



Abdulkarim Kandrouch & Daniel H. Birkenæs

Innføringen av aksjesparekonto

**En selskapsspesifikk analyse av investoratferd i et
markedsøkonomisk perspektiv**

**Masteroppgave i økonomi og administrasjon
Handelshøyskolen ved OsloMet - storbyuniversitetet**

2018

Sammendrag

Denne masteroppgaven har som formål å studere hvilken påvirkning innføringen av aksjesparekonto den 1. september 2017 hadde på investoratferden til Gjensidige Banks fondskunder. Dette gjøres ved å utføre en selskapsspesifikk paneldatanalyse av et representativt utvalg av 159 investorer i perioden fra 1. mars 2017 til 1. februar 2018. Oppgaven undersøker videre utviklingen i det norske aksjefondsmarkedet i den samme tidsperioden. Vi ønsker å kartlegge om det er en sammenheng mellom den generelle trenden i fondsmarkedet og utviklingen i investoratferden i Gjensidige Bank. Slik kan vi indentifisere hvilke konkurransefortrinn som er viktige for en fondstilbyder i det norske aksjemarkedet.

Resultatet av analysen gitt ved faste effekters modell gir den beste forklaringsverdien for datasettet. Analysen viser at investoradferden i Gjensidige Bank har endret seg betydelig i perioden etter innføringen av aksjesparekonto. Utviklingen har gått fra en stabil og lineær vekst i aksjefondsporteføljen, til en merkbar nedgang i porteføljeverdi for aksjefond, særlig blant de store investorene.

Siden innføringen av aksjesparekonto er en uobserverbar variabel i selskapsanalysen, utfører vi videre en deskriptiv analyse av aksjefondsmarkedet ved bruk av markedsstatistikk fra Verdipapirfondenes Forening. Denne analysen viser at forvaltningskapitalen har økt i perioden. Derimot har antall kundeforhold blitt redusert. Tendensen tyder på at det norske fondsmarkedet har gått i retning av en konsolidering. Aksjesparekonto har bidratt til økt konkurranse og lavere flyttebarrierer mellom fondstilbydere. Vi finner at Gjensidige Bank i forhold til konkurrenter i markedet har manglet viktige konkurransefortrinn som et bredt utvalg av aksjefond, lave forvaltningskostnader, en brukervennlig plattform for fondshandel, og muligheten til å handle enkeltaksjer.

Abstract

This master thesis examines how the introduction of Aksjesparekonto the 1st September 2017 had an influence on the investor behaviour of retail investors in equity funds within *Gjensidige Bank*. We have conducted a company specific panel data analysis of a representative sample of 159 retail investors during the period between 1st March 2017 and 1st February 2018. Furthermore the thesis studies the development of the Norwegian mutual funds market in the corresponding time period. Our main objective is to examine whether there is a correlation between the market trend of mutual funds and the development in investor behaviour in Gjensidige Bank. Thus, we may identify which competitive advantages that were important for a Norwegian mutual fund company during the actual time period.

The results given by the fixed effects model provides the best explanatory power for our data set. The analysis shows that the investor behaviour in Gjensidige Bank has changed significantly in the period after the introduction of Aksjesparekonto. The development moves from a linear growth in the mutual fund portfolios to a significant reduction in portfolio value, especially among the larger retail investors.

The introduction of Aksjesparekonto is a latent variable in the company specific analysis. We therefore conduct a descriptive analysis of the mutual funds market based on market data from *Verdipapirfondenes Forening*. The analysis shows that assets under management have increased in the time period. On the other hand, the number of customer portfolios among the Norwegian mutual fund companies has been reduced. This trend indicates that the market moves toward a consolidation of customer portfolios. The introduction of Aksjesparekonto has contributed to increased competition between mutual fund companies and lowered the barriers of moving ones equity fund portfolio between companies. We find that Gjensidige Bank compared to its competitors has had insufficient competitive advantages such as a broad selection of mutual funds, low mutual fund fees, a user friendly online platform for mutual funds trading, and the option to purchase single stocks.

Førord

Denne masteroppgaven er skrevet som en del av vår mastergrad i økonomi og administrasjon med hovedprofil innenfor finansiell økonomi ved OsloMet – Storbyuniversitetet.

Arbeidet med masteroppgaven har bidratt til både kvantitativ og kvalitativ læring innen finans. Vi har hatt god nytte av finans- og statistikkfagene fra masterstudiet i oppgaven. Det har vært interessant og lærerikt å studere et tema innen den norske finansnæringen som har vært mye omtalt i media, men der det finnes lite eksisterende akademisk forskning. Vi håper denne studien kan bidra til bedre forståelse av aksjesparekonto for norske privatinvestorer, samt å hjelpe både investorer og tilbydere med å ta bedre avgjørelser i aksjemarkedet. Aksjesparekonto har vært et spennende tema å studere og vi håper også at fremtidige studenter kan bygge videre på vår studie.

Vi ønsker å rette en stor takk til vår veileder, Einar Belsom. Han har bidratt til interessante faglige diskusjoner knyttet til både det teoretiske og det praktiske i det norske aksjemarkedet. I tillegg har vi fått konstruktive tilbakemeldinger og gode innspill til oppgavevinkling. Videre ønsker vi også å rette en stor takk til Gjensidige Bank og Verdipapirfondenes Forening for et nyttig samarbeid og verdifull mikro- og makrodata som har gitt oss muligheten til å utføre en dagsaktuell studie om aksjesparekonto. Til slutt retter vi en stor takk til våre familier for både støtte og tålmodighet underveis i arbeidet med oppgaven.

Oslo, 2018

Abdulkarim Kandrouch

Daniel H. Birkenæs

Innholdsfortegnelse

Sammendrag	i
Abstract	ii
Forord	iii
1. Introduksjon	1
1.1 Tidligere forskning.....	3
1.2 Posisjonering	4
1.3 Problemstilling	5
1.4 Avgrensninger	5
1.5 Oppgavens oppbygning.....	6
2 Aksjemarkedet	7
2.1 Den finansielle kompetansen	7
2.2 Aksjeutvikling	9
2.2.1 Avkastning	11
2.2.2 Risiko.....	14
2.2.3 Andre risikofaktorer	16
2.3 Reguleringer i aksjemarkedet.....	19
3 Det norske skattesystemet	20
3.1 Skattereformen	20
3.2 Fritaksmetoden	21
3.3 Aksjonærmodellen	21
3.3.1 Skjermingsfradraget	22
3.3.2 Oppjusteringsfaktor.....	24
4 De langsiktige spareproduktene for aksjefond	25
4.1 Verdipapirkonto	25
4.2 Fondskonto Link – Forsikringskonto	26
4.3 Innføringen av Aksjesparekonto	28
4.3.1 Market timing	31
4.3.2 Oppsummering av aksjesparekonto	32
4.3.3 Sammenligning av Fondskonto Link og Aksjesparekonto.....	34
4.4 Oppsummering av spareproduktene.....	35
5 Gjensidige Bank ASA	36
5.1 Nominee	36
5.2 Fondsutvalg	38
5.3 Kostnader	39

5.3.1	<i>Forvaltningskostnader</i>	40
5.3.2	<i>Kjøps- og salgskostnader</i>	40
5.3.3	<i>Kostnader vedrørende flytting av fond</i>	41
5.4	Det norske markedets mest populære aksjefond	42
6	Metode	44
6.1	Paneldata	44
6.1.1	<i>Minste kvadraters metode</i>	46
6.1.2	<i>Faste effektors modell</i>	47
6.1.3	<i>Modell med tilfeldig heterogenitet</i>	49
6.1.4	<i>Hvilken av modellene for paneldata bør benyttes?</i>	51
6.1.5	<i>Durbin-Watson test for autokorrelasjon</i>	52
6.2	Datasett og analyseverktøy	53
6.3	Variabler brukt i analysen	54
6.3.1	<i>Portfolio value (Y)</i>	54
6.3.2	<i>Dummyvariabel 1: Other securities</i>	55
6.3.3	<i>Dummyvariabel 2: Group</i>	55
6.3.4	<i>Investor- og tidsspesifikke dummyvariabler</i>	56
6.4	Fremgangsmåte	57
7	Resultat	58
7.1	Resultat av minste kvadraters metode	58
7.2	Resultat av faste effektors modell	61
7.3	Resultat av modell med tilfeldig heterogenitet	69
7.4	Oppsummering	71
7.5	Svakheter ved analysen	72
8	Markedsanalyse	74
8.1	Markedsutvikling for bankene i aksjefondsmarkedet	76
8.1.1	<i>Markedsutvikling i forvaltningskapital for bankene</i>	77
8.1.2	<i>Markedsutvikling i tegning- og innløsningsaktivitet for bankene</i>	77
8.1.3	<i>Markedsutvikling i antall kundeforhold for bankene</i>	78
8.1.4	<i>Bankenes gjennomsnittlige markedsandel</i>	79
8.1.5	<i>Bankenes utvalg av aksjefond</i>	80
8.1.6	<i>Antall kundeforhold i bankene</i>	81
8.1.7	<i>Oppsummering</i>	82
8.2	Markedsutvikling for verdipapirforetakene (VF) i aksjefondsmarkedet.....	83
8.2.1	<i>Markedsutvikling i forvaltningskapital for verdipapirforetakene</i>	83
8.2.2	<i>Markedsutvikling i tegning- og innløsning for verdipapirforetakene</i>	84

8.2.3	<i>Markedsutvikling i kundeforhold for verdipapirforetakene</i>	85
8.2.4	<i>Oppsummering</i>	85
8.3	Flyttemarkedet.....	86
9	Diskusjon	88
10	Konklusjon og videre forskning	95
10.1	Videre forskning.....	96
	Litteraturliste	97
	Vedlegg	108
	Vedlegg 1: Faste effekters modell, regresjonsresultat for periode 1	108
	Vedlegg 2: Faste effekters modell, regresjonsresultat for periode 2	111

Figuroversikt

- Figur 1* *Ukentlig nettsøk på Aksjesparekonto i Norge*
- Figur 2* *AksjeNorge: Andel privatpersoner som eier aksjer i Norge (2017)*
- Figur 3* *Aksjeutvikling MSCI World, MSCI Europe & OSEBX*
- Figur 4* *Annualisert reell avkastning for ulike verdipapirer i Norge*
- Figur 5* *Annualisert reell aksjeavkastning i Norge, Europa og Verden*
- Figur 6* *Forholdet mellom forventet risiko og avkastning*
- Figur 7* *Utviklingen i bankenes innskuddsrente ved utgangen av året*
- Figur 8* *Spareprodukter for aksje- og fondsinvesteringer*
- Figur 9* *Finansielle instrumenter som inngår i Aksjesparekonto*
- Figur 10* *Forholdet mellom Gjensidige Banks fondskunder og forvaltningsselskap*
- Figur 11* *De mest populære aksjefondene i Norge*
- Figur 12* *Utviklingen av 25 investorers fondsporteføljer for periode 1*
- Figur 13* *Utviklingen av 25 investorers fondsporteføljer for periode 2*
- Figur 14* *Gjennomsnittlig porteføljeværdi i aksjefond for Gjensidige Banks investorer*
- Figur 15* *Norske forvaltningsselskaper i fondsmarkedet*
- Figur 16* *Forvaltningsselskapenes gjennomsnittlige markedsandel i fondsmarkedet*
- Figur 17* *Bankenes totale forvaltningskapital i aksjefondsmarkedet*
- Figur 18* *Bankenes total tegning- og innløsningsaktivitet i aksjefondsmarkedet*
- Figur 19* *Bankenes totale antall kundeforhold i aksjefondsmarkedet*
- Figur 20* *Bankenes markedsandel i aksjefondsmarkedet i analyseperioden*
- Figur 21* *VFs utvikling i total forvaltningskapital i aksjefondsmarkedet*
- Figur 22* *VFs utvikling i total tegning- og innløsningsaktivitet i aksjefondsmarkedet*
- Figur 23* *Verdipapirforetakenes totale utvikling i kundeforhold i aksjefondsmarkedet*

Tabelloversikt

<i>Tabell 1</i>	<i>Utviklingen på skjermingsrenten fra 2012-2017</i>
<i>Tabell 2</i>	<i>Oppsummering av spareproduktene</i>
<i>Tabell 3</i>	<i>Aksjefondsutvalget i Gjensidige Bank</i>
<i>Tabell 4</i>	<i>Bankenes aksjefondsutvalg</i>
<i>Tabell 5</i>	<i>Antall kundeforhold i bankene</i>
<i>Tabell 6</i>	<i>Kostnadsoversikt for aksjesparekonto</i>

Utskrift fra R

<i>Utskrift 1</i>	<i>MKM regresjonsresultat for periode 1</i>
<i>Utskrift 2</i>	<i>Durbin-Watson test for MKM for periode 1</i>
<i>Utskrift 3</i>	<i>MKM regresjonsresultat for periode 2</i>
<i>Utskrift 4</i>	<i>Durbin-Watson test for MKM for periode 2</i>
<i>Utskrift 5</i>	<i>Faste effekters modell regresjonsresultat for periode 1</i>
<i>Utskrift 6</i>	<i>Durbin-Watson test for faste effekters modell for periode 1</i>
<i>Utskrift 7</i>	<i>Faste effekters modell regresjonsresultat for periode 2</i>
<i>Utskrift 8</i>	<i>Durbin-Watson test for faste effekters modell for periode 2</i>
<i>Utskrift 9</i>	<i>Modell med tilfeldig heterogenitet regresjonsresultat for periode 1</i>
<i>Utskrift 10</i>	<i>Durbin-Watson test for modell med tilfeldig heterogenitet for periode 1</i>
<i>Utskrift 11</i>	<i>Modell med tilfeldig heterogenitet regresjonsresultat for periode 2</i>
<i>Utskrift 12</i>	<i>Durbin-Watson test for modell med tilfeldig heterogenitet for periode 2</i>

Vedlegg

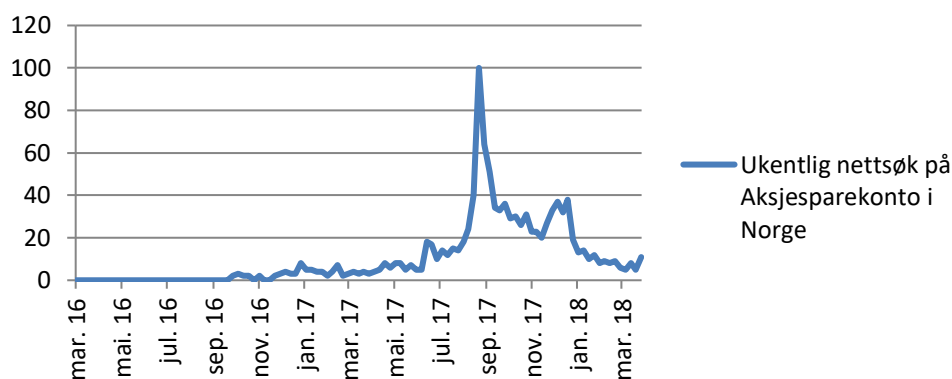
<i>Vedlegg 1</i>	<i>Faste effekters modell, regresjonsresultat for periode 1</i>
<i>Vedlegg 2</i>	<i>Faste effekters modell, regresjonsresultat for periode 2</i>

1. Introduksjon

Dagens kapitalmarked spiller en sentral rolle i næringslivet. Det bidrar til å kanalisere kapital til de mest lønnsomme investeringsprosjektene, og sørger for en effektiv samfunnsøkonomisk utnyttelse av ressursene (Finans Norge, u.d.). Aksjemarkedet en del av kapitalmarkedet, og skal legge til rette for en kostnadseffektiv tjeneste for private investorer og stimulere til økt aksjesparing (Oslo Børs, 2015).

I en proposisjon fra Finansdepartementet i 2017 ble det foreslått at alle tilbydere av verdipapirfond ville kunne tilby aksjesparekonto (Finansdepartementet, 2017). Formålet var å gjøre det lettere for småsparere å investere i aksjer og aksjefond samt gi norske sparere et større insentiv til å investere, gjennom en mer gunstig skatteordning. Regjeringen vedtok i 2017 at aksjesparekonto skulle innføres den 1. september samme år. Investeringer knyttet til spareproduktet ville begrenses til norske og europeiske aksjer og aksjefond. Myndighetene ønsket blant annet å stimulere til økt eierskap i norske bedrifter, og sikre økt konkurranse mellom fondstilbydere i det norske aksjemarkedet.

Figur 1: Ukentlig nettsøk på Aksjesparekonto i Norge



Trenden de siste årene viser at fondssparing er blitt mer utbredt blant nordmenn (Heyerdahl, 2017). For å illustrere nærmere interessen den norske befolkningen hadde for aksjesparekonto viser vi til den offentlige statistikken *Google Trends*. Tallene i *figur 1* viser at interessen for aksjesparekonto startet høsten 2016, på samme tidspunkt som finansdepartementet foreslo innføringen av den nye spareformen i statsbudsjettet for 2017. Figuren viser søkeinteressen fra 0 til 100 % i Norge for perioden mars 2016 til og med mars 2018. Statistikken viser at

interessen for aksjesparekonto var på sitt høyeste i september 2017, noe som tyder på den aktive markedsføringen fra fondstilbydere samt stor mediedekning.

De betingelsene myndighetene fastsatte for aksjesparekonto har betydning for hvilken fondstilbyder norske aksjesparere benytter seg av. I en artikkel fra DN i august 2017 ble det påpekt at norske privatinvestorer burde være oppmerksom på at deres fondsleverandør tilbyr et bredt utvalg av fond fra forskjellige forvaltningsselskaper (Dagens Næringsliv, 2017b). Det ble påpekt at privatinvestorer burde ha frihet til å velge de rette leverandørene for å unngå at valgmulighetene for aksjesparing ble begrenset av et lite fondsutvalg. I følge direktør for næringslivspolitik i Storebrand, Otto Risebrobakken, ville aksjesparekontoen gjøre det enklere for norske privatinvestorer å komme seg ut av dårlige aksjefond. Videre påpekte Risebrobakken at den nye investeringskontoen har ført til at fondstilbydere satser på større fondsutvalg for å tiltrekke kunder (Dagens Næringsliv, 2017a).

Samtidig kan det være utfordrende for den enkelte norske investor å velge riktig aksjefond. Innføringen av den nye spareformen gjorde at investorene måtte tilegne seg kunnskap om vilkårene for aksjesparekonto samt å finne den leverandøren som kunne tilby det beste totalproduktet for fondssparing. Tilbyderne måtte på sin side sette seg inn i nye fremgangsmåter for innhenting av kundeinformasjon og for flytting av aksjebeholdning mellom leverandørene. Samtidig var det også viktig for tilbyderne å forberede seg godt i forkant av innføringen for å kunne tilby kundene et konkurransedyktig produkt for aksjesparing.

I denne oppgaven vil vi studere hvilken påvirkning innføringen av aksjesparekonto har hatt på spareadferden til investorene i en av Norges ledende nettbanker, Gjensidige Bank ASA. Gjennom studien vil vi undersøke om banken kunne tilby sine fondskunder konkurransedyktige vilkår for fondssparing samt belyse eventuelle utfordringer selskapet møtte på ved innføringen av det nye spareproduktet. Resultatene som vi finner fra den selskapsspesifikke analysen vil vi knytte til den generelle utviklingen i fondsmarkedet for å nærmere identifisere viktige konkurransefortrinn for en tilbyder av aksjefond i et konkurransepreget marked.

1.1 Tidligere forskning

Gustavsen og Tikvesa (2017) studerer langsiktig sparing i markedet for aksjefond og sammenligner spareproduktene verdipapirkonto, forsikringskonto og aksjesparekonto. Dette gjør de på bakgrunn av Døskelands (2014) fire sparekriterier; *avkastning, risiko, likviditet og vanskelighetsgrad*. Vurdert ut fra disse kriteriene kommer Forsikringskonto og aksjesparekonto best ut. Ut fra avkastningskriteriet er det aksjesparekonto som gir høyest sluttverdi, og dette begrunnes med kontoens lave estimerte kostnader og skjermingsfradrag. Forsikringskonto kommer bedre ut på kriteriet for risiko, noe som begrunnes med at kontoen ikke har geografiske investeringsbegrensninger. Verdipapirkonto kommer ut med lavest sluttverdi på et investeringsbeløp på grunn av kontoens skatteordning, ved å realisere gevinst når investorer bytter mellom aksjefond. Ut i fra de fire sparekriteriene finner forfatterne at aksjesparekonto vil være det foretrukne spareproduktet for nordmenn som investerer i aksjemarkedet de neste årene (Gustavsen & Tikvesa, 2017).

I 2012 introduserte Sverige spareproduktet investeringssparkonto som kan sammenlignes med den norske aksjesparekontoen, men med noe annerledes skatteordning. Hensikten med innføringen var at myndighetene ville gjøre det enklere for svenske privatpersoner å investere i aksjer og fond gjennom en mer gunstig skatteordning (Nordnet.se, u.d.). Rudal (2018) studerer investeringssparkontoens påvirkning på investeringsatferden til svenske husholdninger. Forfatteren finner at spareproduktet har ført til økende aksjeinvesteringer blant svenske privatinvestorer. Derimot finner forfatteren ingen signifikant tendens til at det svenske aksjemarkedet har fått flere nye investorer på grunnlag av investeringssparkontoen. Det indikerer at økningen i aksjeinvesteringene kommer fra de eksisterende investorene i markedet (Rudal, 2018).

I Aksjefondsundersøkelsen for 2017 undersøker *Norsk Familieøkonomi* hvilke spareprodukter nordmenn benytter seg av når de skal opprette en konto for sparing. De finner at majoriteten av fondssparere ønsker å flytte aksjeinvesteringene til en aksjesparekonto. Hele 47 % av respondentene svarer at de ville byttet fond oftere dersom de ikke måtte betale gevinstskatt, og 64 % svarer at de har enten høy eller middels kunnskap om aksjesparekonto. Videre svarer 49 % at de planlegger å flytte sin aksjesparing til aksjesparekonto. Samtidig er anbefalingen i undersøkelsen at kunder velger en tilbyder av aksjesparekonto med et bredt fondsutvalg og fond med lave kostnader (Andreassen, 2017).

1.2 Posisjonering

Aksjesparekonto var den store nyheten i det norske aksjemarkedet i 2017. Mediedekningen rundt det nye spareproduktet var stor og vekket dermed høy interesse i den norske befolkningen. Aksjesparekonto ga samtidig fondstilbyderne i markedet mulighet til å vinne kunder samtidig som innføringen også førte med seg utfordringer for tilbyderne.

I og med at aksjesparekonto ble innført for under ett år siden er det derimot få akademiske studier som tidligere har tatt for seg det nye spareproduktet. Noe tidligere forskning relatert til aksjesparekonto er som nevnt likevel tilgjengelig. Blant annet har ett studie pekt på at aksjesparekonto er det foretrukne spareproduktet for nordmenn som sparer i aksjemarkedet over tid. Samtidig har annen forskning vist at Sveriges investeringssparkonto har økt aksjesparingen i det svenske aksjemarkedet siden innføringen av 2012.

I vår oppgave ønsker vi å studere et dagsaktuelt tema som kan knyttes til norske privatinvestorer og fondstilbydere og dermed bidra til mer innsikt i aksjesparekontoens påvirkninger og implikasjoner i fondsmarkedet. I studien vil utføre en selskapsspesifikk analyse av hvordan investeratferd påvirkes av det nye spareproduktet. I samarbeid med Gjensidige Bank ASA vil vi studere bankens fondskunder i perioden da aksjesparekonto ble innført og følge utviklingen i aksjefondsparing både før og etter innføringen. Vi ønsker slik å undersøke om Gjensidige Bank har vært en konkurransedyktig tilbyder av aksjefond i perioden rundt innføring av den nye investeringskontoen samt belyse hvilke utfordringer banken møter på ved innføringen. Slik vil vår studie være mer spesifikt rettet inn mot investeratferd innen en bestemt tilbyder i markedet, der tidligere forskning har studert den mer generelle trenden i markedet knyttet til aksjesparekonto og tilsvarende spareprodukter. Vi vil i vår oppgave også ha et enda mer direkte fokus på aksjesparekonto som spareprodukt, der andre forskere har valgt en annen vinkling i form av sammenlikning av ulike spareprodukter.

Som nevnt viste Aksjefondsundersøkelsen for 2017 at 49 % av norske privatinvestorer planlegger å spare gjennom aksjesparekonto. Undersøkelsen legger vekt på at man bør velge en fondstilbyder med et bredt utvalg av fond, og som også tilbyr fond med lave kostnader. Vi ønsker nærmere å studere hvilke konkurransefortrinn fondstilbydere bør ha for å imøtekomme kundenes krav i aksjemarkedet. Slik kan vi som tidligere undersøkelser også studere de mer generelle trendene i aksjefondsmarkedet. Videre kan vi tydeliggjøre om det er en sammenheng mellom medias anbefalinger og hvilke faktorer som er de viktigste for Gjensidige Banks aksjefondskunder i valget av fondsleverandør.

1.3 Problemstilling

I vår oppgave studerer vi hvilken påvirkning innføringen av aksjesparekonto hadde på investoratferden til Gjensidige Banks aksjefondskunder. Perioden etter innføringen av aksjesparekonto var preget av høy konkurranse mellom fondstilbydere i markedet og stort fokus i media om å velge den rette tilbyderen. På bakgrunn av denne markedssituasjonen vil vi undersøke om Gjensidige Bank kunne tilby sine fondskunder konkurransedyktige vilkår for fondsparing i aksjesparekonto samt belyse hvilke utfordringer banken møtte på ved innføringen. For å finne svar på denne problemstillingen vil vi knytte den selskapsspesifikke analysen av Gjensidige Bank til den generelle utviklingen i det norske aksjefondsmarkedet ved bruk av markedsdata fra Verdipapirfondenes Forening. Dermed kan vi nærmere finne ut hvilke fortrinn fondstilbydere må ha for å være konkurransedyktige i aksjefondsmarkedet sett i sammenheng med innføringen av et nytt spareprodukt.

1.4 Avgrensninger

Det finnes flere produkter for sparing i aksjer og aksjefond i det norske markedet. I vår oppgave begrenser vi oss til å studere aksjesparekonto. Innenfor disse rammene begrenser vi oss til sparing i aksjefond, og utelukker enkeltaksjer fra analysen.

I forhold til tidsaspektet for oppgaven vil vi studere Gjensidige Banks fondskunder mellom 1. mars 2017 og 1. februar 2018. Begrunnelsen for valg av periode skyldes aksjesparekontoens innføring den 1. september 2017, noe som gir oss et begrenset tidsintervall i forhold til studieoppgavens frist. Likevel gir det oss et godt tidsgrunnlag for å studere fondskundenes atferd i månedene før og etter innføringen av det nye spareproduktet.

Datamaterialet vi har innhentet i samarbeid med Gjensidige Bank er sekundærdata og kan ikke knyttes til hver enkel investor, ved eksempelvis navn, alder, kjønn, inntekt, utdanning og etnisitet. Vi avgrenser datamaterialet fra Verdipapirfondenes Forening til norske personkunder med investeringer i aksjefond, og utelukker andre kundesegmenter og andre verdipapirklasser.

1.5 Oppgavens oppbygning

Oppgaven er delt inn i fire hoveddeler og videre i 10 ulike kapitler.

I del 1 presenterer vi det teoretiske grunnlaget for oppgaven. I kapittel 2 gjør vi rede for den finansielle forståelsen til norske sparere i aksjemarkedet samt presenterer momenter som aksjeavkastning, risikomål og relevante offentlige reguleringer. I kapittel 3 gir vi en innføring i det norske skattesystemet og skatteregler som er relevante for en privatinvestor. I kapittel 4 sammenligner vi de langsiktige spareproduktene i aksjemarkedet. Avslutningsvis vil vi i kapittel 5 presentere Gjensidige Bank og vektlegge fondsutvalg og kostnadene knyttet til fondssparing.

Del 2 omhandler metoden og analysen som er benyttet i vår studie. I kapittel 6 gir vi en innføring i de ulike modellene for paneldatanalyse. Videre går vi inn på metoden vi har benyttet for datainnsamling, før vi gjør rede for variablene som benyttes i analysen av spareatferden til investorene i Gjensidige Bank.

I del 3 presenteres resultatet av analysen. I kapittel 7 presenterer vi resultatet fra hver enkel paneldatamodel, for så å peke på hvilken av modellene som er mest relevant for vårt datasett. I kapittel 8 studerer vi utviklingen i det norske aksjefondsmarkedet. Denne analysen gir et bedre grunnlag for å tydeliggjøre påvirkningen aksjesparekonto har hatt på investoratferden i Gjensidige Bank.

Del 4 tar for seg diskusjon og konklusjon. I Kapittel 9 diskuterer vi funnene fra kapitlene 7 og 8. I kapittel 10 konkluderer vi med de viktigste funnene i oppgaven, og gir forslag til videre forskning.

Del 1 – Teoretisk grunnlag

2 Aksjemarkedet

I kapittel 2 vil vi presentere nordmenns finansielle forståelse og kunnskap om aksjemarkedet, og videre presentere utviklingen i aksjemarkedet. Vi synes det er verdt å legge vekt på forholdet mellom avkastning og risiko og vil derfor presentere disse under separate delkapitler. Avslutningsvis vil vi gå inn på de nye reguleringene i det norske aksjemarkedet.

