gå konkurs, vil man likevel på oppsparte beløp inntil to millioner kroner ha sikret pengene gjennom Bankenes Sikringsfond. Sikringen omhandler hver innskyter per norsk bank. Kriteriet for sikkerheten er imidlertid at innskuddene blir regnet som bankinnskudd og ikke for eksempel innskudd fra verdipapirfond (ibid). Utenlandske kredittinstitusjoner kan også søke om medlemskap og få sikring utover det de måtte ha i sitt hjemland, hvilket var tilfellet for Kaupthing Bank.

Rentenivået på innskuddene vil variere over tid. Ønsker man forutsigbarhet, kan fastrente fremfor flytende rente være å foretrekke. Den faste renten er normalt noe høyere, men fører på den andre siden til mindre likvide innskudd. Rentenivået til bankene følger i større eller mindre grad styringsrenten til Norges Bank, men usikkerheten knyttet til rentenivå for flytende rente vil alltid være til stedet.

3.2.3 Likviditet ved banksparing

Generelt er bankinnskudd en likvid spareform. Graden av likviditet vil imidlertid variere alt etter hvilken konto pengene står på. En høyrentekonto har eksempelvis en viss bindingstid på de oppsparte midlene. Midlene er i og for seg normalt ikke mindre likvide av den grunn, men den brutte avtalen medfører ofte gebyrer som igjen bidrar til at man ikke i like stor grad ønsker å benytte seg av innskuddene. Fastrenteinnskudd og BSU ansees som minst likvide. Hvilken konto man setter pengene på, bør derfor til en viss grad gjenspeile ønsket bruk.

3.2.4 Krav til oppfølging ved banksparing

Det er få krav til oppfølging ved banksparing. Pengene står på konto og forrenter seg over ønsket periode. Rentene varierer imidlertid fra bank til bank, og fra periode til periode. Det vil ut fra det, til tider, være formålstjenlig å undersøke de ulike rentene som bankene gir. Et godt utgangspunkt er eksempelvis å gå inn på finansportalens hjemmesider hvor man med liten arbeidsinnsats kan sammenligne de fleste bankers tilbud. Tross lett tilgjengelig informasjon, viser undersøkelser at nordmenn er lojale mot sine banker og yter liten innsats ved forsøk på bytte av bank.

3.3 Sparing i eiendom

Kjøp av bolig er den største enkeltinvesteringen de fleste husholdninger foretar seg i løpet av livet. SSB anslår 76 prosent av den norske befolkning i dag til å eie en bolig, hvilket slik sett utgjør en betydelig andel av husholdningers formue. Sparing i eiendom er ansett for å være en gunstig spareform, til tross for at de fleste boligkjøp er til eget bruksformål. Det kommer av prisutviklingen på boliger, som i lengre tid har vært stigende. Den særnorske skattepolitikken ved eie av bolig, især når det gjelder gevinst- og formuesbeskatning, bidrar også til attraktiviteten.

Det finnes en rekke muligheter knyttet til investeringer i eiendom. Den nevnte skattepolitikken gjør det fordelaktig å leie ut enten deler eller hele boligen. Eksponering i næringseiendom er en annen investeringsmulighet. Det fins ulike måter å gjøre det på, i hovedsak gjennom enkeltstående bygg, andeler i syndikat, eiendomsaksjer eller andel i eiendomsfond⁷ (DN, 2008).

3.3.1 Avkastning ved sparing i eiendom

Ved kjøp av egen bolig, vil positiv avkastning oppnås enten ved at boligen stiger i verdi og selges med gevinst, eller i form av leieinntekter. Avkastningen avhenger av en rekke økonomiske forhold, deriblant realinntekt og realrente. Økt *realinntekt* for en husholdning

⁷ Med *syndikat* menes kjøp av en andel i en eller flere eiendommer som eksempelvis et meglerhus tilrettelegger. Man opererer således i en gruppe bestående av flere bedrifter eller personer. *Fond* trenger ikke bare omhandle næringseiendommer. Kjennetegnet for eiendomsfondene er at det ofte investeres i flere eiendommer. På den måten spres risikoen. Eksempel på investering i fond kan være kontorbygg, hotell, lager, kjøpesenter mv.

betyr økt kjøpekraft, hvilket gjenspeiles i høyere betalingsvilje ved kjøp av bolig. Med en avtagende *realrente* vil etterspørselen etter lån øke. Det vil i større grad enn tidligere da lønne seg å investere pengene framfor «sitte» på dem. Realinntekt er mer avgjørende på kort sikt, mens realrente er mer vesentlig på lang sikt. Andre faktorer som påvirker priser og avkastning på bolig er eksempelvis arbeidsledighet og beskatning.

I følge offisiell statistikk fra eiendomsmeglerbransjen og analysebyrået Pöyry, har prisstigningen på boliger i Norge siden 1992 vært 430 prosent, hvorav stigningen har vært jevn. En rekke eksperter ser tendenser til en boligboble som før eller siden vil sprekke. Meningene er imidlertid delte. Sjefsøkonom Øystein Dørum i DNB Markets sier følgende til Aftenposten (2012): «Vi tror ikke det er en boligboble i Norge. Man vet ofte ikke om det er en boble før etter den er sprukket, men vi tror det vi har sett av boligprisutvikling i Norge gjennom de siste ti årene reflekterer fundamentale forhold». Økonomiprofessor Ola H. Grytten er til dels enig, men sier det slik (ibid):

[...]på lang sikt kan dette kanskje ikke være bærekraftig, og da har de et langt svakere argument. [...]Vil det alltid være stor innflytting til byene, stor arbeidsinnflytting til landet, lav rente, høy vekst i disponibel inntekt og så videre? Stiller du de spørsmålene, kan du komme til en litt annen konklusjon. Hovedsaken er ikke om du har en boble eller ikke. Det er heller om du har en bærekraftig utvikling i boligprisene. Det er jeg ikke så sikker på.

Hvorvidt det dreier seg om en boligboble eller ikke, viser uansett historiske tall at eiendom i Norge har vært en gunstig investeringsform.

Eiendom er langt tregere priset enn eksempelvis aksjer. Mens aksjer opererer i et eneste stort marked, opererer eiendom i mange lokale. Prisene avhenger da av transaksjonene ved kjøp/salg. Dersom man skulle befinne seg i en lavkonjunktur, vil det gå tid før transaksjonene finner sted. Foruten om verdiendring på eiendommen, avhenger avkastningen av prisnivået på leieinntekter, som igjen er med på å avgjøre verdiendringen (Hveem et al., 2010).

Når det gjelder kostnader, er det ulike gebyr som ofte må betraktes, både når det kommer til opptak av lån til bolig og kjøp/salg av bolig. Eiendomsmegler skal ha sin del av salget, ofte gjennom provisjon eller et fast beløp som tilfaller selger. For en kjøper sitt vedkommende må dokumentavgift til staten betales. Avgiften utgjør 2,5 prosent av kjøpesummen. Tinglysingsgebyr, eierskiftegebyr og konsesjonsgebyr er andre gebyrer man belastes med.

For enkeltbygg er forvaltningskostnadene minimale om jobben gjøres selv. Ved kjøp av eiendomsaksjer slipper man forvaltningshonoraret som eksisterer ved kjøp av andeler i fond, i tillegg til lavere provisjoner ved kjøp og salg. Enkeltaksjer derimot, medfører mindre risikospredning enn kjøp av eiendomsfond. I syndikater og fond er kostnadene noe høyere som følge av forvaltningskostnader.

Tall for 2011 viser at eiendom gav en totalavkastning på 7,4 prosent hvor direkteavkastning utgjorde en andel på 5,8 prosent. Næringsbygg var investeringsformen som gav høyest avkastning i løpet av 2011, med en direkte- og totalavkastning på henholdsvis 5,9 og 8,4 prosent (E24, 2012).

3.3.2 Risiko ved sparing i eiendom

Det er vanskelig å generalisere risikoen ved boligkjøp ettersom det finnes en rekke små markeder. På et overordnet plan er det likevel flere forhold å ta hensyn til, deriblant markedsrisiko, renterisiko, inflasjon og graden av likviditet (Hveem et al., 2010). Verdiutviklingen på boliger kan svinge, og i enkelte tilfeller vil et eventuelt verdifall oppleves som stort. Historisk har det jevnt over vært stigende boligpriser på lang sikt, selv om det til tider har forekommet boligprisfall.

Den mindre effektive prisingen av eiendom bidrar til at eiendommer oppfattes som mindre volatile enn aksjer, uten at det nødvendigvis trenger å bety mindre risiko av den grunn. Ved kjøp av bolig er det som oftest normalt å ta opp lån med pant i boligen. Lånefinansiert boligkjøp er utsatt for endringer i rentenivå, jf. kapittel 2.1. En kraftig nedgang i boligprisene kan også i verste fall føre til at gjelden overstiger boligens verdi. I 2012 trådte det i kraft en ny regel der kredittrammen ikke skal overstige 85 prosent av boligens verdi. Regelendringen ble innført med det formål å gjøre norske husholdninger mindre sårbare overfor kraftige boligprissvingninger, samt redusere den store etterspørselen etter gjeld.

3.3.3 Likviditet ved sparing i eiendom

Å investere i enkeltbygg er tidkrevende både i et kjøps- og salgstilfellet. I utgangspunktet er det en illikvid investeringsform. Skal man kjøpe og selge hyppig, går det på bekostning av avkastningen på grunn av skatteregler mv. Eiendommer som er mindre attraktive på grunn av forhold som beliggenhet og kvalitet, er vanskeligere å få solgt, spesielt i et dårlig marked.

Eiendomsaksjer gir muligheten til kjøp og salg over børs. Aksjer er således mer likvide enn andre eiendomsinvesteringer. Det er likevel til en viss grad tidkrevende. Eiendomsfond er mer hensiktsmessig for investorer med mindre formue, men sett i forhold til et aksjefond, er det også vanskeligere å selge seg ut av eiendomsfond.

3.3.4 Krav til oppfølging ved sparing i eiendom

Ved kjøp av bolig kreves det undersøkelser i forkant, både om ulike markeder og spesifikke boliger. Oppfølgingen kan deles opp i ulike faser. Første fase er rettet mot den generelle oppfølgingen i forkant av et kjøp. Det er viktig å gjøre seg kjent med prisutviklingen i området, samt hvordan fremtidig utviklingen arter seg. Den andre fasen går inn på rollen som eier av boligen. Ved eksempelvis å foreta regelmessige og nødvendige vedlikehold, opprettholdes boligens verdi i større grad. Den tredje fasen er ved salg av boligen. Desto flere undersøkelser og forarbeid det gjøres, desto større er muligheten for en god pris (Døskeland, 2010). Krav til oppfølging av eiendomsaksjer og aksjer i eiendomsfond er i noe grad lik ordinære aksjeplasseringer. Det vil være hensiktsmessig å tilegne seg en viss kunnskap om markedet som de ulike fond og aksjer opererer i.

3.4 Sparing i aksjer og fond

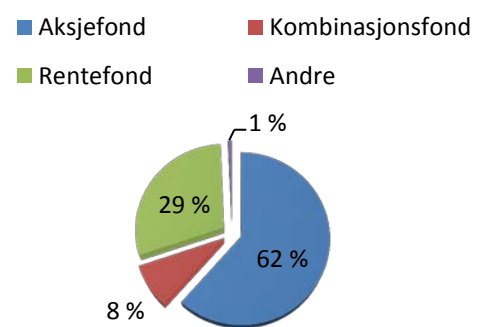
En aksje karakteriseres som en eierandel i en bedrifts egenkapital. Består et selskap av 100 aksjer og man eier én aksje i selskapet, tilsvarer det et eierskap på én prosent (Døskeland, 2010). Aksjemarkedet vil til tider variere stort, og ettersom verdien av en aksje gjenspeiles i aksjekursen, kan risikoen tilsynelatende være høy. Ved hjelp av internett, er kjøps- og salgsprosessen lite tidkrevende, og man får kjapt oversikt over kurser og ordrebøker. Å gå inn i et aksjemarked på egen hånd krever likevel en grad av kompetanse. I et stadig skiftende marked med ny informasjon som må behandles, er det derfor ikke alltid like lett for privatpersoner å ta riktige beslutninger.

På samme måte som om man skulle slått seg sammen for å spleise på en større gave til en venn, består et verdipapirfond av flere aktører som sammen investerer i en eller flere aktivaklasser. Ved å investere som en gruppe kan man kjøpe et bredere utvalg aksjer eller obligasjoner enn om man hadde investert på egenhånd. Andeler i et verdipapirfond forvaltes i en rekke ulike aksjer og gjør det mulig å spre risikoen i langt større grad, hvilket bedrer risiko- og avkastningsforholdet. Den samlede potten av investert kapital for hele fondet

benevnes som fondets aktiva eller fondets forvaltningskapital, og forvaltes av en profesjonell fondsforvalter eller et forvaltningsselskap. En rekke fond tar gebyrer for å kjøpe og selge andeler, men den økte konkurransen mellom fondstilbydere har gjort at flere har redusert kostnadene ved fondshandel. Alle fond belaster imidlertid kundene med et forvaltningshonorar, dvs. en årlig prosentsats av investert kapital (VFF).

Investering i én aksje kan på den ene siden gi høyere avkastning enn et fond, men har også større nedsiderisiko. Et velkjent fenomen med investering i aksjer og verdipapirfond er nødvendigheten av en lengre investeringshorisont. Verdipapirer er mer volatile enn andre spareformer, og selv veldiversifisert aksjefond kan oppleve negativ avkastning i perioder. En rekke forvaltere anbefaler en investeringshorisont på minimum fem år. Ved kortere horisonter, eventuelt lavere risikovilje, er rentefond et egnet alternativ.

Det finnes ulike typer verdipapirfond. Hvilke typer fond som egner seg avhenger blant annet av ønsket risikograd og investeringsformål. Norske personkunder hadde per januar 2012 156 milliarder kroner plassert i verdipapirfond (VFF, 2012). Oversikten til høyre viser aksjefond (62 %) som den mest populære plasseringsformen innenfor fondssparing, med rente- og obligasjonsfond (29 %) følgende deretter.



Figur 3.2 Oversikt over fordeling av fond

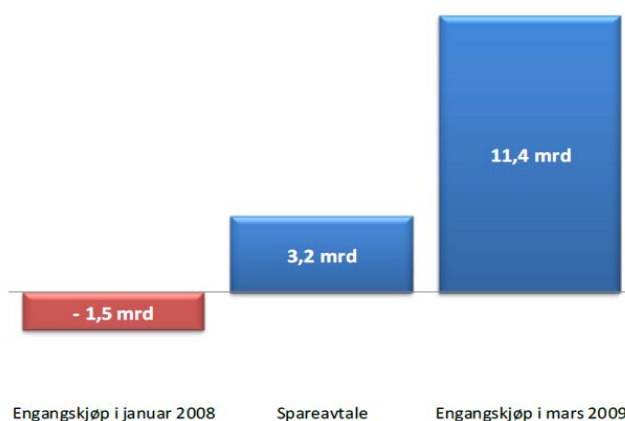
Det er en rekke aktører i Norge som tilbyr fondsprodukter. DnB Kapitalforvaltning er den største aktøren på det norske markedet med en markedsandel på 23 prosent. Storebrand Fondene følger deretter med en andel på 16 prosent (VFF, 2012).

Aksjefond

Verdipapirfondenes Forening (VFF) definerer et aksjefond som «et verdipapirfond som i henhold til sitt investeringsmandat normalt skal ha 80 – 100 prosent eksponering mot aksjemarkedet, og som normalt ikke skal investere i rentebærende papirer». Hveem et al. (2010) uttrykker aksjefond i ulike former, deriblant stiler (vekst, verdi, størrelse mv.), bransjer (energi, bioteknologi mv.) og geografi (f.eks. USA, Europa, Norge). Det finnes et

bredt spekter av aksjefond, enkelte mer bransjespesifikke enn andre. Det attraktive med aksjefond er uansett diversifiseringseffekten.

En fordel med sparing i aksjefond, foruten om diversifiseringseffekten, er opprettelse av faste spareavtaler. Sjansen for å oppnå en god gjennomsnittskurs ved kjøp av andeler i både opp- og nedganger, kan jevne ut svingninger. Det blir dermed også lettere for investorer å sette seg inn i markedet, fondene mv., da investor slipper «timing» av kjøp og salg.



Figur 3.3 Effekten av spareavtaler (VFF, 2011)

Figuren viser hvordan jevnlig sparebeløp bidrar til å opprettholde avkastningen, selv i nedgangsperioder⁸. Den røde søylen illustrerer utviklingen til nordmenns sparepenger med et engangskjøp av aksjer foretatt før finanskrisen 2008. Søylen til høyre fremstiller et scenario hvor alle nordmenn foretok et engangskjøp på «bunnen» i det globale aksjemarkedet i 2009. Ytterpunktene illustrerer hvor vanskelig og ikke minst hvor risikabelt det er å «time» kjøp av aksjer. Ved å opprette en spareavtale og spare jevnt, kan risikoen reduseres og gi en akseptabel avkastning mellom ytterpunktene.

Rentefond

Om man ønsker å sette sammen en portefølje av rentepapirer, eller investere i enkeltobligasjoner, er det mulig å investere i et rentefond. Rentefond deles primært i kategoriene pengemarked- og obligasjonsfond. I et pengemarkedsfond investeres kapitalen i kortsiktige rentepapirer. Bindingstiden på slike rentepapirer kan ikke overstige et år. Foruten

⁸ Det er beregnet en avkastning som skal representere alle spareavtaler samlet, med en indeks som er vektet tilsvarende nordmenns gjennomsnittlige aksjeeksponering, dvs. 41,5 % globalt, 36 % i Norge, 11,5 % i Norden og 11 % i nye markeder. Det er også tatt høyde for et gjennomsnittlig årlig forvaltningsgebyr (VFF).

om løpetid må pengemarkedsfond også ta hensyn til risiko. I følge Hveem et al. (2010) er fondene underlagt strenge krav til hvilke papirer det er lov å investere i. Både kreditt- og valutarisiko samt likviditet og løpetid, avgjør hva som er tillatt og hvordan fondene kategoriseres.

I et obligasjonsfond spiller bindingstiden mindre rolle. Selv om fondet kan plassere kapital i korte rentepapirer, er det likevel et skille fra et pengemarkedsfond ved at kapitalen både plasseres i korte og lange papirer. Ettersom rentepapirer med lengre løpetid er mer utsatt for rentendringer, inneholder obligasjonsfond større kursrisiko enn et pengemarkedsfond. Obligasjonsfond klassifiseres i tidsgruppene 0 - 2, 2 - 4 og 4 +, der 0 - 2 i stor grad investerer i korte papirer, 2 - 4 i middels lange og 4 + i lange verdipapirer (ibid).

Norske personkunder nettotegnet i 2011 for -100 millioner kr i pengemarkedsfond og 3,3 milliarder kr i obligasjonsfond (VFF, 2011).

Kombinasjonsfond

Et kombinasjonsfond er fond hvor kapitalen er plassert i både aksje- og rentefond, men hvor det foreligger restriksjoner knyttet til aksjeeksponeringer på under 80 prosent. Fordelingen av aksjer og rentebærende papirer vil variere ut fra mandatet hos de ulike fondene (Hveem et al., 2010). Fondene grupperes etter hvilke markeder det plasseres i, og fordelingen mellom aksjer/rentepapirer.

Kombinasjonsfond passer for husholdninger som ønsker moderat risiko på sine plasseringer og som tåler verdisvingninger. Fondene med størst aksjeandel vil følgelig være mer eksponert mot svingninger. Det er også store forskjeller på forvaltningsgebyrer i de ulike kategoriene. Fond med store aksjeandeler og relativt høy rebalansering, medfører høyere kostnader. En fordel med kombinasjonsfond er risikoen som er lavere enn ved rene aksjefond, samt at man kan benytte seg av fond som bedre passer til ens livssituasjon. Det finnes eksempelvis livssyklusfond hvor fordelingen mellom aksjer og renter er satt i forhold til antall år det skal spares. Aksjeandelen vil reduseres etterhvert som årene går, mens andelen i rentemarkedet vil øke.

I løpet av 2011 ble det nettotegnet kombinasjonsfond for 500 millioner kroner.

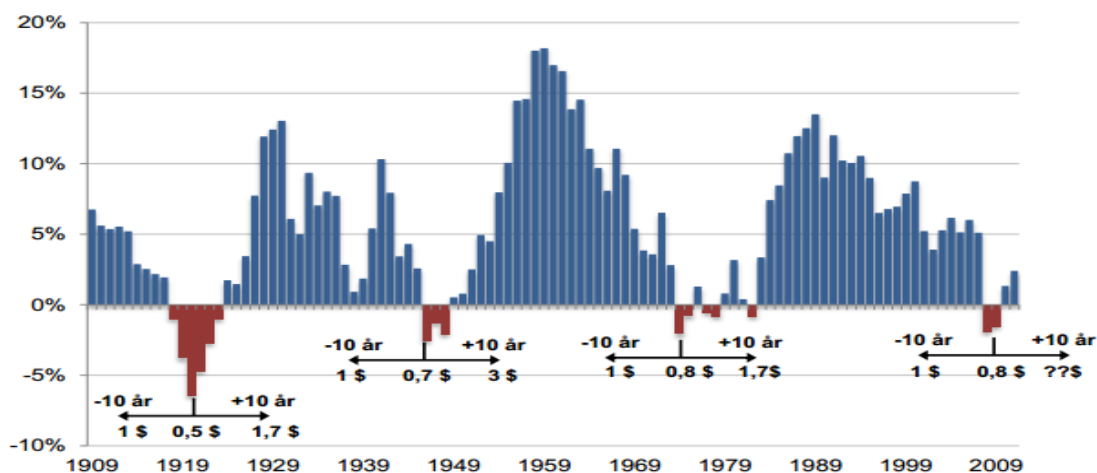
3.4.1 Avkastning ved sparing i aksjer

Enkeltaksjer

Summen av utbetalt utbytte og endringen i aksjekursen, fratrukket kostnader i forbindelse med eie og kjøp/salg av aksjer, betraktes som avkastningen på aksjer. Aksjeverdien impliserer til enhver tid det aktørene er villig til å betale for aksjen. Hvilke forventinger markedet har til selskapet og økonomien som helhet, vil i stor grad være med på å bestemme aksjekursen til et selskap. Er innskuddsrenter i bank eksempelvis blitt høyere over en periode, kan bankinnskudd som spareform øke i popularitet og etterspørselen etter aksjer bli redusert. Det fører til fall i aksjekurser. På den andre siden trekkes gjerne flere mot verdipapirmarkedet dersom forventningene om eksempelvis høyere inflasjon er tilstede. Det er lite attraktivt å spare i bank dersom inflasjonen spiser opp avkastningen.

Avkastningen på aksjer varierer betydelig, også fra tiår til tiår. Det er som nevnt overfor, aksjemarkedets utvikling som bestemmer i stor grad hvor god avkastning en får på sin plassering. Det vil imidlertid ofte foreligge en premie eller ekstra avkastning til det å investere i et bredt utvalg av selskaper over tid. Bedrifter jobber daglig med å forbedre seg gjennom prosjekter, ideer og forretningsområder, hvilket igjen danner grunnlaget for nye arbeidsplasser. Når usikkerheten blir stor, vil investorene kreve en større risikopremie, som i så måte bidrar til fall i aksjekursene. I tillegg til de ovennevnte faktorer, spiller også psykologiske faktorer en stor rolle i aksjers utvikling.

Historisk har sparing i aksjer har gitt en meravkastning i forhold til andre plasseringer. Underliggende graf gjenspeiler globale aksjers realavkastning i 10-års rullerende perioder.

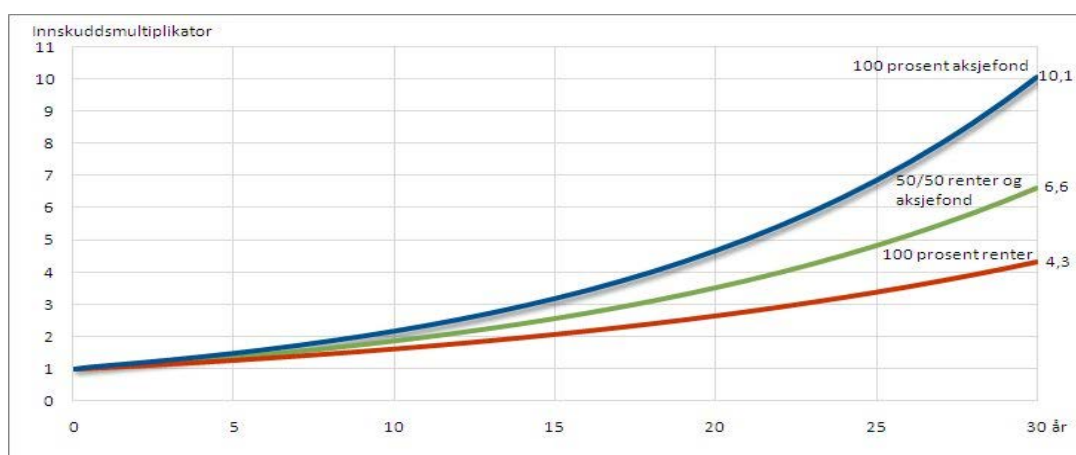


Figur 3.4 Rullerende 10-årsperioder globale aksjer (Credit Suisse, 2011)

Siden tidlig på 1900-tallet har globale aksjer hatt fire 10 årsperioder med negativ avkastning, inkludert finanskrisen (Credit Suisse, 2011). Fellesnevner for periodene med unormal lav avkastning, er de påfølgende periodene med en unormal høy avkastning. Det globale aksjemarkedet i perioden 2000 - 2010 er av mange kalt *the lost decade*, mye grunnet sin lave vekst. En investering på én krone i år 2000, har gitt tilbake 88 øre i den nevnte perioden.

Fondsplasseringer

Er kapital plassert i verdipapirfond, vil avkastningen for det første avhenge av hvilke typer fond det er snakk om. Avkastningen i aksjefond er også påvirket av verdiutvikling for de aktuelle selskap som kapitalen er plassert i. I tillegg vil verdiutviklingen avhenge av ovennevnte faktorer i tilknytning enkeltaksjer.



Figur 3.5 Avkastning ved ulike andeler av aksjer og renter (Alt om Fond, u.d.)

Fra figuren ser man hvordan forventet avkastning endrer seg avhengig av hvor stor aksjeandelen er. Med en antatt snittavkastning for aksjefond og risikofri plassering på henholdsvis åtte - og fem prosent, der innskuddsmultiplikatoren (y) tilsvarer hvor mange ganger innskuddet man kan forvente å sitte igjen med etter x antall år, ser man hvor stor forskjellen kan bli på lang sikt. Hvor stor avkastningen blir, avhenger i tillegg av fondsforvalteren. Kompetanse og flaks er eksempel på faktorer som kan skape varierende avkastning.