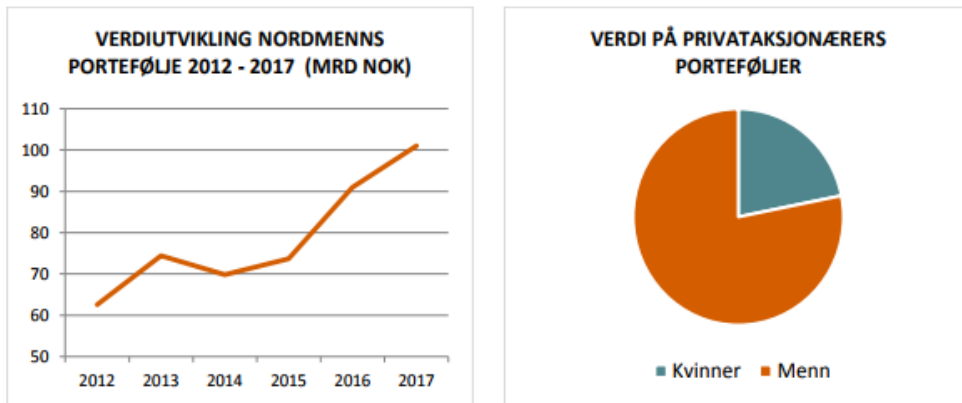
2.1 Den finansielle kompetansen

Fondsundersøkelsen til Verdipapirfondenes Forening (VFF) for 2016 viser at én av tre nordmenn sparer i aksjefond (VFF, 2016). Tilsvarende viser Aksjefondsundersøkelsen til Norsk Familieøkonomi for 2016 at 62 % av nordmenn foretrekker å ha sine langsiktige sparepenger i en bankkonto. I følge denne undersøkelsen er det tre sentrale faktorer som spiller inn i forhold til den lave deltakelsen blant nordmenn i verdipapirmarkedet. Disse omhandler sikkerhet på sparepengene, uklar plasseringshorisont og manglende kunnskap om alternative sparemetoder. Undersøkelsene viser at majoriteten av nordmenn opplever alternative investeringer som mer risikofylte enn hva de faktisk er, og dette bidrar til at kun en tredjedel av nordmenn sparer i fondsmarkedet (Vårvik, 2016).

AksjeNorge gjennomførte i 2016 en norsk versjon av OECDs internasjonale kartlegging av finansiell forståelse blant befolkningen, der undersøkelsen også tar for seg nordmenns vaner innen aksjesparing. Rapporten viser at nordmenn scorer høyt på kunnskapsspørsmålene sammenlignet med andre land i Europa, men at finansspørsmål er mer utfordrende for mange av respondentene, eksempelvis spørsmål om inflasjon, rentes-rente effekt og spredning av risiko. Det er store forskjeller i finansiell forståelse mellom ulike grupper. For eksempel viser de til at unge kan mindre enn eldre, kvinner kan mindre enn menn, og at de med lavere utdanning og lavere inntekt kan mindre enn de med høy utdanning og høy inntekt (Nyhus & Refvik, 2016). Nordmenn med lavere finansiell kompetanse er mer sårbare for økonomiske utfordringer, og de utnytter ikke nødvendigvis mulighetene sparing og investering gir til å øke den langsiktige avkastningen. For disse utgjør banksparing den største delen av sparemidlene. Undersøkelsen foreslår tiltak for å redusere kunnskapsgapet mellom de ulike gruppene og

forfatterne mener det vil være behov for undervisning om personlig økonomi på skolen slik at flere føler seg komfortable med å spare i aksjemarkedet i fremtiden.

Figur 2: Antall privatpersoner som eier aksjer ved utgangen av 2017



Kilde: AksjeNorge (2017)

Figur 2 viser andelen nordmenn som eier aksjer ved utgangen av 2017. Statistikken viser at nordmenn eier aksjer for mer enn 100 milliarder kroner på Oslo Børs, og aldri har tallet vært så høyt. Summen fordeles på omtrent 365 000 aksjeeiere på Oslo Børs. Av disse er omtrent 70 % menn og 30 % kvinner. Gjennomsnittsporteføljen per investor er på 276 000 kr ved utgangen av 2017 (AksjeNorge, 2017).

Nordmenn med høyere finansiell forståelse plasserer sparepengene i aksjer eller fond, og har historisk fått høyere avkastning i forhold til banksparing (Nyhus & Refvik, 2016). For at sparemarkedet skal fungere godt samt inkludere de med lavere finansiell forståelse bør myndighetene tilrettelegge for enkle spareløsninger og bedre informasjon. Det kan gjøres ved å forenkle spareproduktene struktur og beskatningen av disse, samt gjøre det enklere for norske sparere å bytte mellom spareprodukter og leverandører. Myndighetene ønsker å stimulere til økt aksjesparing for blant annet nordmenn med lavere finansiell kompetanse, og dermed sidestille profesjonelle investorer med ikke-profesjonelle investorer. Norske private investorer har tidligere vært mindre aktive i fondsmarkedet, noe som kan skyldes manglende gunstige ordninger for sparing med små beløp. Dette har ført til regjeringens introduksjon av det nye spareproduktet – aksjesparekontoen. Aksjesparekonto skal gjøre det mer fordelaktig å investere i aksjemarkedet ved at man oppnår utsettelse på løpende beskatning av gevinst og

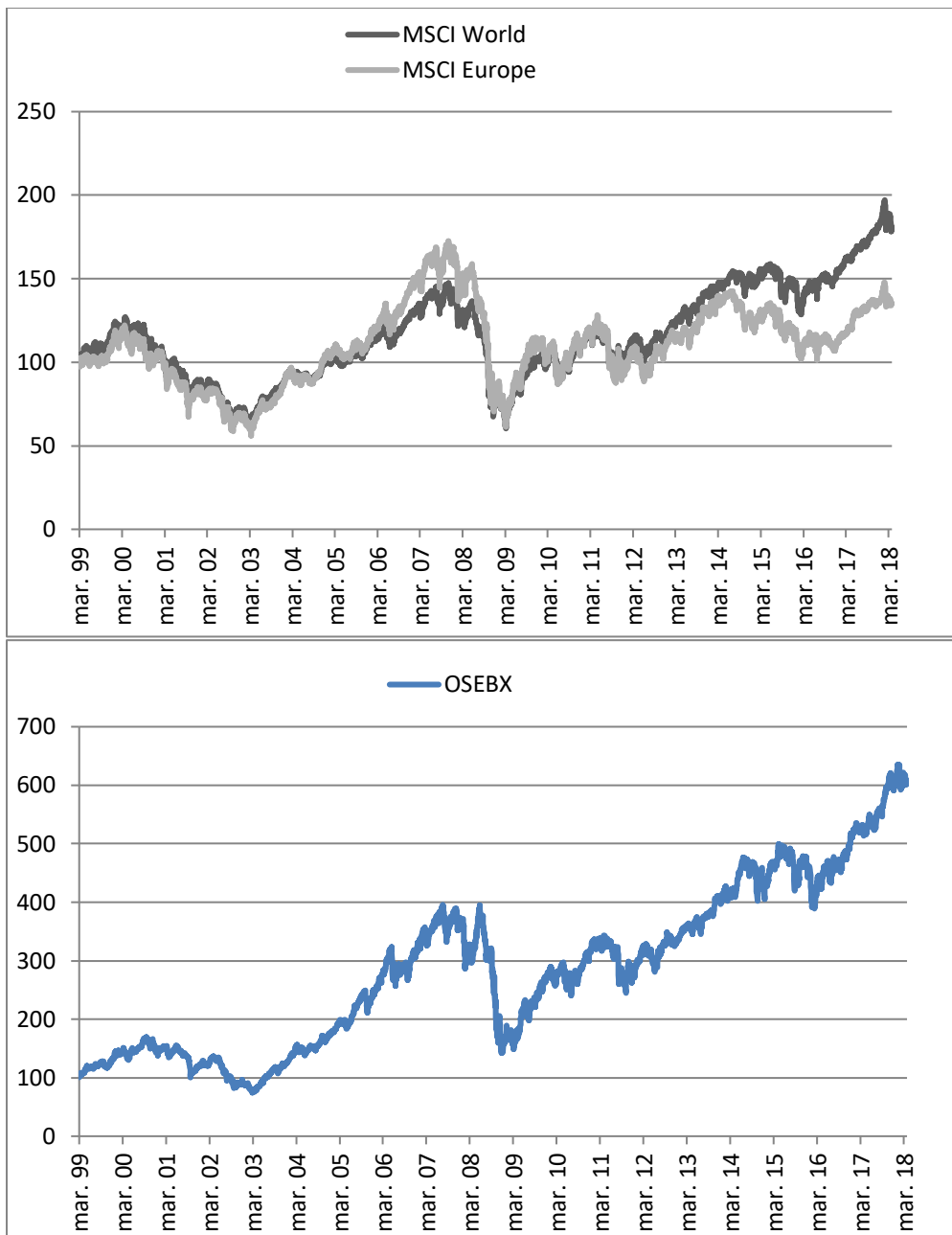
tap når man bytter mellom aksjefond. Samtidig skal det tilrettelegges for økt konkurranse mellom aktørene i markedet som kan tilby aksjesparekonto (Temre, 2016).

2.2 Aksjeutvikling

Man kan finne flere ulike typer indekser på aksjemarkedet. Oslo Børs-indeksen følger utviklingen i det norske aksjemarkedet. Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX) eller *Hovedindeksen* reflekterer verdiutviklingen til de mest omsatte aksjene notert på børsen, og reflekterer dermed noe av den norske økonomien gjennom disse aksjene. Hovedindeksen revideres på halvårlig basis og endringene implementeres 1. desember og 1. juni hvert år. I perioden fra 1. desember 2017 til 1. juni 2018 er det inkludert 67 aksjer i indeksen (Oslo Børs, 2017). Disse aksjene kan brukes til å måle avkastningen i det norske aksjemarkedet.

Vi kan også finne bredere aksjeindekser som reflekterer verdiutviklingene innenfor ulike land, markeder, sektorer og regioner. I denne oppgaven vil vi se på to regioner; det europeiske markedet og det globale markedet. For disse to markedene brukes ofte Morgan Stanley Capital Index (MSCI) som referanseindeks. Siden aksjesparekontoen gir muligheten til å investere i norske og EØS aksjer og aksjefond er det naturlig å se på utviklingen i det europeiske aksjemarkedet. Vi bruker MSCI Europe Index, der indeksen følger utviklingen i 15 ulike land i Europa, og fanger opp svingninger i den europeiske økonomien (MSCI, u.d. a). For det globale markedet brukes referanseindeksen MSCI World, som består av 23 utviklede markeder og dekker omtrent 85 % av frittflytende markedsverdi i hvert land (MSCI, u.d. b).

Figur 3: Aksjeutvikling MSCI World, MSCI Europe & OSEBX



Figur 3 viser kursutviklingen i perioden fra mars 1999 til mars 2018 for OSEBX, MSCI Europe Index og MSCI World Index. Indeksene normaliseres slik at kursen på indeksene starter på 100 fra 1. mars 1999, og viser utviklingen frem til utgangen av mars 2018. Indeksene viser daglig kursutvikling, der hver indeks er justert for utbytte. Den daglige kursutviklingen for OSEBX er hentet fra Oslo Børs (Oslo Børs, 2018), mens den daglige kursutviklingen for MSCI Europe og MSCI World er hentet fra Bloomberg. I figuren over viser den vannrette akse dato, men den loddrette akse viser kursen for indeksen. Det er

verdt å merke seg at MSCI World og MSCI Europe er angitt i dollar, mens OSEBX er angitt i norske kroner. Til tross for forskjellen i valutakursene gir sammenligningen av de tre markedsindeksene et representativt bilde av kurssvingningene, der vi ser at markedene i stor grad følger hverandre. Utviklingen i det norske aksjemarkedet (OSEBX) og det europeiske aksjemarkedet (MSCI Europe) viser at disse er mer utsatt for konjunkturer enn det globale aksjemarkedet (MSCI World), noe som tilsier at mindre markeder har høyere verdisvingninger og dermed lavere spredning av risiko i de underliggende markedene enn hva en global indeks har.

2.2.1 Avkastning

Avkastning er ofte det kriteriet som en investor legger mest vekt på ved valg av verdipapir. Det er grunnen til at en investor velger å gå fra en risikofri plassering som for eksempel banksparing og rentebærende alternativer til mer risikofylte investeringer i aksjer og andre verdipapirer. En investor i aksjemarkedet tjener penger – eller gevinst – på å selge en aksje til en høyere kurs enn den ble kjøpt for. Avkastningen, som er differansen mellom det investoren kjøpte og solgte for vil være gevinsten. Men investoren har kun opparbeidet seg urealisert gevinst «på papiret» inntil aksjen selges videre for en høyere pris (Oslo Børs, 2015). Aksjeutbytte derimot er ikke forbundet med salg, men innebærer en utdeling av aksjeselskapets gevinst til aksjonærer dersom det går i overskudd (Nymoen, 2018). I følge skatteloven § 10-11 andre ledd regnes utbytte som «enhver utdeling som innebærer en vederlagsfri overføring av verdier fra selskap til aksjonær» (Skatteloven, 2000).

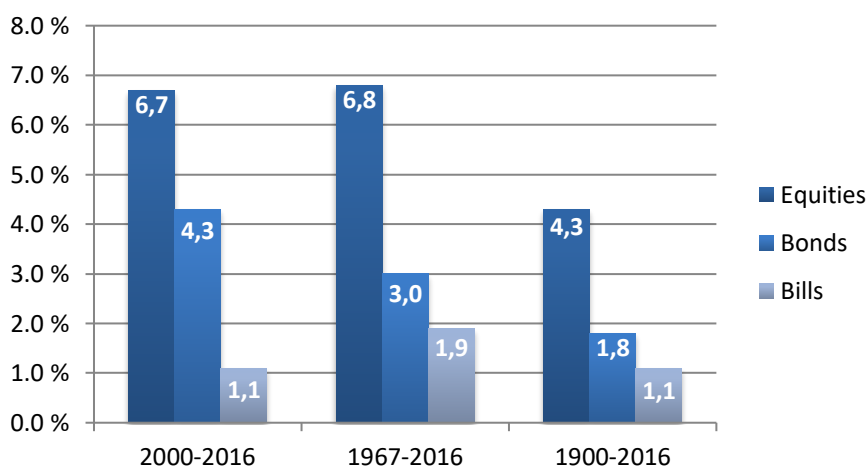
I aksjemarkedet snakkes det om forventet avkastning fremfor garantert avkastning på grunn av svingninger i aksjekursene. Aksjemarkedet svinger med variasjoner i aksjekursens bevegelser, og det er umulig å si noe bestemt om hvordan kursen vil svinge i fremtiden. Den forventede avkastningen varierer ut i fra forvaltningen. Innenfor fonds – eller porteføljeforvaltning skiller det mellom aktive og passive fond. Et aktivt forvaltet fond har som mål å prestere bedre enn indeksen, mens et passivt fond følger en indeks i et bestemt marked og kalles derfor indeksfond (Dalsbø, 2017).

I et aktivt fond forvaltes pengene til investorer og fondsforvalterne har mandat til å ta allokeringssavgjørelser på vegne av kundene. Målet med aktiv forvaltning er å slå referanseindeksen. Dette krever kompetente forvaltere og aktive fond vil derfor ha høyere forvaltningskostnader enn passive fond, som følger markedsindeksen. Et passivt fond derimot,

følger indeksen til et bestemt marked og skal kun følge utviklingen til referanseindeksen. Siden indeksfond følger et representativt utvalg av aksjer eller verdipapirer i et bestemt marked, vil det derfor ha lavere forvaltningskostnader sammenlignet med aktive fond (Dalsbø, 2018). I Norge er den årlige gjennomsnittlige forvaltningskostnaden for aktivt forvaltede aksjefond på 1,4 % av saldo, mens indeksfond har en årlig gjennomsnittlig forvaltningskostnad på 0,25 % av saldo (Finansportalen, 2018). Det er vanlig i bransjen at de dyktigste forvaltere tar de høyeste forvaltningskostnadene. I tillegg til forvaltningskostnader har enkelte fond også kjøps- og salgsgebyrer som utgjør en prosentandel av saldoen på investeringen.

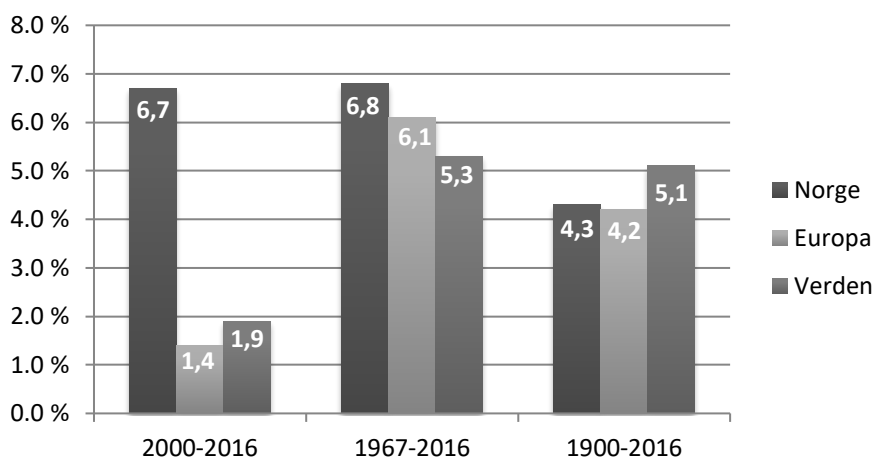
I februar 2017 publiserte «*The Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook*» sin årlige rapport med analyser rundt globale temaer og trender. Rapporten viser geometrisk annualisert avkastning justert for inflasjon for ulike verdipapirer i blant annet Norge, Europa og verden, i perioden fra 1900 til 2016. Den reelle avkastningen viser avkastningen i aksjemarkedet etter å ha trukket fra risikofri rente.

Figur 4: Annualisert reell avkastning for ulike verdipapirer i Norge



Figur 4 sammenligner verdipapirene aksjer, obligasjoner og statsobligasjoner i Norge over en periode på 116 år. I samtlige perioder har aksjeinvestering hatt den høyeste avkastningen. Den gjennomsnittlige årlige avkastning på obligasjoner var 1,8 % over 100 år, mens den var 4,3 % årlig fra år 2000 til 2016. Statsobligasjoner er en tilnærmet risikofri investering og har gjennomsnittlig ligget på 1,1 % i en periode på over 100 år samt i perioden fra 2000 til 2016 (Dimson et.al., 2017).

Figur 5: Annualisert reell aksjeavkastning i Norge, Europe og Verden



I *figur 5* oppsummerer vi Dimson et.al. (2017) sine funn for reell aksjeavkastning for markedene Norge, Europa og verden. Den gjennomsnittlige årlige aksjeavkastningen i Norge mellom 1900 til 2016 var på 4,3 %, Europa har ligget rett under på 4,2 %, mens verden har ligget noe høyere med en årlig aksjeavkastning på 5,1 %. Fra år 2000 og utover har verdensøkonomien i stor grad vært påvirket av teknologi og olje. Det norske markedet har hatt en gjennomsnittlig årlig aksjeavkastning på 6,7 %, det europeiske markedet 1,4 %, mens det globale markedet ligger noe høyere enn Europa på 1,9 %. Videre viser *figur 5* at det norske aksjemarkedet har gitt høyest årlig avkastning i perioden 2000 til 2016 og fra 1967 til 2016, mens det globale aksjemarkedet har gitt høyest gjennomsnittlig årlig avkastning i en periode på mer enn 100 år. Den sterke økonomiske veksten vi ser i Norge drives i stor grad av oljeindustri og naturressurser, en utvikling vi har observert fra 1960-tallet frem til i dag. Det er usikkert hvilke drivkrefter som vil påvirke det norske aksjemarkedet i fremtiden da det kan se ut til at den norske økonomien vil være avhengig av andre ressurser enn olje og gass.

I en annen rapport fra *The Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook* fra februar 2016 viser forfatterne at den reelle aksjeavkastningen det neste tiåret vil ligge på mellom 4 % til 6 %. Samtidig viser de at den reelle avkastningen for obligasjoner vil være nær 0 %, mens en porteføljekombinasjon av både aksjer og obligasjoner vil ha en reell avkastning på mellom 1 % til 3 %. De begrunner den forventede nedgangen i avkastning for aksjer og obligasjoner det kommende tiåret med høy usikkerhet rundt fremtiden. Videre peker de på aspekter som ny teknologi og digitalisering av arbeidskraft som endringer i hvordan næringslivet arbeider og skaper verdi (Dimson et.al., 2016). I det norske finansmarkedet har bransjen estimert en forventet årlig avkastning i aksjemarkedet på mellom 4 % og 8 % over risikofri rente (AksjeNorge, u.d.). Historisk og forventet avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning, da avkastningen kan følge en *random walk* prosess (Døskeland, 2014), noe som tilsier at aksjemarkedet er effisient og at det ikke er mulig å spå fremtidig avkastning basert på historiske data og gjennom offentlig informasjon. Fremtidig avkastning vil blant annet avhenge av makroøkonomiske faktorer som ikke fanges opp i historiske data, som for eksempel politisk uro, oljepris og påvirkning fra internasjonale finansmarkeder.

2.2.2 Risiko

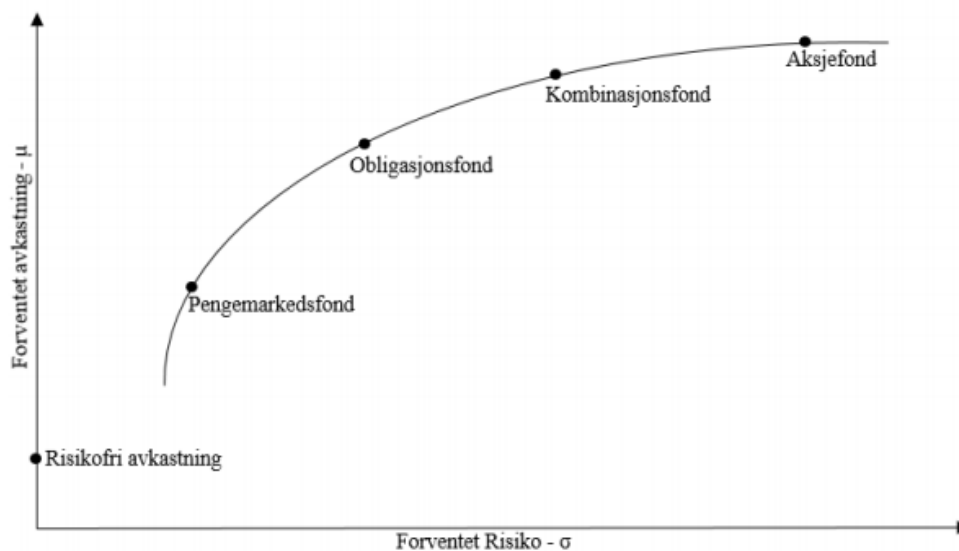
Under delkapitlet *avkastning* viste vi at sparing i aksjemarkedet historisk sett har gitt høyere avkastning i forhold til sparing i rentebærende alternativer. Dimson et.al (2017) finner som nevnt at det norske aksjemarkedet har gitt 4,3 % høyere avkastning årlig enn banksparing over 116 år, noe som forklares ut fra aksjeinvesteringers relativt høye risiko (Seidel, 2016).

Risiko måles gjerne ved standardavvik, som vil si roten av variansen på underliggende. For å måle standardavviket brukes det historisk avkastning for å beregne estimatet for forventet risiko ved å se på endringene – eller *variasjonen* – i avkastningen over tid (Wooldridge, 2009). Standardavviket forklarer hvor stor spredningen på observasjonene er i et utvalg i forhold til den forventede avkastningen. Et høyt standardavvik indikerer stor spredning fra gjennomsnittsavkastning, og det er dermed høy risiko eller store svingninger i det underliggende verdipapiret.

I aksjemarkedet kan risikoen inndeles i systematisk- og usystematisk risiko. Den systematiske risikoen kan defineres som markedsrisikoen, og er den type risiko som ikke kan diversifiseres bort i en portefølje med forskjellige verdipapirer fra markedet. Den er lik for hele markedet, og kan for eksempel reflektere konjunkturer, politiske forhold eller valutaendringer (Sander,

2017). Den usystematiske risikoen defineres som selskapsspesifikk risiko, og er risikoen knyttet til et bestemt selskap eller bransje. Denne type risiko er mulig å diversifisere bort ved å inkludere flere verdipapirer i porteføljen. Derfor vil investering i aksjefond innebære lavere risiko i forhold til å investere i enkeltaksjer. Med andre ord diversifiserer fond bort den selskapsspesifikke risikoen fordi det sprer investeringen mellom flere underliggende aksjer i ulike bransjer.

Figur 6: Forholdet mellom forventet risiko og avkastning



Kilde: Finansportalen (u.d.)

Aksjeinvesteringer har større svingninger og dermed et høyere standardavvik i forhold til rentebærende alternativer. *Figur 6* illustrerer forholdet mellom forventet avkastning og risiko. Den horisontale akse viser forventet risiko, mens den vertikale akse viser forventet avkastning. Figuren viser at investeringsalternativene til høyere på kurven gir høyere forventet avkastning ved at man tar høyere risiko. Bankinnskudd er tilnærmet risikofri sparing, og alle norske banker er medlemmer i Bankenes Sikringsfond. Det vil si at hver enkel banksparende kunde gis en garanti på inntil 2 millioner kroner i hver enkel medlemsbank (Bankenes Sikringsfond, 2018). Blant disse investeringsalternativene man ser i *figur 6* er det aksjefond som er forbundet med høyest risiko på grunn av fondets høyere volatilitet.

Enkeltaksjer har høyere volatilitet enn aksjefond ettersom aksjefond sprer risikoen mellom flere underliggende aksjer. Pengemarkedsfond investerer i kortsiktige rentepapirer med varighet på inntil ett år utstedt av blant annet stat, kommune og statsforetak og har lavest risikomål, etter risikofri investering. Obligasjonsfond derimot, investerer i langsiktige rentepapirer utstedt av både offentlige og private selskaper og kan dermed svinge mer i verdi enn kortsiktige rentepapirer (Nordnet, u.d. a).

Historisk sett så har det globale aksjemarkedet hatt et lavere standardavvik enn Oslo Børs (Oslo Finans u.d., 2). Det betyr at det norske aksjemarkedet også har vært forbundet med høyere risiko enn det globale markedet. Standardavviket varierer med tidshorisonten, der lengre tidshorisont vil gi et høyere standardavvik på grunn av større usikkerhet lenger frem i tid. Studerer historikken i aksjemarkedet over en tidsperiode på 116 år så ser vi at norske aksjer har hatt et årlig standardavvik 26,8 %, justert for inflasjon. Aksjer begrenset til Europa har hatt et standardavvik på 19,8 % årlig, men aksjer i det globale markedet har hatt et årlig standardavvik på 17,4 % (Dimson et.al., 2017). Det høyere standardavviket på norske aksjemarkedet i forhold til det globale aksjemarkedet kommer av markedets høyere systematiske risiko. Norge er en liten, åpen økonomi, der de største selskapene konkurrerer i et globalt marked. Det norske aksjemarkedet påvirkes i stor grad av verdensindeksen og oljeprisen (Fosby & Dahl, 2016). Det vil si at det norske aksjemarkedet har vist seg å være mer volatilt enn større markeder som det europeiske og det globale markedet. Det må bemerkes at risiko målt ved standardavvik vil variere over tid, og dermed vil ikke historisk standardavvik gi en indikasjon på fremtidig risiko.

2.2.3 Andre risikofaktorer

For å illustrere risikoen ved å investere i aksjemarkedet vil vi også diskutere risikoen for tap av kjøpekraft på pengene. Når fond- og aksjesparing sammenlignes opp mot bank- og andre risikofrie investeringer er det ofte to faktorer som spiller inn:

1. *Risikoen for å tape penger*
2. *Tap av kjøpekraft*

Den første faktoren har vi diskutert i avsnittene ovenfor i forhold til verdissingninger på verdipapirer i forhold til banksparing. Derimot innebærer *tap av kjøpekraft* å vurdere om verdien på pengene om ett år eller ti år er like mye verdt som den er i dag. For å opprettholde

kjøpekraften må man oppnå en årlig rente som er lik eller større enn inflasjonen, og denne måles ved realrenten. Ut i fra Fisher formelen foreligger det en intuisjon som forklarer forholdet mellom nominell og real renten, ved å inkludere inflasjon (Crowder & Hoffman, 1996):

$$1 + r_{r(t+1)} = \frac{1 + r_n}{1 + \pi_{t+1}}$$

Og som gir følgende uttrykk for realrenten:

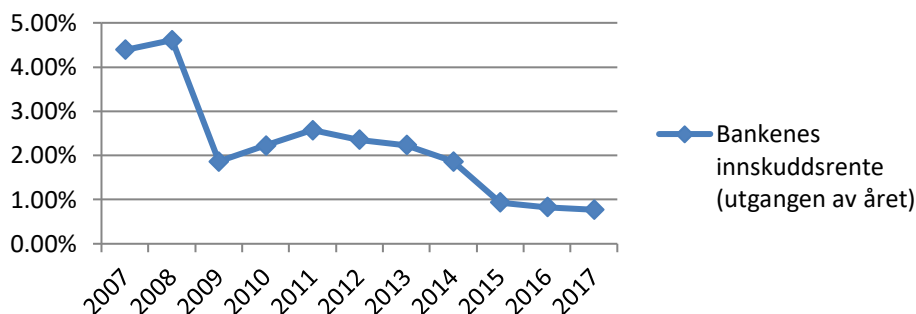
$$r_r = r_n - \pi$$

$r_r = \text{realrente}$

$r_n = \text{nominell rente}$

$\pi = \text{inflasjon}$

Figur 7: Utviklingen i bankenes innskuddsrente ved utgangen av året



For å vise til den nominelle renten, r_n , i det norske bankmarkedet har vi innhentet bankenes innskuddsrenter fra Statistisk Sentralbyrå. Denne viser innskuddsrenten ved utgangen av året fra 2007 til 2017, som vist i figur 7 (Statistisk Sentralbyrå, 2017). Innskuddsrenten representerer den risikofrie avkastningen norske sparere kan oppnå i markedet. Figur 7 viser at innskuddsrenten har sunket betydelig gjennom perioden, fra 4,39 % i 2007 til 0,77 % i 2017. Norges Bank annonserte i mars 2018 at Regjeringen har fastsatt et inflasjonsmål, π , på 2 % årlig (Norges Bank, 2018). Med en innskuddsrente i banken på 0,77 % ved utgangen av 2017 og et inflasjonsmål på 2 % er det tydelig at penger plassert i banken kan gi negativ

fremtidig kjøpekraft. I tillegg vil personer med nettoformue på over 1,48 millioner kroner betale formuesskatt som i 2018 er på 0,85 % av formuen (Skatteetaten, 2018).

Med lav rente på bankinnskudd, kan kunder dermed risikere å tape penger ved å ha dem stående i banken. Risikoen vil være at inflasjon og skatt overstiger den årlige bankrenta, slik at verdien på sparepengene er synker framover i tid. Dersom en velger å sette sparepengene på en bankkonto med dagens lave rente på bankinnskudd, og 20 års sparingshorisont, vil verdien på sparepengene halveres i verdi når det justeres for inflasjon og skatt (Arnesen, 2017a). Det vil lønne seg å allokere sparepengene i aksje- og fondsmarkedet dersom en ønsker å bevare kjøpekraften over en lengre tidshorisont. I et kortsiktig perspektiv har aksje- og fondsmarkedet høyere risiko enn banksparing på grunn av verdisvingninger og det vil derfor være hensiktsmessig å plassere pengene i rentefond eller på en bankkonto. I et langsiktig perspektiv derimot, vil banksparing være verdiødeleggende og representerer dermed høyere risiko enn aksjer og fond (Landheim, 2018).

Valget av risikonivå avhenger av risikotoleransen til hver enkel investor, og bestemmes dermed av subjektive faktorer. Fra et nøytralt og objektivt ståsted vil den anbefalte risikograden henge sammen med sparehorisonten til investoren. Når man er i 20-årene og for eksempel ønsker å spare til pensjon bør risikograden være høy med tanke på en sparehorisont på nærmere 40 år. Dette fordi en lengre tidshorisont vil være forbundet med en lavere risiko, ved at den påvirkes mindre av de kortsiktige svingningene (Døskeland, 2014). Man bør derimot justere ned på risikoen når sparingshorisonten nærmer sin ende, slik at man går fra høy aksjeandel i porteføljen til lav aksjeandel.

2.3 Reguleringer i aksjemarkedet

Det norske aksjemarkedet skal være trygt og lovregulert. Myndighetene skal føre tilsyn og bransjens egenregulering skal sikre investorbeskyttelse i verdipapirfond. Når en investor sparer i verdipapirfond skal investoren være trygg på at investeringen er en velorganisert plasseringsform som er underlagt streng lovregulering og offentlig tilsyn. I følge Verdipapirfondloven § 4-1, må hvert enkelt verdipapirfond innhente tillatelse fra Finanstilsynet før det etableres (Verdipapirfondloven, 2012).

I januar 2018 ble det nye EU-direktivet som omfatter regulering i markedet for finansielle tjenester vedtatt. For verdipapirmarkedet ble det reviderte direktivet fra 2007 *Markets in Financial Instruments Directive II* (MiFID II) vedtatt 3. januar 2018. Formålet med MiFID II er å fremme økt transparens og sunn konkurransearena mellom aktørene i finansmarkedene, samt styrke investorbeskyttelsen og redusere risikoen for asymmetrisk informasjon mellom fondstilbydere og investorer (Gjesdahl, 2017). MiFID II vil i 2018 få et eget rettsgrunnlag i loven fastsatt av Finanstilsynet, herunder MiFID II-forskriften (MiFID II-Forskriften, 2018). Direktivet stiller høyere krav til verdipapirforetakenes virksomhetsutøvelse og skal forhindre maktmisbruk fra forvaltningsselskaper med verdipapirtillatelse. Endringene innebærer strengere krav til produktgodkjenning, cross-selling mellom fondstilbydere, og om tilbydere fremstår som uavhengige i forhold til investeringsrådgiving (Finanstilsynet, 2017a).

Direktivet spiller en stor rolle for banker, verdipapirforetak og fondsforvaltere, og de nye reglene skal identifisere mulige interessekonflikter mellom finansinstitusjonene. Det stilles krav om informasjonen som gis til kundene som blant annet kostnader og gebyrer knyttet til investeringene, og hvordan provisjonen fordeles mellom fondstilbydere. Direktivet medfører også økt transaksjonsrapportering, noe som øker både myndighetenes og markedsaktørens anledning til å få innsikt i markedsmekanismene. Det forventes dermed at dynamikken i aksjemarkedet endres på sikt. Finansinstitusjonene skal etter direktivet praktisere «Beste ordre», noe som innebærer at alle tilstrekkelige tiltak skal sikre kundenes interesser (Gjesdahl, 2017). Sett i sammenheng med de nye reguleringene i aksjemarkedet vil det være interessant å se hvordan disse endringene har innvirkning på fondstilbydernes konkurranseevne i forhold til aksjesparekonto.

3 Det norske skattesystemet

I de foregående kapitlene fokuserte vi på sparing gjennom investering i aksjemarkedet, og vi diskuterte utviklingen i ulike aksjemarkeder, avkastning, risiko og reguleringene i aksjemarkedet. I dette kapitlet gir vi en innføring i det norske skattesystemet, og fokuserer på skatteregler som er relevante for norske privatinvestorer i aksjemarkedet.

3.1 Skattereformen

De norske skattereglene har betydning for hvilken nettoavkastning en investor kan forvente, og derfor er skattereformen relevant for investeringsbeslutningen. Den norske skatteloven «Lov om skatt av formue og inntekt» forklarer at gevinst ved realisasjon av verdipapirer er skattepliktig og tap er fradragsberettiget.

Skattereformen for perioden 2016 til 2018 har redusert skattesatsen på alminnelig inntekt for bedrifter og privatpersoner. Endringene i skattereformen har som formål å styrke insentivene til å spare og investere, der hovedelementene i reformen er lavere selskapsskattesats og lettelser i personbeskatning (Transaksjonsadvokater, 2018). Skattesatsen for alminnelig inntekt ble redusert fra 24 % til 23 % fra 2017 til 2018 (Regjeringen, 2017). Det innebærer at gevinst fra kapital skattlegges 1 % lavere enn tidligere, noe som øker verdien av gevinst men reduserer verdien av tapsfradraget.

Skattereformen i 2006 medførte betydelige endringer i marginals-katten på lønn og kapital. Reformen inneholdt to viktige modeller for beskatning som påvirker aksjemarkedet; *aksjonærmodellen* og *fritaksmetoden*. Aksjonærmodellen skal bidra til å utjevne forskjellen i beskatning av arbeidsinntekt og kapital, slik at utbytte beskattes tilsvarende alminnelig inntekt. Fritaksmetoden skal sørge for at aksjeutbytte og aksjegevinster er fritatt for skatt imot at tap ikke er fradragsberettiget, slik at det forebygger kjedebeskatning av selskapsoverskudd (Finansdepartementet, 2006).

3.2 Fritaksmetoden

Fritaksmetoden i norsk skatterett for beskatning av aksjeinntekter (aksjeutbytte eller aksjegevinst) tilfaller aksjonærer som er aksjeselskaper. Hensikten er at disse selskapene ikke er skattepliktige for inntekt, eller fradragberettiget for tap ved aksjeutbytte eller salg av aksjer. Det vil si at beskatning først vil skje når aksjeinntektene tas ut av selskapet (Andersen, 2018). Denne skatteutsettelsen kan gi stor økonomisk verdi for private personer som ønsker å reinvestere aksjeinntektene uten å sette seg i skatteposisjon. Denne typen skatteutsettelse førte til at private investorer med store formuer opprettet investeringsselskaper, såkalte *holdings-selskaper*, for å kunne dra nytte av fritaksmetoden og foreta private investeringer. I 2009 gikk Aksjonærforeningen, Oslo Børs og VPS sammen og anbefalte myndighetene om å legge forholdene til rette for en spareinnretning som ga private sparere muligheten til å nyttiggjøre seg av fritaksmetoden (Aksjonærforeningen, 2009). I statsbudsjettet for 2017 foreslo myndighetene å la private sparere ta nytte av fritaksmetoden ved å innføre ordningen med aksjesparekonto (Finansdepartementet, 2017).

3.3 Aksjonærmodellen

Siden skattereformen i 1992 har ikke aksjonærer blitt belastet skatt på lovlig utdelt utbytte fra aksjeselskaper. Skattereformen i 2006 førte til at aksjeutbyttet og aksjegevinster til private aksjonærer med alminnelig skattepliktig inntekt i Norge skattlegges etter aksjonærmodellen. Selskapsaksjonærer omfattes ikke av aksjonærmodellen men faller inn under *fritaksmetoden* (Skatteetaten, u.d.). Aksjonærmodellen innebærer at aksjeinntektene til private aksjonærer som overstiger skjermingsfradrag, skattlegges på eierens hånd (Finansdepartementet, 2017) Formålet med aksjonærmodellen er å bidra til likhet mellom de høyeste marginals kattene på inntekt for privatpersoner og aksjeinntekt, for å forhindre inntektsskifting. Ved at utbytte skattlegges reduseres forskjellen i beskatning av arbeid og kapital.

3.3.1 Skjermingsfradraget

En av aksjesparekontoens fordeler er at du som investor får skjermingsfradrag på ditt investeringsbeløp. Skjermingsfradraget er et bunnfradrag som deles ut til eiere av aksjer og aksjefond hvert år. Det innebærer at inngangsverdien oppjusteres med en prosentandel, slik at du ikke må skatte av hele gevinsten (Sparebank 1, u.d) Bare den delen av inngangsverdien som tilsvarer andelens inngangsverdi i ervervsåret har grunnlag for skjerming etter skatteloven § 10-20 femte ledd (Skatteloven, 2000). I 2015 var skjermingsrenten på 0,6 prosent og etter regjeringens forslag skulle skjermingsrenten økes slik at den i større grad reflekterte risikofri avkastning (Selmer, 2017). I 2017 økte skjermingsrenten for aksjonærer til 0,7 prosent. Skjermingsrenten for hvert år fastsettes i januar året etter. For aksjesparekonto blir skjermingsfradraget på de enkelte aksjeandelene fordelt på hele kontoen.

Skjermingsfradraget benyttes først når pengene flyttes ut av kontoen (Sørensen, 2018).

$$\text{Skjermingsfradrag} = \text{skjermingsgrunnlag} * \text{skjermingsrente}$$

(Altinn, 2018).

Skjermingsrenten skal sikre finansieringsnøytralitet, slik at avkastningen investorer kunne oppnådd på et risikofritt bankinnskudd unntas fra ekstrabeskatning. Det tilsvarer rentenivået på en gjennomsnittlig høyrentekonto i bank etter skatt. Skjermingsfradraget godskrives hver investor for hvert årsskifte og skjer etterskuddsvis. Som investor må du eie aksjeandelene over nyttår for å få skjermingsfradraget for det inneværende året. Ved å eie aksjeandelene over flere år akkumuleres skjermingsdragnet hvert år. Du kan derfor beholde aksjen eller fondet over flere år og få skjermingsfradrag for hvert år.

Dersom en investor derimot kjøper og selger aksjer innenfor et år, oppnås ikke skjermingsfradrag på investeringen. Investorer som selger sine aksjeandeler i desember oppnår ikke skjermingsfradrag, og det kan derfor lønne seg å vente til over nyttår med å selge seg ut for å få med årets skjermingsfradrag. Så lenge pengene holdes innenfor aksjesparekontoen kan investorer kjøpe og selge aksjer og aksjefond når som helst og fortsatt få skjermingsfradrag på investeringen sin. Dette er interessant i forhold til vår studie om hvorvidt investorer har kjennskap til skjermingsfradraget og utnytter det ved å vente med å selge seg til slutten av året.

3.3.1.1 Skjermingsfradragets funksjonalitet

I tabell 1 har vi listet opp skjermingsrenten fra 2012 til 2017. Prosenten for skjermingsrenten i perioden er innhentet fra Skatteetaten og omfatter skjermingsrenten for aksjer og enkeltpersonforetak

Tabell 1: Utviklingen på skjermingsrenten fra 2012-2017

År	Skjermingsrenten	Ny inngangsverdi
		100.000
2012	1,1 %	101 100,00 ¹
2013	1,1 %	102 212,10
2014	0,9 %	103 132,01
2015	0,6 %	103 750,80
2016	0,4 %	104 165,80
2017	0,7 %	104 894,96

(Skatteetaten, 2017).

Dersom en investerer 100 000 kr i begynnelsen av 2012 og forventer en årlig aksjeavkastning på 8 % med en sparehorisont på 6 år, vil markedsverdien på investeringen være 158 687,43 kr². Det betyr at avkastningen etter 6 år er 58 684,43 kr.

Dersom man ikke hadde fått skjermingsfradrag ville skattekostnaden gevinst i januar 2018 vært på 17 952,49 kr med en skattesats på 30,59 %. Men med skjermingsfradrag vil inngangsverdien over de 6 årene oppjusteres til 104 894,96 kr.

Med en markedsverdi i år 6 på 158 687,43 kr og et investeringsbeløp med skjermingsfradrag på 104 894,96 kr, er den nye avkastningen på 53 792,47 kr.

Investoren betaler dermed skatt på 53 792,47 kr som tilsvarer 16 455,12 kr, i stedet for 17 952,49 kr. Dermed har investoren «spart» 1 497,37 kr med skjermingsfradraget.

¹ Ny inngangsverdi: Inngangsverdi * (1 + Skjermingsrenten) = 100 000 * (1 + 0,011) = 101 100,00

² Markedsverdi på investering: 100 000 * (1 + 0,08)⁶ = 158 687,43

3.3.2 Oppjusteringsfaktor

Oppjusteringsfaktoren skal føre til at marginals kattene på utbytte og lønnsinntekt skal være tilnærmet like. Når inntekten overstiger skjermingsfradraget blir det regnet som «eierinntekt» og denne delen beskattes (Finansdepartementet, 2017). For at regjeringen skal forhindre inntektsskifting ble det foreslått å redusere skattesatsen på alminnelig inntekt for personer og selskaper, der lavere skattesats gjør det mer lønnsomt for eiere som arbeider i eget selskap å ta ut faktisk arbeidsinntekt som aksjeutbytte (Sarai, 2016). Dermed ble det foreslått at skatt på utbytte skulle økes slik at marginals katten på utbytte ble tilnærmet lik marginals katten på lønnsinntekt. For at dette skal gjelde må oppjusteringsfaktoren for utbytte tilsvare en prosentandel som i 2018 er på 33 %, slik at skatten på aksjeutbytte tilsvare 23 % for personlige aksjonærer oppjustert med 1,33. Marginals kattesatsen på utbytte er isolert sett satt til 30,59 %³ for 2018 (Sarai, 2016).

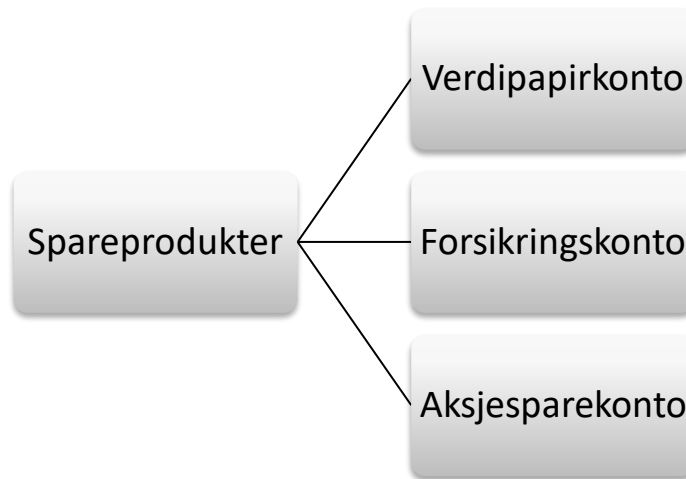
Oppjusteringsfaktoren slår inn etter at skjermingsfradraget er lagt til. Slik sikres det at utbyttebeskatningen er tilnærmet lik lønnsbeskatningen (Sarai, 2016). I 2017 var aksjebeskatningen på 29,76 % og til tross for lavere skattesats på alminnelig inntekt for private aksjonærer, fra 24 % i 2017 til 23 % i 2018, så bidrar oppjusteringsfaktoren til høyere aksjebeskatning i 2018 med en faktor på 1,33, i motsetning til 1,24 i 2017.

³ Skattesats for personlige skattytere i 2018: $23 \% * (1 + 0,33) = 30,59 \%$

4 De langsiktige spareproduktene for aksjefond

I de to foregående kapitlene har vi gitt en innføring i nordmenns sparingsatferd, utviklingen i aksjemarkedet, og hvilke faktorer en investor bør ta hensyn til ved aksjesparing. Videre har vi gitt en introduksjon i det norske skattesystemet. I dette kapitlet presenterer vi de alternative spareproduktene en norsk privatinvestor kan velge mellom når en starter aksjesparing, som vist i *figur 8*, før vi gir en fundamental innføring i aksjesparekontoen. Avslutningsvis vil vi sammenligne de tre spareproduktene opp i mot hverandre.

Figur 8: Spareprodukter for aksje- og fondsinvesteringer



4.1 Verdipapirkonto

For å kjøpe eller eie verdipapirer registrert i Verdipapirsentralen (VPS) må man ha en verdipapirkonto (VPS-konto). VPS-kontoer kan opprettes hos en kontofører, noe som oftest er en bank, fondsforvalter eller verdipapirforetak. En VPS-konto fungerer ganske likt som en bankkonto, men i motsetning til å plassere sparepengene som bankinnskudd så plasseres de i aksje- og fondsmarkedet (Verdipapirsentralen, u.d. a). Private investorer kan spare i aksjer på to måter. Den ene er gjennom kjøp av enkeltaksjer, som innebærer direkte eierskap av andeler i valgfrie selskaper. Den andre måten er gjennom kjøp av aksjefond, der du diversifiserer investeringen mellom flere selskaper gjennom en kollektiv investering hvor flere investorer går sammen for å plassere sine penger (Døskeland, 2014).

I aksjefond er det forbundet både direkte og indirekte kostnader ved handel, megling og i enkelte tilfeller rådgivning. Den vanligste kostnaden er forvaltningskostnaden som selskapet tar for forvaltning og administrering av pengene. Denne kostnaden ligger vanligvis på mellom 0,2 % til 2,5 % for aksjefondssparing. Passive aksjefond er rimeligere siden fondet følger markedsindeksen. Passive aksjefond ligger på rundt 0,25 % årlig av saldo, mens aktive aksjefond ligger på rundt 1,4 % årlig av saldo (Finansportalen, 2018).

I tillegg til årlige løpende forvaltningskostnader foreligger det også kjøps- og salgskostnader som inntreffer ved hver transaksjon i fondet. De siste 10 årene har transaksjonskostnadene blitt vesentlig lavere på grunn av økt konkurranse fra nettfondsleverandører. Transaksjonskostnadene avhenger av fondsleverandøren. Det er også mer vanlig med salgskostnader enn kjøpskostnader (Furuseth, 2018b). Realisasjon av skatt på 30,59 % forekommer når en selger aksjeandelene i en verdipapirkonto. Dersom man har gevinst betaler man skatt på gevinsten, mens man ved tap er fradragsberettiget. Skattesatsen gjeldende for VPS-konto for alminnelig inntekt oppjusteres med 1,33 i 2018, og til gjengjeld får investorer skjermingsfradrag på investert beløp (Sarai, 2016).

4.2 Fondskonto Link – Forsikringskonto

Dagens fondskonto er et kombinert investerings- og forsikringsprodukt - en såkalt kapitalforsikring med investeringsvalg – der verdipapirene eies av forsikringsselskapet og ikke av investoren direkte, men der kunden har hele risikoen for avkastningen på innbetalte midler (Regjeringen, 2016). Det innebærer at en ikke er direkte eier av andelene. Disse eies derimot av forsikringsselskapet og investoren er dermed bare eier av forsikringsproduktet. Det gjør at en investor ikke har stemmerett i aksjeandelene som handles gjennom en fondskonto, og kan derfor blant annet ikke stille til generalforsamlinger.

Fondskonto fungerer slik at du kan kjøpe, selge eller endre sammensetningen innenfor fondskontoen, og det innløser ikke skatteplikt. Det er først når du realiserer fondskontoen eller deler av den at gevinsten beskattes, eller tap fradragsføres. Siden man ikke betaler skatt ved endring av sammensetningen i fondskontoen medfører dette en betydelig rentes-rente effekt på avkastningen ved at man utsetter skatten og kan reinvestere gevinsten, ifølge skatteloven § 5-20 og § 5-21 (Skatteloven, 2000). Dette gir en skattefordel for fondskonto sett i forhold til en vanlig verdipapirkonto (Furuseth E., 2016). Kontoen har i utgangspunktet ingen investeringsbegrensninger, men den vil avhenge av fondstilbyderens utvalg av verdipapirer.

Det er normalt at aktører kan tilby alle mulige fond, og enkelte aktører tilbyr også ikke-noterte aksjer.

Det er også knyttet et forsikringselement til fondskontoen. Forsikringselementet skal sikre investoren at gjenstående sparebeholdning utbetales til begunstiget arving, og typisk vil denne utgjøre minimum 101 % av sparebeholdningen. Forsikringselementet kan variere mellom 1 % og 5 % av sparebeholdningen, i tillegg til den totale saldoen på kontoen. Forsikringstakeren betaler en premie for å investere i verdipapirer gjennom forsikringsavtalen som selskapet tilbyr (Furuseth, E., 2016). Det er dette som gjør at fondskontoen er et forsikringsprodukt, og fører til at forsikringskontoen omgår reglene for skattlegging av verdipapirfond etter skatteloven § 10-20 (Skatteloven, 2000). Dermed vil fondskontoen som helhet beskattes som renteinntekt, selv om deler eller hele avkastningen kommer fra aksjeinvesteringer.

Kostnadene knyttet til aksjefond innen Fondskonto Link tilsvarer kostnadene for en VPS-konto. Det er gratis å opprette en Fondskonto. De fleste av liv- og forsikringselskapene tar ikke andre kostnader enn forvaltningskostnader, mens enkelte aktører i tillegg tar administrasjonsgebyrer. Forvaltningskostnadene avhenger av hvert enkelt fond og varierer fra 0,2 % til 2,5 % av saldo for aksjefondssparing. I motsetning til verdipapirkonto så får man ikke skjermingsfradrag i en Fondskonto Link, slik at hele gevinsten er skattepliktig. Fondskontoen beskattes dermed i 2018 som alminnelig inntekt ved realisasjon med skattekostnad på 23 % av gevinst, eller skattefradrag på 23 % på tap ved første uttak. Finansdepartementet foreslo i 2016 en endring i beskatning på forsikringskonto i mot en skattesats lik verdipapirkonto og at det gis skjermingsfradrag for aksjeinvestering i Fondskonto Link (Furuseth, 2017c). Det forventes at endringen trer i kraft fra og med 2019.

4.3 Innføringen av Aksjesparekonto

Aksjesparekonto ble innvilget i statsbudsjettet 2017 som en Konto for Langsiktig Aksjesparing (KLAS). En ordning for aksjesparekonto hadde over lengre tid vært på agendaen og flertallet i Stortinget hadde tidligere foreslått for regjeringen en ordning for langsiktig sparing i børsnoterte aksjer og aksjefond (Temre, 2016). I 2009 gikk Aksjonærforeningen, Oslo Børs og VPS sammen og anbefalte myndighetene og finansnæringen om å innføre en spareordning som også lot privatinvestorer dra nytte av fritaksmetoden, slik at fordelene ved å eie aksjer kunne oppnås uten å opprette et investeringsselskap (Aksjonærforeningen, 2009). Hensikten med en ny fondskonto i det norske aksjemarkedet var at privatpersoner skulle få de samme fordelene som profesjonelle investorer og investeringsselskaper, ved å få utsatt beskatning på aksjegevinst. Som privat investor kunne man hittil kjøpe og selge fond (og enkeltaksjer hos enkelte tilbydere) uten å måtte skatte av gevinst ved bruk av Fondskonto Link, så lenge investeringen holdt seg innenfor forsikringskontoen (Furuseth, 2016).

Den 1. september 2017 vedtok Stortinget en ny spareordning der norske sparere kunne opprette en aksjesparekonto. Formålet med aksjesparekonto var å gjøre det enklere og mer gunstig å investere og omfordele investeringen i aksjer og aksjefond, slik at privatpersoner i større hadde incentiver til å investere i aksjemarkedet (Verdipapirsentralen, u.d. b). Private investorer kunne fra innføringen opprette aksjesparekonto hos banker, verdipapirforetak (meglere) og forvaltningsselskaper med verdipapirfond. Med en aksjesparekonto kan man dermed investere i alle børsnoterte aksjer som er utstedt av selskap hjemmehørende i Norge og EØS-området, samt alle aksjefond (med mer enn 80 % aksjer) og egenkapitalbevis i Norge og innenfor EØS (Finansco, 2017). De som sparer i en aksjesparekonto unngår å betale skatt ved salg av aksjer og aksjefond med gevinst, så lenge den beholdes innenfor kontoen. Man kan også ta ut penger fra aksjesparekontoen opp til investeringsbeløpet som er satt inn skattefritt. Man betaler skatt på gevinst når denne tas ut av kontoen, og man oppnår først skattefradrag på tap når kontoen avsluttes (Verdipapirsentralen, u.d. b).

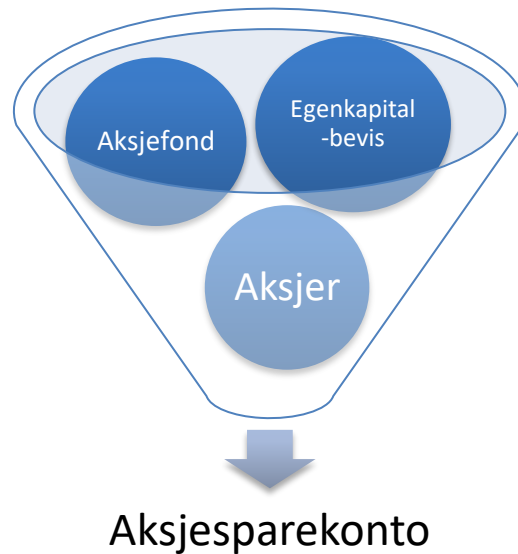
For å stimulere ytterligere til aksjesparing blant småsparere og profesjonelle investorer vedtok myndighetene i 2017 at alle som eide aksjer og aksjefond kunne flytte sin aksjebeholdning til en aksjesparekonto uten å måtte realisere gevinst. Aksjebeholdningen kan dermed overføres med ubenyttet skjerming og inngangsverdien til aksjene overføres med kontinuitet. Denne overgangsregelen skulle i første omgang gjelde ut 2017, men på grunn av stor pågang for flytting og manglende prosedyrer for innhenting av kundeinformasjon mellom fondstilbydere

bestemte Stortinget i desember 2017 at overgangsregelen skulles utvides til utgangen av 2018. (Verdipapirsentralen, 2017). Dette er svært gunstig for alle som har opparbeidet seg god avkastning på porteføljen sin over tid, og det vil være mer attraktivt for privatpersoner og profesjonelle investorer å benytte seg av den nye investeringskontoen. Dersom man har negativ avkastning eller *tap* på porteføljen sin bør en vurdere å realisere aksjebeholdningen og oppnå skattefradrag før beholdningen flyttes til aksjesparekontoen ved bruk av overgangsregelen. Dette fordi man ikke er fradragsberettiget for tap i en aksjesparekonto inntil kontoen avsluttes (Arnesen, 2017b).