Aksjefond deles opp i aktivt og passivt forvaltede fond. Et aktivt fond har som formål å oppnå bedre avkastning enn markedet, ved å kjøpe og selge aksjer deretter. Et passivt fond tar sikte på å kjøpe så mange aksjer av hvert selskap slik at de følger gjennomsnittskursen til en referanseindeks. Slike replikasjoner gjøres ofte via dataprogrammering, noe som bidrar til lavere forvaltningskostnader. En aktiv forvaltning er mer kostnadskrevenne som følge av blant annet hyppigere gebyrer ved kjøp og salg. Ved en aktiv forvaltning må man derfor kunne forvente en positiv meravkastning sett i forhold til en passiv forvaltning, for å dekke inn merkostnadene. Hva som gir best avkastning er det flere akademikere som argumenterer for og imot, og det dyreste fondet trenger på langt nær å være det beste alternativet. I en berømt studie av Fama og French (2009) ble aktivt forvaltede aksjefonds avkastning sett opp mot en indeksavkastning basert på historiske avkastningstall. I studien konkluderer Fama og French med at kun tre prosent av de aktive fondene over tid har en bedre netto avkastning enn indeksen. Av de nevnte tre prosentene befant det seg i tillegg ofte mer flaks enn dyktighet relatert til avkastningen. Studien fremhever fordelene ved å velge brede indeksfond med lave kostnader, fremfor aktivt forvaltede fond. På sikt blir effekten av høye kostnader klart merkbar, og i enkelte tilfeller kan kostnadene spise opp mye av meravkastningen som oppnås. En generell oversikt over ulike kostnader knyttet til fondstypene oppsummeres i tabellen under.

<u>Fondstype</u>	<u>Tegningsgebyr</u>	<u>Forvaltingsgebyr</u>	<u>Innløsningsgebyr</u>
Aksjefond	0 – 5,75 %	0 – 5 %	0 – 3 %
Kombinasjonsfond	0 – 5,25 %	0,3 – 3 %	0 – 1 %
Obligasjonsfond	0 – 5 %	0,3 – 3 %	0 – 1 %
Pengemarkedsfond	0 %	0,1 – 0,8 %	0 %

Tabell 3.1 Oversikt over kostnader tilknyttet fond (Finansportalen, 2012)

Oversikten viser hvor store variasjoner det er i fondskostnader. Et forvaltningsgebyr vil for eksempel variere helt ned fra null til opp mot fem prosent av innskuddene. På lengre sikt vil kostnadsforskjellene bli merkbare.

Avkastningen knyttet til rentefond vil i stor grad påvirkes av hvilke rentepapirer det plasseres i, og hvordan utviklingen i realrentene arter seg. Pengemarkedsfond har historisk gitt en lavere avkastning enn for eksempel obligasjonsfond. Obligasjonsmarkedet i Norge betegnes som lite, og det er derfor mer hensiktsmessig å se på amerikanske obligasjoner når en skal vurdere den historiske avkastningen. Historisk har amerikanske 10-årige statsobligasjoner vært fullt på høyde med aksjer. Det er likevel viktig å se på avkastningen i sammenheng med pengepolitikken i det aktuelle tidsrom. I 1960- til 1970-årene var det stor volatilitet og høy inflasjon i lys av pengemengdestyringen. Pengemengdestyringen bidro til høye risikopremier og betydelige realrenteinntekter. En mer transparent pengepolitikk, slik innført i dag, vil da jevne ut svingninger og på sikt bidra til en mer forutsigbar utvikling i rentene.

NBIM (2012) viser i sin rapport at realavkastning på obligasjoner som et vektet globalt gjennomsnitt, årlig har ligget på fire prosent i perioden 1900 - 2004. Norges Bank og Finansdepartementet vurderer en portefølje bestående av statsobligasjoner med fem års durasjon, til å gi gjennomsnittlig 2,5 prosent avkastning per år (Finansdepartementet, 2011).

3.4.2 Risiko ved sparing i aksjer og fond

Når det gjelder risiko knyttet til aksjer så deles den inn i tidligere nevnte systematisk og usystematisk risiko. Enkeltaksjer er av plasseringsformer vi har vært inne på, det som inneholder størst risiko, med aksjefond følgende etter. Det er også en klar forskjell på langsiktig og kortsiktig risiko. For som vi presenterte i figur 3.4, kan en syklus i aksjemarkedet være lang. Skulle man være så uheldig å kjøpe en aksje rett før en nedgangsperiode, vil avkastningen bli negativ med en tilsynelatende kort investeringshorisonten.

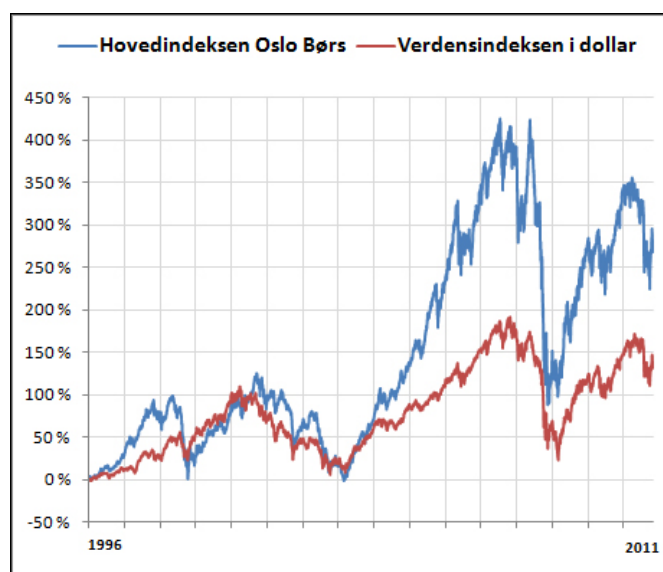
Aksjefond og kombinasjonsfond med overvekt av aksjer, er fondstypene som bærer høyest risiko. Hvilke bransjer og markeder det opereres i, er av betydning når det kommer til risiko. Et aksjefond er generelt utsatt for markeds-, bransje- og forvaltningsrisiko. Om man i tillegg plasserer midlene i utenlandske selskaper, er man også utsatt for valutarisiko. Vedrørende

kombinasjonsfond vil det samtidig foreligge risiko knyttet opp til pengemarkeds- og obligasjonsfond.

Ved investering i pengemarked og obligasjonsfond er risikoen knyttet spesielt opp mot renter. Med en renteøkning (nedgang) vil verdien av papirene falle (øke). Feilaktige renteforventninger kan derfor slå både positivt og negativt ut. Det foreligger også kredittrisiko knyttet til pengemarkeds- og obligasjonsfond i forhold til mislighold av utsteder. Papirer utstedt av private bedrifter kan eksempelvis inneholde en større kredittrisiko enn statspapirer. I tillegg foreligger det likviditets-, forvaltnings- og valutarisiko. Obligasjoner vil i større grad være eksponert mot de ovennevnte risikotyper enn pengemarkedsrenter, fordi de strekker seg over en lengre periode.

Credit Suisse (2011) har anslått standardavviket i det norske markedet for perioden 1900 – 2010 til å være 27,4 prosent for aksjer. Obligasjons- og pengemarkedsrenter har hatt et standardavvik på henholdsvis 12,2 og 7,2 prosent.

Ser vi Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX) opp mot verdensindeksen i dollar, viser grafen at OSEBX har gitt en høyere avkastning enn verdensindeksen de siste 15 årene. Som vi imidlertid også ser, har svingningene vært langt større. OSEBX falt eksempelvis langt kraftigere enn verdensindeksen under finanskrisen i 2008. Store svingninger på OSEBX impliserer høyere risiko for investeringer i det norske markedet sammenlignet med globale markeder.



Figur 3.6 OSEBX mot Verdensindeksen
(Dine Penner, 2011)

3.4.3 Likviditet ved sparing i aksjer

En direkte investering i børsnoterte aksjer er per i dag en likvid plassering. Annenhåndsmarkedet⁹ gjør mulighetene for kjøp og salg av aksjer store. Internett bidrar også til å gjøre handelsprosessen enkel og rask. Kjøp/salg kan forekomme på minutter og sekunder, selv for betydelige mengder kapital.

Pengemarked- og obligasjonsfond oppleves å ha noe lavere likviditet enn aksjeplasseringer, men det vil avhenge av hvilke typer papirer det investeres i. Norske statsobligasjoner regnes for eksempel som de mest likvide i omløp. Obligasjoner i private bedrifter, ofte små i størrelsen, er eksempel på obligasjoner som er mindre likvide. Utstederne av slike vil oppleve en høyere lånekostnad som følge av at investorer krever en høyere likviditetspremie.

3.4.4 Krav til oppfølging ved sparing i aksjer

Det vil for mange være et generelt fokus rundt det å velge fond som passer til ens spareprofil. På bakgrunn av det vil det være formålstjenlig å sette seg inn i bransjer og bedrifter, og i tillegg kunne forstå enkelte økonomiske terminologier, for å få bedre utbytte av informasjonen som foreligger. I renteinstrumenter bør en også tilegne seg en generell kunnskap omkring faktorene som påvirker investeringen.

Generelt har fond den fordel at man slipper å innhente like mye informasjon og kunnskap som ved konstruksjoner av egne porteføljer. Fondene styres i sin helhet av en forvalter, og avgjørelser omkring plasseringer tar forvalteren seg av. Det kan likevel være hensiktsmessig å sette seg inn i de ulike fondene som tilbys, og videre velge det som passer ens profil. Man bør også ta kostnadene ved fondet i betraktning, da enkelte aktive fond har dyre tilknyttede kostnader.

3.5 Historiske sammenligninger av spareformene

Som vi har vist i forhenstående redegjørelser så har aksjer gitt en historisk meravkastning i forhold til andre spareformer. VFF (2011) sammenlignet forskjellige geografisk tilknyttede

⁹ Annenhåndsmarkedet fungerer på den måten at det kjøpes og selges verdipapirer i et finansmarked hvor det har blitt utstedt en emisjon. En kapitaltilbyder kan dermed ta del i en eventuell verdiøkning for et selskap.

aksjefond opp mot banksparing. Tabellen under illustrerer rullerende snittavkastning for de ulike alternativene før skatt i perioden 1989 – 2009:

Bankinnskudd	4,65 %
Gjennomsnittlig globalt aksjefond	3,19 %
Gjennomsnittlig norsk aksjefond	4,94 %
Gjennomsnittlig europeisk aksjefond	5,73 %
Gjennomsnittlig nordisk aksjefond	7,26 %

Figur 3.7 Bankrenter mot globale aksjefond 1989 – 2009 (VFF, 2011)

Beregningen viser at aksjefond i stor grad har slått bankinnskudd. For øvrig er det viktig å påpeke at beregningene ikke tar hensyn til skattekreditten. Gevinst av aksjer beskattes ikke før realisasjon. Effekten av det vil dermed gjøre utslag i en høyere avkastning for aksjer enn bankinnskudd på grunn av en rentes renteffekt.

Dine Penger (2012) gjorde også nylig en sammenligning av banksparing opp mot aksjer. Beregningene ble fremstilt gjennom en hypotetisk plassering av barnetrygden i bank kontra aksjer på 1 000 kr månedlig i 18 år (1994 - 2012). Sluttsummen for bankinnskudd og aksjer (målt ved MSCI World Index) ble henholdsvis 296 054 kr og 300 320 kr. Ut fra sluttresultatet kan det argumenteres for at aksjesparingen ikke gav betydelig nok kompensasjon for den risiko investor hadde påtatt seg. I andre enden kan en peke på at perioden som ble valgt for beregningen var svært volatil, spesielt globalt. I artikkelen antyder Thore Johnsen at dersom aksjesparingen hadde blitt sett opp mot OSEBX, ville sluttsummen blitt annerledes i favør aksjer. Beregningen gir ut fra sistnevnte argument et noe feilaktig bilde, men bevisstgjør samtidig betydningen av valgt periode og benchmark når totalavkastninger presenteres

Historisk sett har aksjer også slått statsrenter. Figuren nedenfor viser hvor ofte aksjer har slått globale og nasjonale statsrenter i perioden 1900 – 2011.

Globalt *)		Norge**)	
Rullerende 5 årsperioder	75 %	Rullerende 5 årsperioder	67 %
Rullerende 10 årsperioder	82 %	Rullerende 10 årsperioder	77 %
Rullerende 15 årsperioder	92 %	Rullerende 15 årsperioder	82 %

Figur 3.8 Hvor ofte aksje har slått statsrenter (Creditt Suisse, 2011)

Figuren til venstre viser hvor ofte aksjer har slått statsrenter ved måling av globale aksjer mot globale statsrenter, mens til høyre vises det norske aksjemarkedet målt mot norske statsrenter. Vi ser også at aksjer har slått globale statsrenter i større grad enn norske.

Fremtidig mål

Den høye meravkastningen aksjer historisk har gitt, er i finansteorien blant annet omtalt som *the equity premium puzzle*. Begrepet er en betegnelse på hvordan empiriske modeller og teorier ikke gir en god nok forklaring på hvorfor aksjer har gitt en såpass høy avkastning i forhold til obligasjoner. Risikoen ved å holde obligasjoner har dessuten vært tilnærmet lik risikoen ved å holde aksjer, slik at meravkastningen heller ikke har kunnet forklares ut fra normal risikoaversjon. Forskere mener dermed at meravkastningen til aksjer i forhold til alternative plasseringer, har vært høyere enn hva investorene har kunnet forvente seg.

Et karakteristisk trekk ved alle finansmarkeder er usikkerheten rundt fremtidig prisutvikling. Et argument i så tilfelle er at meravkastningen er forankret i tilfeldigheter eller flaks. Skeptikere til en slik teori vil gjerne argumentere for at historikken også er et mål på fremtidig avkastning. Det store spørsmålet i den sammenheng er da om aksjer kan gi tilsvarende meravkastning i de kommende perioder. Pessimister vil gjerne påpeke knapphet på bærekraftige ressurser som olje, aldrende befolkning, store budsjettunderskudd etc. vil gi utslag i lavere meravkastning. Optimistene vil på den andre siden argumentere for vekstpotensialet innenfor u-land, og nye oppfinnelser innen teknologi etc.

Ifølge Dimson et al. (2006) har Norge i snitt hatt en markedsrisikopremie i perioden 1900 – 2005 på 5,7 prosent (aritmetisk). I en panelundersøkelse med et representativt utvalg bestående av økonomer i ulike lederstillinger, har PWC (2012) spurt respondentene hva de mener fremtidig forventet risikopremie i det norske markedet bør være. Vektet gjennomsnitt av svarene gav en markedspremie på 5,3 prosent. Skal vi tolke svarene fra denne undersøkelsen er det grunn til å tro på vedvarende risikopremiemysterium. Norges Bank (2011) mener på den andre siden at risikopremien det siste halve århundret er redusert. I argumentasjonen henviser de til hvordan finansielle markeder er blitt mer transparente. Som følge av det er det blitt billigere med informasjonsinnhenting. Videre viser de til at lave transaksjonskostnader samt nye oppfinnelser i finansmarkedet bedrer mulighetene for diversifisering. Med bakgrunn i slike forbedringer regner Norges Bank det som mer sannsynlig at investorer vil kreve en lavere risikopremie.

Diskusjonene omkring risikopremiemysteriet er svært utbredt, og formålet med introduksjonen var kun å danne et fundament i forståelse av aksjers historiske avkastning. Det er avslutningsvis viktig å påpeke at det på ingen måte er opplagt at man kan forvente en tilsvarende risikopremie i fremtiden like høy som den historiske. Selv om det for lange tidsserier har vist seg at aksjer er overlegne i forhold til andre investeringsklasser, så er avkastningen svært volatil, selv i mellomlange og til dels lange perioder. Investeringer bør sees i kjølevannet av perioden man er inne i, da avkastningen på kort sikt er svært konjunkturavhengig. På lengre sikt er avkastningen mer stabil og avhengig av strukturelle forhold.

4. Husholdningers beslutningsrammeverk

Normative beslutningsteorier har i nyere tid blitt utfordret av mer deskriptive studier som beskriver hvordan individer ikke alltid handler i tråd med klassiske rammeverk. Mens normative teorier forutsetter investorer med full informasjon og rasjonalitet i sine beslutninger, forsøker adferdsfinans å beskrive hvordan individer faktisk tar sine valg. Både de klassiske og nyere modellene er viktige for å beskrive individer, spesielt med tanke på hvordan husholdninger forholder seg til finansmarkedet.

4.1 Normative teorier

Nytteteori og risikoholdninger

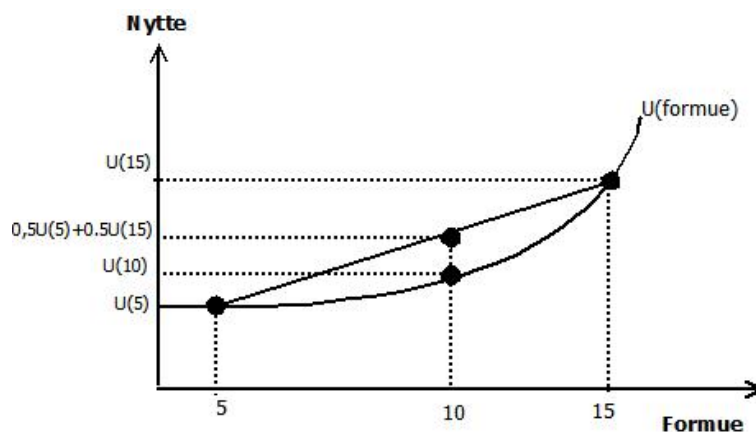
Den normative teorien ble utviklet i sin tid av Neumann og Morgenstern (1947). Grunntanken var å se hvordan en investor kunne allokere sine plasseringer gjennom ulike porteføljer som optimaliserte nytten, tatt risikoholdninger i betraktning. Neumann og Morgenstern konstruerte en modell som viste hvordan mennesker handler rasjonelt ut fra ett sett med aksiomer. Savage (1954) videreutviklet senere modellen til en subjektiv forventet nytteteori.

En nyttekurve uttrykker en investors bytteforhold mellom to alternativer. Eksempelvis ved beskrivelse av aksjer innebærer alternativene et positivt gode (avkastning) og et negativt gode (risiko). Hvilken nytteverdi en person tillegger en monetær enhet avhenger av individets nyttefunksjon. Nyttekurven bestemmes utfra de kombinasjoner av risiko og avkastning som tilsvarer samme nyttenivå for en investor (USCB Economics, u.d.). Ved å tilpasse seg på en høyere kurve, impliserer det høyere nytte for investoren.

På individnivå er det som vi kort nevnte under avsnittet om risiko i kapittel 3, vanlig å benytte terminologier som risikoavers, risikonøytral og risikosøkende. Risikoprofilen er subjektiv og avdekkes ut fra tilpasningen på nyttekurven. Med eksempel i et valg mellom to alternativer med lik forventet avkastning, vil en risikoavers person velge alternativet med lavest risiko og en risikosøkende det mest risikofylte alternativet. Den risikonøytrale ser kun på forventet verdi, og er indifferent overfor risiko.

De nevnte risikoprofilene kan illustreres gjennom følgende talleksempel;

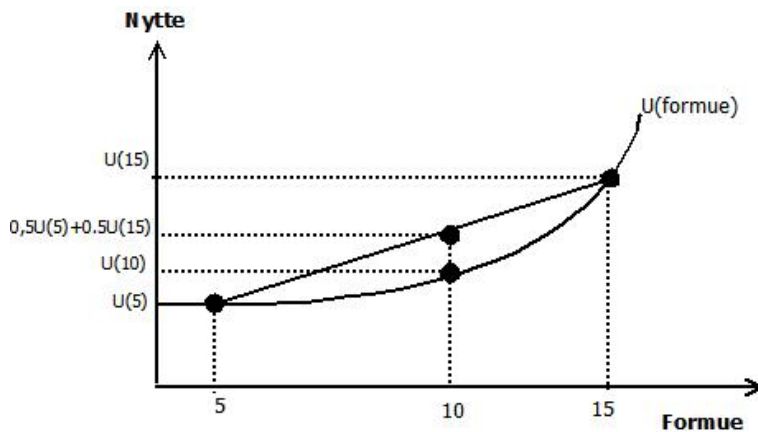
La oss si at et individ har kr 10 i formue og vurderer å satse det i et lotteri der det er 50 prosent sjanse for å få tilbake 5 av dem og 50 prosent sjanse å få tilbake 15. Matematisk uttrykkes den forventede verdi på 10 som $0,5U(15) + 0,5U(5)$. Figur 4.1 fremstiller tilfellet hvor investoren er risikoavers. Nyten av den forventede verdi sees i punktet $U(10)$. Merk at forventet nytte av verdien ($0,5U(5) + 0,5U(15)$) er *mindre* enn nyten av forventet verdi ($U(10)$). Tilfellet impliserer hvordan en risikoavers aktør foretrekker en forventet verdi av formuen fremfor det å spille lotteri for pengene (ibid).



Figur 4.1 Sammenhengen mellom nytte og formue for en risikoavers investor (UCSB Economics, u.d)

Man kan også forklare risikoaversjonen ved at investoren kun vil påta seg risiko dersom det gis en risikopremie. Det betyr at han ikke vil delta i et spill hvor det usikre alternativ har lik forventet nytte som det sikre alternativ. Den risikoaverse har en konkav nyttefunksjon, dvs. nyttekurven avtar etterhvert som formuen øker (ibid).

Dersom investoren på den andre siden er risikosøkende, vil nyttefunksjonen være konveks (figur 4.1) Investoren har da en stigende marginal nytte. Man kan se på det som at risikosøkende individer er villige til å betale en premie for å være med i et spill. Desto høyere forventet avkastning er, desto mer er de villige til å betale. Forventet nytte av verdien ($0,5U(5) + 0,5U(15)$) for en risikosøker er *større* enn nyten av forventet verdi ($U(10)$).



Figur 4.2 Sammenhengen mellom nytte og formue for en risikosøkende investor (USCB Economics, u.d).

Helningen på nyttekurven gjenspeiler sådan holdningen til risiko. Desto mer konkav kurven er, desto mer risikoavers er investoren, og vice versa for en risikosøker (ibid). Den risikonøytrale vil være indifferent mellom spillet og det å få det forventede beløpet med sikkerhet. En av de mest kjente kritikkene mot den klassiske nytteteorien kom fra Tversky og Kahneman (1979). De fant ved empiriske tester at investorer ikke handlet rasjonelt i taps- og gevinstsituasjoner. Undersøkelsene avdekket investorer som mer risikosøkende i tapssituasjoner enn i gevinstsituasjoner. Funnene vil nærmere bli forklart under delkapittelet om adferdsfinans.

Den effisiente markedshypotese (EMH)

Store deler av de normative beslutningsteoriene er basert på hypotesen om det effisiente markedet (EMH). Teorien omkring EMH ble presentert allerede tidlig på 1900-tallet av den franske matematikeren Bachelier. Teorien slik vi kjenner den i dag ble utviklet og publisert av Fama (1970). Hypotesen sier i all sin enkelhet at alle aktivapriser, med et optimalt estimat, reflekterer den tilgjengelige informasjonen som eksisterer (Crosby, 2001). Ved å legge til grunn perfekt konkurranse i markedet, vil prisene på et finansobjekt umiddelbart bringes tilbake til sin fundamentale verdi, representert ved alle fremtidige verdier finansobjektet kan frembringe på daværende tidspunkt. Fama delte markedseffisiens opp i tre nivåer:

- *Svak form* innebærer at markedsprisen reflekterer fullt ut historiske kurser og data.
- *Halvsterk form* reflekterer prisen både via historisk og allmenn tilgjengelig informasjon (f.eks. regnskapstall).
- *Sterk form* gjenspeiler i tillegg til de overnevnte faktorer, også innsideinformasjon.

Det finnes en rekke diskusjoner og studier hvorvidt markedet er effisient eller ikke. Diskusjonene er spesielt rettet mot passiv og aktiv forvaltning. De som mener at markedet er effisient, vil også være skeptisk til aktiv forvaltning, ettersom prisen reflekterer sin «sanne» verdi, og det da ikke vil være mulig å slå markedet. Vi viste i kapittel 3 til en undersøkelse gjort av Fama og French hvor aktive og passive fond ble sett opp mot hverandre. En lignende studie ble også utført av Sørensen (2009). Tilsvarende finner han ingen bevis for at aktivt forvaltede norske aksjefond gir signifikant positiv meravkastning i forhold til markedsindeksen, når man justerer for systematisk risiko.

Finansdepartementet (2010) omtaler det teoretiske fundamentet omkring markedseffisiens slik; «*en stor aktiv markeds plass for noterte verdipapirer som er kjennetegnet ved hard konkurranse investorene imellom, vil føre til at det ikke vil være noen ekstra avkastning utover normal kompensasjon for markedsrisiko...*». Et slikt syn impliserer en halvsterk form for effisiens, hvor de fleste sitter på samme informasjon. Det vil da det være vanskelig å oppnå høyere avkastning enn andre aktører i markedet.

4.2 Adferdsfinans

Empiriske undersøkelser omkring økonomisk adferd viser at privatpersoner ofte bryter med de klassiske nyttemaksimerende teoriene. Store utfordringer som husholdninger står overfor i økonomisk forstand er gjerne knyttet til forutsetninger om risikoholdninger, informasjonsbehandling og full rasjonalitet. Den irrasjonelle tilveksten blant investorer har blitt forsøkt forklart av en rekke aktører, og er en av grunnene til at teori om adferdsfinans har vokst fram. For eksempel viser studier at investorer ofte velger aksjefond med best *kortsiktig* avkastning (Nyhus, 2012). Andre studier peker på hvordan privatpersoner er flinke til å investere i de «beste» fondene, samtidig som de er dårlige til å selge seg ut av mindre gode fond. Adferdsfinans beskriver hvordan psykologi påvirker et marked, samtidig som det kan være en forklaring på hvorfor og hvordan markedet kan være ineffisient (Hens og Bachmann, 2008).

Kognitiv psykologi

Nyhus (2006) beskriver kognitiv psykologi som «*hvordan individer innhenter, bearbeider og anvender informasjon*». Ved å bruke kognitiv psykologi til å beskrive adferd, rettes fokuset mer mot hvordan individet *faktisk* tar beslutninger, i motsetning til hvordan de *burde* ta beslutninger. Husholdninger som sparer i finansmarkeder har ofte lite

informasjonskapasitet. Innen kognitiv psykologi beskrives individers beslutningsstrategi ut fra heuristikker, dvs. tommelfingerregler som enten er være genetisk betinget eller innlært (ibid). Ved bruk av slike regler kan individer ofte ta beslutninger omkring forhold som ikke garanterer riktig resultat, men som likevel fungerer subjektivt sett. Bruk av heuristikker kan være hjelpelig i vanskelige valgsituasjoner, men gir også utslag gi skjevheter i form av suboptimale beslutninger.