På lik linje for beskatning av gevinst i en VPS-konto skal uttak ut over tilbakebetaling av innskudd på en aksjesparekonto regnes som skattepliktig inntekt. Skattesatsen for aksjesparekonto skal for 2018 oppjusteres med faktoren 1,33 med en personlig skattesats på 23 %. Dette gir en skattesats av gevinst på 30,59 % etter skatteloven § 10-21. Det gis fradrag for tap ved uttak av lavere beholdning enn investeringsinnskuddet på aksjesparekontoen. Tapet oppjusteres med 1,33 og kan føres til fradrag på kontohaverens inntekt etter skatteloven § 10-21 syvende ledd (Skatteloven, 2000). Etersom skattesatsen for aksjesparekonto oppjusteres med 1,33 får investorer skjermingsfradrag på investert beløp, det samme som for en VPS-konto (Sarai, 2016).

Aksjesparekonto fikk en egen forskrift i skatteloven § 10-21, som både omfatter skattlegging og regulering av kontoen og kontohaveren. Aksjesparekontoen er i praksis en tilnærming til fritaksmetoden som skal gjelde for norske privat investorer, og man vil derfor skattlegges først når pengene tas ut av kontoen (Skatteloven, 2000). Aksjesparekonto har et mindre investeringsunivers i kapitalmarkedet sammenlignet med VPS-konto og Fondskonto Link. Med aksjesparekonto er man begrenset til å investere i aksjer og aksjefond i Norge og i land innenfor EØS. Dersom man ønsker amerikanske teknologiaksjer, som for eksempel Apple eller Netflixaksjer, må dette gjøres via en VPS-konto.

Figur 9: Finansielle instrumenter som inngår i Aksjesparekonto



Figur 9 viser de finansielle instrumentene som inngår i en aksjesparekonto. I tillegg til aksjer, aksjefond og egenkapitalbevis, kan utbytte på aksjer også plasseres i aksjesparekontoen. Utbytte vil derimot ikke ha den samme gunstige skatteordningen. Utbytte fra aksjer eller fondsandeler som inngår i aksjesparekontoen, går ikke inn på kontoen, men tilordnes aksjonæren direkte og skattlegges som normalt ved innvinning (Finansdepartementet 2017, 79). Begrunnelsen for å begrense skatteutsettelsen kun til gevinst er at beskatning av utbytte fører med seg flere problemstillinger knyttet til EØS-reglene og skatteavtalene (Næsje, 2017).

Utbyttebeskatningen har blitt møtt med kritikk siden ordningen gjør at en investor ikke får utnyttet «det fulle potensiale» ved aksjesparekonto. Den ville ifølge kritikerne vært enda mer gunstig for investoren dersom man kunne reinvestere utbytte, slik som på Fondskonto. For fondsinvesteringer er det vanlig å unngå løpende beskatning av utbytte, da de fleste aksjefond gir mulighet til å reinvestere dette. Ettersom utbytte fra aksjer og fondsandeler skattlegges direkte vil aksjesparekontoen være mindre gunstig enn å eie aksjer og aksjefond gjennom et investeringsselskap (Selmer, 2017). Aksjesparekonto vil dermed være en mindre gunstig ordning med færre tilpasninger sammenlignet med å eie aksjer gjennom et investeringsselskap. I tillegg vil det være mer gunstig å investere store beløp gjennom et investeringsselskap da skattefradrag for tap på en aksjesparekonto ikke kan overføres til arvingene, men må gjøres opp av dødsboet (Fritsch, 2016). Aksjesparekonto vil altså være en dårlig erstatning for investorer som har et investeringsselskap.

4.3.1 *Market timing*

Det er vanskelig, eller rettere sagt *nesten* umulig, å treffe riktig på aksjemarkedet. Et velkjent begrep i aksjemarkedet er *market timing*, som vil si at en bruker teknikker som avgjør når man skal være investert i aksjemarkedet, og når man bør sitte på rentebærende alternativer.

Hensikten med *market timing* er å få med seg oppturene ved å være investert i aksjer, og unngå de verdiødeleggende nedturene (Strøm, 2018). På denne måten kan du treffe markedet på riktig tidspunkt og tjene god avkastning under oppturene, men også unngå å tape penger ved dårlige tider. Men disse ferdighetene og teknikkene er ikke treffsikre, og det spekuleres ofte i om investorer og forvaltere som treffer riktig med *market timing* kun har ren flaks.

Kjøp og salg av aksjer og aksjefond via verdipapirkonto har i tidligere vist seg å være verdiødeleggende for sluttverdien, på grunn av de skattemessige konsekvensene av å kjøpe og selge verdipapirer (Gustavsen & Tikvesa, 2017). Med aksjesparekonto unngår man skattekostnad på gevinst ved salg av aksjer og aksjefond når man bytter mellom aksjefond eller innløser fondsandeler, så lenge midlene holdes innenfor kontoen. Dette kan gi investorer større insentiver til å benytte seg av *market timing* strategier.

4.3.1.1 *Kortsiktige og langsiktige investorer*

Det finnes ulike investortyper i verdipapirmarkedet. Vi kategoriserer gjerne investortypene i to hovedgrupper; den kortsiktige traderen, og den langsiktige sparereren. En investor tjener penger i aksjemarkedet ved å selge en aksje eller et aksjefond til en høyere pris enn det den ble kjøpt for. Den kortsiktige investoren, eller *traderen*, handler aksjer hyppig og ofte flere ganger om dagen. Traderen følger utviklingen i markedet minutt for minutt og forsøker å utnytte kortsiktige kurssvingninger til å oppnå gevinst (Oslo Børs, 2015). Andre ganger benytter de seg utelukkende av teknisk analyse for kursutviklingen i en aksje, uavhengig av selskapets resultatutvikling. Ved bruk av teknisk analyse forutsettes det at kursene reflekterer all offentlig informasjon, at både kursene og markedet følger et mønster, og at kursen reflekterer historisk informasjon.

Den langsiktige investoren, eller *sparereren*, følger en annen investeringsstrategi enn den kortsiktige investoren. For det første vil den langsiktige sparereren spre risikoen sin mellom flere aksjer. I tillegg vil investoren beholde aksjene over en lengre periode i troen om at aksjene og markedet vil ha en positiv utvikling over tid. Den langsiktige investoren vil ikke la seg påvirke av kortsiktige kurssvingninger men i stedet fokusere på den langsiktige

utviklingen. Dersom en investor foretrekker de relativt mer sikre aksjene vil det være aktuelt å investere i aksjer som representeres på børsen. Det viktigste målet for den langsiktige sparerer er at avkastningen på investeringen er høyere enn den risikofrie avkastningen (Oslo Børs, 2015).

4.3.2 Oppsummering av aksjesparekonto

Siden lanseringen av aksjesparekonto den 1. september 2017 har banker, meglere, fondsforvaltere og andre finansielle foretak markedsført aksjesparekonto som en gavepakke til finansnæringen. Likevel er det noen mulige fallgruver investorer bør være klar over før de investerer gjennom kontoen. Vi vil kartlegge fordelene og ulempene som man bør være klar over før man benytter seg av aksjesparekontoen. Vi starter med å kartlegge fordelene:

1. Fordelen av utsatt skatt

Muligheten til å kjøpe og selge aksjer og aksjefond uten at det utløser skatt på gevinst.

2. Uttak av innskudd før gevinst

Muligheten til å ta ut investeringsbeløpet før man tar ut gevinsten. Dette betyr at man utsetter skatt på gevinsten ved uttak.

3. Skjermingsfradrag

Får skjermingsfradrag på innskutt beløp, noe som betyr at man får skjermet en andel av gevinsten fra beskatning.

4. Utsatt skatt ved bruk av overgangsvinduet

Myndighetene fastsatte at investorer kan flytte over opptjente aksjer og aksjefond fra en VPS-konto til aksjesparekonto innen utgangen av 2018 uten at det utløser gevinstbeskatning.

(Finansco, 2017)

På lik nivå redegjør vi for ulempene ved aksjesparekonto:

1. Risiko og diversifisering

Investering i aksjesparekonto tilsier at en investor har en høy risikoprofil. Man kan investere i enkeltaksjer og aksjefond innenfor EØS-området, samt i børsnoterte egenkapitalbevis. Kontoen er derfor uegnet for investorer som foretrekker en fordeling

mellom aksjer og obligasjoner, som for eksempel i et kombinasjonsfond. Ønsker man å investere i enkeltaksjer eller aksjefond utenfor EØS er aksjesparekontoen også uegnet.

2. Midler på Fondskonto Link

Dersom man ønsker å flytte over sparepenger fra Fondskonto Link til aksjesparekonto vil man sette seg selv i skatteposisjon, fordi det ikke er mulig å flytte aksjefond direkte uten å skatte av gevinsten.

3. Potensielle gaver

Man kan ikke gi hele eller deler av beholdningen i en aksjesparekonto i gave eller arv uten å realisere skatt. Eier man derfor aksjer eller aksjefond som man ønsker å gi som gave eller arv, så bør dette gjøres via en VPS-konto.

4. Løpende beskatning av utbytte

Siden utbytte skattes løpende vil man ikke dra nytte av renters-renteeffekten. Alternativt kan man eie utbytte på aksjene via Fondskonto Link, men da frasier man seg noen aksjonærrettigheter ettersom de eies disse av livselskapet, og ikke av investoren direkte.

5. Realisering av tap

Samtidig som man får skatteutsettelse på gevinst inntil man realiserer denne, får man ikke løpende skattefradrag på tap (negativ avkastning) før beholdningen realiseres og kontoen avsluttes. Det vil derfor være lurt å realisere tapet i en VPS-konto før beholdningen reinvesteres i en aksjesparekonto, slik at man får skattefradrag på tapet.

(Arnesen, 2017b)

Selv om det er mange fordeler forbundet med aksjesparekonto så passer ikke det nye spareproduktet for alle norske privatinvestorer. Den faktoren som skiller seg mest ut er risikoprofilen en investor må ha for å investere gjennom aksjesparekonto. Risikoprofilen man velger dersom man investerer i aksjesparekonto tilsier at man har en høy risikoprofil. De privatinvestorene som foretrekker sikre plasseringer velger gjerne fondsprofiler med lave verdisvingninger gjennom å investere i obligasjonsmarkedet. Aksjesparekonto vil dermed være uaktuell for investorer som ikke tolererer at verdien på investeringen kan ha høye verdisvingninger, og for de med en relativ kort sparehorisont.

4.3.3 Sammenligning av Fondskonto Link og Aksjesparekonto

Den viktigste fordel for den forbundet med aksjesparekonto er at privatinvestorer kan kjøpe og selge aksjer og aksjefond uten å skatte av gevinsten innenfor kontoens rammer. Dette er likestilt med forsikringsproduktet Fondskonto Link som allerede finnes i fondsmarkedet. Nedenfor vil vi sammenligne de to spareproduktene ut i fra fire faktorer som skiller dem fra hverandre.

1. Fondskonto er et forsikringsprodukt der andelene eies av forsikringsselskapet, mens aksjesparekontoen eies direkte av investoren.
2. Aksjesparekonto gir skjermingsfradrag på innskutt beløp, mens Fondskonto ikke har skjermingsfradrag slik at hele gevinsten er skattepliktig.
3. Kun 90 % av verdien av aksjefond i aksjesparekonto inngår i beregningen av formuesskatt i 2017, mens 100 % av verdien inngår i beregningen av formuesskatt i Fondskonto.
4. Ved investering i en aksjesparekonto er man begrenset til børsnoterte aksjer, aksjefond og egenkapitalbevis hjemmehørende EØS. Gjennom Fondskonto derimot, kan man investere i rentefond, kombinasjonsfond, aksjefond, enkeltaksjer og andre børsnoterte papirer. Det må bemerkes at utvalget av verdipapirer i en Fondskonto vil avhenge av hvert enkelt forsikringsselskap.

4.4 Oppsummering av spareproduktene

Avslutningsvis vil vi oppsummere spareproduktene, og gi et enkelt og helhetlig oversiktsbilde. I *tabell 2* nevnes de viktigste likhetene og forskjellene, og det bør legges vekt på variablene investeringsunivers, beskatning, skattesats, aksjonærrettigheter, og kostnader.

Tabell 2: Oppsummering av spareproduktene

	Verdipapirkonto	Fondskonto Link	Aksjesparekonto
Investeringsunivers	Ingen begrensninger, avhenger av tilbyder	Ingen begrensninger, avhenger av tilbyder	Børsnoterte aksjer, aksjefond og egenkapitalbevis innenfor Norge og EØS
Privat/Bedrift	Begge	Kun privatpersoner	Kun privatpersoner
Skatt ved salg (gevinst)	Ved hvert salg	Først ved uttak	Først ved uttak av kontoen over innskutt investeringsbeløp
Skatteprosent (gevinst/tap)	30,59 %	23 % ⁴	30,59 %
Skattefradrag for tap	Ved opphør av fondet	Først ved uttak	Ved opphør av kontoen
Skatt på utbytte	Ja	Nei, inne i ordningen	Ja, løpende skatt
Skjermingsfradrag	Ja	Nei ⁵	Ja
Kostnader	Forvaltningsgebyr, samt tegnings- og innløsningsgebyr	Forvaltningsgebyr, administrasjonsgebyr, og forsikringspremie	Forvaltningsgebyr, samt tegnings- og innløsningsgebyr
Aksjonærrettigheter	Ja	Nei	Ja
Omfattes av Bankenes Sikringsfond	Ja	Nei	Ja

⁴ Finansdepartementet har i 2016 foreslått at aksjeinvestering gjennom forsikringskontoen skal skattlegges med lik skatteprosent som verdipapirkonto (Regjeringen, 2016). Det ventes ikrafttredelse fra og med 2019.

⁵ Forsikringskonto kan fra og med 2019 få skjermingsfradrag på investert beløp (Furuseth, 2017c).

5 Gjensidige Bank ASA

Gjensidige Bank ASA er et heleid datterselskap av Gjensidige Forsikring ASA som tilbyr digitale banktjenester, boliglån, finansiering og sparing. Gjensidigekonsernet er et ledende nordisk skadeforsikringsselskap notert på Oslo Børs. Konsernet har om lag 3 800 medarbeidere og tilbyr skadeforsikring, bank og pensjon i Norge. I Danmark, Sverige og Baltikum tilbys det kun skadeforsikring.

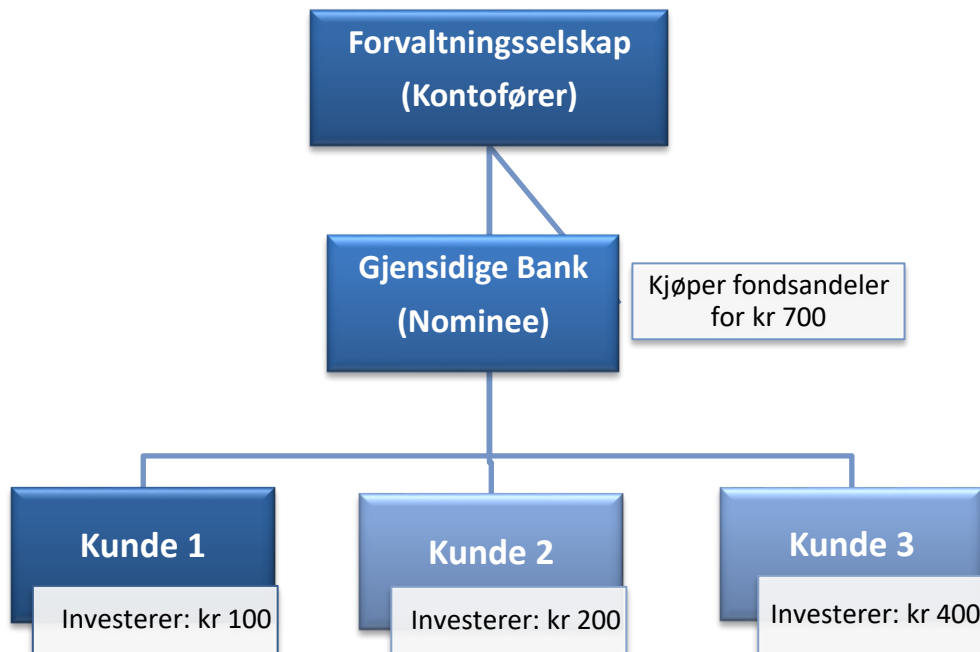
Gjensidige Bank er en av Norges ledende nettbaserte banker. Bankens visjon er å være «Den kundevennlige banken». Banken har siden den ble stiftet i 2007 vært en utfordrer ovenfor de ledende norske bankene. I 2017 hadde banken en total omsetning på 1,04 milliarder kr og et resultat før skatt på 612 millioner kr. Banken hadde i 2017 en positiv vekst i forhold til 2016, da tallene var henholdsvis 872 millioner kr i total omsetning og 428 millioner kr i resultat før skatt. I dag tilbyr banken digitale banktjenester, boliglån, finansiering, sparing og investering samt bankkort i privatmarkedet. All kundeservice og rådgivning i banken gis via chat, e-post og over telefon (Årsrapport, 2017).

I forbindelse med sparing og investering gis rådgivning enten over telefon eller ved fysiske kundemøter. Gjensidiges sparing- og investeringsrådgivningsvirksomhet ble integrert i Gjensidige Bank i februar 2017. Dette var tidligere en egen virksomhet under navnet Gjensidige Investeringsrådgivning ASA. Bankens formål er å være en totalleverandør av finansielle tjenester og dermed kunne tilby kundene et godt utvalg av fondsprodukter og rådgivningstjenester (Årsrapport, 2017).

5.1 Nominee

Til tross for at Gjensidige Bank tilbyr fondsparingsprodukter er det ikke et forvaltningsselskap. Gjensidige Bank er et nominee-selskap, noe som betyr at det ikke forvalter egne fond men i stedet tilbyr fond fra andre forvaltningsselskaper. En nominee er derfor et selskap som opptrer som forvalter på vegne av sine kunder, og gir kundene mulighet til å kjøpe fond fra flere forskjellige forvaltningsselskaper (Verdipapirsentralen, u.d. c). Gjensidige Bank har dermed en VPS-konto hos hvert forvaltningsselskap, og investerer kundenes beløp samlet under ett beløp for sine kunder. Forvaltningsselskapene vil dermed betegne alle Gjensidige Banks fondskunder som én kunde, nemlig Gjensidige Bank.

Figur 10: Forholdet mellom Gjensidige Banks fondskunder og forvaltningsselskap



En kontofører kan være en bank, fondsforvalter, megler eller annen type verdipapirforetak der man kan åpne en VPS-konto. *Figur 10* viser forholdet mellom fondskundene og forvaltningsselskapet via Gjensidige Banks nominee-løsning. Når kunde 1, 2 og 3 investerer henholdsvis 100 kr, 200 kr og 400 kr i ett av fondene i fondstorget til Gjensidige Bank, så vil Gjensidige investere det totale beløpet på 700 kr via sin VPS-konto hos forvaltningsselskapet på vegne av fondskundene. Deretter vil forvaltningsselskapet definere investeringen som utført av én kunde, betegnet som Gjensidige Bank. Slik at når «kunde 2» eksempelvis ønsker å selge seg ut, vil Gjensidige Bank innløse kr 200 fra den totale investeringen på det tidspunktet kunden kjøpte fondsandelene.

5.2 Fondsutvalg

Tabell 3: Aksjefondsutvalg i Gjensidige Bank

Fond	Kjøps-avgift	Salgs-avgift	Forvaltnings-kostnad	Forvaltnings-kapital (mill.)	Marked	Aksjestil	Valuta-sikring
Alfred Berg Norge Classic	0,00 %	0,00 %	1,20 %	3979,05 (NOK)	Norge	Vekst/Mellom	Nei
BNP L1 Equity World Classic	0,00 %	0,00 %	1,50 %	175,64 (EUR)	Global	Vekst/Store	Nei
C Worldwide Globale Aksjer	0,00 %	0,00 %	1,40 %	857,19 (NOK)	Global	Vekst/Store	Nei
Candriam Equities Australia	0,00 %	0,00 %	1,50 %	360,35 (AUD)	Australia	Vekst/Store	Nei
Danske Invest Norge I	0,20 %	0,20 %	2,00 %	705,77 (NOK)	Norge	Blanding	Nei
Delphi Global	0,00 %	0,00 %	2,00 %	3014,85 (NOK)	Global	Vekst/Store	Nei
Delphi Nordic	0,00 %	0,00 %	2,00 %	6046,24 (NOK)	Norden	Vekst/Store	Nei
DNB Miljøinvest	0,00 %	0,00 %	1,75 %	2184,34 (NOK)	Global	Verdi/Små	Nei
East Capital Russland	0,00 %	0,00 %	2,00 %	4119,77 (SEK)	Russland	Verdi/Store	Nei
GS Japan Quity Base	0,00 %	0,00 %	1,50 %	127738,46 (JPY)	Japan	Vekst/Store	Nei
GS N-11 Equity	0,00 %	0,00 %	2,50 %	128,41 (USD)	Utviklede	Miks/Store	Nei
Handelsbanken Norden	0,00 %	0,00 %	1,50 %	23193,50 (SEK)	Norden	Miks/Store	Nei
Holberg Norden	0,00 %	0,00 %	1,50 %	1836,67 (NOK)	Norden	Blanding	Nei
Holberg Norge	0,00 %	0,00 %	1,50 %	1895,43 (NOK)	Norge	Miks/Små	Nei
Janus Henderson EM	0,00 %	0,00 %	1,50 %	386,12 (USD)	Fremvoksende	Miks/Store	Nei
Janus Henderson Global Equity	0,00 %	0,00 %	2,00 %	393,32 (USD)	Global	Vekst/Store	Nei
KLP AksjeFremvoksende M. Indeks II	0,00 %	0,00 %	0,30 %	935,82 (NOK)	Fremvoksende	Miks/Store	Nei
KLP AksjeEuropa Indeks III	0,00 %	0,00 %	0,20 %	708,77 (NOK)	Europa	Miks/Store	Nei
KLP AksjeEuropa Indeks IV	0,00 %	0,00 %	0,23 %	551,93 (NOK)	Europa	Miks/Store	Ja
KLP AksjeGlobal Indeks IV	0,00 %	0,00 %	0,30 %	2993,73 (NOK)	Global/Utvkl.	Miks/Store	Ja
KLP AksjeNorden Indeks	0,00 %	0,00 %	0,20 %	3380,01 (NOK)	Norden	Miks/Store	Nei
KLP AksjeNorge Indeks II	0,00 %	0,00 %	0,20 %	2052,75 (NOK)	Norge	Blanding	Nei
KLP AksjeUSA Indeks III	0,00 %	0,00 %	0,23 %	1430,25 (NOK)	USA	Miks/Store	Nei
KLP AksjeUSA Indeks IV	0,00 %	0,00 %	0,23 %	337,59 (NOK)	USA	Miks/Store	Ja
KLP AksjeVerden Indeks	0,00 %	0,00 %	0,30 %	2863,06 (NOK)	Global/Fremv.	Miks/Store	Nei
Man GLG European Equity	0,00 %	0,00 %	1,50 %	256,99 (EUR)	Europa	Miks/Store	Nei
Nordea Stabile Aksjer Global Etisk	0,00 %	0,00 %	1,50 %	8420,99 (NOK)	Global	Verdi/Store	Nei
Pareto Aksje Norge B	0,20 %	0,20 %	2,00 %	4654,34 (NOK)	Norge	Verdi/Mellom	Nei
Parvest Equity India	0,00 %	0,00 %	1,75 %	472,04 (USD)	India	Vekst/Store	Nei
Parvest R. E. Sec. World Classic	0,00 %	0,00 %	1,50 %	36,90 (EUR)	Global	Blanding	Nei
Schroder ISF Emerging Markets	0,00 %	0,00 %	1,50 %	5260,85 (USD)	Fremvoksende	Miks/Store	Nei
Schroder ISF Global EM Opps.	0,00 %	0,00 %	1,50 %	1166,64 (ISD)	Fremvoksende	Miks/Store	Nei
Sector Global Equity NOK Hedged	0,00 %	0,00 %	1,50 %	316,62 (USD)	Global/Fremv.	Miks/Store	Nei
Sector Global Equity K. USD	0,00 %	0,00 %	1,50 %	316,62 (USD)	Global/Fremv.	Miks/Store	Nei
Storebrand Norge	0,00 %	0,00 %	1,50 %	277,76 (NOK)	Norge	Blanding	Nei
Vekterfond Aksjer	0,00 %	0,00 %	1,30 %	41,77 (NOK)	Global/Norge	Miks/Store	Nei
Vekterfond Offensiv	0,00 %	0,00 %	1,15 %	93,56 (NOK)	Global/Norge	Miks/Store	Nei
Wells Fargo EM Equity	0,00 %	0,00 %	1,90 %	298,79 (USD)	Fremvoksende	Miks/Store	Nei

Tabell 3 viser oversikten over alle aksjefond i fondstorget til Gjensidige Bank, der alle fondene kan investeres i gjennom aksjesparekontoen. Av samtlige aksjefond har alle underliggende aksjer, utenom Vekterfond Aksjer, Vekterfond Offensiv og KLP AksjeVerden Indeks. Disse tre er fond-i-fondsløsninger, noe som innebærer at de underliggende er flere ulike aksjefond. KLP AksjeVerden allokterer opptil 90 % i KLP AksjeGlobal Indeks IV, og inntil 10 % i KLP AksjeFremvoksende Markeder Indeks. For at et fond skal klassifiseres som et aksjefond må det allokere minst 80 % av de underliggende i aksjemarkedet. Vekterfond Offensiv tilfredsstiller dette kravet med 80 % i aksjefond, mens Vekterfond Aksjer har 100 %

av de underliggende i aksjefond. *Tabell 3* viser at det er relativt store forskjeller mellom fondenes markedsposisjoner. Gjensidige Bank tilbyr et bredt utvalg av både norske og globale fond, i tillegg til markedsspesifikke og sektorspesifikke fond. De ulike fondene varierer i størrelse på forvaltningskapital (merk at forvaltningskapitalen har ulik valuta), aksjestil for hvilke underliggende selskaper som involveres i fondsporteføljen, og hvorvidt fondet er sikret mot valutasvingninger

Gjensidige Bank har per første kvartal 2018 (31. mars 2018) 38 aksjefond i sitt fondstorg. Totalt tilbyr Gjensidige Bank 46 fond som blant annet består av pengemarkedsfond, obligasjonsfond, kombinasjonsfond, samt aktive og passive aksjefond. Vekterfondene er Gjensidige Banks egne kombinasjonsfond, der bankens egne porteføljeforvaltere står for allokeringen av de underliggende fondene, men forvaltningen outsources til Danske Capital. Vekterfondene er som nevnt fondspakkelsninger og har fire forskjellige profiler; Trygg, Balansert, Offensiv og Aksjer, der de to sistnevnte er klassifisert som aksjefond. Minimumsinnskuddet i alle aksjefondene er på kr 100, noe som taler for at Gjensidige Bank inkluderer små retailkunder. Forvaltningsselskapenes minsteinnskudd vil variere, men ettersom Gjensidige Bank er en nominee så vil alle innskuddene på kr 100 utgjøre et større beløp når banken investerer disse samlet på vegne av kundene.

Utover Vekterfondene tilbyr Gjensidige Bank ingen egne fond. Bankens porteføljeforvaltere kan dermed velge de fondene fra andre fondstilbydere som de mener vil prestere på lang sikt, vurdert fra deres analyser om markedet. Gjensidige Bank fremstår derimot ikke som en uavhengig fondsleverandør, ettersom banken mottar returprovisjoner fra fondstilbyderne, og disse returprovisjonene er høyere ved eksempelvis aktive forvaltede fond enn ved passive fond. Høyere returprovisjoner indikerer høyere inntjening for Gjensidige Bank. Ser man på andre forvaltningsselskaper i markedet vil disse ha insentiver til å tilby sine egne fond til deres kunder, da deres egne fond bidrar til høyere returprovisjoner enn eksterne fond.

5.3 Kostnader

Som *tabell 3* så har Gjensidige Bank både norske og globale aksjefond, i tillegg til sektorspesifikke aksjefond. Det er kun *Danske Invest Norge* og *Pareto Aksje Norge* som krever kjøps- og salgavgifter på 0,20 % av saldo. Ved investering i samtlige aksjefond betaler fondskundene årlige forvaltningskostnader. Forvaltningskostnaden varierer fra 0,20 % for enkelte av KLPs indeksfond, til det dyreste på 2,50 % for Goldman Sachs N-11. For dette

fondet skal fondsforvalterne oppnå meravkastning ved å investere 11 utviklingsland utover BRIC som kan utfordre G-7 landene med hensyn til deres effekt på global vekst.

5.3.1 Forvaltningskostnader

Den årlige løpende kostnaden, eller *forvaltningskostnaden*, for de aksjefondene Gjensidige Bank tilbyr, bestemmes av forvaltningsselskapene. Forvaltningskostnaden vil være den samme, uavhengig av om en kunde velger å kjøpe fondet direkte hos forvaltningsselskapet eller gjennom Gjensidige Bank. I Norge er gjennomsnittlig årlig forvaltningskostnad for aktivt forvaltede aksjefond på 1,4 % av saldo, mens indeksfond i snitt har årlig forvaltningskostnad på 0,25 % av saldo (Finansportalen, 2018).

Ut i fra fondsutvalget til Gjensidige Bank vist i *tabell 4* kan man beregne den gjennomsnittlige årlige forvaltningskostnaden for alle Gjensidiges aktive forvaltede aksjefond. Vi finner at denne er på 1,64 %. Kostnaden ligger over bransjens gjennomsnittlige forvaltningskostnad for aktive aksjefond på 1,40 %. Det vil si at de fleste av Gjensidiges aktivt forvaltede aksjefond har en kostnad som er noe høyere enn gjennomsnittet i bransjen. KLP Kapitalforvaltning er Gjensidige Banks eneste leverandør av indeksfond, med ulike fond spesifisert mot forskjellige markeder. Vi finner at Gjensidige Banks årlige gjennomsnittlige forvaltningskostnad for indeksfond er på 0,24 % av saldo. Dette er like under bransjens gjennomsnittlige forvaltningskostnad på 0,25 %. Det indikerer at KLP sine indeksfond har noen av de billigste forvaltningskostnadene i markedet.

5.3.2 Kjøps- og salgskostnader

Det koster ikke noe å kjøpe aksjefond i Gjensidige Bank, men ved rådgivning fra autoriserte rådgivere legges det til et kjøpsgebyr på 1,00 % av investeringsbeløpet. Ved kjøp av fond gjennom nettbanken foreligger det ingen rådgivningsgebyrer (Gjensidige, u.d). Videre informerer banken sine fondskunder om at kostnaden ved å bytte fond varierer mellom fond, *gitt at skattekostnaden er tatt hensyn til*. I tillegg informeres kundene om at de kan bli belastet innløsningskostnader i fondsandelene det byttes fra (selges), samt kjøpsomkostninger i det eller de fondene det byttes til (kjøpes). Som vist i *tabell 3* gjelder kjøps- og salgskostnader kun for aksjefondene «Danske Invest Norge I» og «Pareto Aksje Norge B». Disse har kjøps- og salgskostnader på 0,20 % av saldo.

5.3.3 *Kostnader vedrørende flytting av fond*

Gjensidige Bank forklarer på sine nettsider at kostnaden ved å flytte fond fra Gjensidige Bank til en annen fondsleverandør styres av forvaltningsselskapet som selger andelene. Ettersom Gjensidige Bank ikke tilbyr egne fond men i stedet fond fra andre leverandører, er det fra disse fondsleverandørene andelene selges (Gjensidige, u.d.).

Eksempel:

«En fondskunde i Gjensidige Bank har kjøpt to DNB-fond gjennom en aksjesparekonto, og ønsker å flytte kontoen til Nordnet. Da vil Gjensidige Bank sende en forespørsel til DNB Asset Management om å overføre aksjesparekontoen inneholdende de to DNB-fondene til Nordnet. Dersom DNB tar betalt for det manuelle arbeidet i å overføre fondsandeler til en annen leverandør, så vil fondskunden til Gjensidige bli belastet med en kostnad for å flytte fondsandelene, eller verdien på andelene dersom Nordnet ikke har disse fondene i deres fondstorg. Gjensidige Bank på sin side tar ingen kostnader for sin del av den manuelle flytteprosessen».

Gjensidige Bank informerer via selskapets nettsider sine fondskunder om at prosessen for flytting av fond tar 7 til 14 dager. Men grunnet stor pågang av kunder som vil flytte aksjesparekonto inn og ut av Gjensidige Bank informerer selskapet om at det «*kan ta litt tid før flytteprosessen er på plass*». Dette begrunner banken med at bransjen «*sliter med flytting av aksjesparekonto fra bank til bank*» (Gjensidige, u.d.). Denne beskjeden kan settes i sammenheng med en rekke nyheter om tregheten i flytteprosessen av aksjesparekonto mellom bankene, der det i enkelte tilfeller har tatt opp til åtte måneder før flytteprosessen er fullført (Dagens Næringsliv, 2018). Denne problematikken går vi nærmere inn på under *delkapittel 8.3*.

5.4 Det norske markedets mest populære aksjefond

Morningstar rangeres som ett av verdens ledende selskaper for investeringsanalyse og tjenester for private investorer (CSI Market, u.d). Morningstar Norge AS formidler informasjon om norske og utenlandske fond, og rangerer disse etter Morningstars Stjernerangering (Morningstar Rating) for fond. Dette gir norske investorer et godt grunnlag for å sammenligne fond opp i mot hverandre i forhold til historiske resultater. Men meningen er ikke at ratingen skal si noe om fondenes fremtidige prestasjoner (Furuset, 2017b). På bakgrunn av Morningstars sterke posisjon for analyse av fondsmarkedet vil vi benytte oss av deres statistikk over de mest populære aksjefondene i det norske markedet.

Morningstar Norge AS publiserer årlig en oversikt over de mest populære fondene i Norge målt etter fondenes Morningstar Rating, historisk avkastning, størrelsen på forvaltningskapitalen, andel nytegning det følgende året, og antall investor-klikk for de enkelte fondene på Morningstar.no. *Figur 11* viser oversikten over de 10 mest populære aksjefondene blant norske investorer for første kvartal 2017 og for første kvartal 2018. Det gir oss en indikasjon på hvilke aksjefond norske privatinvestorer foretrekker å plassere i en aksjesparekonto. En av årsakene til at flere velger å bytte fondsleverandør kan være at disse fondene ikke eksisterer i fondstorget til deres nåværende leverandør.

Av de 10 mest populære aksjefondene fra første kvartal 2017 og første kvartal 2018 legger vi merke til at DNB Asset Managements globale fond, *Teknologi* og *Global Indeks* rangeres som de mest populære fondene to år på rad av norske privatinvestorer. I tillegg havner DNB Health Care på henholdsvis 5. plass og 8. plass for 2017 og 2018. Det ser ut til at norske investorer har en tendens til å favorisere indeksfond og faktorfond i 2018. Sistnevnte er en kombinasjon av et passivt og aktivt forvaltet fond, og er rimeligere enn et aktivt fond men koster det dobbelte av et indeksfond. Populariteten til indeks- og faktorfond kan skyldes investorenes interesse for fond med lave kostnader, og at ferske undersøkelser fra blant annet Forbrukerrådet viser at indeksfond gir høyere avkastning over lengre tid i forhold til aktive aksjefond, på grunn av sistnevntes høye kostnader (Jensen, 2018).

Figur 11: De mest populære aksjefondene i Norge



(Furuseth, 2018a), (Furuseth, 2017a)

I forhold til Gjensidige Banks fondsutvalg så har banken 3 av 10 av de mest populære fondene på topp 10 listen både for 2017 og 2018. Aksjefondene *Delphi Nordic* og *KLP AksjeGlobals Indeks* er inkludert begge årene, mens *Nordea Stabile Aksjer Global Etisk* byttes ut med *KLP AksjeFremvoksende Markeder* i 2018-listen. Forvaltningskostnadene til KLPs indeksfond er blant markedets laveste, og Gjensidige har dermed posisjonert seg godt med sitt utvalg av indeksfond. *Delphi Nordic* er det fondet i Gjensidige Banks fondstorg som har gitt høyest årlig gjennomsnittlig avkastning de siste 5 og 10 årene. Etter at *Delphi Nordics* forvalter Øyvind Fjeld forlot *Delphi Fondene* og gikk over til *Skagen Fondene* i 2017 har den gode avkastningen vært noe utfordrende å opprettholde for den nye forvalteren. Fondet har dermed etter forvalterbytte ligget på likt nivå med konkurrentene i forhold til avkastning (Furuseth, 2018a).

Del 2 – Metode og analyse

6 Metode

I dette kapitlet presenterer vi den metodiske delen av vår studie. Vi vil først beskrive det statistiske rammeverket som er tilgjengelig for oss, og hvilke metoder vi mener er mest relevant i forhold til vårt datasett. Deretter vil vi beskrive hvordan vi har tilpasset datasettet inn i dette rammeverket og forklare de effektene vi ønsker å teste.

6.1 Paneldata

Paneldata, også kjent som longitudinell data, er et datasett der man følger de samme individene, husholdningene, selskapene, byene eller hvilken som helst annen gruppe over tid (Wooldridge, 2013a). Et paneldatasett kan for eksempel bestå av ulike individers lønn, utdanning, arbeidserfaring og antall arbeidstimer for et gitt tidspunkt. Denne informasjonen i tverrsnittet vil vi så ha for de samme individene over flere tidsperioder, som for eksempel kan være måneder, år eller tiår. Et paneldatasett har derfor både en tverrsnitts- og en tidsseriedimensjon og gir oss data på for eksempel lønn, utdanning, arbeidserfaring og arbeidstimer for en gruppe individer over tid.

Det er viktig å skille mellom et balansert paneldatasett, der hver observasjon i tverrsnittet har like mange tidsserieobservasjoner, og et ubalansert paneldatasett, der enkelte tidsserieobservasjoner mangler for hver observasjon i tverrsnittet (Gujarati, 2004). De statistiske metodene som vi vil beskrive for paneldata er i utgangspunktet beregnet for et balansert paneldatasett, men kan også benyttes på ubalanserte sett, med enkelte modifikasjoner. Datasettet som vi har brukt som grunnlag for analysen vår er som vi kommer tilbake til et balansert paneldatasett, og dermed er metodene relativt rett fram å benytte seg av.

Det er flere grunner til at paneldata er å foretrekke framfor tverrsnitts- eller tidsseriedata. Baltagi (1995) viser til følgende fordeler ved å benytte paneldata som økonometrisk analyseverktøy:

1. Paneldata knytter seg til eksempelvis individer, selskaper, land over tid og det vil derfor være heterogenitet i de ulike enhetene som måles. Paneldataanalyse er egnet for å ta heterogeniteten i de individuelle enhetene i betraktning ved å tillate individspesifikke variabler i analysen.
2. Ved å kombinere tverrsnitts- og tidsserieaspektet i et datasett vil paneldata kunne gi mer informative data, mer variasjon i datasettet, lavere kollinearitet mellom variabler, flere frihetsgrader og mer effektivitet i analysen.
3. Paneldata er godt egnet til å analysere dynamiske endringer i og med at man studerer repeterte tverrsnitt av observasjoner.
4. Paneldata er bedre egnet til å finne og måle effekter som ikke kan observeres i rene tverrsnitts- eller tidsseriedata.
5. Paneldata gjør at vi bedre kan analysere kompliserte atferdsmodeller. For eksempel kan mer sammensatte økonomiske og teknologiske endringer bedre forklares ved hjelp av paneldata enn ved analyse av rene tverrsnitts- eller tidsseriedata.
6. Paneldata gjør det mulig å ta for seg veldig mange observasjonseenheter og kan dermed gi mindre bias enn dersom man aggregerer enheter som individer eller selskaper i brede kategorier.

Selv om det er mange fordeler ved å bruke paneldata som økonometrisk analyseverktøy finnes det også utfordringer og potensielle fallgruver. Vi vil komme tilbake til hvilke problemer man kan møte på i paneldataanalyse i de videre delkapitlene for hver metode vi tar for oss. Vi vil starte med å presentere den enkleste av modellene for paneldata, *minste kvadraters metode*.

6.1.1 Minste kvadraters metode

Minste kvadraters metode (MKM) (engelsk, *Ordinary Least Squares*) er den enkleste måten å estimere paneldatamodellen (Gujarati, 2004). Ved å bruke MKM i paneldataanalyse kombinerer man alle de observasjonene man har og kjører en regresjon uten å ta hensyn til tverrsnitts- eller tidsserieegenskapene til dataene. Ved å kombinere dataene slik så antar man at det ikke finnes individuelle effekter verken i tverrsnittet eller i tidsserien ($u_{it} = 0$).

En generell likning for MKM kan uttrykkes slik:

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 X_{2it} + u_{it}$$

$$E(u_{it}) = 0$$

MKM baserer seg på seks forutsetninger (Wooldridge, 2013b).

1. Regresjonsfunksjonen til populasjonen er lineært betinget, det vil si at $E(Y|X)$ er en lineær funksjon av X . Dette betyr igjen at en enhets økning i X endrer den forventede verdien av Y med mengden β_2 .
2. Ingen perfekt (multi)kollinearitet: Ingen av de uavhengige variablene er konstante og det er ikke en eksakt lineær sammenheng mellom de uavhengige variablene.
3. Det betingede gjennomsnittet er null, det vil si at feilledet har forventet verdi null uavhengig av verdien av de uavhengige variablene.
4. Homoskedastisitet, det vil si konstant varians i regresjonsmodellen.
5. Ingen seriekorrelasjon, det vil si fravær av kovarians mellom feilledene.
6. Feilledet er uavhengig av X og normalfordelt.

I praksis er det i de aller fleste tilfeller utfordrende å benytte MKM i paneldataanalyse da det er problematisk å tilfredsstillе alle de nevnte forutsetningene. Antakelsen om at den individuelle effekten i tverrsnittet og tidsserien er null er begrensende og i praksis vil nærmest alltid det betingede gjennomsnittet være ulikt null, slik at den tredje forutsetningen brytes. En annen forutsetning som ofte brytes er den fjerde forutsetningen om homoskedastisitet, da variansen ofte vil variere mellom individene i tverrsnittet. I tillegg vil feilledet typisk være korrelert med de uavhengige variablene, noe som bryter med den sjette forutsetningen (Park, 2011).

I og med at den enkle MKM-modellen ignorerer heterogeniteten i datasettet og dermed kan gi et feilaktig bilde av sammenhengen mellom den avhengige og de uavhengige variablene, må vi å ta i betraktning andre modeller for paneldata som tar hensyn til de individuelle egenskapene til hvert individ i tverrsnittet og hver enkelt tidsperiode. En slik modell er *faste effektors modell* (engelsk, *Fixed Effects Model*) som vi presenterer i neste avsnitt.

6.1.2 Faste effektors modell

En generell likning for faste effektors modell kan uttrykkes slik (Gujarati, 2004):

$$Y_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + u_{it}$$

I utgangslikningen for faste effektors modell tar man i betraktning de individuelle egenskapene til hver observasjon i tverrsnittet. Måten man gjør dette på er å la skjæringspunktet variere for hver enkel observasjon men anta at stigningskoeffisientene er konstante på tvers av observasjonene. Det må bemerkes at man i likningen ovenfor har lagt en i på koeffisienten for skjæringspunktet, noe som viser at skjæringspunktet kan være ulikt for hver enkel observasjon i tverrsnittet.

Selv om skjæringspunktet i modellen ovenfor kan variere på tvers av de individuelle observasjonene i tverrsnittet er antakelsen her at hver observasjons skjæringspunkt ikke varierer over tid, derav navnet «faste effekter». Det må også bemerkes at modellen for faste effekter ovenfor antar at koeffisientene til stigningstallet til de uavhengige variablene ikke varierer mellom individer eller over tid, noe som de selvfølgelig kan gjøre i realiteten.

Hvordan tillater vi at skjæringspunktet i faste effektors modell kan variere på tvers av individuelle observasjoner? Vi gjør dette ved å introdusere dummyvariabler i regresjonsmodellen. Dummyvariabler, også kalt kategoriske variabler, er numerisk kodete variabler som kun kan ha to verdier, 0 eller 1. Variablene brukes til å skille mellom kategorier og dersom observasjonen hører til kategorien vil verdien på dummyen være 1. Dersom observasjonen ikke hører til kategorien vil verdien på dummyen være 0 (Gujarati, 2004).

Modellen for faste effekter kan derfor skrives:

$$Y_{it} = a_1 + a_2 D_{2i} + a_3 D_{3i} + a_4 D_{4i} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + u_{it}$$

Der $D_{2i} = 1$ dersom observasjonen tilhører individ 2, ellers 0, $D_{3i} = 1$ dersom observasjonen tilhører individ 3, ellers 0 og $D_{4i} = 1$ dersom observasjonen tilhører individ 4, ellers 0. Siden vi i denne likningen har fire individuelle observasjonsenheter bruker vi tre dummyvariabler for å unngå problemer med perfekt kollinearitet, noe som vil si at to uavhengige variabler i realiteten er samme variabel eller er en multiplum av en annen variabel. Vi har *multikollinearitet* dersom vi har denne situasjonen for flere enn to variabler. I likningen har vi ingen dummyvariabel for individ 1. Det vil si at a_1 representerer skjæringspunktet for individ 1, og a_2, a_3 og a_4 er differensialkoeffisienter. Disse viser til hvor mye skjæringspunktene til individene 2-4 varierer fra skjæringspunktet til individ 1. Dermed vil individ 1 i modellens tilfelle være referanseindividet. Ett av de andre individene kunne også vært valgt som referanseindivid.

På samme måte som man kan bruke dummyvariabler for å ta i betraktning individuelle ulikheter mellom observasjoner i tverrsnittet, kan man også ta i betraktning individuelle tidseffekter som gjør at regresjonslikningen endrer seg over tid. Kort sagt er det effekter i hver tidsperiode som er ulike og som påvirker regresjonsresultatene. Slike tidseffekter kan tas i betraktning dersom man inkluderer tidsdummyer, en for hver tidsperiode.

En generell modell for faste effekter med tidsdummyer kan skrives slik:

$$Y_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 Dum\ 1 + \lambda_2 Dum\ 2 + \dots + \lambda_n Dum\ n + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + u_{it}$$

Der $Dum\ 1 = 1$ for observasjon i periode 1 og 0 ellers, osv. Som ved bruk av dummyvariabler for individer i tverrsnittet må vi også ved bruk av tidsdummyer passe på at vi har en dummy mindre enn det vi har tidsperioder. I likningen over vil referanseperioden være periode 0, og skjæringspunktet til referanseperioden dermed være λ_0 .

Introduksjonen av både dummyvariabler for individer i tverrsnittet og tidsdummyer leder oss fram til en modell for faste effekter, der begge typer dummyer inkluderes for å kunne se både individspesifikke og tidseffekter i en og samme modell.

En slik modell kan uttrykkes på følgende måte:

$$Y_{it} = a_1 + a_2 D_{individ2} + a_3 D_{individ3} + a_4 D_{individ4} + \lambda_0 + \lambda_1 Dum\ 1 + \lambda_2 Dum\ 2 + \dots + \lambda_n Dum\ n + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + u_{it}$$

Selv om faste effekters modell er intuitiv og praktisk i bruk finnes det utfordringer også med denne modellen som må tas i betraktning.

Dersom man introduserer for mange dummyvariabler vil man kunne bruke opp for mange frihetsgrader, det vil si antall parametre som kan velges fritt innen en gitt fordeling. Videre vil man som diskutert i dette avsnittet kunne få problemer med multikollinearitet dersom man ikke behandler de inkluderte dummyvariablene nøyaktig. Dette ved å ha en dummy mindre enn antallet individer og tidsperioder i datasettet. En tredje utfordring er at den vanskelig identifiserer effekten av inkluderte tidsinvariante variabler, som for eksempel kjønn eller etnisitet.

Noen av disse problemene kan potensielt løses dersom man tar i bruk en tredje paneldatamodel, *modell med tilfeldig heterogenitet* (engelsk, *Random Effects Model*) som vi presenterer i neste avsnitt.

6.1.3 Modell med tilfeldig heterogenitet

Som nevnt er faste effekters modell praktisk og rett fram å benytte i en paneldatanalyse, men kan være kostbar i form av at man bruker opp for mange frihetsgrader dersom man har for mange individuelle observasjoner i tverrsnittet. Dersom dummyvariablene i faste effekters modell inneholder mangelfull kunnskap om den virkelige modellen kan man uttrykke denne manglende kunnskapen gjennom feilleddet u_{it} ved bruk av modell med tilfeldig heterogenitet.

Utgangspunktet for modell med tilfeldig heterogenitet er det samme som for faste effekters modell:

$$Y_{it} = \beta_{1i} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + u_{it}$$

I stedet for å se på β_{1i} som konstant så antar man at det er en tilfeldig variabel med gjennomsnitt på β_1 . Skjæringspunktverdien for en individuell observasjon i tverrsnittet kan uttrykkes som:

$$\beta_{1i} = \beta_1 + \epsilon_i \quad \text{der: } i = 1, 2, \dots, N$$

Der ϵ_i er et tilfeldig feilledd med gjennomsnittsverdi på 0 og varians på σ_ϵ^2 . Det vil si at alle de individuelle observasjonene i utvalget er trukket ut fra en mye større populasjon og at de

har en felles gjennomsnittsverdi for skjæringspunktet, β_1 . Samtidig vil de individuelle forskjellene i skjæringspunktverdier for hver observasjon være uttrykt ved feilleddet ϵ_i .

Dersom vi kombinerer de to utgangsformlene for modell med tilfeldig heterogenitet får vi følgende:

$$\begin{aligned} Y_{it} &= \beta_1 + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \epsilon_i + u_{it} \\ &= \beta_1 + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + w_{it} \end{aligned}$$

der:

$$w_{it} = \epsilon_i + u_{it}$$

Det sammensatte feilleddet w_{it} består av to deler. ϵ_i er det tverrsnittsspesifikke feilleddet, og u_{it} er det sammensatte feilleddet for tidsserien og tverrsnittet.

De vanlige antakelsene i modell med tilfeldig heterogenitet er følgende:

$$\epsilon_i \sim N(0, \sigma_\epsilon^2)$$

$$u_{it} \sim N(0, \sigma_u^2)$$

$$E(\epsilon_i u_{it}) = 0 \quad E(\epsilon_i \epsilon_j) = 0 \quad \text{der: } (i \neq j)$$

$$E(u_{it} u_{is}) = E(u_{it} u_{jt}) = E(u_{it} u_{js}) = 0 \quad \text{der: } (i \neq j; t \neq s)$$

Det vil si at de individuelle feilleddene ikke er korrelert med hverandre og at de ikke er autokorrelert på tvers av både tverrsnitts- og tidsserieenheter.

Forskjellen mellom faste effekters modell og modell med tilfeldig heterogenitet er at i faste effekters modell har hver enhet i tverrsnittet sin egen bestemte verdi for skjæringspunktet. I modell med tilfeldig heterogenitet derimot representerer skjæringspunktet β_1 gjennomsnittsverdien for alle skjæringspunktene i tverrsnittet. Feilleddet, ϵ_i , representerer det tilfeldige avviket til de individuelle skjæringspunktene fra gjennomsnittsverdien. Det må bemerkes at ϵ_i ikke er en direkte observerbar variabel, men en såkalt uobserverbar eller latent variabel.

6.1.4 Hvilken av modellene for paneldata bør benyttes?

Som nevnt i delkapittel 6.1.1 der vi diskuterte minste kvadraters metode er modellen i praksis i de fleste tilfeller utfordrende å benytte i paneldataanalyse. Dette fordi forutsetningene som ligger til grunn for modellen ofte ikke kan tilfredsstilles. Modellen ignorerer heterogeniteten eller de individuelle egenskapene til hver observasjon og kan derfor gi et feilaktig bilde av sammenhengen mellom den avhengige og de uavhengige variablene.

Spørsmålet blir derfor om faste effekters modell eller modell med tilfeldig heterogenitet gir best tilpasning til vår analyse. Svaret på dette avhenger av antakelsene man gjør om korrelasjonen mellom det tverrsnittsspesifikke feilleddet, ϵ_i , og de uavhengige (X) variablene. Dersom man antar at ϵ_i og X -variablene ikke er korrelert kan modell med tilfeldig heterogenitet være best å bruke. Dersom antakelsen er at ϵ_i og X -variablene er korrelert kan faste effekters modell gi best tilpasning.

I tillegg til den grunnleggende forskjellen mellom modellene kan også de følgende observasjonene av Judge et. al. (1982) forklare hvilken modell som gir best estimat ut i fra et gitt datasett:

1. Hvis antallet tidsserier, T , i datasettet er stort og antallet observasjoner i tverrsnittet, N , er lite er det sannsynlig at det er små forskjeller i verdien på parameterestimaten gitt ved faste effekters modell og modell med tilfeldig heterogenitet. Da vil den modellen som praktisk lar seg enklest utføre i et statistikkprogram kunne benyttes, og dette vil gjerne være faste effekters modell.
2. Hvis N er stor og T er liten kan parameterestimaten gitt ved de to modellene være svært forskjellige. I modell med tilfeldig heterogenitet har vi at $\beta_{1i} = \beta_1 + \epsilon_i$, der ϵ_i er den tilfeldige komponenten i tverrsnittet. I faste effekters modell er β_{1i} fast bestemt og ikke tilfeldig. For faste effekters modell er den statistiske interferensen avhengig av de observerte tverrsnittsenhetene i utvalget. Dette er mest hensiktsmessig dersom vi har grunn til å tro at de individuelle enhetene i tverrsnittet ikke er et tilfeldig utvalg fra en større populasjon. I en slik situasjon vil derfor faste effekters modell være mest hensiktsmessig. Dersom tverrsnittsenhetene i utvalget kan sees på som et tilfeldig utvalg fra en større populasjon vil modell med tilfeldig heterogenitet potensielt være mer riktig, for her er den statistiske interferensen betingelsesløs.

3. Dersom det individuelle feilleddet ϵ_i og en eller flere uavhengige variabler er korrelert så vil estimatene gitt ved modell med tilfeldig heterogenitet være skjevfordelte, mens estimatene gitt ved faste effekters modell vil ikke være skjevfordelte.
4. Hvis N er stor og T er liten og antakelsene for modell med tilfeldig heterogenitet holder, vil estimatorene gitt ved denne modellen være bedre enn estimatorene gitt ved faste effekters modell.

Det er viktig å bemerke seg at det ofte ikke finnes et fasitsvar på hvilken av de to modellene som er den beste å bruke. Dette fordi noen av egenskapene i et datasett gjør at faste effekters modell er mest hensiktsmessig å benytte, mens andre egenskaper i samme datasett gjør at modell med tilfeldig heterogenitet vil være en bedre metode.

Dersom det er mulig å utføre analysen ut i fra begge modellene og sammenlikne signifikansen til de estimerte koeffisientene samt verdien til determinasjonskoeffisienten R^2 er dette hensiktsmessig. R^2 gir et mål på hvor stor del av variansen i den avhengige variabelen som kan forklares ut i fra de uavhengige variablene (Gujarati, 2004). Hvis styrken på disse er klart høyere i den ene modellen vil denne være å foretrekke.

En annen metode man også kan benytte for å vurdere hvilken modell som gir best tilpasning til datasettet er Durbin-Watson's test for autokorrelasjon. Denne testen gir en indikasjon på om modellen er riktig spesifisert eller ikke. Denne testen vil vi diskutere i neste avsnitt.

6.1.5 Durbin-Watson test for autokorrelasjon

Autokorrelasjon, også kalt seriekorrelasjon, kan defineres som korrelasjon mellom enheter av observasjoner ordnet i tid (tidsserie) eller rom (tverrsnitt) (Gujarati, 2004). En forutsetning for paneldataregresjon ved bruk av MKM, faste effekters modell og modell med tilfeldig heterogenitet er fravær av kovarians mellom feilleddene, det vil si at man ikke har autokorrelasjon. Dette vil enkelt si at modellen antar at feilleddet knyttet til en bestemt observasjon ikke påvirkes av feilleddet til en annen observasjon. Dersom kovariansen mellom feilleddene til to observasjoner ikke er lik null vil vi ha autokorrelasjon.

Autokorrelasjon i paneldataanalyse kan oppstå fordi modellen er feilspesifisert. Mer spesifikt, kan variabler som er utelatt fra modellen men burde være inkludert føre til spesifikasjonsbias. Dersom man inkluderer disse variablene vil man ofte eliminere eller redusere autokorrelasjonen som observeres i feilleddene.

Det finnes flere ulike statistiske tester som kan måle autokorrelasjon i modellen. I oppgaven vår vil vi benytte oss av Durbin-Watson d -test (Durbin & Watson, 1951). Vi benytter oss av fremgangsmåten til Hateka for å utføre testen i statistikkprogrammet R-studio (Hateka, 2010). Durbin-Watson's test vil alltid gi en score på mellom 0 og 4. Jo nærmere 0 scoren er, desto mer positiv autokorrelasjon indikeres av testen. Score på nærmere 4 indikerer sterk negativ autokorrelasjon. Score på 2 tilsier at det ikke er autokorrelasjon. Dersom man har en score på under 1 eller over 3 regnes dette som problematisk og indikerer at modellen er feilspesifisert (Field, 2009).

6.2 Datasett og analyseverktøy

Vår analyse baserer seg på sekundærdata som er hentet inn i samarbeid med Gjensidige Bank. Sekundærdata er kilder til data som allerede eksisterer og som skilles fra primærdata eller feltdata, der forskeren går fysisk ut i felten for å hente inn data, eksempelvis gjennom spørreundersøkelser (Røe, 2004). Fordelene med sekundærdata er hovedsakelig at de er raskere å fremskaffe, at de er av god reliabilitet og validitet, samt at de ofte kan belyse mange sider i analysen.