I økonomisk teori er fokuset ofte rettet mot individers ønske om å optimere sine valg. Simon (1955) viste imidlertid til hvordan individer ikke alltid ønsker å optimere valg, men heller *satisfiere* (ibid). Eksempel på satisfaksjon i dagliglivet er bytte av bank eller forsikringer. Norske bankkunder er i stor grad motvillig til bytte av bank, selv fra dyrere til billigere banker. Denne motviljen begrunnes i at når man først har tatt et valg, så slår man seg til ro med det. Kognitiv psykologi danner grunnpilaren i forskningen om adferdsfinans, og de fleste adferdsteoriene har sin forankring i denne.

Prospektteorien

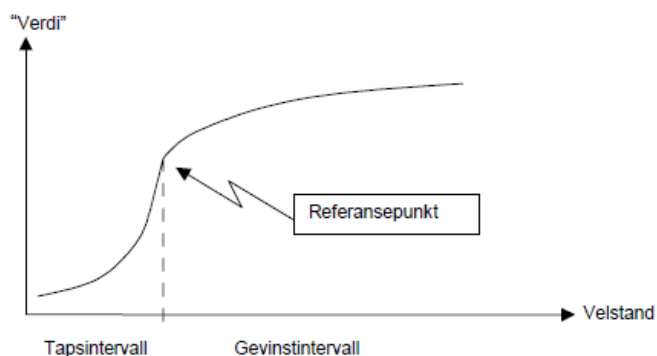
Av en rekke utviklede modeller og hypoteser med ulike forklaringer av irrasjonell adferd, er det prospektteorien som står sterkest. Teorien ble på bakgrunn av observasjoner og eksperimenter utviklet av Kahneman og Tversky (1979). Teorien er primært en kritikk mot den tradisjonelle nytteteorien, og splittes i en *verdifunksjon* og en *beslutningsvekstfunksjon*. Prospektteorien har likhetstrekk med nytteteorien i form av nyttekurver og hvordan individer maksimerer en vektet sum av nytte. Forskjellen ligger ved vektene i prospektteorien som ikke er sannsynligheter med benevnelsen «nytte», men i stedet sannsynligheter som fremstilles som en verdifunksjon (Phung, 2007). Skillet mellom den vanlige nyttefunksjonen og verdifunksjonen sees også ved at verdifunksjonen har et referansepunkt. Referansepunktet impliserer subjektets oppfatninger og er en slags uforandret tilstand. Punktet definerer et taps- og gevinstintervall relativt til den uforandrete tilstanden.

Kahneman og Tversky gjennomførte tester der individene ble stilt overfor scenarioer med tap i stedet for gevinst. I testene fikk respondentene velge mellom to mulige scenarioer, hvor det ene alternativet var sikkert tap, mens det andre hadde en sannsynlighet for enten å gå fri eller tape ett større beløp. Følgende spørsmål illustrerer hvordan testene ble gjennomført:

- A. Du skal betale kr 7 500 i avgift
- B. Du har 75 prosent sjanse for å måtte betale kr 10 000 i avgift og 25 prosent sjanse for å slippe unna gratis.

Resultatene viste klare tendenser til at individer var villige til å ta risiko og følgelig velge det usikre alternativ (Nyhus, 2006). Tendensene skyldes at individer misliker tap, selv om sannsynligheten for å måtte betale mer enn de sikre 7 500 kr, er tilstede. Individene er følgelig villige til å ta større risiko for å unngå å havne i tapssituasjoner. Funnene til Kahneman og Tversky ble kalt *loss aversion*, hvor de konkluderte med at misnøyen av tap er tilnærmet dobbel så stor som gleden av gevinst.

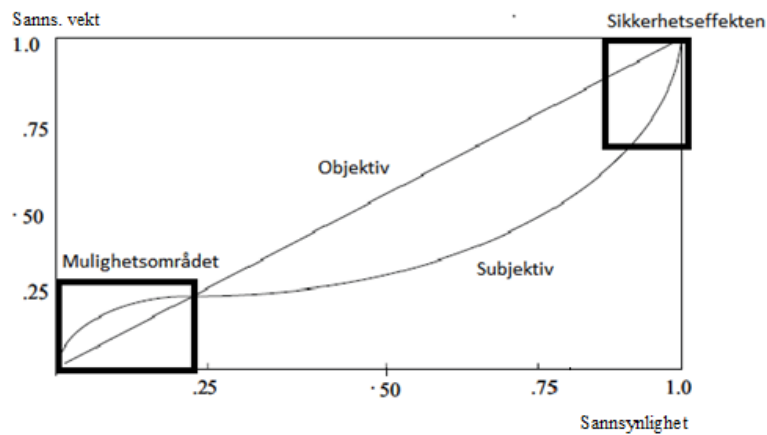
Loss aversion danner grunnlaget for verdifunksjonens s-form, illustrert ved en konkav form i gevinstintervallet og konveks form i tapsintervallet (Mattos et al., 2007). Funksjonen impliserer hvordan tap vektlegges sterkere enn gevinst hos individet. Videre er helningen på kurven betydelig avtagende etter et visst nivå, hvilket indikerer en form for likegyldighet når



Figur 4.3 Verdifunksjonen (Kirkebøen, 2007)

tapet blir stort nok (Hens og Bachmann, 2008). Tap vil slik sett medføre større risikovillighet og følgelig få en investor til å ta irrasjonelle beslutninger. Et annet fenomen verdifunksjonen forklarer, er individers beslutninger omkring salg av fondsandeler. Husholdninger tenderer generelt til å realisere andeler i dårlige fond for sent, mens gevinster ofte realiseres for fort (ibid). På bakgrunn av det velger man å sitte på tapsaksjer i håp at de stiger til opprinnelig verdi. Likeså er ønsket heller ikke å gå glipp av en eventuell gevinst.

En annen empirisk observasjon gjort av Kahneman og Tversky (1979) var systematiske skjevheter i individers subjektive oppfatning av objektiv usikkerhet. Beslutningsvekstfunksjonen ble utviklet fra de empiriske observasjonene og illustreres ved at individer som beveger seg fra noe som er litt usikkert til helt sikkert, vil tillegge mer vekt på subjektiv verdi, selv om det i objektiv forstand er små endringer, jf. sikkerhetseffekten i figur 4.4 (Kirkebøen, 2007).



Figur 4.4 Beslutningsvektsfunksjonen (Kirkebøen, 2007)

Mens den lineære kurven i figuren illustrerer objektiv sannsynlighet, reflekteres observasjonene til Kahneman og Tversky i den inverse s-formede kurven. Med utgangspunkt i kurven ser man individers tendenser til fordreie den korrekte sannsynlighetskurven nær endepunkter av en sannsynlighetsskala. Det kan resultere i beslutninger som ikke nødvendigvis er rasjonelle utfra tradisjonell teori. Funnene til Kahneman og Tversky relateres også til individers *sensitivitet* til endringer i sannsynligheter nær et referansepunkt, for eksempel endepunktene på en sannsynlighetsskala (Mattos et al., 2007). Figuren impliserer at lave sannsynligheter er overvektet, mens høye sannsynligheter er undervektet. Det gjør usikre (sikre) hendelser mer (mindre) attraktive.

Gjennom *mulighetseffekten* kan beslutningsvekstfunksjonen også forklare hvorfor folk deltar i lotterispill. Vanlige husholdninger tenderer til å overvurdere små sannsynligheter som for eksempel lottotrekningen hver lørdag. Noe av grunnen til overvurderingen kan være individers vanskeligheter med å forholde seg til lave sannsynligheter. Lave sannsynligheter vektlegges dermed sterkere, relativt til tilfeller med høy sannsynlighet (Kirkebøen, 2007).

Den inverse s-formede beslutningsvekstfunksjonen kombinert med den s-formede verdifunksjonen viser tendensene til risikoholdninger fra en rekke empiriske studier. Tendensene innebærer risikoaversjon (risikosøking) når sannsynligheten for gevinst er stor (lav) og sannsynligheten for tap er lav (stor) (Mattos et al., 2007).

Prosesseringsfeil

Overoptimisme og overdreven tro på egne ferdigheter er eksempler på prosesseringsfeil hos individer. Forskning viser tendenser til at småsparere har en overdreven tro på egne ferdigheter når det kommer til investeringsbeslutninger. De Bondt (1998) fant i en

undersøkelse at småinvestorer i snitt overvurderte kursutviklingen på aksjene de hadde investert i. Tversky og Heath (1991) hadde et lignende forsøk hvor de ba respondentene velge mellom to oppgaver, for å avdekke overoptimisme og tro på egne ferdigheter. Oppgaven var å komme med en prediksjon på hva aksjekursen skulle bli i morgen, enten ved å tippe aksjekursen eller predikere om aksjekursen ville gå opp eller ned i forhold til noteringene fra dagen før. Resultatene ga klare uttrykk for at de fleste predikerte uten å ta hensyn til noteringene fra dagen før. Det kunne ut fra det virke som om respondentene hadde en illusjon om å ha kontroll over fremtidige utfall. Ofte er det også slik at investoren vektlegger intuisjon og magesfølelse fremfor markedsinformasjon, hvilket kan være med å bidra til irrasjonelle beslutninger. Montier (2007) forklarte individers illusjon av kontroll med lotterideltagelse. Han fant ved tester ut at individer var villig til å betale mer i lotterier hvor de selv kunne velge tall, enn i lotterier hvor tallene ble tilfeldig trukket. Resultatene av de nevnte studier sammenfaller også med det en rekke psykologer har kommet fram til; individer overdriver i stor grad sin egen evne til å forutse markeder og framtidsutsikter (Nyhus, 2006).

Vurderingskjevheter

Teorier om vurderingskjevheter handler i første rekke om evnen investoren har til å tilegne seg informasjon. Det kan eksempelvis være lett å tillegge stor vekt på oppslag i finansaviser hvor en ekspert har uttalt seg om en aksje eller portefølje. Uttalelsene medfører at småsparere ofte kjøper de aksjene som er blitt omtalt, i håp om at prediksjonen slår til. En slik oppførsel kan også forklares gjennom mangel på kunnskap, i tillegg til at vanlige husholdninger ikke har kapasitet til å vurdere all tilgjengelige informasjon. Det er videre ofte slik at hvis et selskap har blitt hyppig nevnt i nyhetene, så vil investoren huske navnet og mest sannsynlig kjøpe aksjer i det omtalte selskap. Det gjelder spesielt om selskapet er blitt nevnt med suksess (Nyhus, 2006). I en undersøkelse av Shefring og Statmann (1997) ble selskaper som var omtalt i et magasin observert med hensyn på kursutviklingen etter omtalen. Resultatet viste at de hyppigst omtalte selskapene sjelden viste en positiv utvikling. Ettersom kursen allerede var høy for disse selskapene, var sannsynligheten større for nedgang. Slike observasjoner kan være med på å forklare problemene en husholdning har når de skal velge mellom et godt selskap og en god aksje.

En annen implikasjon av vurderingskjevheter er nyhetsoppslag om dårlige aksjemarkeder, slik vi har sett en rekke eksempler på i perioden 2008 til dags dato. Med et for stort fokus på

kortsiktige svingninger, for eksempel nyhetsoppdrag om investorer som har tjent mye penger på kort tid, vil den gjennomsnittlige avkastningen over en lengre tidsperiode kunne overses. Vurderingskjevheter beskriver også hvordan investorer har en tendens til å falle tilbake til tidligere investeringsområder som har gått bra. Med et positivt inntrykk av en bransje, råvare, tidligere handlede aksjer mv. kan det eksempelvis dempe objektiviteten i vurderingene til investoren.

Vi forsøker i våre undersøkelser blant annet å fange opp individers tanker rundt sannsynligheter i henhold til lotterier. Funnene til Kahneman og Tversky med supplement av andre heuristikker, vil danne deler av fundamentet i de videre analyser der vi ser hvordan individer endrer sine holdninger når sannsynligheten for lotterigevinst går fra liten til stor.

5. Risikoholdninger i en lotterispillers perspektiv

Som vi har vært inne på, viser eksempler at individer ofte tar beslutninger basert på tanker og egne valg som de selv ofte i etterkant kan innrømme er urasjonelle. Foruten om betraktninger rundt nordmenns spareadferd, omhandler deler av våre undersøkelser forhold rundt lotterideltagelse. Tanken er at deltagelsen skal være med å forklare enkelte faktorer innen adferdsfinans. Det vil i tillegg være interessant å se om adferd innen lotterideltagelse sammenfaller med adferd rundt sparing og risiko. I det påfølgende kapittel vil vi i korte trekk i lys av lotterideltagelse, se på ulike faktorer rundt individers spilleadferd for å identifisere risikoholdninger. En rekke økonomiske studier benytter spill til å forklare individers risikoholdninger. Vi ønsker blant annet i vår undersøkelse å se om respondentene endrer sin adferd når en loddtrekning går fra liten til stor sjanse for gevinst, og på den måten avdekke husholdningenes sannsynlighetsvekting og risikoholdninger.

I Norge har Norsk Tipping monopol på pengespill. Ikke overraskende topper de listen over selskaper i Norge innenfor bransjen sport, underholdning og spill. I 2011 hadde de spilleinntekter på 16,2 milliarder kroner - tolv milliarder mer enn nestemann på listen (Norsk Rikstoto med 3,8 milliarder kroner). Både Viking Lotto, Joker og Flax var lotterispill som satte omsetningsrekord i løpet av 2011. De totale spillinntektene på 16,2 milliarder kroner var også ny årlig omsetningsrekord for Norsk Tipping.

Sannsynlighetene for store gevinster ved lotterispill i Norge er små, men sannsynlighetene avhenger av type spill. Selv med svært små sannsynligheter, er deltagelsen blant nordmenn stor. Nedenfor vises en tabell med oversikt over sannsynligheter for å vinne førstepremien i ulike lotterispill sett i tilknytning til rekkepriser, antall aktive spillere og bruttoomsetning.

<u>Spill</u>	<u>Sannsynlighet for førstepremie</u>	<u>Rekkepris i NOK</u>	<u>Aktive spillere</u>	<u>Bruttoomsetning i NOK 2011</u>
Lotto	1: 5 379 616	4,- pr rekke	1 743 000	3 627 mill
Viking Lotto	1:12 271 512	5,- pr rekke	1 482 000	2 157 mill
Joker	1:500 000	20,- pr lodd	1 353 000	903 mill
Extra	1: 41 135	30,- pr brett	801 000	908 mill
Keno	1: 2 147 181	Fra 5 til 100,- pr rekke	194 000	349 mill

Tabell 5.1 Sannsynligheter, rekkepris, aktive spillere og bruttoomsetning for norske lotterispill (Norsk Tipping, 2012)

Vi ser at Lotto er den mest populære formen for spill hos Norsk Tipping, både med tanke på bruttoomsetning og aktive spillere. For en lottospiller med en innsats på 1 krone vil det forventes å få igjen 50 øre¹⁰. Ut fra det kan man stille spørsmål hvorfor 1,7 millioner nordmenn aktivt spiller Lotto, når sannsynligheten for gevinst er så liten.

Årsaker til spill

Ca. 80 prosent av befolkningen deltar i en eller annen form for pengespill ifølge Norsk Tipping. Det som finnes av forskning rundt pengespill er mest rettet mot spilleavhengighet, men forskningen kan likevel hjelpe oss til å danne et bilde av hvem som deltar i markedet. Synovate (2010) foretok en undersøkelse omkring spillehyppighet og spilleproblemer i den norske befolkningen. De har også hatt ansvaret for tidligere års undersøkelser innenfor dette feltet, hvilket gjør anslagene sammenlignbare over tid.

Ser vi på den demografiske forskjellen, finnes det et mønster som går igjen i undersøkelsene til Synovate. Lotto er den klart mest populære spilleformen, med en bruttoomsetning på 26 prosent av den samlede omsetningen. Den typiske lottospilleren er over 50 år, og spiller

¹⁰ Sannsynlighetene i de andre spillene beregnes slik: *Joker*: Førstepremien trekkes slik at en spiller vinner hver omgang. Trekningsgrunnlaget er alle deltakelser, slik at hvis en spiller har fem lodd, har spilleren fem muligheter til å bli trukket ut. 500 000 er gjennomsnittsdeltagere en lørdag. Ved *Extra* trekkes det fast 47 tall hvor sannsynligheten er basert på å få fullt brett. Førstepremien i *Keno* kan oppnås dersom man har 10 rette på Keno-nivå 10. Dette gir en odds på 200.000, noe som gir en premie på hele 20 millioner dersom man har en rekkepris på kr 100 (Norsk Tipping, 2012).

adskillig mer enn de under 50 år. De med lavest utdannelse trekker også opp snittet blant dem som spiller Lotto, og menn er de hyppigste spillerne.

I det lange løp vil man som regel tape penger ved deltagelse i lotterispill. Det kan ut fra det stilles spørsmål ved det store omfanget av deltagelse i de forskjellige lotterispillene. En intuitiv årsak til deltagelse i lotterispill er den grunnleggende drømmen om å bli rik. I de fleste tilfeller kreves høy arbeidsinnsats for å lykkes med det. Ved deltagelse i et lotteri kan man likevel være så heldig å vinne førstepremien og realisere drømmene ved minimal arbeidsinnsats. Ved å delta i et spill med store gevinster, får individer en mulighet til å dagdrømme om bedre økonomiske tider. Sjansen for å vinne milliongevinsten er tross alt til stede hos alle som spiller – selv om den er svært liten. Den store gevinsten kan tenkes å være grunnpilar til deltagelse.

Lotterispill er for mange en tradisjon, både ved deltagelse og ved innlevering av lik rekke. Den rekken som er benyttet i alle år, er en rekke spillere fast bestemt på ikke å unnlate å spille. Det kan komme av frykten for at rekken blir trukket den ene gangen man ikke spiller, eller at rekken oppfattes som lykketall som før eller siden vil komme. En annen årsak til deltagelse er spennings- og underholdningsverdien. En lottokupong koster heller ikke mer enn at de fleste tar seg råd til det. Følgene av det tapet man mest sannsynlig opplever, er for de aller fleste ikke store. Selv om deltagerne vet at sjansene for å oppnå førstepremien er liten, lever folk i håpet så lenge det varer. En ukentlig innsats på 40 kr er lite nok til at deltagere ikke tar tapet inn over seg.

Nytten til en lotterideltaker

Garret og Sobel (1999) utførte en studie hvor de med bakgrunn i empiri så på årsaker til individers deltagelse i lotterispill.

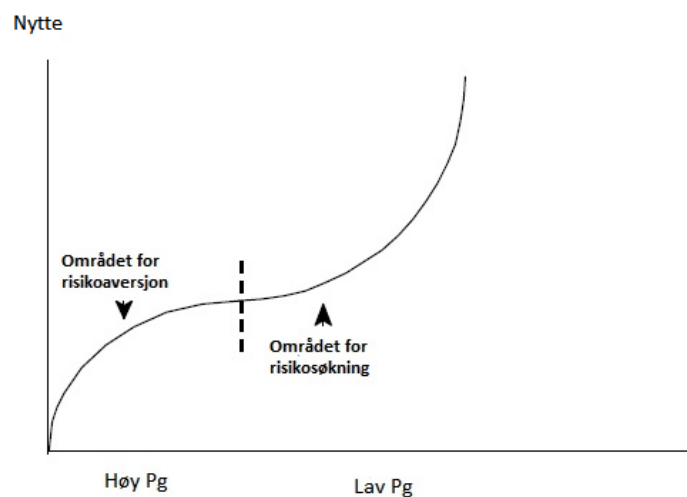
Ved å se på adferden til amerikanske lotterispillere forsøkte Garret og Sobel å forklare hvorfor risikoaverse individer ble tiltrukket av lotterier. Lotterier har en premiestruktur som tilsier høy sannsynlighet for å stå igjen med ingenting, og lav sannsynlighet for å vinne førstepremien, hvilket var noe av bakgrunnen til deres studie¹¹. For å avdekke individers nytte ved lotterier ble følgende modell benyttet:

¹¹ Garret og Sobel bygget sine undersøkelser på en studie av Golec og Tamarkin (1999), hvor hestespillere stod i fokus.

$$\frac{P_{Gi}}{P_{gi}} = \hat{a}_0 + \hat{a}_1 \cdot X_{gi} + \hat{a}_2 \cdot X_{gi}^2 + \hat{a}_3 \cdot X_{gi}^3$$

Koeffisienten \hat{a}_1 beskriver spillerens preferanse for avkastning og vil for de fleste være positiv, da ingen ønsker å tape. \hat{a}_2 gjenspeiler risikoholdningen, med et referansepunkt på 0, mens spillerens preferanse for skjevhet er målt ved \hat{a}_3 , der en positiv (negativ) koeffisient vil indikere at skjevhet favoriseres (mislikes). Eksempelvis kan en forvente at lotterispillere vil ha $\hat{a}_1 > 0$, $\hat{a}_2 < 0$ og $\hat{a}_3 > 0$. Utfra den antatte forventningen tilsier det en spiller som er risikoavers, men likevel velger å spille lotteri på grunn av et ønske om høy avkastning. I stedet for å være risikosøkende har altså spilleren en positiv preferanse for skjevheter i premiefordelingen, hvilket kan være med på å forklare hvorfor en risikoavers aktør spiller lotterier.

Ved empirisk testing av modellen kategoriserte Garret og Sobel premiene i to deler (over/under 10 000 USD) for enklere å se på forskjeller i risikoholdninger og skjevheter ved ulike førstepremier. Resultatet viste at koeffisientene \hat{a}_1 og \hat{a}_2 var signifikant større enn 0, mens \hat{a}_3 var signifikant mindre enn 0. Resultatet illustreres i figuren nedenfor:



Figur 5.1 Nyten til en lotterispiller (Garret og Sobel, 1999)

Ved en høy sannsynlighet for gevinst der skjevheten i premiefordelingen er liten, var individene risikoavers. Når sannsynligheten for gevinst imidlertid var liten og skjevheten i premiefordelingen samtidig stor, gikk individet over fra å være risikoavers til risikosøkende. De empiriske studiene, både med og uten kategorisering av premiene, konkluderer med at lotterispillere er risikoaverse, men foretrekker skjevheter i premiefordelingen.

I kapittel 4 ble tradisjonell og nyere nytteteori gjennomgått. Begge formene gir mulige forklaringer på hvorfor lotterier er attraktive. Friedman og Savage (1948) fant at risikoaverse individer kunne hengi seg til å delta i usikre lotterispill dersom gevinsten signifikant kunne endre deres livsstil. Forskning av Kahneman og Tversky (1979) viser at individer ofte over/undervurderer sine subjektive sannsynlighetsvekter, jf. beslutningsvekstfunksjonen. Det er også en rekke andre heuristikker som kan brukes til å forklare adferden til lotterispillere, som for eksempel prosesseringsfeil eller overdreven tro på egne ferdigheter. I et forsøk gjort av De Bondt (1994) ble respondentene spurt om å estimere et intervall med 90 prosent sannsynlighet for at en gitt hendelse skulle finne sted. Resultatet viste at 9 av 10 *ikke* inneholdt det riktige resultatet. Ofte var det for lave eller for høye estimater. Overvurderinger av strategiers representativitet er en annen faktor som kan bidra til deltakelse i lotterier. I usikre situasjoner ser aktører etter kjente mønstre for å ta beslutninger. Det kan være så enkle ting som at et tall som har blitt trukket flere ganger på rad, antas å ha større sannsynlighet for å trekkes på nytt (Nyhus, 2006).

Som observasjonene overfor viser, er aktørene i lotterimarkedet illustrert med en skjevhet i sin vurdering av spillet de deltar i. Til tross for at de fleste er risikoaverse, trekkes de mot skjevheter i premiefordelingen. Deltakelse i lotterier er også som diskutert, begrunnet utfra flere årsaker. Hvert individ har sine egne subjektive meninger om hvorfor akkurat de spiller. Enkelte av meningene er også blant det vi ønsker å få frem gjennom vår egen selvstendige spørreundersøkelse.

6. Metode

I påfølgende kapittelet vil det gjøres rede for de metodiske valgene vi har tatt i gjennomføringen av studiet. Kapittel 6.1 vil omhandle selve forskningsmetoden, mens kapittel 6.2 presenterer ulike verktøy som benyttes i analysen.

6.1 Forskningsmetode

Metode er en fremgangsmåte som angir hvordan kunnskap skal fremskaffes for å nå bestemte mål (Jacobsen, 2005). I utredningen benyttes en kvantitativ metode, hvor datainnsamlingen har vært en spørreundersøkelse. Ved kartlegging av husholdningers risikoholdninger og adferd ved valg av spareform, egner kvantitative studier seg som regel bedre ettersom fokuset rettes mot å analysere forhåndsatte kriterier (ibid). En annen fordel med en kvantitativ metode, er den egnede sammenstillingen mot sekundærdata, i tillegg til lavere tids- og ressursbruk enn ved kvalitative fremgangsmåter. Kvantitativ analyse gjør det også mulig å kombinere studier på forskjellige nivåer. Gjennom spørreundersøkelsen kan vi eksempelvis bruke ulike økonometriske, numeriske og matematiske formuleringer i dataanalysen.

Relabilitet og validitet

Ved all type forskning er det viktig å betrakte påliteligheten av de innsamlede data, dvs. reliabiliteten. Ved spørreundersøkelser er det ofte slik at en ikke er direkte i kontakt med respondentene. Det kan øke graden av misforståelse og uklarheter underveis. Ved nettbaserte undersøkelser kan det også forekomme upresise og unøyaktige svar. Dersom respondenten ikke forstår eller feiltolker spørsmål, oppstår det fort svar som ikke er pålitelige. En annen uklarhet er svaralternativer som ikke er uttømmende nok, dvs. respondenten finner ikke passende alternativer. Det er imidlertid flere muligheter å tilpasse seg det, for eksempel ved å la respondenten komme med egne svar i tillegg til alternativene som allerede presenteres. Det foreligger også en risiko for at respondenten svarer tilfeldig eller ikke tenker over spørsmålene godt nok. Årsaker kan være for lange spørsmål, ufullstendige spørsmål, rotete layout eller at respondenten blir utålmodig. Ved utarbeidelse av spørreskjemaet la vi derfor vekt på å ha enkle og oversiktlige spørsmål, samt tidsbesparende svarmuligheter.