Datasettet som vi bruker som grunnlag for vår studie baseres på investeringsporteføljen til 159 privatinvestorer i Gjensidige Bank. Disse er tilfeldig trukket ut fra Gjensidige Bank sin kundebase og er dermed statistisk representativt for bankens nærmere 22.000 fondskunder. Vi velger å begrense tidsperioden i analysen fra 1. mars 2017 til 1. februar 2018, der vi ønsker å analysere effekten på investorenes spareadferd som en konsekvens av innføringen av aksjesparekonto den 1. september 2017.

Dataene som vi har tilgjengelig er i utgangspunktet rådata som vi har strukturert som paneldata ved bruk av Microsoft Office Excel. For å kunne analysere effekten av innføringen av aksjesparekonto velger vi å dele paneldatasettet inn i to perioder. Et datasett som tar for seg perioden frem til innføringen av aksjesparekonto, og et datasett som tar for seg perioden etter at aksjesparekonto ble innført. Målet er å peke på eventuelle forskjeller i investoradferd mellom de to periodene og om aksjesparekonto har hatt noe å si for utviklingen. Videre utfører vi paneldatanalyse av datasettene ved hjelp av modellene presentert i metoddelen ved bruk av R-studio.

6.3 Variabler brukt i analysen

Datamaterialet som vi har tilgjengelig er rådata for tidsperioden vi ønsker å studere, og som gir oss tall for hver enkel kundes fondsportefølje sortert etter norske og utenlandske aksjefond. I tillegg gir dataen oversikt over kundenes investering i eiendom, norske og utenlandske obligasjonsfond, samt i pengemarkedsfond. I og med at vi har fullstendige tall for hele den aktuelle tidsperioden har vi data til å sette opp et balansert paneldatasett med fullstendige porteføljetall for alle kunder over hele perioden.

Det neste spørsmålet er hvilke variabler vi skal inkludere i vår analyse gitt ut i fra det datamateriale vi har tilgjengelig. Vi ønsker på best mulig måte å kunne svare på hvordan innføringen av aksjesparekonto påvirker spreadferden til Gjensidige Banks fondskunder, men også hvordan andre variabler er med på å bestemme spreadferden.

6.3.1 *Portfolio value (Y)*

Som vår avhengige variabel bruker vi individuell porteføljeverdi i aksjefond, det vil si summen av sparing i norske og utenlandske aksjefond for en gitt fondskunde. Grunnen til at vi velger å slå sammen sparing i norske og utenlandske aksjefond er for å ha en samlet Y -variabel å forholde seg til i analysen. Dette gjør analysen mer oversiktlig og strukturert. I tillegg ønsker vi å ha en Y -variabel som gir et representativt bilde av den totale sparingen i aksjefond.

Vi velger videre å holde spareproduktene eiendom, norske og utenlandske obligasjonsfond, samt pengemarkedsfond adskilt fra den avhengige variabelen, da problemstillingen i vår oppgave omhandler aksjesparing i aksjesparekonto. Siden fondskundenes investeringer i eiendom og pengemarkedsfond står for en liten del av den totale spareporteføljen til hver enkel fondskunde velger vi å se bort i fra disse investeringene, da effekten av disse i analysen ansees å være neglisjerbar.

Porteføljeverdien i norske og utenlandske obligasjonsfond er den nest største verdipapirfonds-investeringen hos kundene, og selv om den totale porteføljeverdien i obligasjonsfond er en del lavere enn aksjefondsporteføljen mener vi at den kan gi merkbar påvirkning i analysen. I tillegg mener vi at det kan finnes egenskaper ved fondskunder som velger en tryggere spareform som obligasjonssparing som tilsier at de har et annet sparemønster enn kunder som

plasserer hele sin portefølje i aksjesparing. Vi diskuterer dette nærmere i neste avsnitt, der vi også gjør rede for hvordan vi ønsker å kontrollere for den mulige effekten i vår analyse.

6.3.2 Dummyvariabel 1: *Other securities*

Obligasjonssparing er forbundet med lavere risiko enn sparing i aksjefond (Brealey, Myers & Allen, 2013). Det er en spareform som teoretisk appellerer til mindre risikovillige investorer.

Det er gitt at investorer som plasserer hele eller majoriteten av porteføljen sin i obligasjonssparing kan forvente lavere avkastning på sikt enn investorer som tar mer risiko ved aksjesparing. Vi mener at det i vår analyse kan være interessant å undersøke om kunder som plasserer hele eller deler av sin portefølje i obligasjoner har et annet sparemønster enn kunder som kun sparer i aksjefond, og om de to gruppene reagerer forskjellig i forhold til innføringen av en ny spareform.

For å kontrollere for effekten som kan ligge i egenskapene til to ulike kategorier av investorer inkluderer vi dummyvariabelen *Other securities*. Variabelen er kodet 0 for investorer som kun sparer i aksjefond. Dermed er investorer som sparer både i aksje- og obligasjonsfond eller kun i obligasjonsfond kodet 1.

6.3.3 Dummyvariabel 2: *Group*

For dummyvariabelen *Group* vil vi undersøke om det er flere dimensjoner ved vårt datasett som kan benyttes for å analysere sparemønsteret til grupper av investorer. Vi definerer gruppene ut i fra deres totale porteføljeverdi i aksjefond. Slik ønsker vi å teste om investorer med større investeringsbeløp har en annen spreatferd i forhold til de med lavere investeringsbeløp i aksjefondsporteføljen.

Flere interessante spørsmål kan fanges opp ved å kategorisere investorer etter størrelse på aksjefondsporteføljen. Er større investorer eksempelvis mer kunnskapsrike og mer opplyst om hva som foregår i markedet? Har de innsikt i hvilke fond de bør og ikke bør investere i? Er de mer krevende og forventer regelmessig personlig rådgivning? Vil det være en forskjell på hvordan større og mindre investorer reagerer på innføringen av et nytt spareprodukt som aksjesparekonto? Vil større kunder ha høyere eller lavere tendens til å bytte fondstilbyder dersom nåværende fondstilbyder ikke er konkurransedyktig?

Størrelse på aksjefondsporteføljen kan kategoriseres på flere måter, men for å gjøre analysen mest mulig oversiktlig velger vi å ta utgangspunkt i kun to kategorier av investorer.

Dummyvariabelen som er knyttet til størrelsen på aksjeporteføljen i analysen kaller vi for *Group*. Investorer som har en aksjefondsportefølje på mellom 0 og 500 000 kroner er kodet 0, og alle investorer som har en aksjefondsportefølje på over 500 000 kroner er kodet 1.

6.3.4 Investor- og tidsspesifikke dummyvariabler

I avsnittet om faste effekters modell forklarte vi at dersom man introduserer dummyvariabler for både individer i tverrsnittet og tidsdummyer i samme modell kan man måle både investor- og tidsspesifikke effekter.

Siden alle investorer er forskjellige, har ulikt sparemønster og kan reagere forskjellig på innføringen av en nytt spareprodukt, synes vi det er viktig å måle den investorspesifikke påvirkningen i modellen. På samme måte kan det være tidsspesifikke kjennetegn som gjør at kundeadferden ikke holder seg stabil verken fra perioden før aksjesparekonto til perioden etter, men heller ikke innenfor de to målte tidsperiodene.

I og med at vi studerer to relativt korte perioder, kan vi ikke nødvendigvis forvente de største tidsspesifikke effektene. Likevel kan innføringen av aksjesparekonto skape større svingninger i markedet og denne effekten ønsker vi å måle ved å innføre tidsdummyer.

Når man inkluderer dummyvariabler i faste effekters modell skal det utelates en dummyvariabel i forhold til antall individuelle observasjoner. Dette gjøres for å unngå perfekt multikollinearitet. Vi har brukt benevnelsen *testdum* for de investorspesifikke dummyene i vår modell, og disse vil dermed leses som *testdum2*, *3*, *testdum4*, ... , *testdum159* i våre R-utskrifter. En dummyvariabel for investor 1 er dermed utelatt fra modellen for å unngå perfekt multikollinearitet, og denne investoren vil dermed være referanseinvestor.

Vi har også inkludert tidsdummyvariabler i vår modell etter samme prinsipp som for investordummyene. R-studio oppretter disse dummyvariablene for analysen og definerer automatisk den måneden som kommer først i alfabetet som referansemåned. I dette tilfellet er det månedene *april* og *desember* vi ikke har noen dummy for. Dermed er *april* referansemåned for perioden før innføring av aksjesparekonto (fra mars til august), og *desember* er referansemåned for perioden etter innføringen (fra september til februar).

6.4 Fremgangsmåte

Vi bruker R-studio som vårt statistiske analyseverktøy i studieoppgaven. Skriptene som vi benytter oss av i oppgaven baseres på gjennomgangen av paneldata av Oscar Torres-Reyna som er datakonsulent ved Princeton University (Torres-Reyna, 2010). Denne gjennomgangen er oversiktlig, og gir en god og intuitiv innføring i hvordan man setter opp paneldatamodeller i R-studio.

Vi starter analysen med å sette opp en paneldatamodell ut i fra minste kvadraters metode (MKM). Vi har tidligere diskutert problemene med å bruke MKM-modellen i paneldata-analyse ettersom modellen ignorerer heterogenitet i datasettet. Den gir derfor med høy sannsynlighet et feilaktig bilde av sammenhengen mellom de uavhengige og den avhengige variabelen. Vi vil likevel presentere en slik modell som et referansepunkt, og videre forklare hvordan og hvorfor resultatene fra denne modellen fraviker fra de andre modellene i analysen.

Videre vil vi presentere faste effekters modell og undersøke om denne modellen forbedrer resultatene fra minste kvadraters metode, i tråd med teorien. Siden faste effekters modell tar hensyn til de individuelle egenskapene til både individene og tidsperiodene i datasettet vil vi forvente at modellen forklarer sammenhengen bedre mellom de uavhengige og den avhengige variabelen. Avslutningsvis gjennomfører vi en regresjon ut i fra modell med tilfeldig heterogenitet for å undersøke om denne modellen styrker analysen ytterligere.

Muligheten for å implementere individ- og tidsspesifikke dummyvariabler i modellen vil være viktig i vår analyse da vi forventer å se særegne individuelle effekter ved hver investors sparemønster, i tillegg til mulige særegne tidseffekter innenfor de to tidsrammene. Mulige tidseffekter vil nærmere studeres ved overgangen fra første periode til den andre perioden med hensyn til innføringen av aksjesparekonto. Vi forventer også at vi vil ha et feilledd i form av uobserverte variabler som vi ikke får inkludert direkte i modellen, og som er korrelert med de uavhengige variablene. Vi er i forkant av analysen usikre på hvor stor denne effekten vil være. Likevel er hypotesen vår, ut i fra disse forutsetningene, at faste effekters modell vil gi best tilpasning til vårt datasett. Vi tester hypotesen med paneldataanalyse ved bruk av disse tre modellene.

Del 3 – Resultat

7 Resultat

I kapittel 7 presenterer vi resultatene av de ulike paneldatamodellene som vi diskuterte i kapittel 6. Vi gjør rede for om resultatene fra analysen til er tilfredsstillende i forhold til å forklare utviklingen i investoradferden til Gjensidige Banks kunder, eller om ytterligere undersøkelser er nødvendige.

7.1 Resultat av minste kvadraters metode

Vi tar i minste kvadraters metode utgangspunkt i den generelle likningen forklart under metodekapittelet. En grunnleggende likning som forklarer den avhengige variabelen aksjeporteføljeværdi i fond ut i fra de uavhengige variablene kan settes opp slik;

$$\text{Portfolio value} = \beta_1 + \beta_2(\text{Other securities}) + \beta_3(\text{Group}) + u_{it}$$

Når det gjelder dummyvariabelen *Other securities* så er vi usikre på i hvilken retning denne påvirker den avhengige variabelen. For gruppen som er kodet 1 gjelder den både investorer som kun sparer i obligasjonsfond men også de som både sparer i både obligasjonsfond og aksjefond. En mulig effekt av at investorer sparer i obligasjonsfond er at de lar være å spare i aksjefond og dermed har en negativ effekt på den avhengige variabelen. Den motsatte effekten kan være at obligasjonsinvestorer sparer mer totalt, og at de i så fall har en positiv effekt på den avhengige variabelen.

For dummyvariabelen *Group* så vil korrelasjonsretningen i forhold til den avhengige variabelen være åpenbar ettersom den baserer seg på to størrelseskategorier av investorer. Gruppen av investorer som har en aksjefondsportefølje på over 500 000 kroner og som kodes 1 vil naturligvis være positivt korrelert med den avhengige variabelen.

Vår hypotese i forkant av analysen er at minste kvadraters metode vil ha lav forklaringsverdi. Minste kvadraters metode ignorerer de individuelle egenskapene i tverrsnitt og tidsserie, noe som ikke er tilpasset vårt datasett, der vi forventer rimelig store forskjeller i spreadferd men også tidsspesifikke ulikheter. Vi forventer også at forutsetningen om homoskedastisitet ikke vil holde da vi forventer ulik varians for individene i tverrsnittet.

Ut i fra paneldataregresjon ved minste kvadraters modell for perioden før innføringen av aksjesparekonto får vi følgende resultat i R-studio:

Utskrift 1: MKM regresjonsresultat for periode 1

Dependent variable:	
portfolio_value	
factor(other_securities)1	779,754.500*** (145,165.800)
factor(group)1	2,042,468.000*** (166,195.200)
Constant	-62,109.540 (71,823.660)
Observations	954
R2	0.18007
Adjusted R2	0.17834
F Statistic	104.426*** p-value:<2.22e-16 (df = 2; 951)
Note:	*p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

Vi kan dermed sette opp følgende regresjonslikning:

$$Portfolio\ value = -62\ 110 + 779\ 755(Other\ securities) + 2\ 042\ 468(Group) + u_{it}$$

Modellen forteller oss at det er en positiv korrelasjon mellom det å tilhøre gruppen som sparer i obligasjonsfond (*Other securities* = 1) og den avhengige variabelen. En gjennomsnittlig investor som sparer i obligasjonsfond vil ha nærmere 800 000 kroner høyere verdi på aksjefondsporteføljen enn en investor som ikke sparer i obligasjonsfond. Dummyvariabelen som er knyttet til størrelsen på porteføljen forteller oss at investorer som har over 500 000 kroner i aksjefondsporteføljen (*Group* = 1) i snitt har rundt 2 millioner kroner høyere aksjefondsportefølje enn investorer med lavere enn 500 000 investert i aksjefond.

Modellen er statistisk signifikant på 5 % signifikansnivå (*p-verdi* < 2,22e-16). Vi ser også at koeffisientene for begge de uavhengige variablene er statistisk signifikante på 5 % nivået. Samtidig ser vi at koeffisienten for konstanten ikke er signifikant. Konstanten er negativ og har heller ingen substansiell fortolkning da den ikke definerer en reell gruppe av analyseenheter. Forklaringsevnen til modellen gitt ved $R^2 = 0,1801$ tilsier at 18,01 % av variansen i den avhengige variabelen kan forklares ut i fra de uavhengige variablene.

Utskrift 2: Durbin-Watson test for MKM for periode 1

```
=====
Durbin-Watson test for serial correlation in panel models
data: portfolio_value ~ factor(other_securities) + factor(group)
DW = 0.29355, p-value < 2.2e-16
alternative hypothesis: serial correlation in idiosyncratic errors
=====
```

Durbin-Watson testen gir en score på 0,2936 noe som indikerer sterk positiv autokorrelasjon. Dette tyder videre på at modellen er feilspesifisert.

Vi får følgende regresjonsresultat for perioden etter at aksjesparekonto ble innført:

Utskrift 3: MKM regresjonsresultat for periode 2

```
=====
Dependent variable:
-----
portfolio_value
-----
factor(other_securities)1    258,806.100***
                             (74,335.730)
factor(group)1              1,523,105.000***
                             (91,688.970)
Constant                    60,686.020
                             (37,113.180)
-----
Observations                 954
R2                           0.24657
Adjusted R2                  0.24498
F Statistic                  155.612*** p-value:<2.22e-16
                             (df = 2; 951)
-----
Note: *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01
=====
```

Vi får dermed følgende regresjonslikning:

$$\text{Portfolio value} = 60\,686 + 258\,806(\text{Other securities}) + 1\,523\,105(\text{Group}) + u_{it}$$

Variabelen *Other securities* er fremdeles positivt korrelert med den avhengige variabelen men vi ser her at det er en svakere positiv sammenheng i forhold til periode 1. Den positive sammenheng mellom variabelen *Group* og den avhengige variabelen er også en del svakere enn i modellen for perioden før aksjesparekonto ble innført.

Også denne modellen er signifikant på et 5 % signifikansnivå ($p\text{-verdi} < 2,22e-16$).

Koeffisientene for begge de uavhengige variablene er statistisk signifikante på 5 % nivå.

Konstanten er heller ikke her signifikant eller har substansiell fortolkning. Forklaringsevnen til modellen gitt ved $R^2 = 0,2466$ er noe høyere enn for foregående periode men gir fortsatt begrenset forklaringsverdi på 24,66 %.

Utskrift 4: Durbin-Watson test for MKM for periode 2

```
=====
Durbin-Watson test for serial correlation in panel models
data: portfolio_value ~ factor(other_securities) + factor(group)
DW = 1.0176, p-value < 2.2e-16
alternative hypothesis: serial correlation in idiosyncratic errors
```

En Durbin-Watson (DW) score på 1,0176 er også en forbedring fra foregående periode men på grensen i forhold til hva som regnes som problematisk med hensyn til autokorrelasjon i modellen.

Oppsummert så er resultatene våre i overensstemmelse med teorien, som forklarer at minste kvadraters metode er av begrenset nytte i paneldataanalyse. Modellen ignorerer heterogeniteten i datasettet både i tverrsnittet og i tidsserien, noe som selvfølgelig er sterkt begrensende antakelser. Vi vil derfor fortsette analysen med å presentere resultatene fra faste effektens modell.

7.2 Resultat av faste effektens modell

For faste effektens metode tar vi i utgangspunkt i modellen at både individ- og tidsspesifikke dummyvariabler er inkludert. Dette gjøres for å kunne undersøke om heterogeniteten i datasettet gjør at vi bedre kan forklare sammenhengen mellom de uavhengige og den avhengige variabelen.

Ut i fra variablene som vi inkluderer i vår modell kan vi sette opp følgende likning;

Portfolio value

$$\begin{aligned} &= a_1 + a_2 \text{testdum2} + a_3 \text{testdum3} + a_4 \text{testdum4} + \dots \\ &+ a_{159} \text{testdum159} + \lambda_0 + \lambda_1 \text{time1} + \lambda_2 \text{time2} + \dots + \lambda_5 \text{time5} \\ &+ \beta_2 (\text{Other securities}) + \beta_3 (\text{Group}) + u_{it} \end{aligned}$$

Det er som nevnt viktig å unngå problemet med perfekt multikollinearitet og vi har derfor inkludert 158 investorspesifikke dummyer og 5 tidsdummyer i og med at vi har et datasett på 159 investorer og 6 måneder. I tillegg inkluderer vi modellen variablene *Other securities* og *Group*. Hypotesen vår i forkant av analysen er at det finnes investor- og tidsspesifikke egenskaper i datasettet som vil påvirke den avhengige variabelen. Det som er veldig relevant

for analysen er å se om disse effektene vil være de samme for både tidsperioden før og etter aksjesparekonto ble lansert, eller om det er bakenforliggende endringer som påvirker resultatene av analysen mellom tidsperiodene.

Vi får følgende regresjonsresultat for perioden før innføring av aksjesparekonto ved faste effektors modell i R-studio:

Utskrift 5: Faste effektors modell regresjonsresultat for periode 1

```
=====  
Observations                954  
R2                          0.9998  
Adjusted R2                 0.9997  
Residual Std. Error        33,831.160 (df = 788)  
F Statistic                 21,251.300*** p-value:<2.2e-16  
                             (df = 165; 788)  
=====  
Note:                       *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01
```

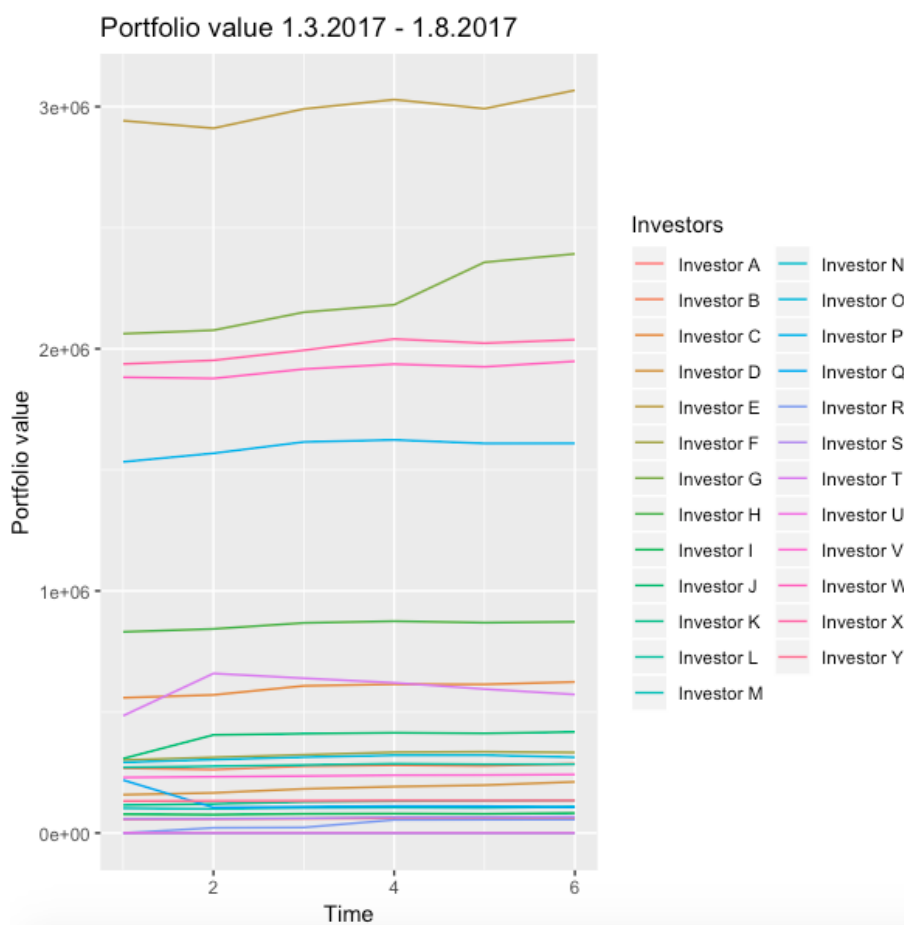
Merk at fullstendig regresjonsresultat finnes i vedlegg 1. Her har vi kun valgt å presentere signifikansnivå for hele modellen samt determinasjonskoeffisienten (R^2) på grunn av antallet tids- og investordummyer.

Resultatene gitt av modellen viser at faste effektors modell er bedre tilpasset vårt datasett en minste kvadraters modell (p -verdi $< 2.22e-16$). Siden vi inkluderer både individs- og tidsspesifikke dummyvariabler i modellen mister modellen 163 frihetsgrader i forhold til minste kvadraters metode.

Forklaringsevnen til modellen gitt ved $R^2 = 0,9998$ viser at modellen klarer å fange opp 99,98 % av variansen i den avhengige variabelen ut i fra de uavhengige variablene. Dette funnet er noe overraskende høyt, og vi hadde forventet lavere forklaringsevne grunnet uobserverbare variabler i modellen.

Den overraskende høye verdien på R^2 kan forklares dersom vi ser nærmere på utviklingen i porteføljeverdien til våre investorer i perioden før innføring av aksjesparekonto. For å illustrere utviklingen på en oversiktlig måte har vi valgt å ta et tilfeldig utvalg av 25 investorer fra vårt datasett og sette opp en figur som viser utviklingen i deres aksjefondsportefølje i perioden før innføringen av aksjesparekonto.

Figur 12: Utviklingen av 25 investorers fondsporteføljer for periode 1



Som vi ser av *figur 12* så er sammenhengen mellom aksjefondsporteføljen til hver enkelt investor tydelig lineær i perioden fra mars til august 2017. I og med at vi har et tilfeldig utvalg av investorer vil disse være representative for datasettet vårt. Vi observerer også ved nærmere undersøkelse av det fullstendige datasettet at trenden faktisk stemmer. En R^2 på nærmere 100 % vil si at det er en perfekt lineær sammenheng mellom de uavhengige og den avhengige variabelen (UiO, 2011), slik *figur 12* illustrerer. I dette tilfeldige utvalget samt hele vårt datasett har vi en lineær utvikling i aksjefondsporteføljen til Gjensidige Banks privatinvestorer, noe som skyldes at svært mange av investorene har en fast spareavtale som gjør at porteføljen øker lineært over tid med et lite prosenttall, derav svært flate grafer for mange av investorene.

Videre observerer vi ut i fra faste effekters modell at de individuelle koeffisientene for konstanten, samt tidsdummyene for alle månedene i datasettet bortsett fra mars er signifikante på 5 % nivå (se vedlegg 1). Vi observerer ut ifra koeffisientene for tidsdummyene at

porteføljeverdien i aksjer er lavest i mars for så å øke gjennom perioden, med en liten nedgang i juli, noe som stemmer overens med datasettet.

For de investorspesifikke dummyene har vi at koeffisientene er signifikante for 105 av 159 investorer på 5 % signifikansnivå (se vedlegg 1). Vi observerer at koeffisientene ser ut til å være signifikante for investorer med et større positivt eller negativt avvik fra referanseinvestoren. Mer spesifikt ser vi at skillet ser ut til å gå ved koeffisienter på rundt 50 000 kroner. Det vil si at investorer som har et avvik på mer enn 50 000 kroner i begge retninger fra referanseinvestoren er signifikante i modellen.

Videre så tilsier resultatet i vedlegg 1, i motsetning til minste kvadraters modell, at det å tilhøre i kategorigruppen kodet 1 for *Other securities* har en svak negativ effekt på aksjefondsporteføljen. Riktignok er koeffisienten for variabelen *Other securities* ikke signifikant på et 5 % nivå. Koeffisienten for variabelen *Group* er fremdeles signifikant, men effekten av hvilken gruppe investorer man tilhører med hensyn til porteføljestørrelsen er lavere enn den var i minste kvadraters modell.

Utskrift 6: Durbin-Watson test for faste effektors modell for periode 1

```
Durbin-Watson test for serial correlation in panel models
data: portfolio_value ~ time + testdum + factor(other_securities)
+ factor(group)
DW = 1.639, p-value < 2.2e-16
alternative hypothesis: serial correlation in idiosyncratic errors
```

Durbin-Watson testen for modellen gir en score på 1,639, noe som er akseptabelt med referanse til teorien som sier at en DW-score på mellom 1-3 indikerer at det ikke er særlig grad av autokorrelasjon i modellen. Dette tyder igjen på at modellen er godt spesifisert.

Oppsummert viser resultatene i vedlegg 1 at de uavhengige variablene godt forklarer utviklingen i aksjefondsporteføljen og i enda større grad enn det vi hadde forventet i forkant av analysen. Signifikante koeffisienter for nesten alle måneder samt flertallet av investorene, viser at det finnes både tids- og individspesifikke egenskaper som påvirker sparing i aksjefond. Størrelsesforskjeller i individuelle porteføljer ser ut til å ha en stor påvirkning på utviklingen. En høy R^2 på 99,98 % viser at det er få uobserverte variabler som har påvirkning på utviklingen i fondsporteføljen i perioden før innføring av aksjesparekonto.

Forklaringsevnen til modellen er høyere enn forventet i forkant av analysen på grunn av den

lineære utviklingen i individuelle aksjefondsporteføljer. En akseptabel DW-score tyder på at modellen er godt spesifisert.

Vi får følgende regresjonsresultater for perioden etter innføringen av aksjesparekonto:

Utskrift 7: Faste effekters modell regresjonsresultat for periode 2

Observations	954
R2	0.7213
Adjusted R2	0.6629
Residual Std. Error	644,479.800 (df = 788)
F Statistic	12.358*** p-value:<2.2e-16 (df = 165; 788)
Note:	*p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

Merk at fullstendig regresjonsresultat finnes i vedlegg 2. Her har vi kun valgt å presentere signifikansnivå for hele modellen samt determinasjonskoeffisienten (R^2) på grunn av antallet tids- og investordummyer.

Vi ser at faste effekters modell for periode 2 også er bedre tilpasset datasettet enn ved minste kvadraters metode ($p\text{-verdi} < 2.22e-16$). Forklaringsevnen til modellen gitt ved $R^2 = 0,7213$ som tilsier at de uavhengige variablene forklarer 72,13 % av den avhengige variabelen. Dette er klart høyere enn for minste kvadraters metode. Vi mister i modellen 163 frihetsgrader i forhold til MKM.

Vi observerer flere interessante endringer i resultatene i forhold til periode 1 (se vedlegg 2). For det første er ikke koeffisienten for konstanten signifikant, og kun tidsdummyen for september er signifikant på 5 % signifikansnivå. Vi ser også at kun 9 av investordummyene er signifikante på 5 % nivå. Koeffisientene er kun signifikante for investorer med et avvik på over omtrent 800 000 kroner fra referanseinvestoren. Koeffisienten for variabelen *Other securities* er ikke signifikant på et 5 % nivå, mens koeffisienten for variabelen *Group* er fortsatt signifikant på 5 % nivået. Effekten av størrelsesgrupperingen er riktignok også her lavere enn for MKM.