Validitet fokuserer på hvordan metoden brukes for å svare på problemstillingen. Begrepet defineres av Jacobsen (2005) som «*hvor godt man klarer å måle det man har til hensikt å undersøke*». Et sentralt spørsmål omkring validitet er hvorvidt deltagerne i studiet har kjennskap til temaet som det forespørres om. I vår undersøkelse antar vi at det foreligger en generell kunnskap om temaet, da de fleste individer har et forhold til sparing, spareformer og lotterier. Spørsmålet omkring risikoholdninger, og hvor mye de er villige til å betale for å delta i et spill, kan for noen være vanskelig å svare på og slik sett gi tvetydige svar. Et annet viktig moment ved validitet, er hvorvidt respondentene forstår de ulike begrepene i spørsmålene. For å begrense feiltolkninger og «komplisert» språk foretok vi derfor flere tester av spørsmålene mot uavhengige kilder. Testene hjalp oss med å rette opp i uklarheter, og bekreftet i tillegg at språkbruken var elementær.

Datainnsamling

Innsamling av datamateriale er en avgjørende faktor i studier med tanke på de konklusjoner og betraktninger som gjøres. Dersom en ikke lykkes med innsamling av gode nok data, kan studiet sees som upålitelig og ugyldig (Gipsrud, 2010). I vår utredning bruker vi både primære og sekundære datainnsamlinger.

Spørreundersøkelse

Spørreundersøkelsen som vi selv gjennomførte defineres som primærdata og kan kort forklares ved at en samler inn nye og egne data til et spesielt formål. De største fordelene ved en slik fremgangsmåte er at kildene er originale, samt at informasjonen som samles inn er relevant i forhold til problemstillingen som skal belyses. Spørreundersøkelsen ble gjort som en web-basert undersøkelse ved hjelp av programmet *Qualtrics*. Fordelen ved web-baserte undersøkelser er at de er billige, lite tidkrevende og at respondentene selv kan velge tid og sted. Det kreves lite ressurser i utsendingen av undersøkelsene, og det spares tid ved registrering av data. Ulempen er større fare for skjevheter i utvalget.

Utvalget

Spørreskjemaet ble sendt ut som e-post via nettverk som jobb, familie og venner. Vi har så langt det har latt seg gjøre forsøkt og nå et representativt utvalg. For at utvalget nettopp skal være representativt, var vi avhengig av at antallet respondenter var av tilstrekkelig størrelse. Graden av sparing og deltagelse i lotterispill avhenger generelt i stor grad av hvilket stadium i livet man befinner seg. Med det i tankene, ble undersøkelsen sendt til ulike aldersgrupper.

Både folks livsfaser, bosted, antall respondenter, inntektsnivå mv. kan være avgjørende for hvilke svar man får. Vi var forsiktige med å sende skjemaer ut til kun bekjente, da det i stor grad ville medført skjevheter i utvalget.

Utforming av spørsmålene

Majoriteten av spørsmålene har ikke tilrettelagt for muligheten å komme med egne svar. Hovedgrunnen til det er frykten for at åpne svar kan føre til for stor mengde data som må bearbeides, og i enkelte tilfeller også at respondenten ikke svarer i det hele tatt. Svaralternativene som primært benyttes er kategoriserte årsaksforklaringer. Kvantitative svar gir oss i langt større grad muligheten til krysstabuleringer og samtidig levere ut en undersøkelse som ikke er for tidkrevende for respondentene. På en annen side ser vi også fordelene med å be om mer kvalitative svar, da det kunne blitt benyttet til å underbygge de kvantitative resultatene. Vi mener likevel at alternativene som respondentene ble gitt var tilstrekkelige nok til at vi fikk fram kvalifiserte svar.

For å kartlegge risikoholdninger benyttet vi imidlertid åpne svar, ettersom vi ikke ønsket å påvirke deres grad av risikoaversjon ved kategorisering. I en undersøkelse av vårt omfang er det heller ikke en selvfølge at man får et korrekt bilde av risikoholdningene blant privatpersoner. Det finnes heller ikke én åpenbar metode for hvordan man kan måle individers risikotoleranse. Spørreundersøkelser er imidlertid ofte benyttet, men også her er det vanskelig å estimere sikre anslag. Spørsmålene er ofte fremlagt slik at respondentene har to valg knyttet til en subjektiv innsats; et sikkert og et usikkert alternativ. Risikoaversjon avdekkes ved innsats under forventet gevinst, mens risikosøking avdekkes ved beløp over forventet gevinst. En annen metode er å bruke enkle subjektive mål på egen risikoaversjon, hvor respondentene selv får velge på en skala hvor risikovillige de anser seg selv. Vi valgte en tilnærming som omhandlet sannsynlighetsendringer. Spørsmålene vi stilte respondentene var:

1. «La oss si vi har en eske med 1000 navn i, og ditt navn er et av dem. Det navnet som tilfeldig trekkes opp fra esken vinner kr 500 000. Hvor mye er du villig til å betale for å delta i trekningen?»

2. «Det er nå i stedet kun 10 navn i esken, og ditt navn er et av dem. Hvor mye er du villig til å betale for å delta i trekningen for å vinne den samme premien på kr 500 000?»

I deler av vår undersøkelse blir respondentene også introdusert for påstander om ulike årsaker til sparing/ikke sparing i aksjer og deltagelse i lotterispill. Hensikten er at respondentene skal angi i hvilken utstrekning de synes påstanden er viktig eller ikke viktig, for å kunne forklare holdningen til opptreden. Vi valgte å bruke en svarskala med fire kategorier; *ikke viktig*, *litt viktig*, *viktig* og *meget viktig*. Prinsipielt opereres det med tre ulike former for målenivåer ved bruk av spørreundersøkelser; nominale, ordinale og kontinuerlige¹². I vår undersøkelse har vi primært benyttet oss av nominale og ordinale målenivåer. Kontinuerlig nivå er kun brukt ved spørsmålene omkring risikoholdninger.

Sekundærdata

Sekundærdata omfatter tidligere studier og data som er samlet inn av andre. Dataene kan være brukt i rapporter, forskninger, undersøkelser og andre skriftlige verk. Denne typen data er ofte enklere å få tak i, og er både billigere og mindre ressurskrevende å framskaffe enn primærdata. Ved bruk av sekundærdata må man imidlertid være kildekritiske overfor hvilken kvalitet dataene representerer. Det kan strekke seg fra om dataene dekker det informasjonsbehovet som behøves, til om kvaliteten er tilstrekkelig for videre å kunne jobbe med (Jacobsen, 2005). I utredningen har vi i hovedsak benyttet sekundærdata innsamlet fra internettkilder og forskningsrapporter. Dataene benyttes i første omgang til å underbygge funnene i vår empiriske datainnsamling.

6.2 Datanalysens metodevalg

I analysen av datainnsamlingen har vi hovedsakelig brukt SPSS og Excel. Analysen vil bli gjort i to deler, framlagt i kapittel 7. Første del presenterer datamaterialet via univariat og bivariat analyse, mens andre del går dypere inn på utvalgte områder hvor sammenhenger testes via regresjonsanalyse.

¹² *Nominalt målenivå* innebærer at variabelverdiene bare benyttes til kategorisering. De er verdimeessig likestilte (eks. bosted, politisk tilhørighet). *Ordinalt målenivå* innebærer at variabelverdiene kan rangeres. Graden av forskjell mellom dem er imidlertid ubestemt (f.eks. variabelen "liker jordbær" med tre svaralternativ: liker ikke, liker litt, liker svært godt. Her vil vi kunne rangere personene etter hvor godt de liker jordbær, men vi kan ikke si at de som svarer «svært godt» liker jordbær dobbelt så mye eller fire ganger mer enn de som svarer liker litt). En *kontinuerlig variabel* har verdier som både kan rangeres og som kan sees i forhold til hverandre. Vi kan for eksempel si at en utøver kaster spydet lengre enn en annen og at han kaster dobbelt så langt som den andre.

Univariat og bivariat analyse

Univariat analyse defineres som analyse av én variabel om gangen. En slik analyse gjøres i både relative og absolutte tall, og framstilles ofte gjennom frekvenstabeller. På et generelt grunnlag er det vanlig å presentere tallene i prosent, ettersom det gjør det lettere å lese og sammenligne tilsvarende data (Jacobsen, 2005). I presentasjonen av vårt datamateriale vil den univariate analysen primært presenteres skriftlig.

Bivariat analyse er et verktøy hvor ulike teknikker kan hjelpe oss med å finne samvariasjon mellom variablene i datamaterialet. Bivariat analyse omhandler både krysstabuleringer og korrelasjonsmål. Den bivariante analysen vil i utredningen bli presentert via figurer, tabeller og skriftlige formuleringer.

Krysstabulering

Krysstabulering er et verktøy som benyttes når man skal finne sammenhenger mellom egenskaper og svaralternativer i et spørreskjema. Man kan eksempelvis krysstabulere variablene *spareformål* og *alder*, og på den måten avdekke ulike egenskaper dem imellom. På samme tid kan man få oversikt over variablenes simultane fordelinger og videre gå dypere inn i sporing av eventuelle sammenhenger (Gipsrud, 2010).

Ved siden av å finne sammenhenger, kan krysstabulering også teste reliabiliteten og validiteten i svarene som avgis. Ofte kan spørsmål stilles innen samme tema, men da med en annen ordlyd, for å sjekke om respondentene har forstått spørsmålet. Med god sammenheng i krysstabuleringen, kan tiltroen til kvaliteten i svarene styrkes, og vice versa hvis det ikke vises sammenheng.

Korrelasjonsmål

Korrelasjonsmål er et annet verktøy for å finne sammenhenger mellom variabler. Korrelasjon benevnes ofte også som samvariasjon, og viser styrken og retningen på avhengigheten mellom variabler (ibid). Ved å se på korrelasjonsmål kan en si noe om hvorvidt de som har krysset av et svaralternativ på et spørsmål, tenderer til å svare et bestemt svaralternativ på andre spørsmål.

Korrelasjonsmålene varierer mellom faste yttergrenser, dvs. mellom -1 og +1. Desto nærmere korrelasjonsmålet kommer tallverdien 1 (enten -1 eller +1), jo sterkere er samvariasjonen. Når målet er nærme -1, betyr det at høye (lave) verdier på et spørsmål går

sammen med lave (høye) verdier på et annet. Når målet indikerer +1, betyr det at høye (lave) verdier går systematisk sammen med høye (lave) verdier på et annet spørsmål. Ved tallverdi 0, betyr det som regel at det ikke foreligger noen systematiske samvariasjoner mellom variablene (Jacobsen, 2005).

Logistisk regresjonsanalyse

I utredningen har vi valgt en todelt problemstilling; vi ønsker å undersøke hvilke variabler som påvirker husholdningers sparing i aksjer, i tillegg til å se på husholdningers grad av risikoaversjon. En logistisk regresjonsmodell benyttes ofte på økonomiske problemstillinger hvor de uavhengige variablene er dikotome, dvs. variabler med to mulige utfall. Gitt disse forutsetningene vil de avhengige variablene bli kodet 1 dersom fenomenet inntreffer, og 0 hvis ikke. En slik fordeling betegnes som binær, og kan ikke benyttes i en ordinær regresjonsanalyse (OLS). OLS forutsetter nemlig en responsvariabel til å være kontinuerlig og normalfordelt. Videre forutsetter OLS linearitet mellom X og Y. Bruk av OLS kunne derfor medført predikasjoner over verdiene 0 og 1, i tillegg til fravær av homoskedastisitet¹³ (Tuft, 2000).

Den matematiske logikken bak logistisk regresjon er at den beregner regresjonskoeffisientene i forhold *Maximum Likelihood*. Metoden forklares gjennom iterativ algoritme, som er en slags «prøve-og-feile»-prosess. Dette medfører at modellen maksimerer sannsynligheten for at observerte uavhengige og avhengige variabler figurerer sammen (ibid). Metoden sier dermed noe om sannsynligheten for at utvalgte forklaringsvariabler påvirker responsvariabelen.

Odds i den logistiske regresjonsmodellen kan lett forveksles med bruk av odds i dagligtalen. Den intuitive forklaringen i denne sammenheng er at oddsen sier noe om blandingsforholdet mellom enhetene, med hensyn til en variabel. Antall enheter som har verdien 1 i responsvariabelen, sees i forhold til antallet som har verdien 0. Dette kan kort eksemplifiseres slik; desto høyere oddsen er for at menn har kjøpt aksjer, desto flere er det som har kjøpt aksjer i forhold til dem som ikke har gjort det.

¹³ Homoskedastisitet vil si at restleddet ϵ har konstant varians. Med det menes at variansen i restleddet øker/minker med økende x -verdier. Hvis det ikke foreligger konstant varians står man overfor heteroskedastisitet. Problemer som følge av heteroskedastisitet forekommer ofte i tverrsnittsdata, og er heller ikke uvanlig i tidsseriedata. Selv om vi har heteroskedastisitet, vil estimatorene være forventningsrette. Standardavviket til estimatene vil imidlertid øke og OLS-estimatorene er ikke lenger de mest effisiente.

Odds defineres matematisk som $P = P/(1-P)$, dvs. sannsynligheten for at en hendelse inntreffer dividert på at hendelsen ikke inntreffer. Sannsynligheten P er definert mellom ytterpunktene suksess ($Y=1$) og fiasko ($Y=0$). Det opereres ofte med en «cut-off» på 0,5, dvs. sannsynlighetsverdier over 0,5 gir odds større en 1, mens verdier i intervallet 0 - 0,5 gir odds mindre enn 1. Ut fra ovennevnte definisjoner ser vi hvordan oddsen blir uendelig stor etter hvert som sannsynligheten (P) øker:

$$P(0,9) \rightarrow \text{odds} = 9$$

$$P(0,99) \rightarrow \text{odds} = 99$$

$$P(0,999) \rightarrow \text{odds} = 999$$

Utgangspunktet for presentasjonen av de logistiske estimeringene gjøres gjennom to fortolkninger; *logit* og *oddsratio*.

Logit (*beta-koeffisientene*) angir hvordan logaritmen til oddsen endres når den uavhengige variabelen øker med én enhet i verdi og de andre holdes konstante. Et positiv fortegn vil si at logaritmen til oddsen øker med høyere verdi på den uavhengige variabelen, og motsatt ved negativ fortegn. Denne tolkningen kan sammenlignes med OLS, dvs. et positivt fortegn innebærer positiv sammenheng, hvor oddsen (sannsynlighet/andel) øker med høyere verdi på forklaringsvariabelen. Negativt fortegn innebærer negativ sammenheng, der oddsen synker med høyere verdi på forklaringsvariabelen. En signifikant koeffisient kan i så måte støtte oppunder en eventuell hypotese, som for eksempel om menn innehar flere aksjeplasseringer enn kvinner.

Oddsratio ($Exp(B)$) er en annen fremstilling som får frem størrelsen på sammenhengene i modellen. Oddsratio finnes ved å ta antilogaritmen til betakoeffisientene. Oddsratioen tolkes som endringen i odds mellom to forskjellige variabelverdier. En oddsratio på >1 sier at sannsynligheten stiger med høyere verdi på uavhengig variabel, mens oddsratio på <1 innebærer at sannsynligheten synker med høyere verdi på uavhengig variabel. Oddsratio kan aldri bli negativ, og en ratio på 1 tilsvarer ingen systematisk sammenheng mellom oddsen og den uavhengige variabelen.

Eksemplifisert kan en oddsratio på 0,2 i forholdet lønn mellom kvinner (1) og menn (0), forklares ved at oddsen (sannsynligheten) for å ha høy lønn blant kvinner i forhold til menn utgjør 20 prosent av menn sin odds. Oddsratio uttrykkes også i prosent hvis man

multipliserer oddsen med 100. Prosenten vil da si hvor mye den nye oddsen utgjør i prosent av den opprinnelige når den uavhengige variabelen øker med en enhet.

Avhengige variabler i analysen

Ved estimeringer av faktorer omkring husholdningers bruk av finansmarkedet, tar den avhengige variabelen utgangspunkt i spørsmålet om hvilken spareform respondentene oppga. De som krysset av for aksjerelaterte produkter får verdien 1, mens de som svarte bank eller ingen av de nevnte får verdien 0.

I observasjon av husholdningens risikoaversjon ble det som vist på side 66 stilt to spørsmål omkring respondentenes tilbøyelighet til å satse beløp ved to ulike trekninger. For å gjøre variabelen dikotom, ble det besluttet en skjønnsmessig grense med utgangspunkt i trekningen med 1 000 deltagere. Grensen mellom risikoaversjon og ikke-risikoaversjon ble satt til kr 249. Det vil si at beløp under kr 249 får verdien 1 (risikoavers), mens beløp over får verdien 0 (ikke risikoavers). Vi anser beløp under kr 249 til å kunne defineres som risikoaverse i en trekning hvor sjansen for å vinne er 0,1 prosent. Forventet gevinst ved deltakelse er kr 500 (risikonøytral) og man kan utfra teori si at det kan være grensen for om man beveger seg i retning risikoavers eller risikosøkende. En grense på halvparten av den forventede gevinst anses som en akseptabel grense for betegnelsen risikoavers.

Uavhengige variabler

Når det gjelder de uavhengige variablene er det ikke noe krav om hvilket målenivå de skal opptre på. Vi har likevel valgt å kode de fleste av variablene om til dummy-variabler, da det gir en lettere intuitiv tolkning i analysen.

De uavhengige variablene er som følger:

Kjønn: Variabelen er kodet slik at kvinner har referansekategorien 0, mens menn har verdien 1. Empiriske undersøkelser og statistikk viser at menn oftest er representert når det kommer til aksjesparing.

Alder: Vi hadde opprinnelige fire kategorier innenfor alder, hvilket gjør variabelen vanskeligere å kode. Det medførte at vi opprettholdt fire kategorier i analysen. Alderens påvirkning på aksjesparing i henhold til undersøkelser og statistikk viser at eldre oftere innehar aksjer i sin sparebeholdning enn yngre aldersgrupper.

Bruttoinntekt: Vi har her opprinnelige delt inn kategoriene i fire, men har valgt å kode variablene slik at høy bruttoinntekt (kr 500 000 eller mer) får verdien 1, mens resterende grupper får verdien 0. Gjennomsnittlig inntekt i Norge 2011 var på ca. kr 450 000. Studier og statistikk viser at de med høyest inntekt ofte sparer mer i aksjer enn de med lavere inntekt.

Tidshorisont: Variabelen har vi kodet slik at lang tidshorisont (10 år eller mer) får verdien 1, mens resterende kategorier får verdien 0. Rent intuitivt kan det være nærliggende å tro at de som har lang tidshorisont på sin sparing også er mer tilbøyelig for å benytte aksjer i sin spareform, sett i forhold til de som har lavere tidshorisont.

Månedlig sparebeløp: Det var opprinnelig fem kategorier på ordinalnivå med månedlige sparebeløp. Vi besluttet å kode disse kategoriene om til to kategorier. Verdien 1 tilsvarer høyt månedlig sparebeløp (kr 1000 eller mer), mens kategorien 0 tilsvarer lavere månedlig sparebeløp (kr 0 – 1000). Skillet mellom lavt og høyt månedlig beløp er gjort med utgangspunkt i det gjennomsnittlige sparebeløpet hos VFF, som ligger på om lag kr 785 i måneden.

«*Frykten for tap*» og «*Ikke interesse for aksjesparing*»: Påstandene ble gitt til de som ikke krysset av for aksjer som spareform. Variablene er kodet slik at de som svarte *viktig* eller *meget viktig* er kodet 1, mens avkrysning for *viktig* eller *litt viktig* er betegnet som referanse kategorier.

«*Lotto gir meg spenning i hverdagen*» og «*Risikerer at den faste rekken trekkes hvis en ikke deltar*»: Påstandene ble gitt til de som krysset av for deltakelse i lotterier. Variablene er kodet slik at de som svarte *viktig* eller *meget viktig* er kodet 1, mens avkrysning for *viktig* eller *litt viktig* er kodet 0.

7. Empirisk analyse

I den første delen av analysekapittelet vil hovedfunnene i spørreundersøkelsen presenteres. Presentasjonen vil inneholde korte forklaringer av datamaterialet, supplert med sekundære data fra tilsvarende undersøkelser. Videre vil det også bli gjort en logistisk regresjonsanalyse av to avhengige variabler. Fremstillingen i første del danner grunnlaget for diskusjonen i kapittel 7.3, hvor empiriske funn diskuteres opp mot teori og problemstilling.

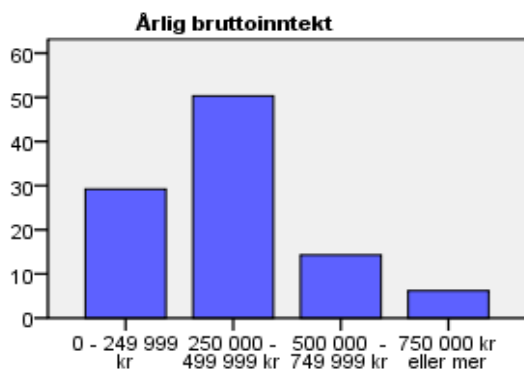
7.1 Presentasjon av nøkkeltall fra datainnsamlingen

Tabell 7.1 viser et antall på totalt 175 respondenter som påbegynte spørreundersøkelsen. Av den totale svarandelen kvalifiserte 161 seg til analysebruk. Enkelte svar ble fjernet som følge av ufullstendige besvarelser. Andre svarte inkonsistente på alle spørsmål, eksempelvis ved avkrysning av like alternativ i alle spørsmål¹⁴. Ved å fjerne slike besvarelser blir analysematerialet mer presist, hvilket bidrar til å bedre reliabiliteten i undersøkelsen.

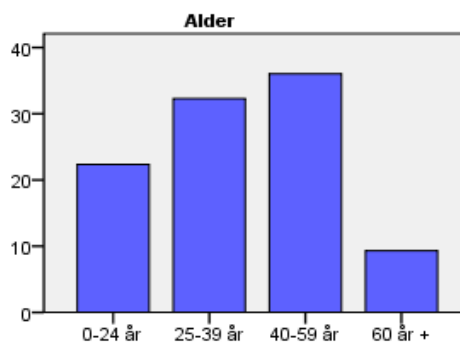
Antall spørreskjema påbegynt	175
Antall spørreskjema fullført	167
<i>Fullføringsgrad</i>	92 %
Antall besvarelser som ligger til grunn for analyse	161

Tabell 7.1 Besvarelser lagt til grunn for analyse.

¹⁴ Qualtrics har også en funksjon hvor en kan måle responstiden, og dermed gi indikasjoner på tilfeldige besvarelser. Noen av besvarelsene hadde ekstreme ytterpunkter på responstiden i negativ retning, hvor de fleste var linket til respondentene som hadde avgitt inkonsistente svar.



Figur 7.1 Frekvensfordeling årlig bruttoinntekt



Figur 7.2 Frekvensfordeling alder

Undersøkelsen hadde en jevn fordeling mellom menn (52 prosent) og kvinner (48 prosent). Figur 7.2 viser en forholdsvis jevn aldersfordelingen foruten om lav deltakelse i aldersgruppen 60 år og eldre. Bruttoinntekt (figur 7.1) kan sies å være mindre jevn. Noe av årsaken ligger i den gjennomsnittlige inntekten for privatpersoner som i Norge ligger på om lag kr 450 000 (SSB).

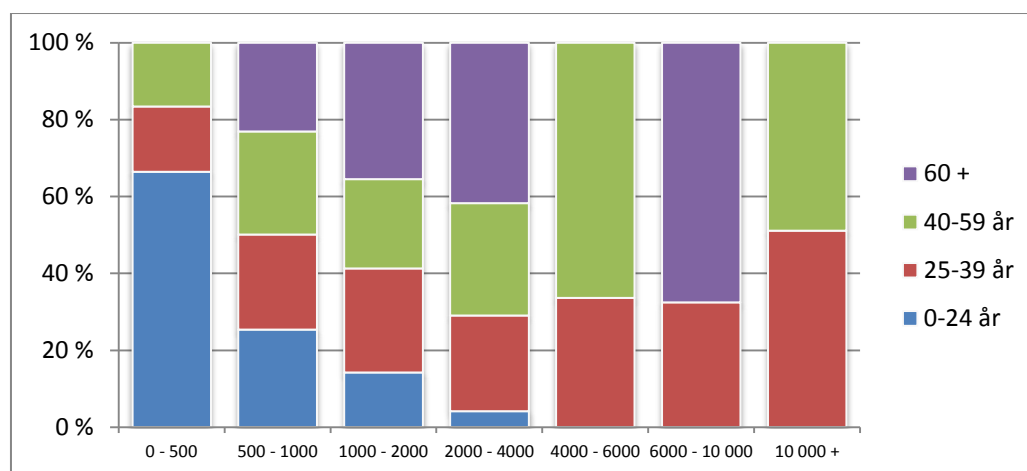
7.1.1 Månedlig sparing

Av de spurte, svarte tilnærmet syv av ti at de satt av penger til månedlig sparing. Går vi nærmere inn på aldersgrupperingene, er det hyppigst sparing i aldersgruppen 25 - 39 år, etterfulgt av gruppen 40 - 59 år, hvor henholdsvis åtte av ti og seks av ti svarte at de månedlig satt av penger til sparing. Statistikk fra VFF (2011) viser også at de to nevnte gruppene innehar majoriteten av faste spareavtaler i Norge.

I gruppen som ikke sparte månedlig, oppga syv av ti at inntekten ikke strekker til, mens én av fem ikke så grunn til månedlig sparing. Den mest iøynefallende observasjonen ved svarene i dette spørsmålet var andelen på 35 prosent som befant seg i aldersgruppen 40 - 59 år. Det kan ut fra det stilles spørsmål om hvorvidt denne aldersgruppen anser seg som så velstående at de ikke har behov for å spare, og hvorvidt de har begynt å tenke på pensjonssparing.

Svarene fra hvilke månedlige beløp som legges til grunn viser et snittbeløp for sparing på mellom kr 500 – 1 000 i måneden. Lignende statistikk fra VFF (2011) viser gjennomsnittlig sparebeløp i fond per måned på om lag kr 686.

Rent intuitivt kan det tenkes at sparebeløpene vil stige med alderen ettersom det er grunn til å anta at den disponible inntekten vil øke med livsløpet. Statistikk fra VFF (2011) viser at det gjennomsnittlige sparebeløpet er lavest i aldergruppen 0 - 24 år og stiger fra 25 år og oppover, mens høyest gjennomsnittlige sparebeløpet finnes i gruppen 40 - 59 år. Tall fra vår undersøkelse gjenspeiles nedenfor i krysstabuleringen mellom alder og månedlig sparebeløp:



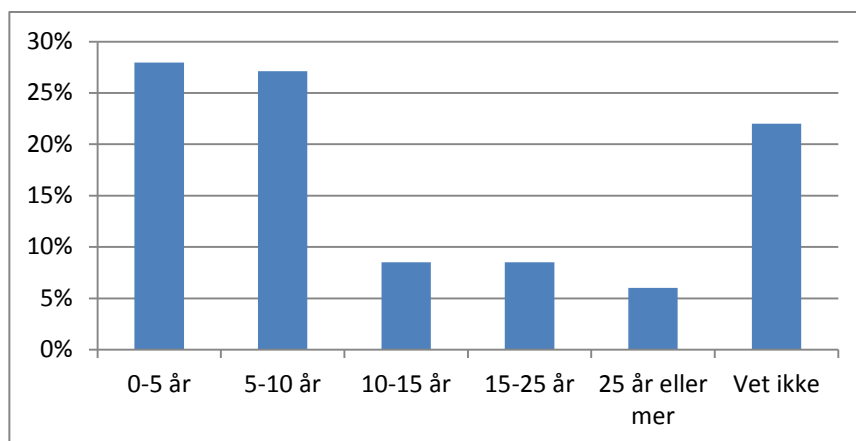
Figur 7.1 Krysstabulering alder og månedlig sparebeløp

Respondentene i undersøkelsen viser samme tendenser som spareundersøkelsen til VFF. Den yngste grupperingen har et stort overtall av det minste månedlig beløpet (kr 0 - 500), mens aldersgruppen på 40 - 59 år er de med høyest snittbeløp. Sammenligner vi bruttoinntekt med månedlig sparebeløp, samsvarer det med teori og antagelser. Ca. 60 prosent av dem som tjener mellom kr 0 - 249 999, sparer kr 0 - 500 i måneden. Grupperingen kr 500 000 - 750 000 er de som sparer gjennomsnittlig høyest, og ca. 90 prosent av det månedlige beløpet hos denne grupperingen ligger over kr 1000. Det er også en signifikant positiv korrelasjon mellom månedlig sparebeløp og årlig bruttoinntekt på 0,537, hvilket underbygger observasjonen.

Sammenstiltes beløp og kjønn er kvinner sterkt representert i kategoriene under kr 2000. Menn fordeler seg jevnt i de ulike kategoriene og sparer høyest utregnet i månedlige snittbeløp. Undersøkelser gjort av VFF (2011) viser at menn sparer mest omregnet i kroner og spareavtaler. I 2011 nettotegnet kvinner spareavtaler for kr 583 i måneden, mot kr 763 for menn (VFF, 2012).

7.1.2 Tidshorisont og spareformål

Motivasjonen bak spørsmålene omkring tidshorisont og spareformål var å få fram husholdningers betraktninger angående sine økonomiske disponeringer. Svarene kan gi indikasjoner på hvordan husholdninger planlegger sine økonomiske ressurser, jf. diskusjoner rundt livsløpshypotesen og offentlig sparing i kapittel 2. Figur 7.3¹⁵ viser respondentenes svar på hvilken tidshorisont som legges til grunn ved sparing.

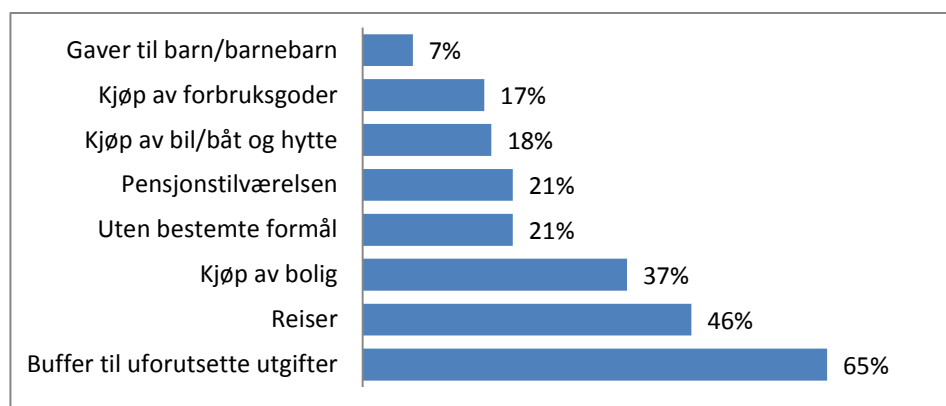


Figur 7.2 Frekvensfordeling tidshorisont for sparing

Figuren viser en relativt sterk preferanse for kort tidshorisont, hvor majoriteten av respondentene har en horisont på mellom 0 og 10 år. Det som overrasker mest, er den betydelige andelen avgitte svar i «vet ikke»-kategorien. Svarene indikerer at respondentene ikke har en klar formening eller plan om når midlene de sparer skal realiseres.

Ved å se på spareformålene avdekker vi ytterligere hensikt bak sparingen. Vi la til rette for muligheten å krysse av for flere alternativer ettersom det er naturlig å tro at det eksisterer flere ulike formål med sparingen. Respondentene krysset i snitt av for to spareformål, og resultatet fremkommer i diagrammet nedenfor.

¹⁵ Tabellen er lagt til grunn for dem som sparer månedlig, hvor antall respondenter er 118.



Figur 7.3 Frekvensfordeling spareformål

Svarene omkring spareformål drar i retning av å være konsistente med valg av tidshorison, dvs. en sterk tilbøyelighet for spareformål med relativt kort tidshorison. Buffer til uforutsette utgifter og reiser var formålene som overveiende ble avkrysset, og som begge løper over korte tidshorisoner.

I tilsvarende undersøkelse gjort av Fokus Bank (u.d.) svarte om lag ni av ti at de sparte til en bufferkonto. Neste på listen var reiser og boligkjøp. Nordnet (2011) gjorde også en lignende undersøkelse. Majoriteten av respondentene oppga der reiser, buffer og uten bestemte formål som deres primære spareformål.

Krysstabulering mellom alder og spareformål avdekker kjøp av bolig til å domineres av de under 24 år. Om lag 80 prosent av respondentene i denne gruppen oppgir at de sparer til kjøp av bolig. En grunn til den høye andelen kan sees i lys av den økte betydningen av å spare opp midler til kjøp av bolig for førstegangskjøpere, ettersom kravet om egenkapital har økt.

Sparing til reiser og buffer til uforutsette utgifter er jevnt fordelt mellom de ulike aldersgruppene. Sparing til pensjonstilværelsen er hyppigst i aldersgruppene 40 - 59 år (34 prosent) og 60 år og eldre (70 prosent). Ut fra fordelingen kan det hevdes å være en tendens til at husholdninger ikke begynner å tenke på pensjonssparing før de er i godt voksen alder.

I en undersøkelse finner DnB Livsforsikring (2011) at sparing til pensjonstilværelsen øker med alderen. Studien viser at 26 prosent i aldersgruppen 25 - 39 år sparer til pensjonstilværelsen, mot 47 prosent i alderen 40 - 59 år. Finansbarometeret¹⁶, en

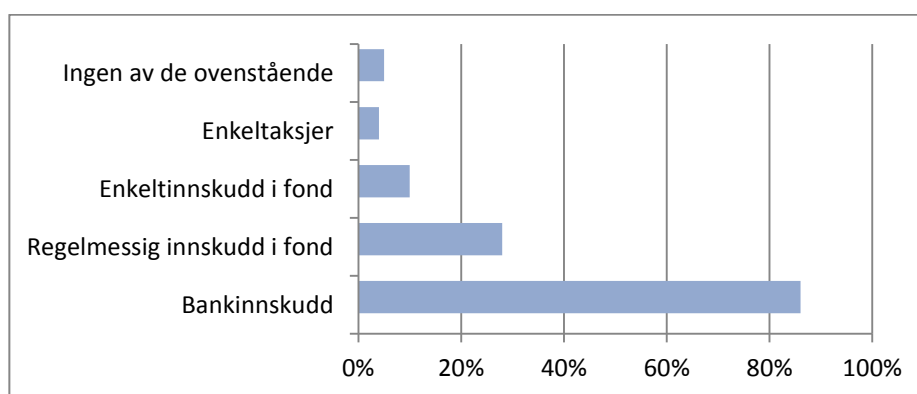
¹⁶ Norsk finansbarometer er en årlig undersøkelse gjennomført av TNS Gallup på vegne av FNO. Den omfatter bank, skadeforsikring og livsforsikring. Undersøkelsen ble gjennomført i januar 2012 blant et representativt utvalg av den norske befolkning over 18 år. Det ble gjennomført ca. 3000 intervjuer.

undersøkelse gjort av TNS Gallup for FNO (2012), viser også sammenfall med vår undersøkelse. Hele 60 prosent av befolkningen oppgir at de verken sparer eller planlegger å spare til pensjonstilværelsen. Noe motstridene er det at de samtidig ikke aksepterer en nedgang i inntekten ved oppnådd pensjonsalder. Flere undersøkelser avdekker også manglende kunnskap om den nye pensjonsreformen. Kun et fåtall vet hva de får utbetalt fra tjenestepensjon og folketrygden. Uvitenheten bekreftes også i Finansbarometeret (2012), der 60 prosent mener de har lav eller svært lav kunnskap om innholdet i pensjonsreformen.

Ut fra resultatene kan det være svært urovekkende at så mange heller sparer til ferie enn pensjonen sin. Lasse Ruud, administrerende direktør VFF, uttrykte seg nylig på følgende måte til DN (2012) omkring husholdningers langsiktige sparing: *«Nordmenn har aldri vært så velstående som nå, og har derfor aldri hatt så stort potensiale for langsiktig sparing»*. Både vår og tilsvarende undersøkelser gir indikasjoner på at husholdninger mangler en overordnet plan for økonomien sin og at de ikke tenker på konsekvensene av økonomiske valg som foretas.

7.1.3 Spareformer

I spørsmålet om hvilke spareformer husholdningene bruker, ønsker vi å avdekke i hvilken grad finansmarkedet anvendes til sparing, samtidig som vi får et innblikk i risikotoleransen til individet. I oversikten over husholdningenes eiendeler så vi at husholdningene generelt hadde en lav eksponering mot aksjeplasseringer.



Figur 7.4 Frekvensfordeling spareformer

I tråd med empiri og studier er også banksparing en foretrukket spareform hos våre respondenter, jf. figur 7.5. I spørsmålet fikk respondentene mulighet til å krysse av for flere alternativer. Følgelig er det grunn til å anta at majoriteten av de som sparer i aksjer også har krysset av for bankinnskudd. Vi anså det som hensiktsmessig å slå sammen de som krysset

av for aksjeprodukter til en kategori, og de som kun sparer i bank til en annen¹⁷. Denne sammenslåingen viser da en andel på 66 prosent til å spare i bank, mens 34 prosent sparer i en eller annen form for aksjer. Sammenslutningen danner også utgangspunktet for den avhengige variabelen i den logistiske regresjonsanalysen i kapittel 7.2.

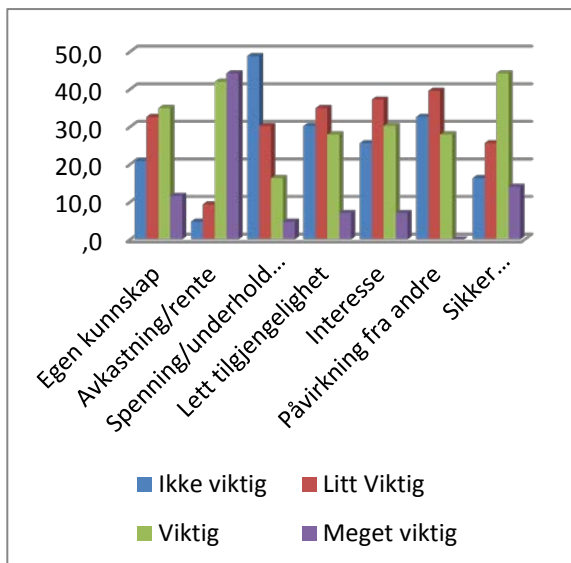
Sparing i bank er jevnt fordelt over de ulike aldersgruppene, mens aksjerelatert sparing er hyppigst representert i aldersgruppen 39 år og eldre. Banksparing er tydeligst hos dem som årlig tjener mellom kr 0 - 250 000, mens aksjesparing tenderer mot å øke med bruttoinntekten. Det er videre overensstemmelse mellom tidshorisont og aksjeplasseringer, hvor majoriteten av de med en sparehorisont på 10 - 25 år sparer i aksjer.

I en tilsvarende undersøkelse gjort av Synovate (2009) kommer det fram at én av fem nordmenn sparer i aksjerelaterte produkter. Menn og husholdninger med høyest inntekt representerer hovedgruppen. I en annen undersøkelse av FNO (2011) oppgir 76 prosent bankinnskudd som sin primære plasseringsform. I en tredje undersøkelse, gjort av Nordnet (2011), svarte 80 prosent at de sparte i bank, mot 38 prosent i fond og 12 prosent i enkeltaksjer. Fellesnevneren for alle undersøkelsene var at menn var den fremtredende aktøren innenfor aksjerelaterte produkter.

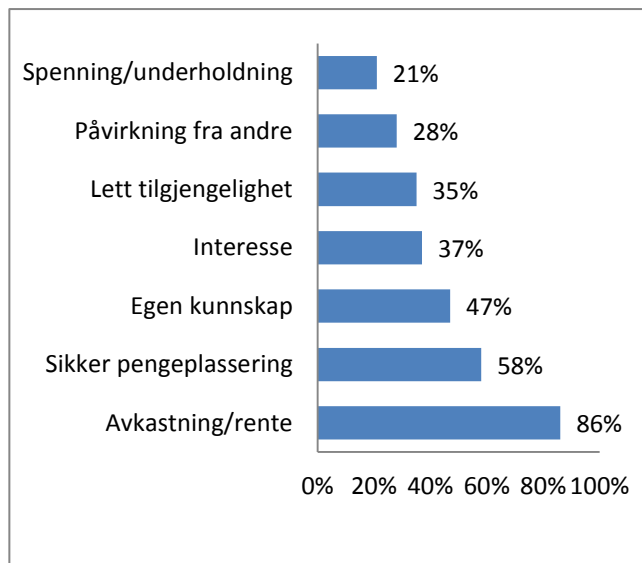
Grunner til sparing i aksjer

Siden utredningen tar sikte på blant annet å se på ulike tendenser til hvorfor store deler av husholdninger i Norge ikke sparer i aksjer, er det naturlig å også spørre dem som sparer i aksjer hvilke faktorer de vektlegger. I underliggende diagram gjengis svarfordelingen.

¹⁷ Ved sammenslåing av kategoriene så blir regelmessig og enkeltinnskudd i fond og enkeltaksjer kategorien aksjesparing. De som krysset av bank + aksjer, blir her kategorisert som aksjesparere. De som kun krysset av for bankinnskudd, kommer under kategorien bank. De som ikke brukte noen, blir fjernet. Totalt antall respondenter blir da 118.



Figur 7.5 Frekvensfordeling årsaker til sparing i aksjer



Figur 7.6 Rangering av svarandeler for kategoriene «viktig» og «meget viktig» for de ulike faktorene

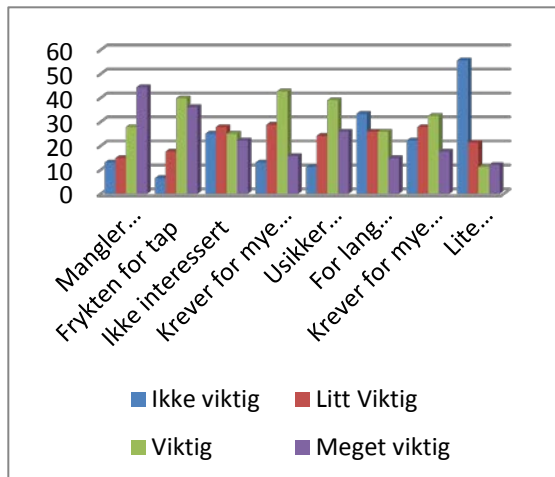
Ut fra rangeringen i figur 7.7 fremkommer *avkastning* som den klart viktigste årsaken til privatpersoners sparing i aksjer. Interessant er det også å se at over halvparten av de som sparer i aksjer mener at *sikker pengeplassering* er en viktig grunn til valg av aksjesparing. Forventninger om høy avkastning henger ofte sammen med aksept av høyere risiko. At respondentene peker på begge faktorene som viktige, er derfor noe oppsiktsvekkende. Interesse for aksjesparing samvarierte også til dels med årlig bruttoinntekt, vist med en korrelasjon på 0,306. Intuitivt kan det tolkes som at interessen for aksjer tenderer mot å øke noe med økt bruttoinntekt.

Gjensidige utførte en lignende undersøkelse om aksjesparing blant privatpersoner der de finner tilsvarende tendenser. I deres undersøkelse var svarene enda tydeligere; nær fire av fem sa at *sikker pengeplassering* og *høy avkastning* var avgjørende faktorer for deres valg (Tollefsen, 2011).

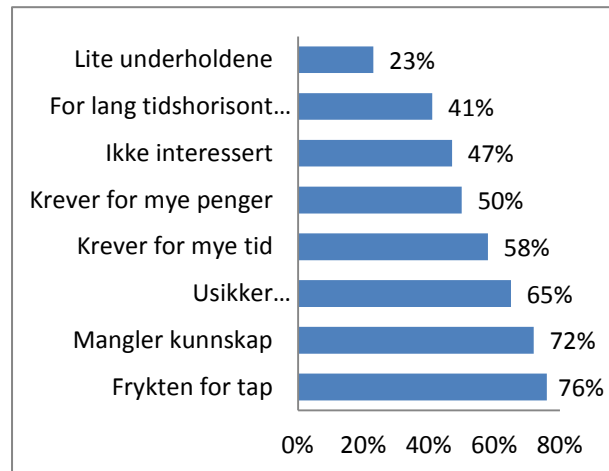
Spenning/underholdning og *påvirkning fra andre* er de minst viktige årsakene til at det spares i aksjer. Svarene samsvarer også her med Gjensidige sin undersøkelse hvor det var klare tendenser til at nordmenn manglet tillitt til rådgivere og analytikere. Deres undersøkelse bekrefter således at påvirkning fra andre ikke er en avgjørende årsak til at husholdninger velger aksjesparing.

Grunner til at aksjer ikke anvendes som spareform

For oss er et av de primære spørsmålene i undersøkelsen å se på ulike årsaker til at det ikke spares i aksjer blant nordmenn. Nedenstående diagrammer gir en oversikt over svarene omkring det.



Figur 7.9 Frekvensfordeling årsaker til ikke sparing i aksjer



Figur 7.10 Rangering av svarandeler for kategoriene «viktig» og «meget viktig» for de ulike faktorene

Figuren viser en jevn fordeling mellom de ulike påstandene, hvor *frykten for tap* fremkommer som den hyppigste grunnen for at respondentene ikke sparer i aksjer. Kunnskap om aksjer og aksjemarkedet er i følge svarene også en betydelig årsak til fravær fra aksjemarkedet. Syv av ti sier at *mangel på kunnskap* enten er en viktig eller meget viktig grunn til at de ikke velger aksjer som spareform. Det er også tendenser til at aksjer er en for *usikker pengeplassering* til at respondentene ønsker å benytte det som spareform. Det kan i noe grad henge sammen med frykten for tap, hvilket vises med en korrelasjon mellom de to påstandene på 0,628.

Ser man videre på faktorene inntekt og kjønn, er det negativ korrelasjon mellom årlig bruttoinntekt og *mangel på kunnskap*¹⁸. Resultatet gir noe tegn til at kunnskap om aksjesparing er lavere hos dem med lav inntekt. Når det gjelder kjønn er det flere kvinner

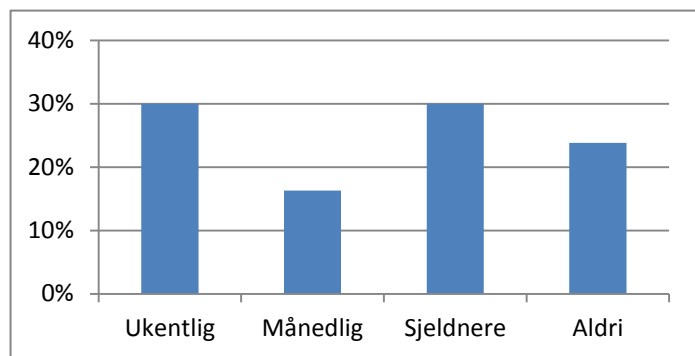
¹⁸ Korrelasjonen mellom inntekt og «mangel på kunnskap» er på -0,219.

enn menn som begrunner fraværet i aksjesparing med *frykten for tap* og *mangel på kunnskap*¹⁹.

Resultatene reflekterer til dels en undersøkelse gjort av Aksje Norge i 2007 og 2009, der befolkningen ble spurt om forholdet til aksjer, aksjesparing og aksjemarkedet generelt (Tollefsen, 2011). Selv om *frykten for tap* falt noe fra 2007 til 2009 i deres undersøkelse, står fortsatt denne som en forklaringsfaktor på hvorfor folk holder seg borte fra aksjemarkedet. Man ser også i denne undersøkelse tegn til at *mangel på kunnskap* er den viktigste grunnen til at det ikke spares i aksjer.

7.1.4 Deltagelse i lotterispill

Av de spurte spiller nær åtte av ti en eller annen form for lotterispill. Ser vi på hyppigheten av lotterideltagelse blant respondentene, kan man se at omlag tre av ti spiller minst én gang i uken og halvparten spiller minst én gang i måneden. De resterende spiller sjeldnere eller aldri.



Figur 7.7 Frekvensfordeling deltakelse i lotterispill

I en undersøkelse av Synovate (2010) om spillevaner og spilleproblemer, sier fire av ti nordmenn at de spiller Lotto minst én gang i måneden. På andre plass kommer Viking Lotto hvor to av ti spiller minst én gang i måneden. Synovate sin undersøkelse er omfattende²⁰ og viser høy stabilitet sammenlignet med tidligere år. Blant nordmenn har gruppen som aldri spiller, blitt større de siste årene. I tidsrommet 2005 - 2010 foreligger det en økning fra 26 til 34 prosent.

Aldersgruppen 40 år og eldre er de som spiller klart oftest blant våre respondenter. Av de spurte i denne aldersgruppen spiller to av tre ukentlig, mot kun én av ti i alderen 0 - 25 år.

¹⁹ Henholdsvis 80 og 70 prosent av kvinnene mener at «frykten for tap» og «mangel på kunnskap» er en viktig eller meget viktig grunn for ikke å spare i aksjer.

²⁰ Synovate gjennomførte i 2010 en telefonspørreundersøkelse med et svarantall på 4636 respondenter.

Med en andel på 65 prosent er menn de hyppigste (ukentlig) spillerne. I motsatt ende er kvinner de som sjeldnest eller aldri spiller lotterispill (to av tre).

Ukentlig forbruk på lotterispill gjenspeiler også frekvensen for deltakelse. Majoriteten oppgir at de ukentlig bruker under kr 100. Menn er de som gjennomsnittlig bruker mest penger ukentlig på lotterispill.

Årsaker til lotterispill

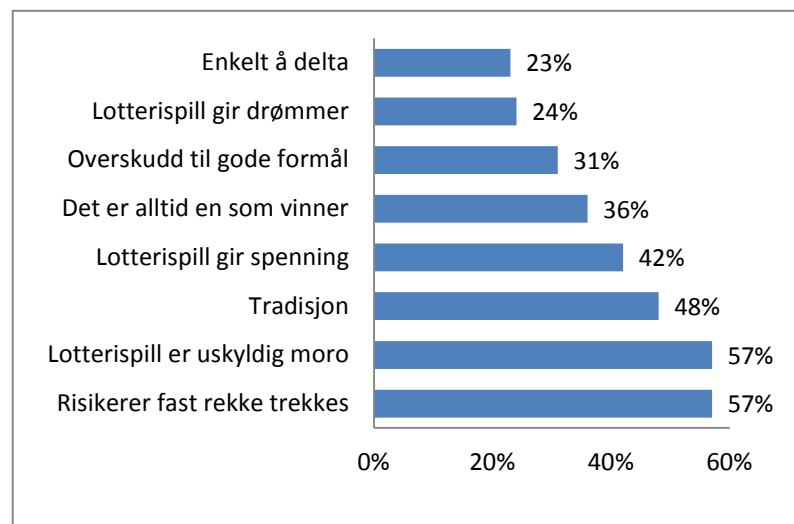
Noe av tankegangen bak analogien med lotterispill i utredningen er å se på hvilke årsaker privatpersoner har for å bruke penger på lotterispill. Uansett hvor hyppig det spilles lotterispill eller hvor mye som brukes, vil det være interessant å se på grunner til deltagelse.

Som viktigste årsaker til deltagelse i lotterispill fremkommer *risikerer at den faste rekken trekkes hvis en ikke deltar og lotterispill er uskyldig moro*. Førstnevnte gjenspeiler en form for frykt, som også fremkom som en av grunnene til at folk ikke sparer i aksjer. Tendensene for frykt i ulike sammenhenger er noe det senere vil sees nærmere på. Det

kan også dra i retning av at individer har en urasjonell tankegang bak den faste rekken sin ved at de tror at sannsynligheten for å vinne med den faste rekken er større enn ved å velge nye tall.

Selv om de ulike norske lotterispillene er lett tilgjengelig og man skulle tro at tilgjengelighet var en viktig grunn til at folk deltar, er det overraskende å se at det ikke fremkommer som en viktig grunn, men tvert imot som den minst viktige grunnen til deltagelse.

Svarfordelingen er forøvrig relativt jevnt fordelt, og det fremkommer en rekke ulike årsaker til deltagelse.



Figur 7.8 Rangering over årsaker til deltagelse i lotterier, viktig + meget viktig.

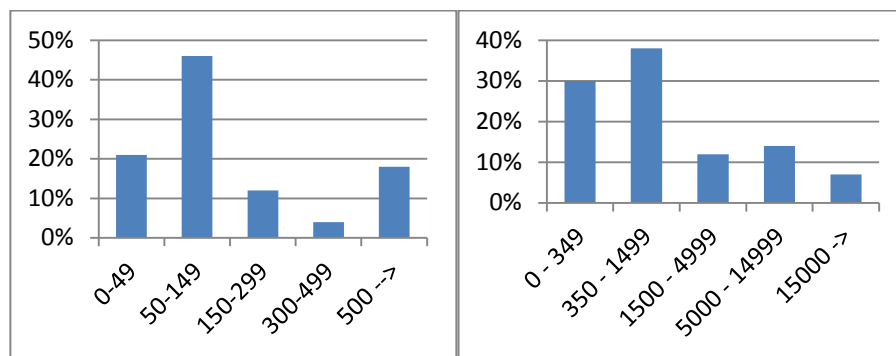
7.1.5 Risikoholdninger

I kapittel 6 illustrerte vi to hypotetiske spørsmål som ble stilt respondentene. Bakgrunnen for spørsmålene var å kunne avdekke hvor mye de var villig til å satse på den enkelte trekningen, og hvordan de endret innsatsen når sannsynligheten for gevinst økte.