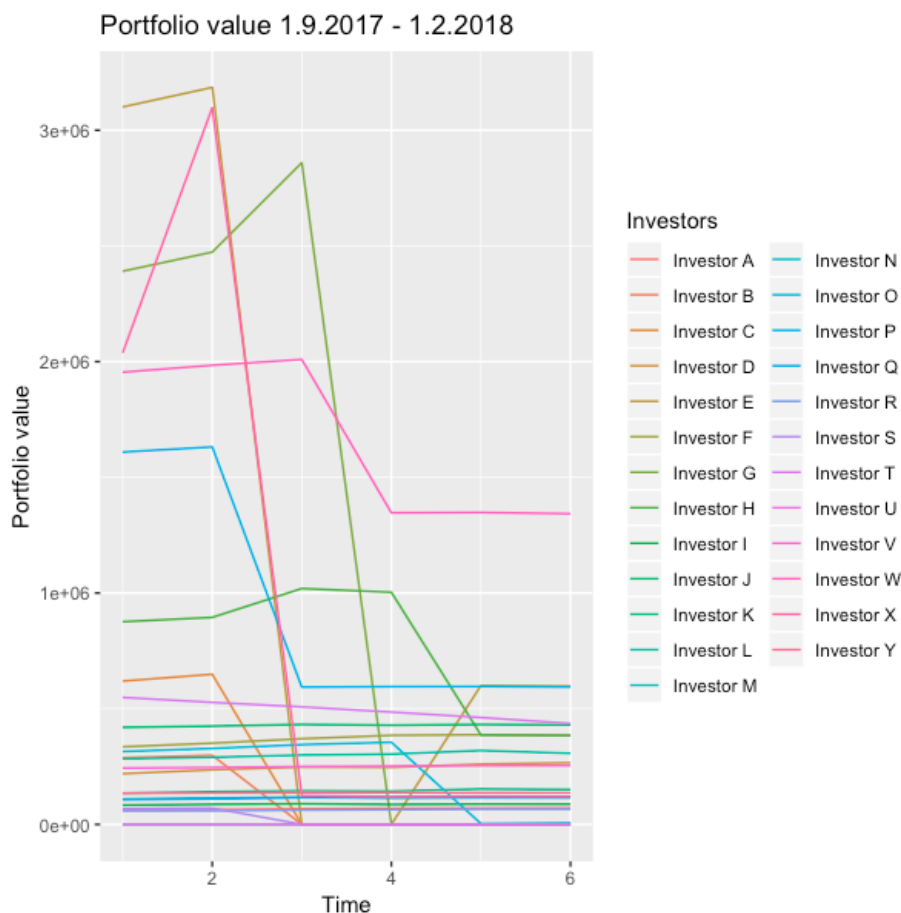
Utskrift 8: Durbin-Watson test for faste effekters modell for periode 2

```
=====
Durbin-Watson test for serial correlation in panel models
data: portfolio_value ~ time + testdum + factor(other_securities)
+ factor(group)
DW = 1.9281, p-value < 3.335e-11
alternative hypothesis: serial correlation in idiosyncratic errors
=====
```

Durbin-Watson testen gir en score på 1,9281 noe som tyder på lav autokorrelasjon og at modellen er godt spesifisert.

Resultatene for periode 2 er merkbart annerledes enn for den foregående perioden. Der vi i modellen for periode 1 kunne forklare 99,98 % av utviklingen i aksjefondsporteføljen ut i fra de uavhengige variablene er dette tallet redusert til 72,13 % for periode 2. I periode 1 observerer vi en betydelig lineær sammenheng mellom utviklingen i aksjefondsporteføljen til investorene i datasettet, noe som forklarer en R^2 på nærmere 100 %. Ved å sette opp en tilsvarende figur for de samme 25 tilfeldig utvalgte investorene for periode 2 får vi følgende utvikling for perioden.

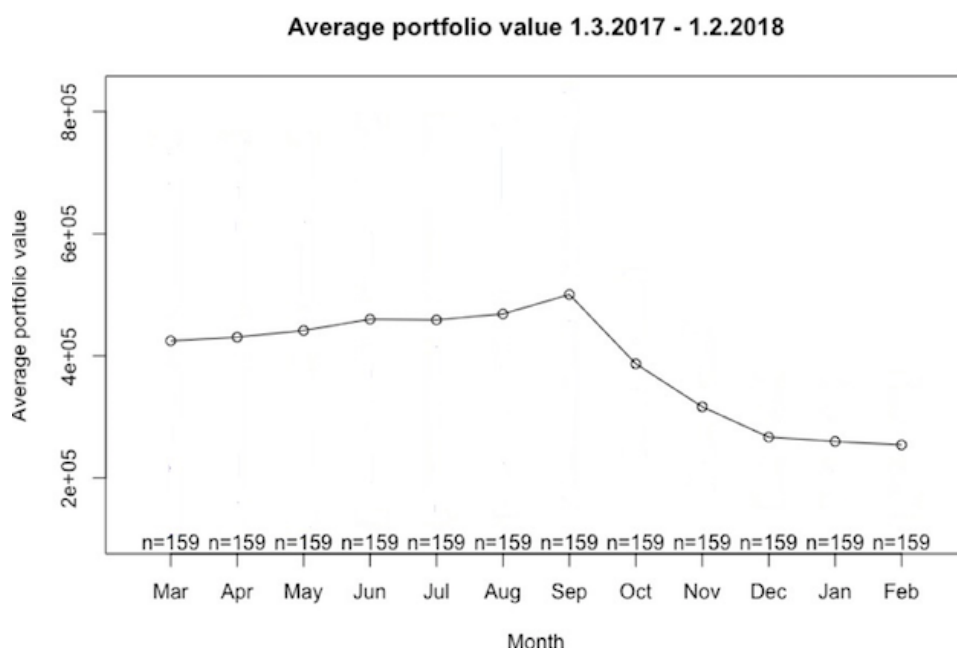
Figur 13: Utviklingen av 25 investorers fondsporteføljer for periode 2



Figur 13 viser at utviklingen i investorenes aksjeforfølje har endret seg merkbart over tid i forhold til foregående periode. Det er fremdeles en del av investorene som har en lineær utvikling i porteføljen med faste spareavtaler og relativt flate grafer. Men vi legger samtidig merke til at flere investorer, og spesielt de med høyere investeringsbeløp reduserer porteføljen sin betraktelig. Der vi i perioden før innføringen av aksjesparekonto observerer en nærmest perfekt lineær utvikling i porteføljeutvikling med en R^2 på nærmere 100 %, er lineariteten i investorenes sparemønster i periode 2 redusert, noe som bidrar til å redusere forklaringsverdien i modellen.

Vi kan videre illustrere endringen i investoradferd med en figur som viser gjennomsnittlig porteføljeværdi i aksjefond for alle 159 investorene i vårt datasett for hele perioden 1. mars 2017 til 1. februar 2018.

Figur 14: Gjennomsnittlig porteføljeværdi i aksjefond for Gjensidige Banks investorer



Figur 14 viser at utviklingen i gjennomsnittlig porteføljeværdi i aksjefond for samtlige av investorene går fra en stabil lineær stigning fram til 1. september 2017, til så å falle betydelig. Vi merker oss at kurven flater ut fra 1. desember 2017, noe som kan forklares av den utvidede overgangsregelen til utgangen av 2018 som ble vedtatt i medio desember. Den stabile, lineære utviklingen reduseres betydelig fra periode 1 til periode 2, og reduksjonen i forklaringsverdien fra 99,98 % til 72,13 % mellom periodene henger sammen med denne observasjonen.

Det er tydelig uobserverbare variabler i modellen for periode 2 som gjør at utviklingen ikke kan forklares uten videre og ut i fra de inkluderte uavhengige variablene. Innføringen av aksjesparekonto er en slik uobserverbar variabel som er viktig å ta i betraktning når man skal forsøke å belyse en slik endring i forklaringssevnen til modellen.

Vår analyse viser at total aksjeporteføljeverdi for Gjensidige Banks investorer øker jevnt i perioden frem til aksjesparekonto innføres, for så å falle merkbart i etterkant av innføringen. Der den jevne økningen i porteføljen i periode 1 tilsynelatende ser ut til å kunne forklares rasjonelt ut i fra våre inkluderte uavhengige variabler, er det tydelig uobserverte faktorer i periode 2 som forklarer at Gjensidige Bank har opplevd en plutselig nedgang i forvaltningskapitalen for aksjefond blant sine fondskunder. Vi vil komme nærmere inn på hvordan innføringen av aksjesparekonto kan ha virket som et uobserverbart sjokk som har vært en viktig medvirkende årsak til kundeflukten.

7.3 Resultat av modell med tilfeldig heterogenitet

Ut i fra variablene inkludert i vår analyse kan vi sette opp følgende modell med tilfeldig heterogenitet:

$$\text{Portfolio value} = \beta_1 + \beta_2(\text{Other securities}) + \beta_3(\text{Group}) + w_{it}$$

Det sammensatte feilleddet w_{it} består av både et investorspesifikt feilledd ϵ_i og et sammensatt feilledd for investorene og tidsperioden, u_{it} . Slik at $w_{it} = \epsilon_i + u_{it}$.

I oppgavens metodedel bemerket vi at det ikke ofte finnes et fasitsvar på hvilken av modellene faste effekter eller modell med tilfeldig heterogenitet som bør benyttes i paneldatanaalyse av et gitt datasett, da det ofte er egenskaper ved datasettet som gir motstridende indikasjon på hvilken modell som burde benyttes.

Resultatene fra analysen fra faste effekters modell viser oss at denne modellen gir god forklaringsevne for perioden før aksjesparekonto innføres, men at forklaringsevnen reduseres for den etterfølgende perioden. Vi ønsker nå å se om modell med tilfeldig heterogenitet kan hjelpe til med å styrke analysen eller om modellen er overflødig for vårt formål.

Ut i fra regresjon med modell med tilfeldig heterogenitet får vi følgende resultat i R-studio:

Utskrift 9: Modell med tilfeldig heterogenitet regresjonsresultat for periode 1

Dependent variable:	
portfolio_value	
factor(other_securities)1	5,512.255 (11,839.480)
factor(group)1	533,375.600*** (14,764.920)
Constant	-178,844.800** (151,296.800)
Observations	954
R2	0.58224
Adjusted R2	0.58136
F Statistic	662.701*** p-value:<2.22e-16 (df = 2; 951)
Note:	*p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

Vi kan dermed sette opp følgende likning for modellen for periode 1:

$$\text{Portfolio value} = -178\,845 + 5\,512(\text{Other securities}) + 533\,376(\text{Group}) + w_{it}$$

Modellen gir oss en reduksjon i forklaringsverdien i forhold til faste effekters modell. Forklaringsverdien gitt ved $R^2 = 0,5822$ tilsier at modellen med de uavhengige variablene forklarer 58,22 % av den avhengige variabelen. Modellen er statistisk signifikant på et 5 % nivå ($p\text{-verdi} < 2.22e-16$). Vi ser i at effekten av variabelen *Other securities* har en svak positiv påvirkning på den avhengige variabelen, men denne er ikke signifikant på 5 % nivået. Variabelen *Group* er statistisk signifikant på 5 % nivå med omtrentlig samme effekt som i faste effekters modell.

Utskrift 10: Durbin-Watson test for modell med tilfeldig heterogenitet for periode 1

```
=====
Durbin-Watson test for serial correlation in panel models
data: portfolio_value ~ factor(other_securities) + factor(group)
DW = 1.4005, p-value < 2.2e-16
alternative hypothesis: serial correlation in idiosyncratic errors
=====
```

Durbin-Watson scoren på 1,4005 er akseptabel i forhold til testing av autokorrelasjon, men den er lavere enn for faste effekters-modell og tyder på at modellen er dårligere spesifisert.

For perioden etter innføringen av aksjesparekonto har vi følgende resultat:

Utskrift 11: Modell med tilfeldig heterogenitet regresjonsresultat for periode 2

```
=====
Dependent variable:
-----
portfolio_value
-----
factor(other_securities)1      184,428.600
                               (124,945.700)
factor(group)1                 1,244,347.000***
                               (122,923.900)
Constant                       -1,312,270.000***
                               (203,841.000)
-----
Observations                    954
R2                              0.10393
Adjusted R2                     0.10204
F Statistic                     55.149*** p-value:<2.22e-16
                               (df = 2; 951)
=====
Note: *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01
=====
```

Regresjonslikningen for modellen er dermed:

$$\text{Portfolio value} = -1\,312\,270 + 184\,429(\text{Other securities}) + 1\,244\,347(\text{Group}) + w_{it}$$

Modellen er fortsatt statistisk signifikant på et 5 % nivå ($p\text{-verdi} < 2.22e-16$).

Forklaringsverdien for modellen reduseres betydelig til 10,39 %, gitt ved $R^2 = 0,1039$.

Tilsvarende observasjonen ifra faste effekters modell ser vi en reduksjon i forklaringsevne gitt ved R^2 , fra periode 1 til periode 2. Koeffisienten for variabelen *Other securities* er ikke signifikant, og variabelen *Group* er fremdeles signifikant på et 5 % nivå i positiv retning.

Utskrift 12: Durbin-Watson test for modell med tilfeldig heterogenitet for periode 2

```
=====
Durbin-Watson test for serial correlation in panel models
data: portfolio_value ~ factor(other_securities) + factor(group)
DW = 1.7894, p-value < 0.0004932
alternative hypothesis: serial correlation in idiosyncratic errors
```

Durbin-Watson scoren på 1,7894 tyder på lav grad av autokorrelasjon, men også her ser vi at faste effekters modell gir et bedre estimat.

7.4 Oppsummering

Resultatene fra paneldataanalysen tilsier at faste effekters modell er den modellen som er best tilpasset vårt datasett og som gir høyest forklaringsevne. I og med at modellen tar hensyn til de individuelle egenskapene til hver av Gjensidige Banks investorer og samtidig tar hensyn til heterogeniteten mellom månedene i tidsserien er dette resultatet å forvente. .

På tross av at faste effekters modell gir best tilpasning til vårt datasett er det fortsatt spørsmål vi stilte oss i forkant av analysen som står ubesvart. Modellen for perioden før aksjesparekonto ble innført gir en R^2 på 0,9998 som så faller til 0,7213 for perioden etter innføring. Dette tyder på at det er eksterne forhold, i form av uobserverbare variabler som gjør at modellen ikke lenger kan forklares nærmest fullstendig av de inkluderte forklaringsvariablene.

I tillegg gir en økning i Durbin-Watson score fra 1,639 til 1,9281 fra periode 1 til periode 2 en indikasjon på at det er lavere seriekorrelasjon for periode 2. Det viser at det er en lavere korrelasjon mellom adferden til hver enkelt kunde og korrelasjonen mellom hver tidsperiode.

Dette kan igjen være en indikasjon på at investorene oppfører seg mer irrasjonelt en normalt sett i lys av ytre uobserverbare påvirkninger.

Dersom vi setter dette i sammenheng med endringen i sparemønsteret hos Gjensidige Banks investorer, i fra en utvikling med en jevn lineær økning av den totale aksjefondsporteføljen frem til innføring aksjesparekonto til en plutselig nedgang i porteføljeværdien i etterkant av innføringen, så er det interessant å forsøke å finne årsaken til at en slik utvikling har funnet sted, og om innføringen av aksjesparekonto dermed er en uobserverbar faktor som har endret adferden til Gjensidiges investorer.

Ettersom innføringen av aksjesparekonto er en variabel som ikke kan implementeres direkte i modellen må vi forsøke å forklare utviklingen på andre måter. Vi vil videre i oppgaven forsøke å belyse endringen i spareadferden hos Gjensidige Banks kunder ved å koble den selskapsesifikke analysen opp mot den generelle trenden i fondsmarkedet sett i sammenheng med innføringen av aksjesparekonto.

7.5 Svakheter ved analysen

Vi tar i vår analyse utgangspunkt i perioden som vi har tilgjengelig data for, fra 1. mars 2017 til 1. februar 2018. Selv om vi observerer en tydelig endring i investoradferd mellom periodene ville det også vært interessant og analysert utviklingen på lengre sikt, for å undersøke om den plutselige nedgangen i porteføljeværdien i aksjer er vedvarende over tid og hvilke effekter som spiller inn i den videre utviklingen.

En annen svakhet ved analysen er at vi i faste effekters modell også inkluderer en grupperingsvariabel for våre investorer, *Group*, som baserer seg på to størrelseskategorier av investorer. Denne variabelen gir ikke særlig grad av forklaringsverdi da modellen allerede fanger opp de individuelle forskjellene mellom investorer ut i fra de investorspesifikke dummyvariablene. Grupperingsvariabelen *Other securities* er i utgangspunktet mer relevant da den fanger opp eventuelle forskjeller mellom investorer som kun sparer i aksjefond og investorer som har valgt en mer konservativ spareform. Denne er i faste effekters modell ikke signifikant for noen av periodene og ser ikke ut til å ha påvirkning på størrelsen av aksjefondsporteføljen.

I perioden før innføringen av aksjesparekonto henger den høye forklaringsverdien i modellen sammen med en stabil lineær økning i aksjefondsporteføljen over tid. For analysen kunne det

ha vært av interesse og hatt mer personlig informasjon om våre investorer i form av kjennskap til variabler som eksempelvis alder, kjønn, inntekt, utdanning, finansiell kompetanse og hvorvidt de har en investeringsrådgiver som følger dem opp. Slik kunne vi ha undersøkt hvordan slike variabler spiller inn sett i sammenheng med den merkbare endringen i investeradferd etter innføringen av aksjesparekonto. Av personvernrettslige grunner har vi ikke hatt mulighet til å innhente denne informasjonen.

8 Markedsanalyse

Verdipapirfondsforvaltning kan bare drives av aksjeselskap eller allmennaksjeselskap med tillatelse fra Finanstilsynet (Finanstilsynet, 2017b). Verdipapirfondenes Forening (VFF) er en serviceorganisasjon for selskap som har konsesjon fra Finanstilsynet til å drive fondsforvaltning og/eller aktiv (individuell) forvaltning. Et av foreningens formål er å utarbeide fortløpende markedsstatistikk om fondsbransjen i Norge. Den publiserer blant annet månedlig og årlig markedsstatistikk som viser de enkelte forvaltningsselskaperes tegnings- og innløsningsaktivitet, og deres utvalg i verdipapirfond (VFF, 2018). I vår studieoppgave vil vi benytte oss av markedsstatistikken til VFF i vår deskriptive analyse, og forsøke å avdekke et årsaks-virknings-forhold mellom Gjensidige Banks investorer og bransjen (Dahlum, 2018).

Vi sorterer datamaterialet fra Verdipapirfondenes Forening på følgende måte:

- Innhold i datamaterialet: Månedlige tegnings- og innløsningsaktivitet og forvaltningskapital.
- Hvilke data hentes ut: Aksjefond (*med unntak av figur 15 & 16*).
- Periode som analyseres: 31. mars 2017 til 28. februar 2018.
- Kundesegment: Norske Personkunder.

Vi utelukker data over norske institusjonskunder, utenlandske kunder, og kategorien pensjonsmidler med fondsvalg, samt andre type verdipapirfond utenom aksjefond. VFF utgir markedsstatistikk for 21 norske forvaltningsselskaper, der selskapene klassifiseres i to hovedgrupper. Virksomheter som har sparing og investering som kjerneforretningsområde og virksomheter som har sparing og investering som et bi-forretningsområde ved siden av andre finansielle tjenester. I markedsanalysen vil hovedfokuset være på de selskapene som er totalleverandører av finansielle tjenester til privatmarkedet og derfor mest sammenliknbare med Gjensidige Bank. Likevel vil vi for å gi et helhetsbilde av markedet også inkludere forvaltningsselskapene som kun driver kapitalforvaltning, da trenden for disse selskapene også kan ha påvirkning på effektene vi ønsker å måle.

Figur 15: Norske forvaltningsselskaper i fondsmarkedet



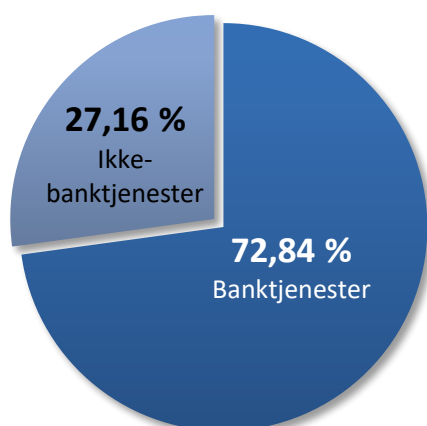
Figur 15 viser oversikten over alle norske forvaltningsselskaper registrert i Verdipapirfondenes Forening. Hovedfokuset i vår analyse vil som nevnt være på de 10 forvaltningsselskapene som er totalleverandører av finansielle tjenester. Disse selskapene vil videre i markedsanalysen gå under betegnelsen *bank*. Selskapene som ikke tilbyr banktjenester omtaler vi som *verdipapirforetak*.

Figur 16 viser den gjennomsnittlige markedsandelen til bankene og verdipapirforetakene ut i fra den totale forvaltningskapitalen for norske privatkunder. I denne figuren inkluderes alle fondsklassifiseringer, det vil si aksjefond, kombinasjonsfond, rentefond og andre typer fond. Oversikten over markedsandelene gjelder for perioden 31. mars 2017 til 28. februar 2018, den samme perioden som vi tok for oss i analysen av Gjensidige Bank.

Vi ser av figuren at bankene har hele 72,84 % av den totale forvaltningskapitalen i fondsmarkedet, mens tallet for selskapene som ikke tilbyr banktjenester er 27,16 %. Selskapene med banktjenester utgjør dermed nærmere tre fjerdedeler av det norske fondsmarkedet totalt sett. I og med at bankene har den klart største markedsandelen og tilbyr

de samme eller tilsvarende tjenester som Gjensidige Bank er deres utvikling i perioden rundt innføringen av aksjesparekonto relevant, sett i sammenheng med selskapsanalysen.

Figur 16: Forvaltningsselskaperes gjennomsnittlige markedsandel i fondsmarkedet



Videre i oppgaven er vårt hovedfokus på bankene, og kun på klassifiseringen *aksjefond*. Vi utelukker alle andre fondsklassifiseringer. Markedsstatistikken til VFF viser at verdipapirforetaket Borea Asset Management kun tilbyr rentefond og spesialfond (hedgefond). Selskapet kan ikke tilby aksjesparekonto til sine private investorer. Foretaket er dermed ikke inkludert videre i markedsanalysen.

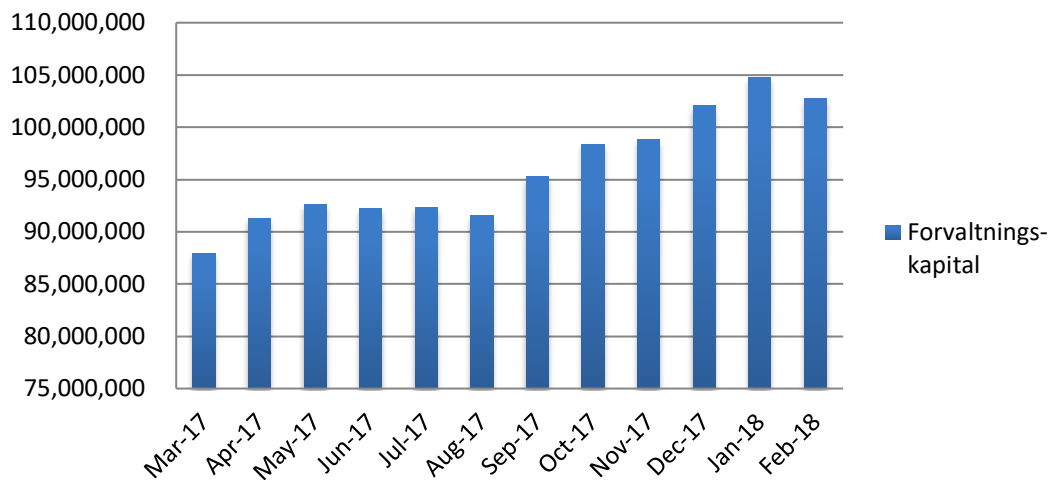
8.1 Markedsutvikling for bankene i aksjefondsmarkedet

Vi vil videre i dette kapitlet presentere de aktørene vi har valgt til vår markedsanalyse.

Figur 16 viser at nærmere 73 % av forvaltningsselskapene tilbyr banktjenester, og er derfor et godt sammenligningsgrunnlag for Gjensidige Banks investorer.

8.1.1 Markedsutvikling i forvaltningskapital for bankene

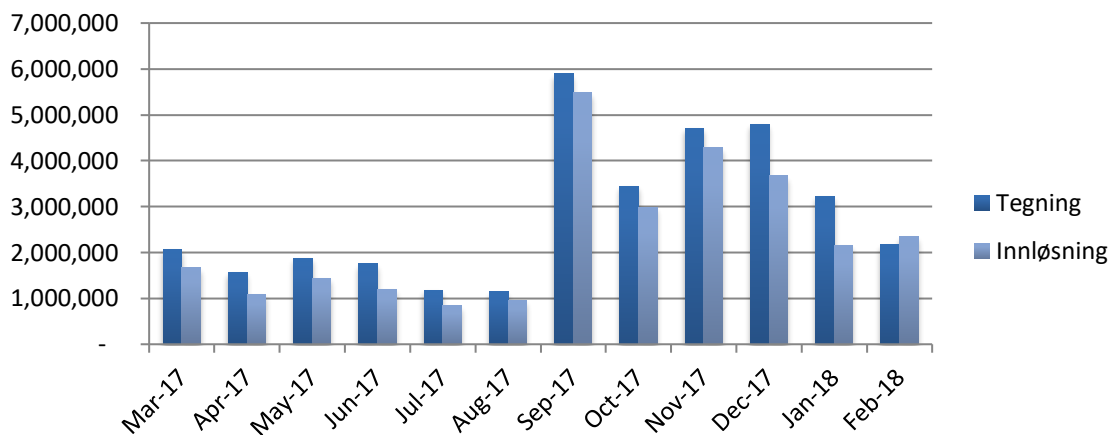
Figur 17: Bankenes totale forvaltningskapital i aksjefondsmarkedet (Alle tall i 1.000 kr)



Figur 17 viser den totale forvaltningskapitalen i aksjefond for alle bankene i det norske privatmarkedet for aksjefondssparing. Figuren viser at den totale forvaltningskapitalen økte merkbart i perioden fra 1. mars 2017 til 28. februar 2018. Vi legger merke til at økningen startet fra september 2017, noe som kan knyttes til innføringen av aksjesparekonto. I mars 2017 var den totale forvaltningskapitalen for bankene omtrent 88 milliarder kr, og i februar 2018 var den omtrent 103 milliarder kr.

8.1.2 Markedsutvikling i tegning- og innløsningsaktivitet for bankene

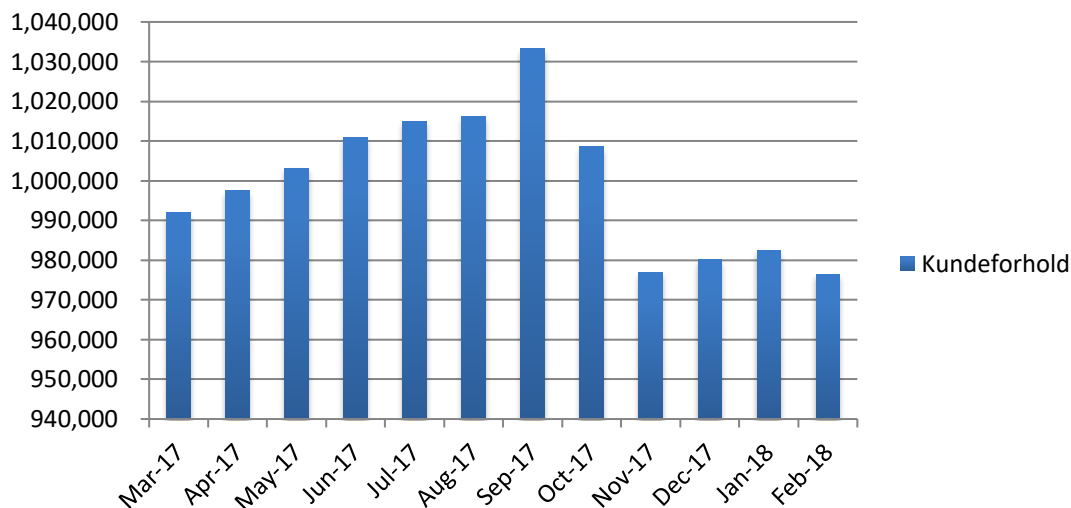
Figur 18: Bankenes total tegning- og innløsningsaktivitet i aksjefondsmarkedet (Alle tall i 1.000 kr)



Figur 18 viser den totale utviklingen i tegning- og innløsningsaktivitet blant bankenes private aksjefondskunder. Vi ser at tegning- og innløsningsaktiviteten var stabil frem til august 2017, men økte markant i september, da tallet for både tegning og innløsning omtrentlig femdoblet seg i forhold til måneden før. Økningen gikk fra 1,1 milliarder kr i tegning i august til 5,9 milliarder kr i september. Nettotegning i aksjefond (differansen mellom tegning og innløsning) var positiv for hele perioden bortsett fra i februar. En av årsakene til at februar skiller seg ut kan ha vært flere dager med kraftig børsfall i tillegg til at de globale aksjemarkedene falt betydelig (Seidel, 2018).