Statistikk for svarene som ble avgitt følger i tabellen, med påfølgende diagram over kategoriseringen av svarene.

<i>Deltagere</i>	<i>Snitt beløp</i>	<i>Median</i>	<i>Std. Avvik</i>	<i>Minimum</i>	<i>Maksimum</i>	<i>Korrelasjon</i>
Trekning 1 000	248	100	497	0	5 000	0,535
Trekning 10	4 066	1 000	9 889	0	50 000	

Tabell 7.2 Statistikk for svar på risikospørsmål

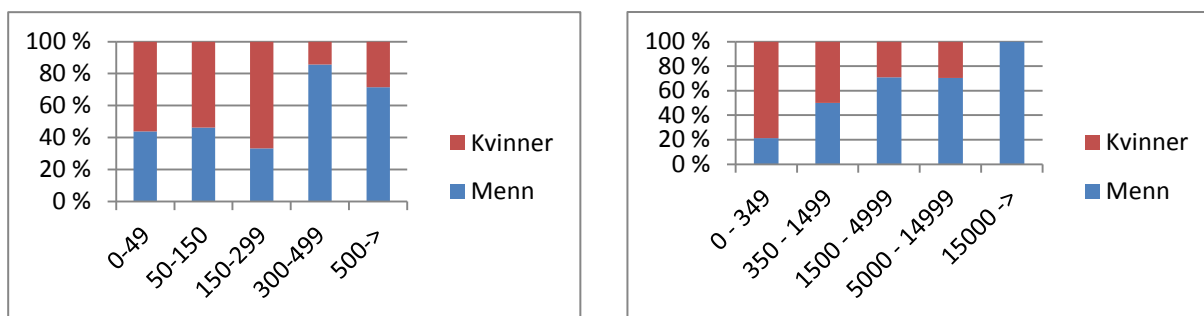


Figur 7.9 Frekvensfordeling med kategoriserte svar på risikospørsmål

Statistikken viser at det er stor variasjon i svarene som ble avgitt, da spesielt i trekning med 10 deltakere. Samtidig er korrelasjonen mellom spørsmålene høy, noe som tilsier at de som har høy/lav innsats i den første trekningen også er konsistent i påfølgende trekning. Kategoriseringen av svarene var imidlertid en nødvendig prosess for å avdekke sammenhenger og egenskaper ved innsatsene.

Forholdet mellom inntekt og innsats drar i retning av at de med høyere bruttoinntekt også satser et tilsvarende betydeligere beløp enn de med lavere inntekt. Beløpssatsning og kjønn viser at menn satser mer enn kvinner i begge trekningene. Korrelasjonen mellom kjønn og beløp i de to spørsmålene er også signifikant negativ på henholdsvis fem og ti prosent nivå²¹, hvilket kan underbygge kjønnsforskjellene i satsningene. Når det gjelder beløp og alder tenderer det mot at de over 39 år satset et høyere beløp enn de under. Det gjør seg gjeldende både i trekningen med 1 000 og 10 deltagere.

Krysstabuleringer mellom kjønn og beløp sees i underliggende diagrammer:



Figur 7.10 Krysstabuleringer mellom kjønn og satsningsbeløp

I spørsmålet med 1 000 deltagere viser krysstabuleringen at 67 prosent av de som mener at *frykten for tap* er viktig, satset et beløp i den laveste kategorien (kr 0 - 149). Den samme tendensen ser man på samvariasjonen (-0,302) mellom beløp og påstanden *aksjer er en usikker plassering* i trekningen med 10 deltagere. Krysstabuleringen underbygger også den negative korrelasjonen, ved at ca. 62 prosent satset et beløp i den laveste kategorien (kr 0 - 349).

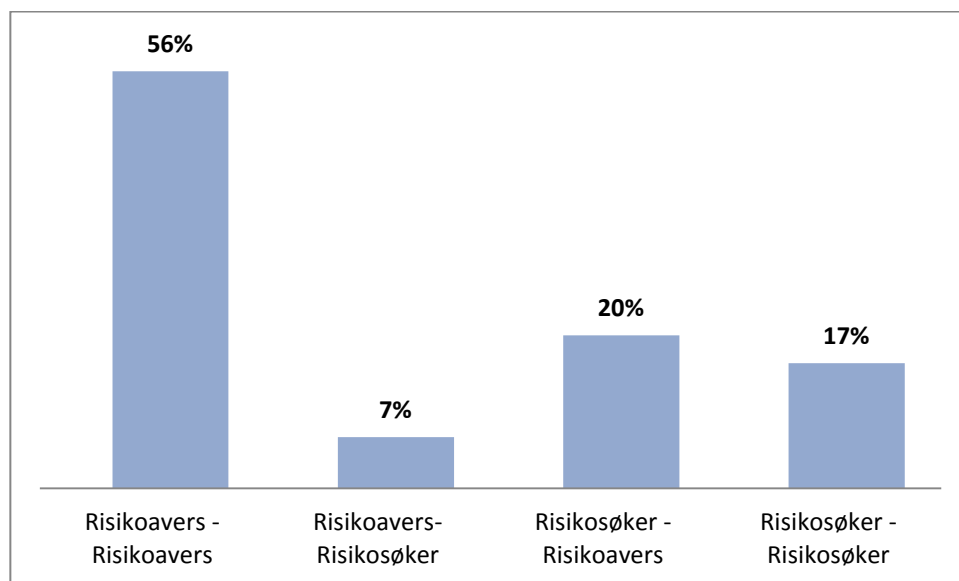
Ved sammenligning av innsats og spareform, drar det i retning av at de som sparer i aksjer ofte satser et høyere beløp enn de som sparer i bank. Det vi også ser er at banksparene representerer overvekten av lave innsatser i begge trekningene. I en studie av relativ risikoaversjon gjort av Schroyen og Aarbu (2012) ble individers holdninger til risiko undersøkt. Studiene ble gjort via en spørreundersøkelse med et representativt utvalg på 1 500 personer. Spørreskjemaet ble utformet med spørsmål omkring inntektsreduksjoner i jobbsammenheng. Resultatene tenderte til at de som sparte i aksjemarkedet ofte utsatte seg for større risiko enn de som eksempelvis sparte i bank.

²¹ Korrelasjonen mellom kjønn og beløp i de to spørsmålene er hhv -0,438 (1 000) og -0,191 (10).

Sammenslutning av spørsmålene omkring risiko

En annen innfallsvinkel å betrakte risikoholdninger på, er å se hvordan respondentene endrer seg fra første trekning til andre trekning. Siden vinner sjansen øker betraktelig i den andre trekningen, kan det være nyttig å se om respondentene endrer holdning. Ved en slik fremstilling får vi da fire kategorier; *risikoavers til risikoavers*, *risikoavers til risikosøker*, *risikosøker til risikoavers* og *risikosøker til risikosøker*.

Kategoriseringen og beløpsskille er viktig i fastsettelsen av hvor individet plasseres. Beløpsskillet settes til kr 149 og 1 499 i henholdsvis trekning én og to. Det vil si respondenter som har et satsningsbeløp under disse grensene, benevnes som risikoaverse og respondenter over som risikosøkende. Videre diskusjon omkring kategoriseringen vil bli gjort under kapittel 8, hvor vi der vil teste andre beløpsgrenser. Frekvensfordelingen med de nevnte beløpsskillene gjenspeiles i figur 7.14.



Figur 7.11 Endring av risikoholdning ved sammenslutning av spørsmålene

Tilnærmet seks av ti var utelukkende risikoaverse ved lotteriene. Det mest iøynefallende er det at en andel på én av fem beveger seg fra risikosøker til risikoavers. Det illustrer aversjonen nordmenn har mot høye innsatser, og samtidig også undervektingen av trekningen ved høy sannsynlighet.

Menn og kvinner som forblir risikoaverse ved sannsynlighetsendring, er på henholdsvis 42 og 72 prosent. Når antall deltakere reduseres til 10, er det også en betydelig andel av menn som går fra å være risikoavers til risikosøker i forhold til kvinner. 18 prosent av mennene

som i det første spørsmålet var kategorisert som risikoavers, gikk til å bli risikosøker, mot kun én prosent av kvinnene. Det er også flere kvinner enn menn som går fra å være risikosøker til å bli risikoavers, selv om det her er mindre forskjeller. Andelen som kategoriseres som risikosøkende i begge spørsmålene har en andel av menn på 29 prosent og andel av kvinner på tolv prosent.

Andelen av risikoaverse i begge trekningene som også sparer i aksjer, er 67 prosent, kontra banksparing på 60 prosent. Ved endring av sannsynligheten går 14 prosent av dem som sparer i aksjer fra å være risikoavers til risikosøker, mens andelen for banksparene kun er seks prosent.

Ser vi videre på dem som mener at aksjesparing er en usikker pengeplassering, så er andelen risikoaverse i begge trekningene på 63 prosent. Andel respondenter som mener at aksjer er en usikker plassering og som beveger seg fra risikoaversjon til risikosøkning, er på lave tre prosent.

Resultatene indikerer at individer jevnt over holder på sin opprinnelige holdning, selv om sjansene for gevinst øker. Videre tyder resultatene på at kvinner er mer risikoaverse enn menn.

Det finnes en rekke studier som ser på hvordan individer tar beslutninger utfra risiko. Felles for de fleste er at de viser at menn er mer risikosøkende enn kvinner. Det gjør seg gjeldende både ved beslutningstaking i eksempelvis lotteriekksperimenter, samt når menn og kvinner selv skal gradere sin risikoholdning. I en svensk studie av Dreber et al. (2011) deltok respondentene i et lotteri hvor den forventet gevinsten var 50 SEK. Respondentene ble i tillegg gitt muligheten å motta et sikkert beløp som gradvis økte fra 25 til 75 SEK. Ved en slik fremstilling ønsket de å finne det beløpet hvor respondenten gikk fra å delta i lotteriet til å velge det sikre alternativet. For menn var det gjennomsnittlige sikre beløpet 45,2 SEK, mens det for kvinner var 37,1 SEK. Forskerne lot også utvalget oppgi sin egen risikovilje. Resultatet samsvarte med ovennevnte empiri; menn ser på seg selv som mer risikovillige enn kvinner.

7.2 Logistisk regresjonsanalyse

Den logistiske regresjonsanalysen har som hovedformål å gi en indikasjon på hvilken retning og påvirkning de ulike forklaringsvariablene synes å ha på to avhengige variabler. For ytterligere forklaringer vedrørende modellens utregninger vises det til kapittel 6.2.

Husholdningers bruk av finansmarkedet

I den logistiske regresjonsanalysen for husholdningers bruk av finansmarkedet har vi valgt å teste fem uavhengige variabler (menn, alder, høy inntekt, lang tidshorisont for sparing og høye månedlige sparebeløp) opp mot en dikotom avhengig variabel (sparing i aksjer kontra ikke sparing i aksjer). Utvalget i analysen er 118 respondenter.

	<i>Beta-koeffisient (logit)</i>	<i>Standardfeil</i>	<i>Signifikans</i>	<i>Oddsratio (Exp(B))</i>
Alder	-.204	.262	.437	.816
Menn	.649	.471	.168	1.913
Høy inntekt	1.432	.528	.007	4.188
Høyt sparebeløp	.425	.468	.364	1.530
Lang Tidshorisont	1.758	.494	.000	5.802
Konstant	-1.641	.730	.025	.194

Tabell 7.3 Logistisk regresjonsmodell husholdningers bruk av finansmarkedet

Som tabell 7.3 viser er samtlige av variablene positive, hvilket indikerer at en økning i variabelens målnivå vil øke oddsen for at respondenten har plassert kapital i aksjer. Logiten på aldersvariabelen er i vår analyse vist med negativ fortegn. Det tilsier at økningen i alder vil føre til lavere odds for at respondenten investerer i aksjer. Når det gjelder signifikansen til hver enkelt variabel, utmerker høy inntekt og lang tidshorisont seg positivt. De er signifikant på henholdsvis ti og fem prosent nivå. For tidshorisont impliserer det at en horisont på 10 år eller mer, øker sannsynligheten med 480 prosent for at respondenten har plassert i aksjer²². Oddsen for å spare i aksjer er 91 prosent høyere for menn enn for kvinner.

²² $(5,802-1)*100$

Husholdningers risikoaversjon

Analysen av risikoaversjon tar utgangspunkt i 86 besvarelser²³. Som vi nevnte under fremleggelse av den avhengige variabelen i metoden (kapittel 6.2), ble det satt en skjønnsmessig definisjon av den dikotome avhengige variabelen; risikoaversjon og ikke-risikoaversjon. Denne grensen er sensitiv overfor resultatet av analysen, og en for høy/lav grense kan gi utslag. Det blir derfor gjort en sensitivitetsanalyse med ulike beløpsgrenser i kapittel 8.

De uavhengige variablene i analysen er; *alder*, *kvinner*, *frykt for tap*, *ikke interesse for aksjer*, *lotteri gir spenning i hverdagen* og *risikerer at den faste rekken trekkes hvis en ikke deltar i lotteriet*.

	Beta-koeffisient (logit)	Standardfeil	Signifikans	Oddsratio (Exp(B))
<i>Alder</i>	-.901	.385	.019	.406
<i>Kvinner</i>	.827	.651	.204	2.287
<i>Frykt tap aksjer</i>	1.803	.701	.010	6.065
<i>Ikke interessert i aksjer</i>	1.182	.672	.079	3.259
<i>Lotto gir spenning</i>	-1.539	.620	.013	.215
<i>Risikerer fast rekke</i>	1.236	.614	.044	3.443
<i>Constant</i>	-1.596	1.932	.409	.203

Tabell 7.4 Logistisk regresjonsmodell av husholdningers grad av risikoaversjon

Utfra logiten ser vi at *frykt for tap*, *ikke interesse for aksjer*, *risikerer at den faste lottorekken trekkes hvis en ikke deltar* og til dels *kvinner* gir en forklaring på risikoaversjon blant respondentene. Oddsen for å være risikoavers når en begrunner sitt fravær i aksjemarkedet med *frykten for tap* er 506 prosent. I motsatt ende har vi de som anser lotterier som *spenning i hverdagen*, hvor oddsratioen er mindre enn 1. Det innebærer at oddsen for å være risikoavers er lavere blant dem som oppgir *spenning i hverdagen* som viktig grunn, enn for dem som ikke synes det er viktig. Sannsynligheten for å være risikoavers er også 243 prosent

²³ Antallet på 86 besvarelser kommer hovedsakelig av svarandelen på *frykten for tap* og *ikke interessert i aksjer*.

større når en begrunner sin deltakelse i lotteri med *risikerer at den faste rekken trekkes hvis en ikke deltar*.

Oppsummering logistisk regresjon

De logistiske regresjonsanalysene avdekker i begge tilfellene karakteristiske trekk og retninger de utvalgte variablene har på husholdningers sparing i aksjer og på graden av risikoaversjon.

Tankegangen bak den første logistiske analysen var å kartlegge mulige faktorer som synes å påvirke husholdningers spareadferd rundt aksjer. Det viser seg eksempelvis at tidshorisonten som legges til grunn for husholdningen, øker sannsynligheten for at det spares i aksjer fremfor banksparing på fem prosent signifikansnivå. Aksjesparing er også anbefalt å ha en tidshorisont på minimum fem år på grunn av sin volatilitet. Bruttoinntekt viste seg også signifikant på ti prosent nivå for å øke sjansene for å spare i aksjer. De som tjente kr 500 000 eller mer, hadde en større sannsynlighet for å spare i aksjer enn dem med lavere inntekt. Intuitivt kan sammenhengen forklares ved at økning i tidshorisont og bruttoinntekt øker sannsynligheten for at deler av formuen blir investert i finansmarkedet.

I den andre logistiske analysen ønsket vi å få frem mulige faktorer som kunne forklare husholdningenes risikoaversjon. Det viste seg at *frykten for tap* vedrørende aksjer gav en god forklaring på risikoaversjon. I motsatt tilfelle gav påstanden om at *lotterier gir spenning i hverdagen* en økt sannsynlighet for ikke-risikoaversjon. Rent intuitivt virker det logisk, da individer som anser lotterier som spenning også vil være mer mottakelig for risiko. Som forventet ble det observert at kvinner hadde større sannsynlighet for å være risikoaverse enn menn. Denne observasjonen er i tråd med empiri da kvinner generelt representerer lavere tilbøyelighet for risiko enn for menn.

7.3 Diskusjon av empiriske funn

Resultatene fra spørreundersøkelsen synliggjør på generell basis hvordan husholdninger mangler en overordnet økonomisk plan. Det ble avdekket en relativ kort tidshorisont på husholdningenes sparing, hvilket også ble underbygget av respondentenes valg av spareformål. Iøynefallende er det at respondentene ikke vet hvilken tidshorisont de vektlegger, og at sparing uten bestemte formål er høyt rangert. I en undersøkelse av Nordea

(2010) viste det seg at én av seks verken hadde tidshorisont eller mål for sin sparing. Observasjonene kan tyde på at husholdninger implisitt bruker en form for transaksjons- og forsiktighetsmotivert sparing til den mer langsiktige sparingen, jf. kapittel 2.2. Midlene som er til overs etter dekning av uforutsette utgifter, ser ut til å tas med videre til langsiktige formål, eksempelvis pensjonsalderen. Tilbøyeligheten for å spare i aksjer kontra bank viste seg også å være større dersom respondentene hadde en lengre tidshorisont på sin sparing. Statistikk fra VFF (2012) underbygger betraktningen; aksjesparere drar i retning av å være flinkere til å tenke langsiktig. Denne langsiktigheten blant aksjesparere synliggjøres gjennom færre salg av aksjeandeler de siste årene, og at innehaverne i stedet har valgt å beholde sine plasseringer, til tross for volatile perioder.

Med utgangspunkt i den nye pensjonsreformen, er mye av ansvaret for personlig økonomi flyttet fra stat til privatpersoner. Den potensielt lavere statlige pensjonsutbetalingen stiller krav til tiltagende livsløpsplanlegging, samtidig som det vil være nødvendig å iverksette sparingen tidligere for å unngå stort fall i inntekt, konsum og levestandard ved oppnådd pensjonsalder. Det er gjort flere undersøkelser omkring pensjonssparing og pensjonsreformen. Felles for dem er at det foreligger en generell manglende kunnskap omkring selve reformen og egen pensjonsutbetaling²⁴. Det eksisterer også et ønske fra majoriteten om å pensjonere seg tidligere, der det samtidig ikke tillates en nedgang i pensjonsutbetalingene. Resultatene fra undersøkelsene indikerer dermed at nordmenn generelt har et inntrykk av at det norske velferdssystemet er godt utbygd, og at det i lys av det ikke er nødvendig med økt privat sparing. I vår undersøkelse ble sparing til pensjon også i stor grad neglisjert i forhold til andre spareformål. Forventinger om høy offentlig sparing fører til at incitamentet ved privat sparing fjernes, slik illustrasjonen viste i kapittel 2.1.

I oversikten over husholdningers gjennomsnittlige formue på side 24 så vi at det var en tydelig skjevhet i kanaliseringen av formuen. Skjevheten gjorde seg synlig i at over 60 prosent av formuen var plassert i bolig og eiendom. Mye av forklaringen til den store boligformuen kan forankres i det historiske ved å eie egen bolig. En annen forklaring er at det er skattemessig gunstig å spare i egen bolig. Nordmenn synes også å være positiv innstilt overfor fremtidig avkastning rundt bolig og eiendom. Observasjonen bekreftes av en spørreundersøkelse gjort av Storebrand (2011) der 39 prosent av de spurte mente at bolig

²⁴ (FNO, 2012), (Pensjonsspesialisten, 2012) og (Nordea, 2010).

ville være det smarteste spareobjektet de neste tolv månedene. Neste på listen var banksparing med en andel på 22 prosent. Sett i forhold til den relativt høye belåningsgraden norske husholdninger innehar, synliggjøres sårbarheten ved endringer i boligmarkedet. I kapittel 2.1 presenterte vi hvordan sparingen var følsom overfor renteendringer. I henhold til substitusjonseffekten ved nettorenteutgifter, vil en høyere rente gjøre lånet dyrere, og således sparingen mindre. Støfring²⁵ (2011) viser i sine analyser hvordan høy gjeldsgrad påvirker privatpersoner til mindre investeringer i finansmarkedet. Intuitivt indikerer observasjonene at privatpersoner prioriterer boliginvesteringer på bekostning av andre plasseringer

I lys av vår egen undersøkelse, husholdningers gjennomsnittlige formuesplassering og andre undersøkelser, viser det seg at banksparing er den fremtredende spareformen i Norge, om man ser bort fra bolig. Nordmenn er generelt opptatt av tradisjon og sikkerhet ved valg av spareprodukter. Til tross for at halvparten av respondentene i en undersøkelse av Nordnet tror på børsoppgang det kommende året, foretrekkes likevel sparing i bank eller nedbetaling av gjeld (DN, 2012). Kun én av ti ønsket å spare i aksjer eller fond de neste tolv månedene. Sparing i aksjer og fond relaterer seg ofte til høy risiko og større krav til oppfølging. I vår undersøkelser oppga majoriteten *frykten for tap* og *usikker pengeplassering* i avveiningen om ikke å spare i aksjer. Oppmerksomhet i media vedrørende børskrakk og dårlige aksjer kan være én av faktorene som bidrar til aversjon mot aksjer. Med søkelyset rettet mot negative hendelser, skapes ofte inntrykk av aksjemarkedet som mer utrygt enn det i realiteten skulle være. Frykten kan blant annet sees i forhold til en *tilgjengelighetsheuristikk* som beskriver hvordan individer ofte baserer sine beslutninger på hukommelse og erfaring. Det individet husker, forestiller seg eller har hørt, vil bli vurdert som mer sannsynlig. Overskrifter om eksempelvis børskrakk og nedgang vil ofte bli husket, og følgelig redusere sannsynligheten for eksponering av sparepengene mot aksjemarkedet. Før finanskrisen i 2008 var ordbruken «børskrakk» nevnt i fem avisartikler i perioden juli/august. Etter utbruddet av finanskrisen økte terminologibruken atskillig, og i løpet av september/oktober ble «børskrakk» nevnt i henholdsvis 131 og 144 artikler (Ruud, 2011).

Det er oppsiktsvekkende å se de motstridende svarene som ble angitt i tilknytning til sparing i aksjer kontra ikke sparing i aksjer. En stor andel av dem som sparte i aksjer mente at det

²⁵ Støfring (2011) forsøkte å kartlegge hvordan husholdninger forholder seg til finansmarkedet. Undersøkelsene tok utgangspunkt i et utvalg MIFID-skjemaer. Han foretok en regresjonsanalyse med ulike forklaringsvariabler, der gjeldsgradsvariabelen var en av dem.

var en *sikker pengeplassering*. I andre enden svarte de som ikke sparte i aksjer at plasseringsformen var en for *usikker pengeplassering* for dem. Hva ulike personer forbinder med aksjer bør utfra svarene følgelig sees i sammenheng med hvilken spareform de bruker, og hvilken grad av innsikt de har i aksjemarkedet. I tidligere nevnte analyse av Støfring (2011) ble det også avdekket hvordan høy bruttoformue samt tidligere erfaringer med finansmarkedet, påvirket valget om å investere i aksjer. Intuitivt kan funnene forklares med at tilbøyeligheten for en høyere andel av formuen plassert i finansmarkedet øker med tidligere kjennskap til plasseringsformen, og ved høy bruttoformue. I vår regresjonsanalyse viste det seg at bruttoinntekt hadde en positiv påvirkning på sannsynligheten for å spare i aksjer.

Manglende kunnskap er også en trolig årsak til hvorfor privatpersoner unngår plasseringer i aksjemarkedet. Syv av ti mener i vår studie at *mangel på kunnskap* er en viktig grunn til ikke å spare i aksjer. Mangel på kunnskap henger videre sammen med overnevnte frykt, noe som ble dokumentert ved samvariasjonen mellom dem. Dersom husholdninger mangler generelle kunnskaper vedrørende finansmarkedet og finansielle sammenhenger, kan det bidra til økt frykt når media retter fokus på negative hendelser i aksjemarkedet. Studier av Almenberg og Widmark (2011) avdekket hvordan en gjennomsnittlig husholdning forholdt seg til *numeracy* og *financial literacy*, dvs. grunnleggende tall- og matematiske kunnskaper. Fra testene fremkom en overordnet svak kunnskap vedrørende de nevnte områdene, hvilket viser betydningen av å utbedre forståelsen for å takle økonomiske beslutninger. Mangel på forståelse av finansielle sammenhenger bidrar til at individer behandler informasjon ulikt. Tall fra vår undersøkelse sier at kunnskapsnivået omkring aksjer er lavere enn først antatt²⁶. I et rent hypotetisk spørsmål hvor aksjer gav en årlig avkastning på 10 prosent i 40 år var kun én av fem klar over den markante rentes renteeffekten som et årlig sparebeløp på kr 1000, gav. Det impliserer en majoritetsandel som trodde avkastningen ble langt lavere enn faktum var. Med finansielle forandringer kan det derfor være hensiktsmessig med økt informasjonsformidling i større grad enn tilfellet er per i dag.

²⁶ Et av spørsmålene som ble stilt våre respondenter var følgende: «La oss si at du bruker 1000 kr årlig (dvs. ca. 20 kr i uken) på lotterispill. Hvis du i stedet sparte pengene i fond som årlig gir 10 % rente, hvor mye tror du sparepengene har vokst til etter 40 år? (Det behøves ikke kalkulator, svar det du tror er mest riktig)».

Aversjon mot aksjer kan også forsterkes med manglende informasjon omkring muligheter, risiko og forventinger. Slik informasjon er ofte rettet mot dem som allerede har investert eller som har høy sannsynlighet for å investere i aksjer. Informasjonsskjevheten vil dermed føre til et økende «kunnskapsgap», siden det oppstår en skjevhet i rådgivningen. Problematikken bidrar til at de som burde få mer informasjon, ikke får det, hvilket igjen kan føre til individuell beslutningstaking, eksempelvis ved å velge det trygge og tradisjonelle alternativet. Det er også klare sammenhenger mellom kunnskapsnivået ved aksjesparing og graden av risikoaversjon. De som mener de innehar kunnskap om aksjer og sparer i aksjer av den grunn, er mer risikosøkende enn dem som mener kunnskap ikke er en avgjørende faktor. Disse observasjonene ble synliggjort både i satsning av beløp og hvordan risikoholdning endret seg når sannsynligheten for gevinst økte.

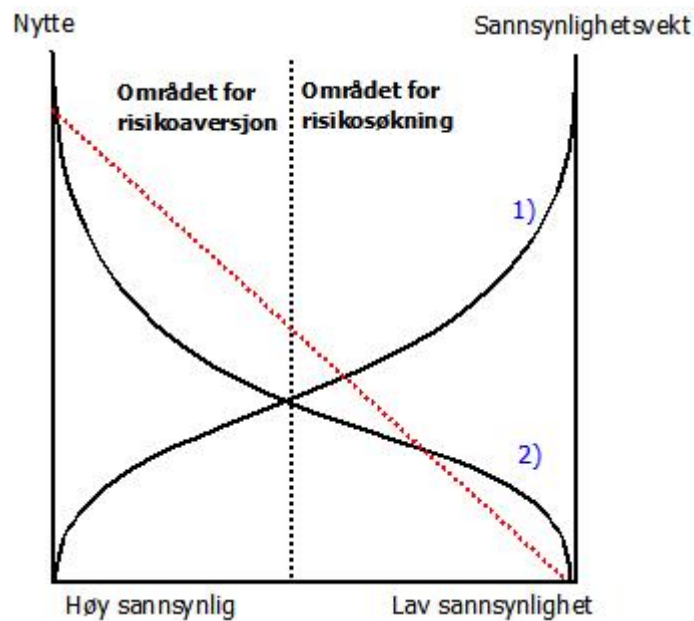
Med utgangspunkt i våre observasjoner drar de som er representert ved bankinnskudd klart i retning av å være mer risikoaverse enn aksjesparere. Videre er det klare tendenser til at de som avstår fra aksjesparing grunnet frykt for tap, samt ser på aksjer som usikker pengeplassering eller mangler kunnskap om aksjer, også er risikoaverse. I tråd med forventinger er det ikke overraskende at de som sparer i bank er mer risikoaverse enn aksjesparere. Observasjonen samsvarer også med studiene til Schroyen & Aarbu (2011), hvor det viser seg at de som sparer i bank tar mindre risiko enn de som sparer i aksjer. Som en rekke andre studier konkluderer med, er det også forskjell på kvinner og menn når det gjelder risikoaversjon. Menn skiller seg ut ved at de både satser et høyere beløp i begge trekningene, og at de sparer i aksjer i større grad enn kvinner.

Nettavisen skrev i 2011 om en mann som vant førstepremien i Lotto etter å ha levert inn den samme kupongen i over 25 år. Argumentet for at den faste rekken tilslutt skal gå inn med tiden synes å være en generell oppfatning blant deltagere i lotterispill, noe som også ble bekreftet i vår spørreundersøkelse. Sett i henhold til adferdsteorien *gamblers fallacy*, tror en rekke spillere at sannsynligheten bedrer seg over et lengre tidsrom i langt større grad enn det som er faktum. Ved spill i generelle lotterispill er det slik at sjansen for å vinne akkurat er den samme, uansett om man spiller den faste rekken eller om nye tall velges. Gamblers fallacy beskriver individers feiltolkning av tilfeldigheter og individers tro på at sekvenser av tilfeldigheter vil jevne seg ut etterhvert. Individer vil eksempelvis tro at det er mer sannsynlig å få krone etter en serie med fem mynt, enn å få mynt en gang til. Akkurat som ved lotterier, så er mynt/kron like tilfeldig ved neste kast, og sjansene for å treffe er akkurat like store.

Det spilles mye lotterier til tross for at store deler av norske privatpersoner trekker i retning av å være risikoavers. Selv om den nevnte personen var så heldig å vinne, så er det en rekke nordmenn som har problemer å forholde seg til lave lotterisannsynligheter og følgelig overvekte lave sannsynligheter, jf. beslutningsvektsfunksjonen i kapittel 4.2. Sannsynlighetsvurderingen i lotterier kan videre komme av en *representativitetsheuristikk*. Det er flere negative aksjeomtaler i media enn tilfellet er med lotterier. Utelukkende positive omtaler av lotterier kan spille inn på sannsynlighetsvektingen for *tap* i aksjer og *gevinst* i lotterier. Slike synergieffekter illustreres gjennom en lottogevinst i lokalområdet. Andre innbyggere kan da identifisere seg med en slik hendelse og videre anta at sannsynlighetene for at det samme skal skje dem selv, er høyere enn hva realiteten tilsier (*baserate fallacy*). Forklaringer til det store fokuset på lotterigevinster kan også komme av overoptimisme ved at de fleste tror at det er mer sannsynlig at noe positivt hender dem selv enn andre.

Et interessant funn i vår studie er privatpersoners tendenser til å holde på sin opprinnelige risikoholdning selv om sjansene for gevinst øker betraktelig. Det er oppsiktsvekkende å se hvor lite avkastningsrammene spiller inn i forhold til graden av risikoaversjon. Nordmenn tenderer mot å være mer opptatt av risiko enn den mulige avkastningen. Viljen til å være risikoavers sammenfaller i stor grad med adferdsteorien som ble presentert i kapittel 4. Selv om prospektteorien ble utviklet for over 30 år siden, viser det seg fortsatt dominerende at individer vektlegger sjansene for tap høyere enn mulighetene for gevinster. Taps- og skuffelsesaversjonen til norske husholdninger kan på bakgrunn av det hevdes å være sterk.

Observasjonen omkring respondentenes endringer av risikoholdninger, kan sees i lys av nyttemodellen som ble presentert i kapittel 5. I vår studie gikk i underkant av én av ti fra å være risikoavers til risikosøkende når sannsynligheten for gevinst økte. Interessant var det å se at én av fem gikk motsatt vei, dvs. fra risikosøking til risikoaversjon. For å vise poenget har vi tilvirket en graf på bakgrunn av Garret og Sobel sine illustrasjoner, i tillegg til å supplere med en invers kurve av den subjektive beslutningsvekstfunksjonen (side 56).



Figur 7.12 Sammenstilling av nytte og sannsynlighetsvekter, egentilvirket.

Med utgangspunkt i spørsmålene vi stilte vårt utvalg, forklares adferden i henhold til modellen. Den venstre vertikale akse omhandler kurve 1), mens den høyre sees i tilknytning til den inverse beslutningsvekstfunksjonen, jf. kurve 2). Vi ser av 2) at respondentene venter høye sannsynligheter subjektivt lavere enn hva objektiviteten tilsier, og vice versa for lave sannsynligheter. Ved å redusere antall deltagere til 10, og dermed øke sannsynligheten, gikk flere over til å bli risikoavers fremfor å forbli risikosøkende. I lys av det tilsier subjektive beslutninger at høye sannsynligheter ikke medfører risikosøkning i like stor grad som lavere sannsynligheter, sett i forhold til hva som objektivt burde vært tilfellet. I tillegg gjenspeiler svarene at nytten er størst ved lavere innsatser og tilsvarende lavere sannsynligheter. Undervektningen i trekningen med høy sannsynlighet for gevinst, bekrefter nordmenns aversjon mot høye innsatser. På bakgrunn av overnevnte observasjoner og i tråd med andre studier, kan vi si at nordmenn generelt er risikoaverse.

Sammenligner vi med Norge med Sverige, viser det seg at norske husholdninger er dårligere til å spre sine plasseringer og tenke langsiktig. Tendensen gjenspeiles i en undersøkelse av Nordea hvor 65 prosent av svenskene sparte i aksjefond, mot kun 40 prosent nordmenn. Videre foretok 59 prosent av svenskene privat pensjonssparing, mot kun 19 prosent

nordmenn²⁷. Våre funn kombinert med annen empirisk forskning underbygger årsaker til at husholdninger unngår plasseringer i finansmarkedet. Nordmenn kan sies å være trygghetssøkende samtidig som det er fravær av en generell økonomiplan.

²⁷ Nordeas undersøkelse omkring holdning og adferd til sparing: <http://hugin.info/134598/R/1339993/320125.pdf>. Når det gjelder svenskene så har de obligatorisk fondssparing. Disse undersøkelsen ser bort i fra dem, og hvis vi tar med den obligatoriske fondssparingen, ville ca. 94 prosent av svenskene spart i aksjer/fond.

8. Elementer i utredningen

Avslutningsvis ønsker vi å synliggjøre ulike usikre elementer som kan påvirke de endelige resultatene fra studien, deriblant sensitivitetsanalyser av ulike subjektive kriterier.

Betraktninger rundt datainnsamlingen

En mulig feilkilde i spørreundersøkelsen og følgelig også analysen, er utstrakt bruk av forhåndsatte svarkategorier. En slik fremgangsmåte kan føre til at variabler ikke blir fanget opp godt nok og at det på bakgrunn av det ikke kan konkluderes på valid basis. Forhåndsatte svaralternativer ble primært brukt for at respondenten skulle bruke lite ressurser på å svare, og fordi mange åpne spørsmål ofte krever større ressursbruk for vår egen del. Det er likevel grunn til å anta at noen variabler burde ha vært på kontinuerlig målenivå, eksempelvis alder og bruttoinntekt. Det er nærliggende å tro at spredningen i bruttoinntekten ville vært mer presis med åpne svar. Det kunne klarlagt bruttoinntektens påvirkningskraft i testene i større grad.

Man kan også spørre seg om det er tilstrekkelig med fire kategorier i spørsmålene hvor respondentene fikk muligheten til å svare på en skala fra *ikke viktig* til *meget viktig*. I utarbeidelsen av spørreskjemaet var det stor usikkerhet knyttet nettopp til hvor stor skalaen skulle være. En for stor skala kan bidra til svar som «klumpes» i midten. I tillegg ville det for vår egen del ikke være formålstjenlig med for mange kategorier å ta hensyn til ved behandling og analyse av dataene. Vi konkluderte med at det ville frembringe nok klarhet i svarene med de fire benyttede kategoriene. I etterkant hadde det muligens vært mer hensiktsmessig å tilføye en femte kategori med benevnelsen *verken viktig eller uviktig*.

Sensitivitetsanalyse av skjønnsbaserte betraktninger

En av utredningens hoveddeler var en generell kartlegging av husholdningers risikoholdninger. Som nevnt tidligere hadde vi to spørsmål hvor tanken var at respondentene skulle oppgi en subjektiv innsats for deltakelse i to trekninger med forskjellige sannsynligheter. Hvor stor sannsynlighetsspredningen burde være, avhenger av siktemålet siden kr 500 blir forventet gevinst i det første alternativet og kr 50 000 blir forventet gevinst i det andre alternativet. Et beløp omkring kr 500 oppfattes muligens ikke som bagatellmessig av de fleste for et lotteri, og vi kan slik sett spørre oss om det var korrekt å bruke 1000 personer i trekningen i det første alternativet og 10 personer i det andre. Denne bekymringen er relevant hvis poenget er å få fram ulik holdning til risiko for små og store beløp, altså om

en flytter seg fra risikosøkende til risikoavers. For oss var det i første omgang tilstrekkelig å finne grad av risikoaversjon. Vi ønsket imidlertid også å se på endringer i holdningene når sannsynligheten ble endret. Det kan i ettertid bære preg av at sannsynlighetsspredningen muligens var for stor. Spredningen kunne eksempelvis blitt redusert ved å gå fra 1000 til 100 deltagere i stedet for 1000 til 10. Det ville gjort flere betraktninger lettere ettersom sannsynlighetsendringen i stedet for å være 100 ganger ville vært 10. På den andre siden var det viktig å presentere sannsynligheter som respondentene kunne forholde seg til på en enkel måte. De fleste klarer eksempelvis å se på et forhold mellom gevinst, sannsynlighet og innsats når deltakerantallet er 10 personer. Hadde antallet i stedet eksempelvis vært 50, kan man se for seg at flere ville hatt problemer med beregninger, sannsynligheter og innsats.

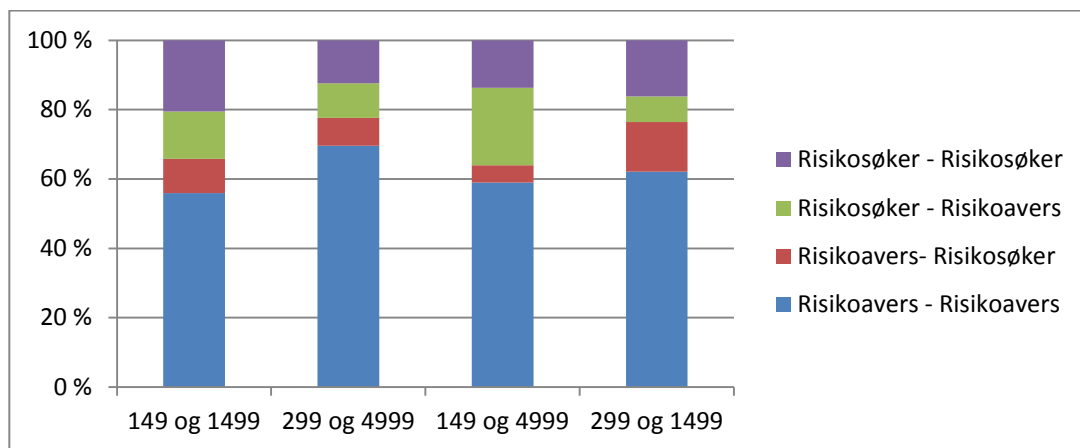
I den logistiske regresjonsanalysen som ble gjort av risikoaversjon, forutsatte vi et beløpsskille mellom risikoaversjon og ikke-risikoaversjon på kr 249. Vi vil nedenfor vise en tabell som viser hvordan betakoeffisientene endrer seg med forskjellige beløpsskiller. Betakoeffisientene vil også vises for risikospørsmålet med 10 deltagere.

	1 000 deltagere		10 deltagere	
	<i>Risikoaversjon < 149</i>	<i>Risikoaversjon < 249</i>	<i>Risikoaversjon < 1499</i>	<i>Risikoaversjon < 4999</i>
<i>Alder</i>	-0,343	-0,901	-0,038	0,147
<i>Kvinne</i>	0,94	0,827	1,424	0,732
<i>Frykt for tap (aksjer)</i>	0,937	1,803	0,919	1,265
<i>Ikke interesse (aksjer)</i>	1,299	1,182	0,822	0,642
<i>Lotto gir spenning</i>	-0,503	-1,539	-0,574	-0,402
<i>Risikerer fast rekke</i>	0,267	1,236	1,004	0,412

Tabell 8.1 Sensitivitetsanalyse av antakelser ved logistisk regresjonsanalyse

Den uthevede raden ble brukt i den logistiske regresjonsanalysen. Ved først å ta utgangspunkt i redusert beløpskille, ser vi at betakoeffisientene viser lik retning, dvs. negative (positive) koeffisienter forblir negative (positive) med lavere/høyere beløp. Den eneste forskjellen er påvirkningskraften som for enkelte variabler synes å minke. Ved betraktning av trekningen med 10 deltagere ser vi også at majoriteten av variablene beholder sin påvirkning av risikoaversjon i forhold til raden vi har tatt utgangspunkt i. Sensitivitetsanalysen viser hvor vanskelig det er å sette et skille mellom hva som kan regnes som risikoaversjon og ikke. Ut fra beløpene som er valgt, og tabellen overfor, synes vi likevel at resultatene som fremkommer gir gode indikasjoner på hvordan ulike variabler synes å forklare påvirkningen av risikoaversjon.

I kategoriseringen av hvordan respondenten endrer sin holdning når sannsynligheten for å vinne, øker, ble det fastsatt en skjønsmessig grense på 149 og 1 499 kroner. I fastsettelsen har vi ikke tatt høyde for risikoholdninger mellom ytterpunktene risikoavers og risikosøkende ettersom vi med kategoriseringen først og fremst ønsker å få fram et klart skille mellom respondentene, og ikke nødvendigvis karakteriserer hver respondent som enten risikoavers eller risikosøkende. I påfølgende diagram vises hvordan de ulike respondentene beveger seg med forskjellige beløpsgrenser.



Figur 8.1 Sensitivitetsanalyse ved sammenslutning av risikospørsmålene

Den første søylen viser beløpene som analysen tok utgangspunkt i. Det er også det beløps skillet som er lavest. Ved å øke beløps skillet i begge spørsmålene, blir andelen *risikoavers til risikoavers* høyere på bekostning av de andre. Når vi holder beløpsgrensen i trekningen med 1000 deltagere konstant og øker beløpet i trekningen med 10 deltagere, synker andelen *risikosøker til risikoavers*. I motsatt ende synker andelen som kategoriseres

risikoavers til risikosøker. Motsatt tendens ser vi når beløpet økes i trekningen med 1000 deltagere og senkes i trekningen med 10 deltagere.

Studiens kvalitet

For å måle studiens kvalitet har vi i tråd med reliabiliteten sett våre resultater opp mot andre tilsvarende undersøkelser. Metodikken var å sammenligne spørsmål som tilnærmet går ut på det samme. Informasjonen som ble innhentet, korresponderte ofte med elementer som vi fant i vår undersøkelse. Det er, i de få undersøkelsen som er gjort, samsvar mellom holdninger i henhold til aksjesparing. For fullstendig sikkerhet av studien anbefales det imidlertid å gjennomføre en oppfølgingsstudie.

Til tross for at modellene i analysen ikke gav signifikant forklaringskraft på fem prosent nivå gav analysen indikasjoner på ulike karakteristiske trekk ved og retninger for de forskjellige forklaringsvariablene. Konklusjonen i henhold til modellen bør imidlertid modereres noe i lys av den manglende signifikante forklaringskraften.

Studiets største svakhet er utvalgets størrelse og demografi. Her nevner vi to kritiske forhold: For det første så er ikke 161 respondenter dekkende nok til å kunne ukritisk generalisere resultatet. For det andre så burde vi hatt en større spredning i alders- og formuesgruppene. Til tross for at det ikke kan sies å foreligge en generell statistisk konklusjonsvaliditet, gir noen av resultatene indikasjoner på hvordan husholdninger opptrer ved sparing, både gjennom adferd og risikoholdninger, hvilket i så måte også gir en tilfredsstillende besvarelse på problemstillingen.

9. Oppsummering og konklusjon

Målet med utredningen er å avdekke hvordan norske husholdninger forholder seg til finansmarkedet gjennom sparing, samt hvordan risikoholdninger kan sees i lys av adferd rundt lotterispill. Studien tar primært utgangspunkt i en selvstendig empirisk undersøkelse, i tillegg til å bli supplert av sekundære data, for å underbygge observasjoner som blir gjort.

Første del av utredningen tar sikte på å danne en fundamental forståelse av faktorer som synes å påvirke husholdningers sparing. Videre blir det gjennomgått en presentasjon av de ulike sparealternativene for husholdninger som inneholder ulike karakteristiske kriterier omkring dem. Avkastning og risiko er kriteriene som tydeligst gir utslag i hvilken spareform som velges. Dette blir også avdekket gjennom spørreundersøkelsen i tilknytning til hvilke grunner som vektlegges ved henholdsvis sparing og ikke sparing i aksjer. Banksparing har i all hovedsak blitt forbundet med lav risiko, mens aksjer med høyere risiko. Risiko knyttet til aksjer har til dels blitt forsterket etter finanskrisen som følge av en svært volatil periode. Det er også langt større krav til oppfølging når det gjelder aksjer, men økt fokus på rådgivning, samt mer oversiktlige fond, har gjort det lettere for privatpersoner å investere. I kapittel 4 viser vi hvordan adferden hos husholdninger er uensartet gjennom en evaluering opp mot beslutningsskjevheter. Både hensynet til individuelle preferanser fra tradisjonell finansteori og adferdsteori, beskrives. Kapittel 5 tar utgangspunkt i den store andelen av nordmenn som ukentlig spiller lotterispill. Bakgrunnen for tematikken er å finne en mulig forklaring i holdningene til spill kontra individuelle økonomiske preferanser.

Del én av den empiriske analysen identifiserer ulike faktorer som påvirker husholdningers bruk av finansmarkedet. Respondentene foretrekker i stor grad banksparing fremfor sparing i finansmarkedet. Tidligere undersøkelser bekrefter også en skjevhet når det kommer til formuesplasseringer blant husholdninger. I den logistiske regresjonsmodellen blir bruttoinntekt og tidshorisont funnet å ha en positiv påvirkning på sannsynligheten for å spare i aksjer. Det avdekkes også en generell frykt blant respondentene vedrørende sparing i aksjer. Frykten for aksjeplasseringer kan sees i lys av en generell manglende kunnskap og økonomisk planlegging hos husholdningene. Syv av ti mener at mangel på kunnskap og frykten for tap er avgjørende faktorer til at det ikke spares i aksjer. Det er videre kontraster mellom aksjesparere og de som ikke sparer i aksjer. De som sparer i aksjer mener det er en

sikker pengeplassering, mens de som ikke sparer i aksjer mener det er en usikker pengeplassering.

Del to av den empiriske analysen kartlegger husholdningers grad av risikoaversjon. Tidligere empiriske studier viser at nordmenn generelt betegnes som risikoaverse. Spesielt gjelder det for kvinner, hvorav de er en minoritet når det gjelder aksjesparing. I den logistiske regresjonsanalysen identifiseres ulike karakteristiske trekk som bidrar til å forklare individers grad av risikoaversjon. De mest betydningsfulle variablene er *frykten for tap* når det gjelder aksjesparing, og *lotterier gir spenning i hverdagen*, som henholdsvis påvirker sannsynligheten for risikoaversjon i positiv og negativ retning. Intuitivt vil det si at dess større frykten for tap er, dess mindre tilbøyelig er individet til å ta risiko. Videre vil en lav vektlegging av lotterier som en spenning i hverdagen, implisere en høy sannsynlighet for risikoaversjon. Risikoholdninger blir også forsøkt avdekket gjennom å se hvordan individers holdninger artet seg når sannsynlighetene for gevinst endres. Majoriteten av respondentene gir uttrykk for å være risikoaverse ved både lave og høye sannsynligheter for gevinst. Det viser seg i tillegg at flere faktisk legger om sin holdning til risikoaversjon når sannsynligheten for gevinst øker. Spesielt viser tilfellet seg i forholdet mellom kjønn, hvor kvinner utmerker seg i tråd med empiri til å være mer risikoaverse til tross for økt sjanse for gevinst.

Finansmarkedenes utvikling har de seneste årene blant annet vist seg gjennom to trender; de er blitt mer komplekse, og ansvaret for egen økonomi har økt. I lys av de to trendene vil behovet for kunnskap og forståelse for finansielle beslutninger, bli økende for husholdninger. Gjennom utredningen viser vi hvordan økt informasjonsformidling, samt egen oppfølging av privatøkonomi kan bidra til å øke både kunnskap og optimalisere finansielle beslutninger.

Det finnes en rekke alternativer for en husholdning vedrørende valg av spareform. Det viktigste for en husholdning er å vite hvilke kriterier som faller dem nærmest. En riktig investeringsstrategi er det som balanserer avkastningspotensialet og risikoen som de ulike plasseringsformene gir, gitt investorens risikopreferanser, evner og toleranse for tap. En kombinasjon av flere spareformer kan optimalisere spareporteføljen, både med hensyn til avkastning og risiko. Adferdsfinans har også vist seg å gi en god forklaring når det gjelder forklaring av beslutningsskjevheter i husholdningers holdninger til plassering og risiko. Retningen klarlegger i stor grad den økende irrasjonelle tilveksten hos husholdninger, hvilket

dermed er med og belyser noe av aversjonen som husholdninger har mot henholdsvis plasseringer i finansmarkedet og risiko.

I den grad lotterispill i Norge viser seg å øke omsetningsmessig årlig, er det iøynefallende med de beløpsmengder som brukes på spill kontra plasseringer i mer risikofylte spareformer som aksjer og fond. Selv om lotterispill omhandler flere forhold enn kun avkastning, og det i den tilknytning kan bli feil å belyse ting fra kun et økonomisk perspektiv, er det tankevekkende at ikke flere setter av beløp til mer langsiktig sparing. Usikkerheten omkring aksjer vil alltid eksistere, men like fullt vil forventet gevinst i lotterier alltid være negativ. Ingen kan ta fra deg drømmen om milliongevinst. Men ingen kan forutse at du etter 30 år heller ikke er aksjemillionær.

Litteraturliste

AF Kommunepartner. (udatert). *Innføring i nytteteori*. Hentet fra:

<http://www.kommunepartner.no/index.php?option=com_content&view=article&id=56:innforing-i-nytteteori&catid=9:portefoljeteori>(02/03-2012)

Aftenposten. (2012, April 13). *aftenposten.no*. Hentet fra:

<<http://www.aftenposten.no/bolig/Tror-ikke-det-er-noen-boligboble-6803862.html#.T7-bxsWkByQ>>

Aksjebloggen.no. (u.d.). *Hvordan investere i aksjer*. Hentet fra:

<<http://aksjebloggen.com/en-introduksjon-til-aksjer-og-aksjemarkedet/>> (02/19-2012)

AksjeNorge. (2011). *Statistikk 4.kvartal 2011*. Hentet fra:

<http://www.aksjenorge.no/filestore/statistikkdokument_vin2011.pdf>

Alt om fond. (u.d.). *Fondshåndboka*. Hentet fra:

<http://www.altomfond.no/Fondshandboken/Hva_er_verdipapirfond+/Pengemarkedsfond/> (01/29- 2012)

Alt om Fond. (u.d.). *Fondshåndboka*. Hentet fra:

<http://www.altomfond.no/Fondshandboken/Hvordan_spare_smart+/Aksjer_pa_lang_sikt/>

Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. (2008). *Investments*. New York: Mcgraw Hill.

Boye, K. (2006). *Finansielle Emner*. Cappelen Damm.

Boye, K., Hansen, T., & m.fl., D. J. (2008). *Personlig Økonomi 2008*. Cappelen Akademiske forlag.

Bull, P. G., & Seip, K. (2001). *Sparingens vekst*. Sparebankforeningen.

Bø, E. E. (2010). *Renten effekt på konsum og sparing*. Økonomiske analyser 2/2010, Statistisk Sentralbyrå.

- Bøhren, Ø., & D.Michalsen. (2006). *Finansiell Økonomi Teori og Praksis*. Skarvet forlag 3 utgave.
- Campbell, J., & Viceira, L. M. (2002). *Strategic Asset Allocation*. Oxford University Press.
- Creditt Suisse. (2011). *Creditt Suisse Global Investment Returns Yearbook 2011*. Creditt Suisse.
- Crosby, K. (2001). *Investoradferd i det norske aksjemarked*.
- Dagens Næringsliv. (2012, Mai 13). *Pengene krymper i bank*. Hentet fra <http://www.dn.no/privatokonomi/article2390478.ece> (15/05- 2012)
- Deaton, A. (2005, Mars). *Franco Modigliani and the Life Cycle Theory of Consumption*. Hentet fra <http://www.princeton.edu/~deaton/downloads/romelecture.pdf> (11/05- 2012)
- Dine Penger. (2011). *Slik vil vi spare i 2011*. Hentet fra :< www.vg.no/nyheter/artid=10028325>
- Dine Penger. (2012, 02 11). *Dine penger*. Hentet fra: <http://www.vg.no/dinepenger/artikkel.php?artid=10043287> (27/02- 2012)>
- DinSide.no. (2011). *Ligningsverdi bolig*. Hentet fra: <http://www.dinside.no/863535/slik-finner-du-boligens-ligningsverdi>>
- DN. (2008). *Ingen gratis lunsj. Eiendomsinvesteringer*. Hentet fra <http://www.dn.no/eiendom/article1417595.ece> (14/03- 2012)
- DN. (2012, Mai 08). Småsparere skygger unna aksjer. *Dagens Næringsliv*, ss. 22-23.
- DnB. (2011, 02 19). *Sunn Økonomi*. Hentet fra: www.sunnokonomi.no/?p=1099 (16/01- 2012)
- Dreber, A., Essen, E. v., & Ranehill, E. (2011, April). *Gender Differences in Preferences among* . Hentet fra: <http://swopec.hhs.se/hastef/papers/hastef0734.pdf>>
- Døskeland, T. (2010). *Personlig Finans*. Pensum fra faget "Personlig Økonomi" Høsten 2010.

-
- E24. (2012, 3 11). *Børs og finans*. Hentet fra : <<http://e24.no/boers-og-finans/undersokelse-dette-ville-du-ha-gjort-hvis-du-arvet-1-million-kroner/20161000>> (13/3- 2012)
- E24. (2012, Mars 15). *Eiendom gruser aksjer*. Hentet fra: <<http://e24.no/eiendom/eiendom-gruser-aksjer/20174584?view=print>> (11/5 - 2012)
- Fama, E. F., & French, K. R. (2009, 11 09). *Luck versus Skill in Mutual Fund Performance*. Hentet fra : <<http://www.dimensional.com/famafrench/2009/11/luck-versus-skill-in-mutual-fund-performance-1.html>> (15/03- 2012)
- Finansdepartementet. (2010). *Forvaltningen av Statens Pensjonsfond*. Hentet fra <<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/stmeld/2009-2010/Meld-St-10-2009-2010/6.html?id=599196>> (14/05 - 2012)
- Finansdepartementet. (2011). *Statsbudsjettet 2011*. Hentet fra: Usikkerhet i makroøkonomiske prognoser: <<http://www.statsbudsjettet.no/Statsbudsjettet-2011/Dokumenter/html/Meld-St-1/48462/48469/>> (24/01- 2012)
- Finansdepartementet. (udatert). *Stortingsmelding nr 16*. Hentet fra Forvaltningen av Statens Pensjonsfond: <http://www.regjeringen.no/pages/2063256/PDFS/STM200720080016000DDDPDF_S.pdf0> (16/2 - 2012)
- FNO. (2010). *Husholdningsundersøkelsen 2010*. Finansnæringens Fellesorganisasjon.
- FNO. (2011, Mai). Hentet fra Halvparten satser på BSU ordning: <<http://www.fnh.no/no/nyheter/halvparten-satser-pa-bsu-sparing/>>
- FNO. (2012). *Finanbarometeret 2012*. Hentet fra <<http://www.fno.no/no/hoved/aktuelt/sporreundersokelser/finansbarometeret1/finansbarometeret-2012/>>
- FNO.no. (2010, 11 1). *FNO.no*. Hentet fra <<http://www.fnh.no/no/nyheter/bankinnskudd-fortsatt-popular-spareform/>> (09/01- 2012)

- Fokus Bank. (udatert). *Slik sparer nordmenn*. Hentet fra <http://fokus.digitalebilag.no/wip4/slik-sparer-nordmenn/d.epl?id=1195883> (20/03-2012)
- Forbrukerrådet. (2011, 02 01). *Forbrukerportalen*. Hentet fra: http://forbrukerportalen.no/Artikler/2012/finansbransjen_har_ikke_ryddet_i_hyllene (04/02- 2012)
- Friedman, M., & Savage, L. (1948). *Utility Analysis of Choices Involving Risk*. *Journal of Political Economy* 56 (4): 279–304.
- Garret, T. A., & Sobel, R. S. (1999). *Gamblers favor skewness, not risk: Further evidence from United States lottery games*. Morgan Town, West Virginia: Elsevier Science.
- Gipsrud, G. (2010). *Metode og dataanalyse*. Høyskoleforlaget.
- Golec, J., & Tamarkin, M. (1998). *Bettors Love Skewness, Not Risk, at the horsetrack*. Clark University.
- Guiso, L., & Jappell, T. (2005). *Awariness and Stock market participation*. Hentet fra http://www.eui.eu/Personal/Guiso/CV/Papers/RofF2005_9.pdf (30/04- 2012)
- Halvorsen, E. (2011, 3). Norske Husholdningers sparing. *Økonomiske Analyser*, ss. 31-35.
- Hansen, A., & Pante, G. (2006). *Lottery taxes divert income from retirement savings*. Tax Foundation.
- Harrah's Survey. (2006). *Profile of the American Casino Gambler*. Harrah Entertainment.
- Hegnar.no. (2012, 02 13). *Stabil vekst i BSU ordninger*. Hentet fra <http://www.hegnar.no/kvinner/article681784.ece> (01/03- 2012)
- Hens, T., & Bachmann, K. (2008). *Behavioural Finance for Private Banking*. John Wiley & Sons.
- Holberg Fondene. (26.11.2010). *Ukens Holberggraf*. Holberg Fondene.
- Hong, H., Kubik, J., & Stein, J. (2004, Februar). *Social interaction and stock market participation*. Hentet fra

<http://economics.harvard.edu/faculty/stein/files/Social_InteractionJofF.pdf> (30/04 - 2012)

Hveem, D. J., Mjøhus, J., Nordstoga, H., & m.fl. (2010). *Personlig Økonomi 2010/2011*. Cappelen Akademiske Forlag.

Jacobsen, D. I. (2005). *Hvordan gjennomføre undersøkelser; en innføring i samfunnsvitenskapelig metode*. Høyskoleforlaget.

Johnsen, T. (2008, August 17). *Forventet avkastning DnB Global*. Hentet fra: <http://paraplyen.nhh.no/sfiles/85/71/1/file/rapport_om_strukturerte_spareprodukter.pdf> (08/05 - 2012)

Johnsen, T. (2011). *Forelesning 4 Kapitalforvaltning*. NHH.

Johnsen, T. (2011). Forelesningsplansjer i Kapitalforvaltning. NHH.

Kirkebøen, G. (2007). Skjevheter i fagfolks skjønn: Hvordan beslutningstaking kan forbedres? *Concept Rapport nr 17 Kapittel 9*, 175-201.

Kumar, A. (2009, August). *Who Gambles in the Stock Market?* Hentet fra: <<http://www2.mcombs.utexas.edu/faculty/alok.kumar/WhoGamblesJF.pdf>>

Lotteritilsynet. (2010). *Norske Pengespel 2010*. Lotteritilsynet.

Mattos, F., Garcia, P., & Pennings, J. (2007). *Insights into Trader Behavior: Risk Aversion and Probability Weighting*.

Montier, J. (2007). Behavioral Investing. I J. Montier, *Illusion of Control* (ss. 62 - 74). West Sussex: John Wiley & Sons.

Na24. (2012, Mai 7). *Landets beste spareform hittil i 2012*. Hentet fra <<http://www.na24.no/article3389792.ece>> (15/05 - 2012)

NBIM. (2012, April 17). *Forvaltning av Statens Pensjonsfond*. Hentet fra: <http://www.norges-bank.no/pages/88559/slyngstad_figurer_stortinget_17_04_2012.pdf>(08/06 - 2012)

Nbim.no. (u.d.). Hentet fra www.nbim.no

-
- Nerva, Ø. (2009). *Masteroppgave Aksjetrading ved bruk av teknisk swing- trade analyse*. Hentet fra: <http://brage.bibsys.no/hibo/bitstream/URN:NBN:no-bibsys_brage_10103/1/Nerva_Oeystein.pdf> (04/02 - 2012)
- Nilssen, E. (2011, 11 21). *Normativ VS deskriptiv teori*. Hentet fra: <http://elisabethnilssen.blogg.no/1321906181_normativ_vs_deskripti.html>
- Nordea. (2010, Mars). *Ikke legg alle eggene i en kurv*. Hentet fra <<http://newsroom.nordea.com/no/2010/03/26/ikke-legg-alle-eggene-i-en-kurv/>> (26/04 - 2012)
- Nordea. (2010, Oktober 28). *Nordmenn ønsker å pensjonere seg tidlig*. Hentet fra <<http://www.nordea.no/Privat/Pensjon+og+liv/R%C3%A5d+om+pensjon+og+liv/Nordmenn+%C3%B8nsker+%C3%A5+pensjonere+seg+tidlig/1438802.html>>(10/05-2012)
- Nordnetbloggen. (2011). *Vi stikker hodet i sanden og sparer til sydentur*. Hentet fra <<http://nordnetbloggen.no/vi-stikker-hodet-i-sanden-og-sparer-til-sydentur/>>
- Norges Bank. (2005). *Staff Memo*. Hentet fra <<http://www.norges-bank.no/Upload/Publikasjoner/Staff%20Memo/2005/memo-2005-10.pdf>>
- Norges Bank. (2007). *Finansiell Stabilitet 1/07*. Norges Bank.
- Norges Bank. (2011). *Staff Memo*. Hentet fra Renteanalysen: <http://www.norges-bank.no/Upload/Publikasjoner/Staff%20Memo/2011/Staff_Memo_0411.pdf> (28/02-2012)>
- Norges Bank. (u.d.). *Norges Bank*. Hentet fra Fastsettelse av rente: <www.norges-bank.no>
- Norsk - Tipping.no. (u.d.). Hentet fra <www.norsk-tipping.no>
- Norsk-Tipping. (udatert). *Lotto-Historikk*. Hentet fra: <<https://www.norsk-tipping.no/lotto/om-lotto/lotto-historikk>> (21/02 - 2012)
- Nyhus, E. (2006, 03). *Magma.no*. Hentet fra Småinvestorenes psykologi: Hvorfor blir ikke avkastning på aksjer som forventet?: <<http://www.magma.no/smaainvestorenes-psykologi-hvorfor-blir-ikke-avkastning-paa-aksjer-som-forventet>>(19/01- 2012)

Nyhus, E. (2012, 01 10). Hentet 01 14, 2012 fra Dine Penger:

[<www.vg.no/nyheter/?artId=10027075>](http://www.vg.no/nyheter/?artId=10027075)

Nyhus, E. K. (2008, 06 28). *Universitetet i Agder*. Hentet fra:

[<http://www.uia.no/no/portaler/aktuelt/kronikker_og_artikler/boersen_er_bedre_enn_lotto>](http://www.uia.no/no/portaler/aktuelt/kronikker_og_artikler/boersen_er_bedre_enn_lotto)

Pensjonsspesialisten. (2012, 01 02). *Pensjonskunnskaper får stryk*. Hentet fra

[<http://pensjonsspesialisten.no/?p=1547 >](http://pensjonsspesialisten.no/?p=1547)(20/03- 2012)

Phung, A. (2007). *Investopedia*. Hentet fra Behavioral Finance: Introduction:

[<http://www.investopedia.com/university/behavioral_finance/#axzz1lbHLM6Q3>](http://www.investopedia.com/university/behavioral_finance/#axzz1lbHLM6Q3)
(06/2- 2012)

PWC. (2012, Januar). *Risikopremien i det norske markedet 2011 og 2012*. PWC.

Regjeringen. (2009). *regjeringen.no*. Hentet fra

[<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/stmeld/2009-2010/Meld-St-10-2009-2010/8.html?id=599202>](http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/dok/regpubl/stmeld/2009-2010/Meld-St-10-2009-2010/8.html?id=599202)

Regjeringen.no. (u.d.). *Informasjon om handlingsregelen*. Hentet fra:

[<http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/tema/norsk_ekonomi/norsk_ekonomi/informasjon-om-handlingsregelen-.html?id=416335>](http://www.regjeringen.no/nb/dep/fin/tema/norsk_ekonomi/norsk_ekonomi/informasjon-om-handlingsregelen-.html?id=416335) (30/01- 2012)

Regjeringen.no. (u.d.). *NOU 1998*. Hentet fra

[<http://www.regjeringen.no/mobil/nb/dep/fin/dok/nouer/1998/nou-1998-10/11/2.html?id=348588&ignoredevice=true# >](http://www.regjeringen.no/mobil/nb/dep/fin/dok/nouer/1998/nou-1998-10/11/2.html?id=348588&ignoredevice=true#)(23/01 - 2011)

Riksrevisjonen. (u.d.). *Veileder i utarbeiding og bruk av spørreskjema i riksrevisjonen*.

Hentet

[<http://www.riksrevisjonen.no/SiteCollectionDocuments/Vedlegg/Revisjonsmetodikk/Veileder_i_utarbeiding_og_bruk_av_sporreskjema.pdf>](http://www.riksrevisjonen.no/SiteCollectionDocuments/Vedlegg/Revisjonsmetodikk/Veileder_i_utarbeiding_og_bruk_av_sporreskjema.pdf) (09/01- 2012)

Ruud, L. (2011, Mars 30). *Vff.no*. Hentet Mars fra Kommentarer:

[<ttp://www.vff.no/Internett/Nyhetsarkiv/Kommentarer/Sm%C3%A5sparerernes+revansj.9UFRHU07.ips >](http://www.vff.no/Internett/Nyhetsarkiv/Kommentarer/Sm%C3%A5sparerernes+revansj.9UFRHU07.ips) (20/3- 2012)>

Schroyen, F., & Aarbu, K. O. (2011). *Mapping risk aversion in Norway*. Bergen: Norges Handelshøyskole.

SSB. (2011). *Økonomiske Analyser 1/2011*. SSB.

SSB. (2012). *Inntekt*. Hentet fra <<http://www.ssb.no/emner/05/01/10/inntekt/>>

SSB.no. (2011). *Begreper nasjonalregnskapet*. Hentet fra:
<<http://www.ssb.no/09/01/begreper/>>

SSB.no. (2011). Husholdningene. *Økonomisk Analyse 1/2011*, 107-125.

SSB.no. (udatert). *I hus og hytte*. Hentet fra <<http://www.ssb.no/norge/bolig.pdf> (14/01-2012)>

Statistisk sentralbyrå. (2011). Indikatorer for bærekraftig utvikling 2011. *Statistiske analyser*.

Støfring, R. (2011). *En kartlegging av ikke-profesjonell investordferd gjennom MiFID-reguleringen*. NHH.

Synovate. (2010). *Spillevaner og spilleproblemer i befolkningen*. Synovate.

Sørensen, L. Q. (2009). *Mutual Fund Performance at the Oslo Stock Exchange Working paper*. NHH.

Tollefsen, J. P. (2011). Hentet fra: <<http://johnpetersblogg.blogspot.com/2011/12/ny-underskelse-viser-sterkt-nske-om.html>>

Tufte, P. A. (2000). *En intuitiv innføring i logistisk regresjon*. SIFO.

Ulriksen, K. I. (2006). *HVILKE SPAREFORMER ER MEST BRUKT AV*. Masteroppgave NHH.

USCB Economics. (u.d.). *Utility Functions and probabilities*.

Verdipapirfondenesforening. (u.d.). *Markedstatistikk*. Hentet fra:
<http://www.vff.no/Internett/Statistikk_og_fakta/Markedsstatistikk/Historikk_totalmarkedet/2010/>

VFF. (2011). *Markedstatistikk for verdipapirfond*. Hentet fra

<http://www.vff.no/Internett/Statistikk_og_fakta/?module=Articles;action=Article.pubblicShow;ID=503>

VFF. (2012, 01 17). *Markedet for verdipapirfond 2011*. Hentet fra Presentasjoner:

<<http://www.vff.no/filestore/Fondsmarkedeti2011.pdf> (20/2- 2012)>

VFF.no. (2011). *Slår bank aksjefond på lang sikt?* Hentet fra:

<<http://www.vff.no/filestore/Slrbankaksjefondplangsikt.pdf>>

Ødegaard, B. A. (2005, November). *Hvor mange aksjer skal til for å ha en veldiversifisert*.

Hentet fra Praktisk Økonomi og Finans 1/2006:

<http://finance.bi.no/~bernt/papers/hvor_mange_aksjer/hvormange.pdf>

Appendiks

Vedlegg 1: Spørreskjemaet

Spørreundersøkelse om sparing og tallspill

Innledning

Vi er to masterstudenter ved NHH som er i gang med vår avsluttende oppgave. Oppgaven har som mål å kartlegge privatpersoners holdninger knyttet til sparing og lotterispill. Spørsmålene vil i stor grad omhandle sparing, deltakelse i lotterispill og til slutt noen spørsmål omkring risikoholdning. Undersøkelsen er helt anonym, og vil ta ca. 3-5 minutter. Vi håper du tar deg tid til å svare på den, da det vil hjelpe oss i det videre arbeid. På forhånd takk.

Med vennlig hilsen

Lennart N. Hansen og Marius Tveit

1 Alder?

- 0-24 år (1)
- 25-39 år (2)
- 40-59 år (3)
- 60 år + (4)

2 Kjønn

- Mann (1)
- Kvinne (2)

3 Årlig bruttoinntekt (dvs. før skatt)

- 0 - 249 999 kr (1)
- 250 000 - 499 999 kr (2)
- 500 000 - 749 999 kr (3)
- 750 000 kr eller mer (4)

4 Setter du av penger til sparing?

- Ja (1)
- Nei (2)

Spørsmål 5 er spurt de som har svar «ja» på spørsmål 4.

5 Hvor mye sparer du hver måned?

- 0 - 500 kr (1)
- 500 - 1000 kr (2)
- 1000 - 2000 kr (3)
- 2000 - 4000 kr (4)
- 4000 - 6000 kr (5)
- Annet (Spesifiser beløp nedenfor)
(6) _____

Spørsmål 6 er spurt de som har svart «nei» på spørsmål 4

6 Hva er årsaken til at du ikke setter av penger til sparing?

- Inntekten strekker ikke til (1)
- Jeg ser ingen grunn til å spare (2)
- Annet (Spesifiser nedenfor)
i) (3) _____

De som svarer ser «ingen grunn til å spare», er henvist til spørsmål 16

8 Uavhengig av om du sparer eller ikke, hva ser du på som formålet med sparing?

(Flere alternativer kan merkes)

- Kjøp av bolig (1)
- Reiser (2)
- Gaver til barn/barnebarn (3)
- Kjøp av forbrugsgoder (møbler,elektronikk o.l) (4)
- Uten bestemte formål (5)
- Pensjonstilværelsen (6)
- Kjøp av bil,båt, hytte o.l (7)
- Uten bestemte formål (8)

Spørsmålet er spurt de som har svart «ja» på spørsmål 4.

9 Hvor langt frem i tid tenker du når du setter av penger til sparing?

- 0-5 år (1)
- 5-10 år (2)
- 10-15 år (3)
- 15-25 år (4)
- 25 år eller mer (5)
- Vet ikke (6)

Spørsmålet er spurt de som svare «nei» på spørsmål 4

10 Sett at du ønsker å spare, hvor langt frem i tid tenker du når setter av penger til sparing?

- 0-5 år (1)
- 5-10 år (2)
- 10-15 år (3)
- 15-25 år (4)
- 25 år eller mer (5)
- Ønsker ikke å spare (6)
- Vet ikke (7)

Hvis "ønsker ikke å spare" er avkrysset, blir respondenten flyttet til spørsmål 16

Spørsmål 11 er spurt til de som svarte «ja» på spørsmål 4.

11 Bruker du noen av følgende spareformer? (Flere alternativer kan merkes)

- Enkeltaksjer i børsnoterte selskap (1)
- Regelmessig innskudd i fond (aksjer, obligasjoner, renter) (2)
- Enkeltinnskudd i fond (aksjer, obligasjoner, renter) (3)
- Bankinnskudd (høyrentekonto, BSU etc.) (4)
- Bruker ingen av de overstående (5)

Spørsmål 12 er spurte de som har svart «nei» på spørsmål 4.

12 Hvilke av følgende spareformer kunne du tenkt deg å bruke til sparing? (Flere alternativer kan merkes)

- Enkeltaksjer i børsnoterte selskap (1)
- Regelmessige innskudd i fond (aksjer, obligasjoner, renter) (2)
- Enkeltinnskudd i fond (aksjer, obligasjoner, renter) (3)
- Bankinnskudd (høyrentekonto, BSU etc.) (4)
- Ingen av de overstående (5)

De som har krysset av for aksjerelaterte produkter i spørsmål 11, blir vist dette spørsmålet. Det gjelder også hvis vedkommende har krysset av for aksjerelaterte produkter og bankinnskudd.

13 Hvis du skulle begrunne hvorfor du sparer i aksjer eller fond, hvor viktig er følgende grunner for deg:

	Ikke viktig (1)	Litt viktig (2)	Viktig (3)	Meget viktig (4)
Egen kunnskap (1)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Avkastning/Rente (2)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Spenning/Underholdning (3)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Lett tilgjengelighet (4)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Interesse (5)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Påvirkning fra andre (venner, rådgivere etc.) (7)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Sikker pengeplassering (8)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Spørsmål 14 er spurte de som har krysset av for «bankinnskudd» eller «ingen av de ovenstående» i spørsmål 11.

14 Hvis du skulle begrunne hvorfor du ikke sparer i aksjer eller fond, hvor viktig er følgende påstander for deg:

	Ikke viktig (1)	Litt viktig (2)	Viktig (3)	Meget viktig (4)
Mangler kunnskap om aksjer/aksjemarkedet (1)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Frykten for tap (2)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Ikke interessert (3)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Krever for mye tid/oppfølging (4)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
For stor risiko (5)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
For lang tidshorisont for gevinst (6)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Har ikke penger nok (7)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Lite underholdende (8)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Spørsmål 15 er spurt de som har krysset av for aksjerelaterte produkter i spørsmål 12

15 Hvis du skulle begrunne hvorfor du ønsker å spare i aksjer eller fond, hvor viktig er følgende grunner:

	Ikke viktig (1)	Litt viktig (2)	Viktig (3)	Meget viktig (4)
Egen kunnskap (1)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Avkastning/Rente (2)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Spenning/Underholdning (3)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Lett tilgjengelighet (4)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Interesse (5)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Påvirkning fra andre (venner, rådgiver etc.) (7)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Sikker pengeplassering (8)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

16 Hvor ofte spiller du lotterispill (Lotto, Viking Lotto, Flax, Keno, Extra etc.)?

- Daglig (1)
- Flere ganger i uken (2)
- 1 gang i uken (3)
- Månedlig (4)
- Sjeldnere (5)
- Aldri/Spiller ikke (6)

Respondenter som krysser av for «aldri/spiller ikke» blir flyttet til spørsmål 19

17 Hvor mye bruker du ca. på lotterispill i uken?

- 0 - 50 kr (1)
- 50 - 100 kr (2)
- 100 - 250 kr (3)
- 250 - 500 kr (4)
- 500 kr eller mer (5)

18 Hvis du skulle begrunne hvorfor du spiller lotterispill, hvor viktig er følgende grunner:

	Ikke viktig (1)	Litt viktig (2)	Viktig (3)	Meget viktig (4)
Lotterispill gir meg spenning i hverdagen (1)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Lotterispill er uskyldig moro (2)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Lotterispill gir meg drømmer (3)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Det er alltid en som vinner, hvorfor ikke meg? (4)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Tradisjon (har spilt i mange år) (5)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Enkelt å delta (6)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Kan risikere at min faste rekke blir trukket hvis jeg ikke deltar (7)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Overskuddet går til gode formål (8)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

19 Du har tilgjengelig et lite, fast beløp hver måned i 10 år. Av alternativene under, hvor tror du sjansen er størst for å få mest igjen for pengene?

- Jevnlig sparing i bankinnskudd (høyrente konto, BSU) (1)
- Lotterispill (Lotto, Viking Lotto, Keno, Flax) (2)
- Jevnlig sparing i aksjefond (3)
- Pengespill (Tipping, Oddsen, Rikstoto, Poker) (4)
- Kjøp av enkeltaksjer (5)
- Vet ikke (6)

20 Synes du at månedlig sparing i aksjefond kunne vært et alternativ til pengene du bruker på lotterispill?

- Ja (1)
- Nei (2)
- Jeg har ikke kunnskap nok til å spare i aksjefond (3)
- Vet ikke (4)

21. La oss si vi har en eske med 1000 navn i, og ditt navn er et av dem. Det navnet som tilfeldig trekkes opp fra esken vinner kr 500 000. Hvor mye er du villig til å betale for å delta i trekningen? (Vennligst skriv beløpet i kolonnen nedenfor)

22. Det er nå i stedet kun 10 navn i esken, og ditt navn er et av dem; hvor mye er du villig til å betale for å delta i trekningen for å vinne den samme premien på kr 500 000? (Vennligst skriv beløpet i kolonnen nedenfor)

23 La oss si at du bruker 1000 kr årlig (dvs. ca. 20 kr i uken) på lotterispill. Hvis du i stedet sparte pengene i fond som årlig gir 10 % rente, hvor mye tror du sparepengene har vokst til etter 40 år? (Det behøves ikke kalkulator, svar det du tror er mest riktig)

- 40 000 - 59 999 kr (1)
- 60 000 - 99 999 kr (2)
- 100 000 - 199 999 kr (3)
- 200 000 - 399 999 kr (4)
- 400 000 kr eller mer (5)

Vedlegg 2: Frekvenstabell for alle spørsmål

Se vedlagt CD for fullstendig oversikt over frekvenstabeller.

Vedlegg 3: Beregninger aksjer vs. Lotteri

Se vedlagt CD.

Vedlegg 4: Korrelasjon mellom alle spørsmål

Se vedlagt CD med tilhørende excel - fil for fullstendig oversikt over korrelasjonsmål for alle spørsmål

Vedlegg 5: Krysstabuleringer for månedlig sparing, sparebeløp, tidshorisont, spareformål og spareformer.

Se vedlagt CD med tilhørende Excel-fil. Merk også at det er gjort flere krysstabuleringer som ikke er i selve analysen. Forskjellige krysstabuleringer finnes i arkfanene.

Vedlegg 6: Krysstabuleringer årsak aksjer/ikke aksjer

Se vedlagt CD med tilhørende Excel fil.

Vedlegg 7: Krysstabuleringer avsnitt 7.1.4 – Deltagelse i lotterispill

Se vedlagt CD med tilhørende Excel fil.

Vedlegg 8: Krysstabuleringer med risikospørsmål og risikoholdninger avsnitt 7.1.5

Se vedlagt CD med tilhørende Excel fil

Vedlegg 9: Sensitivitetsanalyse forutsetninger risikospørsmål

Se vedlagt CD med Tilhørende Excel – fil.