8.1.3 Markedsutvikling i antall kundeforhold for bankene

Figur 19: Bankenes totale antall kundeforhold i aksjefondsmarkedet



Figur 19 viser utviklingen i det totale antallet kundeforhold for aksjefond i bankene. September 2017 var måneden med det høyeste antallet kundeforhold, omtrentlig 1,03 millioner norske fondskunder. Videre viser figuren at tallet var jevnt økende fra mars til september 2017. Etter innføringen av aksjesparekonto derimot, ble tallet betydelig redusert.

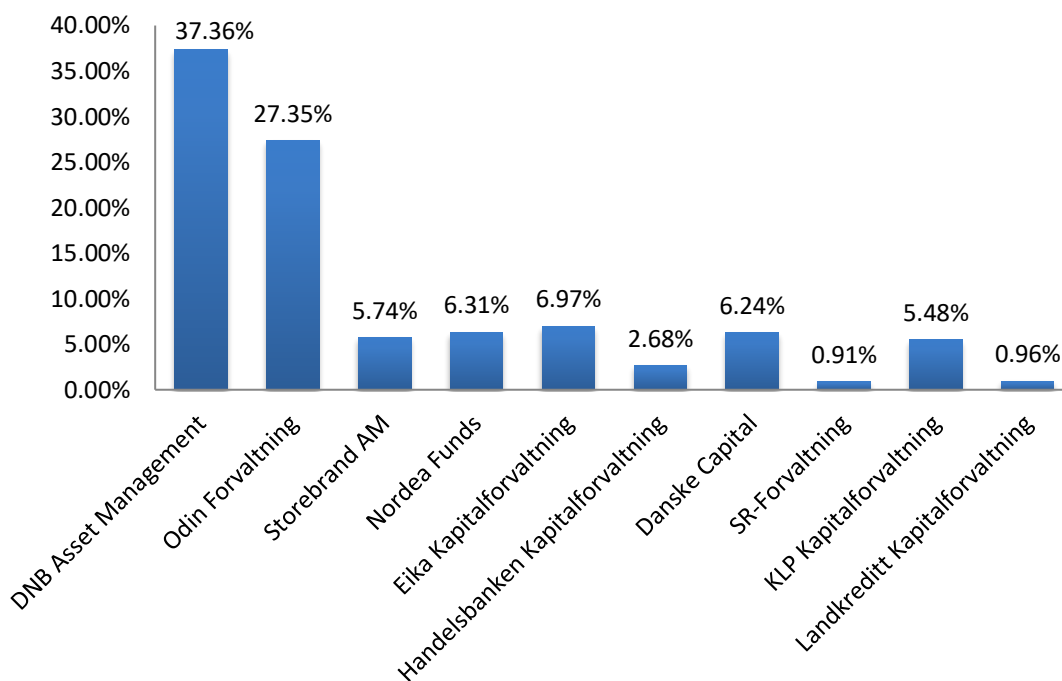
Trenden som vi observerer fra september 2017 til februar 2018 kan skyldes at flere investorer valgte å samle sine aksjefond hos en tilbyder. Som vi vil komme tilbake til var situasjonen ved innføring av aksjesparekonto preget av sterk konkurranse mellom tilbyderne i markedet og investorene kan dermed i større grad ha valgt å samle sine fond hos leverandøren som ga dem de beste vilkårene for fondssparing. I tillegg var overgangsvinduet, som ga muligheten for flytting av aksjebeholdning i aksjesparekonto fra en tilbyder til en annen uten

skattekostnad, i utgangspunktet kun åpent ut 2017 (Verdipapirsentralen, 2017). Dette kan ha forsterket tendensen. Overgangsvinduet ble i desember 2017 utvidet til utgangen av 2018, og vi ser at dette korrelerer med en mer stabil utvikling i antall kundeforhold fra desember og utover.

Andre mulige grunner som kan forklare utviklingen kan være at investorene har solgt andelene i sine aksjefond for så å beholde pengene i aksjesparekontoen, slik at man ikke satte seg selv i skatteposisjon. Det kan også være at aksjefondet har prestert dårlig og at investorer har ønsket å reinvestere i et annet aksjefond, og derfor beholdt pengene i aksjesparekontoen før de senere ble reinvestert.

8.1.4 Bankenes gjennomsnittlige markedsandel

Figur 20: Bankenes markedsandel i aksjefondsmarkedet i analyseperioden



Figur 20 viser den gjennomsnittlige markedsandelen i forvaltningskapital for bankene i perioden 31. mars til 28. februar. Figuren viser en tydelig skjevfordeling mellom aktørenes markedsandeler. DNB Asset Management hadde den høyeste andelen, på 37,36 %, og Odin Forvaltning var den største aktøren i markedet. De fleste av aktørene hadde en andel av markedet på mellom 5 % og 7 %, mens SR-Forvaltning og Landkreditt Kapitalforvaltning hadde markedsandeler på mindre enn 1 %.

Det er verdt å merke at *figur 20* kun viser markedsandelen ut i fra selskapenes egne aksjefond, og dermed ikke tar hensyn til selskapenes tilbud av eksterne aksjefond. Eksempelvis tilbyr SR-Forvaltning to aksjefond som de selv forvalter, men deres fullstendige fondstorg består av hele 113 aksjefond (SR-Forvaltning, u.d.).

8.1.5 Bankenes utvalg av aksjefond

Tabell 4: Bankenes aksjefondsutvalg

Forvaltningsselskap	Per 31. mars 2017	Per 28. februar 2018	Endring
DNB Asset Management	35	36	1
Odin Forvaltning	26	42	16
Storebrand Asset Management	18	21	3
Nordea Funds	37	40	3
Eika Kapitalforvaltning	6	6	0
Handelsbanken Kapitalforvaltning	27	28	1
Danske Capital	15	14	-1
SR-Forvaltning	2	2	0
KLP Kapitalforvaltning	23	25	2
Landkreditt Forvaltning	3	2	-1

Tabell 4 viser bankenes aksjefondsutvalg for egne forvaltede fond per 31. mars 2017 og per 28. februar 2018. Enkelte av bankene tilbyr som nevnt også fond fra andre fondstilbydere, men disse er ikke inkludert i markedsstatistikken til VFF. Vi ser at Nordea Funds hadde det største aksjefondsutvalget i mars 2017, og øker i perioden med tre nye aksjefond. I februar 2018 er det derimot Odin Forvaltning som har det største utvalget med en økning på 16 nye aksjefond fra året før. De fleste av bankene økte aksjefondsutvalget i perioden. Samtidig er det tydelig av utvalget i aksjefond varierer en god del mellom aktørene.

I en konkurransepreget markedssituasjon har tilbyderne stadig blitt mer oppmerksomme på at et bredt fondsutvalg kan være avgjørende for norske investorers valg av fondsleverandør.

Derfor velger stadig flere av bankene å øke antallet fond som kan kjøpes gjennom en aksjesparekonto. Blant annet har Danske Bank (Danske Capital) og Sparebank 1 (Odin Forvaltning og SR-Forvaltning) opplyst at de skal øke fondsutvalget i løpet av 2018 grunnet innføringen av aksjesparekonto (Andreassen, 2017). Ettersom kunnskapen om finansielle spareløsninger blant norske personkunder er relativt lav (Nyhus og Refvik, 2016), velger

derimot enkelte tilbydere å holde fondsutvalget mindre og lettfattelig, og begrunner dette med at et større fondsutvalg øker muligheten for å velge feil fond (Andreassen, 2017).

8.1.6 Antall kundeforhold i bankene

Tabell 5: Antall kundeforhold i bankene

Forvaltningsselskap	Per	Per	Endring	Endring i %
	31. mars 2017	28. februar 2018		
DNB Asset Management	528735	530341	1606	0,30 %
Odin Forvaltning	136939	118273	-18666	-13,63 %
Storebrand Asset Management	55604	39976	-15628	-28,11 %
Nordea Funds	58146	56866	-1280	-2,20 %
Eika Kapitalforvaltning	140300	150852	10552	7,52 %
Handelsbanken Kapitalforvaltning	25805	29260	3455	13,39 %
Danske Capital	26094	25722	-372	-1,43 %
SR-Forvaltning	(2)	(2)	0	0,00 %
KLP Kapitalforvaltning	14035	18794	4759	33,91 %
Landkreditt Forvaltning	6240	6360	120	1,92 %
SUM	991898	976444	-15454	-1,56 %

Tabell 5 viser antall kundeforhold i aksjefond for bankene 31. mars 2017 og 28. februar 2018. Vi ser at DNB Asset Management er selskapet med klart flest aksjefondskunder i perioden, deretter følger Eika Kapitalforvaltning og Odin Forvaltning. Til tross for at Eika Kapitalforvaltning har flere kunder enn Odin Forvaltning, så har de likevel kun en hatt en gjennomsnittlig markedsandel for forvaltningskapital på 6,97 % i perioden. Odin Forvaltning har derimot hatt en markedsandel for forvaltningskapital på hele 27,35 %. Det indikerer at Odin Forvaltning har investorer med større fondsverdier enn Eika.

I perioden er det Odin Forvaltning som har mistet flest aksjefondskunder, en nedgang på 18 666 kunder. Eika Kapitalforvaltning har hatt en økning på 10 552 kunder, og dette er den største økningen av alle bankene. Dersom vi ser på de prosentvise endringene er det Storebrand Asset Management som har hatt den største prosentvise kundenedgangen med 28,11 %, tilsvarende 15 628 fondskunder. Markedslederen DNB Asset Management har holdt tallet på antallet kunder i perioden stabilt, med en økning på 0,30 %, tilsvarende 1 606 nye fondskunder, mens KLP Kapitalforvaltning har hatt den største prosentvise økningen med 33,91 %, tilsvarende 4 759 nye fondskunder.

Det er verdt å merke seg at SR-Forvaltning kun har to fondskunder, noe som kan forklares med at de opptrer som en nominee-løsning for sine fondskunder. SR-Forvaltning investerer kundenes totale investeringsbeløp samlet som en sum i hver av selskapets to aksjefond. Dermed er det SR-Forvaltning selv som er selskapets to fondskunder. Vi kan av denne årsaken derfor ikke si noe om endringen i antallet kundeforhold for selskapet.

8.1.7 Oppsummering

Den totale prosentvise nedgangen i kundeforhold i aksjefond for bankene fra 31. mars 2017 til 28. februar 2018 var 1,56 % noe som tilsvarer 15 454 fondskunder. Samtidig var nettotegningen for nesten hele perioden positiv og den totale forvaltningskapitalen for bankene økende.

Vi vil undersøke om reduksjonen i antall kundeforhold for bankene førte til en økning i kundeforhold for forvaltningsselskapene uten banktjenester, *verdipapirforetakene*.

Verdipapirforetak har sparing- og investering som kjernevirksomhet, og kan drive markedsføring og salg av sine verdipapirfond i Norge (Finanstilsynet, 2017d). Ofte har de et eget team med salgsrådgivere som ringer til norske fondskunder i bankene og bankkunder som ikke enda har startet å investere i fond.

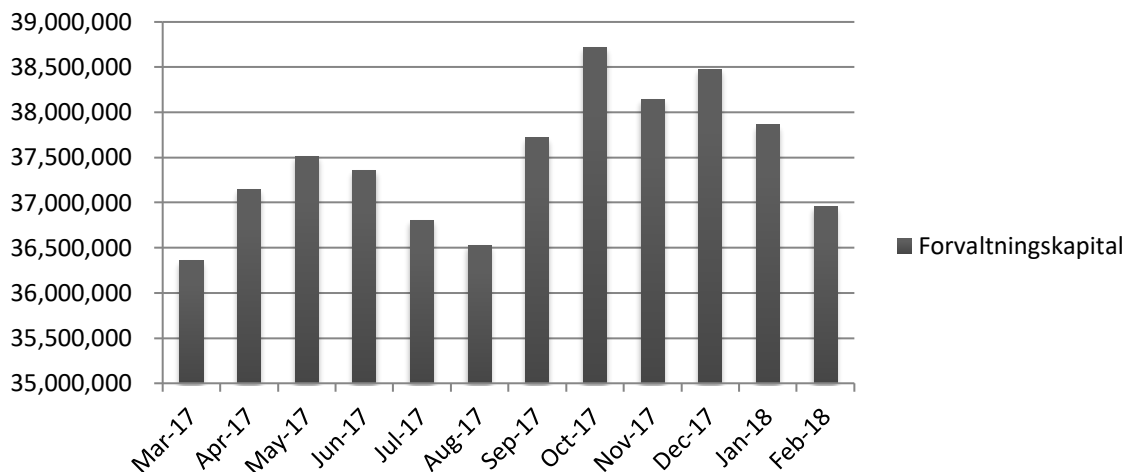
Vi vil også studere utviklingen for verdipapirforetakene ut i fra forvaltningskapital og tegning- og innløsningsaktivitet i aksjefond. Vi vil sammenlikne utviklingen for verdipapirforetakene opp mot den vi fant for bankene for å kunne se om tendensen er den samme, eller om utviklingen går i en annen retning. Dersom utviklingen for verdipapirforetakene tilsvarer den vi observerte for bankene, vil dette kunne indikere at markedet har opplevd en konsolidering i perioden. Dette innebærer at norske fondskunder har valgt å samle sine aksjefond hos en tilbyder.

8.2 Markedsutvikling for verdipapirforetakene (VF) i aksjefondsmarkedet

Verdipapirforetakene i aksjefondsmarkedet ble presentert i figur 15. I figur 16 viste vi at verdipapirforetakene hadde en gjennomsnittlig total markedsandel for forvaltningskapital på 27,16 % i perioden mars 2017 til februar 2018. I og med at disse tilbyderne utgjør over en fjerdedel av det norske fondsmarkedet, kan de ha hatt merkbar påvirkning på nedgangen i kundeforhold for bankene. Vi minner igjen om at Borea Asset Management utelukkes fra analysen i og med at de ikke har aksjefond i sitt fondstorg og heller ikke kan tilby aksjesparekonto til sine fondskunder.

8.2.1 Markedsutvikling i forvaltningskapital for verdipapirforetakene

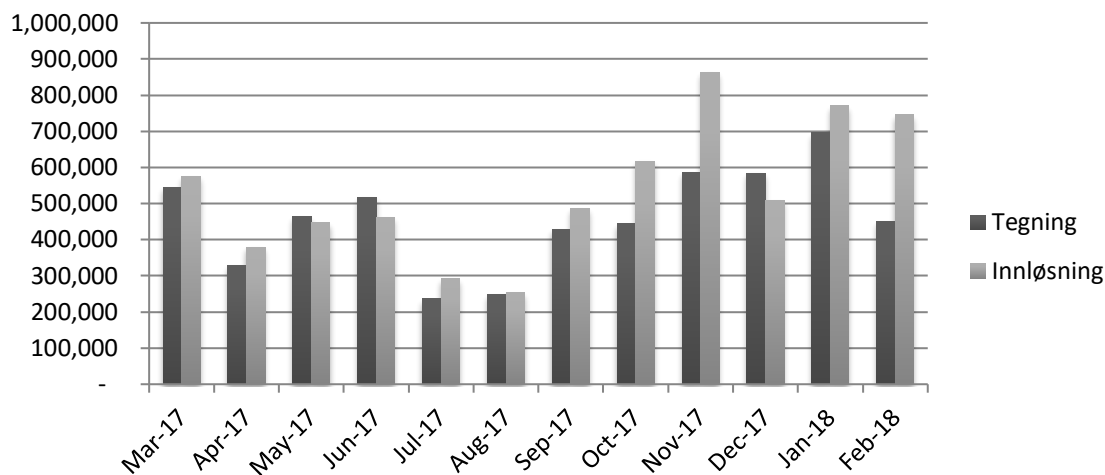
Figur 21: VFs utvikling i total forvaltningskapital i aksjefondsmarkedet (Alle tall i 1.000 kr)



Figur 21 viser utviklingen i den totale forvaltningskapitalen for verdipapirforetakene. I mars 2017 var totalbeløpet på 36,4 milliarder kr mens beløpet i februar 2018 var på nærmere 37 milliarder kr. Den totale forvaltningskapitalen varierte i perioden. Etter innføringen av aksjesparekonto i september 2017 økte forvaltningskapitalen betydelig, før den falt ved inngangen til 2018. For å bedre kunne forklare de merkbare variasjonene i den totale forvaltningskapitalen ser vi videre på tegnings- og innløsningsaktiviteten for verdipapirforetakene i perioden.

8.2.2 Markedsutvikling i tegning- og innløsning for verdipapirforetakene

Figur 22: VFs utvikling i total tegning- og innløsningsaktivitet i aksjefondsmarkedet (Alle tall i 1.000 kr)

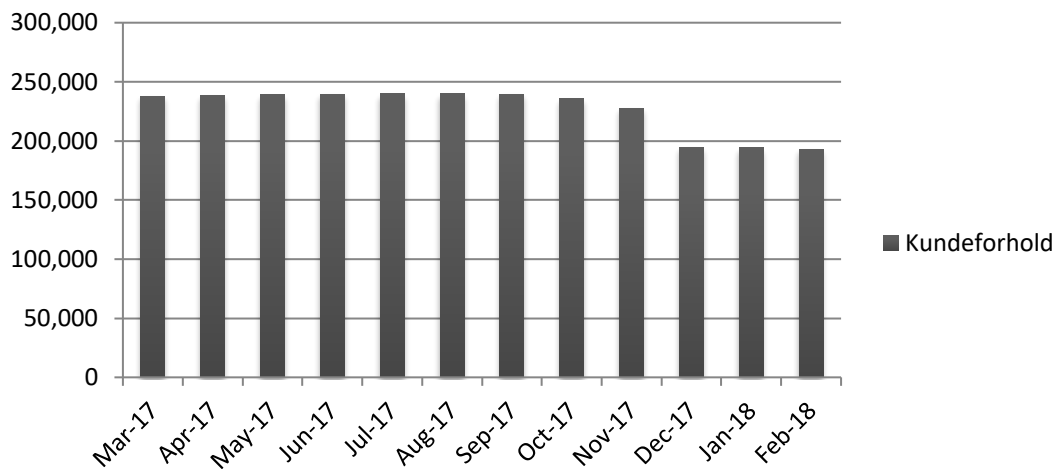


Figur 17 viser utviklingen i den totale tegnings- og innløsningsaktiviteten for verdipapirforetakene. Nettotegningen i aksjefond har vært negativ i hele perioden med unntak av mai, juni og desember. Dette er en annen utvikling enn den vi observerte for bankene, som hadde positiv nettotegning for hele perioden, bortsett fra i februar. Februar var den måneden som hadde høyest negativ nettotegning både for bankene og verdipapirforetakene, og kan skyldes det turbulente aksjemarkedet for denne måneden, som forklart i delkapittel 8.1.2.

For å kunne illustrere likhetene og forskjellene i utviklingen for bankene og verdipapirforetakene i aksjefondsmarkedet vil vi i neste avsnitt se på hvordan det totale antallet kundeforhold har utviklet seg for verdipapirforetakene.

8.2.3 Markedsutvikling i kundeforhold for verdipapirforetakene

Figur 23: Verdipapirforetakenes totale utvikling i kundeforhold i aksjefondsmarkedet



Figur 23 viser at det totale antallet kundeforhold i aksjefondsmarkedet for verdipapirforetakene var stabilt fra mars 2017 til oktober 2017, før det falt merkbart i desember. I mars 2017 var totalen på nærmere 238 000 norske fondskunder, mens den i februar 2018 var på rundt 193 000 kunder. Den totale nedgangen i kundeforhold i perioden var altså på nærmere 45 000 fondskunder, en reduksjon på omtrentlig 19 %. Sammenligner vi dette med utviklingen for bankene, som hadde en total kundenedgang på 15 454 fondskunder, en reduksjon på 1,56 %, så ser det ut til at innføringen av aksjesparekonto slo en del hardere ut på verdipapirforetakene. Den merkbare nedgangen i antall kundeforhold like før utgangen i 2017 kan skyldes effekten av overgangsvinduet, på tilsvarende måte som for bankene, som vi diskuterte i avsnitt 8.1.3.

8.2.4 Oppsummering

Markedsstatistikken til VFF viser at antall kundeforhold for aksjefond i bankene og verdipapirforetakene falt etter innføringen av aksjesparekonto. Reduksjonen i antall kundeforhold var større for verdipapirforetakene, og forskjellen vises særlig av den prosentvise nedgangen for disse på 19 %, mot 1,56 % for bankene. Samtidig observerte vi en økning i den totale forvaltningskapitalen i aksjefond for både bankene på 1,65 % og verdipapirforetakene på 16,86 %. Vi kan derfor ikke gi et entydig svar på om bankenes fondskunder har gått over til verdipapirforetakene. Avslutningsvis i markedsanalysen vil vi presentere flyttemarkedet for aksjesparekonto, og undersøke om norske aksjefondskunder har gått i retning av konsolidering.

8.3 Flyttemarkedet

Før aksjеспarekonto ble innført var det å bytte fondstilbyder relativt rett frem. Man måtte først realisere investeringen, så motta pengene på bankkonto, og deretter reinvestere pengene hos den nye fondstilbyderen. Dette førte til at man var i skatteposisjon hver gang man realiserte en investering, og måtte betale skatt dersom man hadde gevinst, eller få skattefradrag ved negativ avkastning. Med innføringen av aksjеспarekonto skulle flytteprosessen for en aksjebeholdning fra en fondstilbyder til en annen bli enda lettere, der hele flyttearbeidet ble overlatt til de to fondstilbyderne (Furuset, 2018c). Samtidig stilte Finanstilsynet krav til aktørene som ønsket å tilby ordningen. En forutsetning for å kunne tilby produktet var eksempelvis at selskapene hadde tilstrekkelige systemer på plass for å kunne håndtere sentrale prosesser, deriblant flytting av en kundes aksjеспarekonto til en annen tilbyder på en forsvarlig måte (Dagens Næringsliv, 2018).

Likevel førte innføringen av sparekontoen, med nye rutiner for flytting mellom tilbyderne, til utfordringer i det norske aksjemarkedet (Furuset, 2018c). Like etter innføringen undersøkte Finanstilsynet flyttemarkedet mellom noen av de største tilbyderne av aksjеспarekonto, med vekt på utfordringer ved overføring av en eksisterende beholdning av verdipapirer. Undersøkelsen viste at det hadde vært flere utfordringer ved flytting av en kundes aksjеспarekonto mellom tilbydere, noe som hadde ført til store forsinkelser i flytteprosessen. Særlig viste undersøkelsen til manglende standardisering av prosesser og utveksling av informasjon mellom aktørene i markedet (Finanstilsynet, 2017c).

Det er gratis å opprette aksjеспarekonto hos en fondstilbyder og noen tilbydere gir kunden mulighet til å åpne opptil flere kontoer. I perioden før og etter aksjеспarekonto har tilbyderne aktivt markedsført den nye investeringskontoen til både interne og eksterne fondskunder. Dersom en investor er kunde hos flere foretak som tilbyr fondssparing i aksjеспarekonto, vil investoren dermed motta flere tilbud om å opprette investeringskontoen. Skal man få høyest mulig nytteverdi av aksjеспarekonto vil det lønne seg å samle hele sin aksjebeholdning hos en fondstilbyder slik at man kan reinvestere avkastningen. Fondstilbyderen bør derfor være konkurransedyktig i forhold til utvalget av aksjefond og ved å gi muligheten til å investere i enkeltaksjer (Reite, 2017). Dersom man har valgt feil fondstilbyder kan det bli dyrt for investoren å bytte tilbyder noe Reite (2017) forklarer med at de store kostnadene forbundet med flytting av flere fond fra en tilbyder til en annen. Siden flytteprosessen krever manuelt arbeid fra fondstilbydernes side, er det lov å ta betalt for arbeidet.

Med aksjesparekonto fikk tilbyderne kommunisert et overgangsvindu på bare noen få måneder, til utgangen av 2017. Det var dermed svært viktig for tilbyderne å ha en konkurransedyktig løsning på plass så tidlig som mulig, siden man ellers risikerte å miste kunder (Furuseth, 2018c). I desember 2017 vedtok regjeringen, som nevnt, et utvidet overgangsvindu til utgangen av 2018. Vi har allerede diskutert noen av implikasjonene av overgangsvinduet for kundeadferden i perioden og vil også belyse dette i diskusjonskapittelet.

Undersøkelsen til Norsk Familieøkonomi fra 2017 gir en oversikt over fondstilbyderes kostnader knyttet til aksjesparekonto for 15 av aktørene i markedet. Oversikten viser blant annet hvilke aktører som tar betalt for flytting av aksjesparekonto til en annen leverandør (Andreassen, 2017). Vi har valgt å gjengi kostnadsoversikten for bankene siden samtlige av de 10 aktørene fra markedsanalysen er inkludert i undersøkelsen, noe som gir det beste sammenlikningsgrunnlaget.

Tabell 6: Kostnadsoversikt for aksjesparekonto

Forvaltningsselskap	Kostnader ved kjøp/salg av fond	Kostnader ved oppsigelse av ASK	Kostnader ved flytting av ASK
DNB Asset Management	0 kr	0 kr	0 kr
Odin Forvaltning	0 kr	0 kr	0 kr
Storebrand Asset Management	0 kr	0 kr	0 kr
Nordea Funds	0 kr	0 kr	0 kr
Eika Kapitalforvaltning	0 kr	0 kr	0 kr
Handelsbanken Kapitalforvaltning	0 kr	0 kr	100 kr/beholdning
Danske Capital	0 kr	0 kr	100 kr/verdipapir
SR-Forvaltning	0 kr	0 kr	0 kr
KLP Kapitalforvaltning	0 kr	0 kr	0 kr
Landkreditt Forvaltning	0,15 %	0 kr	100 kr

Kilde: Norsk Familieøkonomi (Andreassen, 2017)

Tabell 6 viser kun prisene knyttet til aksjefond, og utelukker derfor prisinformasjon for enkeltaksjer. Vi ser av tabellen at det kun er Landkreditt Forvaltning som belaster kundene en tegning- og innløsningskostnad. Ingen av tilbyderne tar betalt for oppsigelse av aksjesparekonto. Kostnadene gjeldende flytting av en aksjesparekonto til en annen tilbyder vil være mest relevante i forhold til vår studie. Av aktørene er det kun Handelsbanken Kapitalforvaltning, Danske Capital og Landkreditt Forvaltning som tar betalt for det manuelle flyttarbeidet til en annen tilbyder. Denne kostnaden er investorer ofte ikke oppmerksomme på, og man kan dermed eksempelvis ende opp med å betale 1 000 kr ved flytting av 10 aksjefond fra Danske Capital til en annen tilbyder.

Del 4 – Diskusjon og konklusjon

9 Diskusjon

I diskusjonsavsnittet vil vi drøfte resultatene av vår statistiske analyse av Gjensidige Banks fondskunder samt analysen av trenden i fondsmarkedet og sette disse i sammenheng med problemstillingen for oppgaven. I neste kapittel vil vi trekke de viktigste konklusjonene ved analysen før vi avslutningsvis peker på svakheter ved vår oppgave.

Paneldataanalysen av investoradferden i Gjensidige Bank viste en tydelig utvikling fram til innføringen av aksjesparekonto. Her observerte vi en stabil jevn økning i fondsporteføljen, i stor grad grunnet spareavtaler, og høy forklaringsverdi i modellen. Etter innføringen av aksjesparekonto opplevde Gjensidige en merkbar nedgang i porteføljeverdien, og særlig i perioden mellom 1. september til 1. desember 2017. Vi legger merke til at spesielt større investorer valgte å selge seg ut i perioden. Forklaringsverdien i modellen falt samtidig og graden av seriekorrelasjon ble redusert, noe som tyder på lavere grad av korrelasjon mellom atferden til hver enkel investor og mellom hver tidsperiode i tiden etter innføringen.

Vår selskapsanalyse ga oss et oversiktsbilde over situasjonen i Gjensidige Bank som fondstilbyder før og etter innføringen av aksjesparekonto. Likevel kunne vi ikke ut i fra analysen peke direkte på årsakene til den kraftige nedgangen i porteføljeverdi. Vi ønsket derfor videre å finne årsakene til den plutselige endringen i investoratferd. Mer spesifikt ønsket vi å undersøke i hvilken grad innføringen av aksjesparekonto bidro til den plutselige innløsningen av aksjefond.

For å få svar på dette spørsmålet var det relevant for oss og analysere trenden i aksjefondsmarkedet som helhet og koble denne opp mot vår analyse av Gjensidige Bank, tatt i betraktning aksjesparekontoens ringvirkninger i markedet. Ved hjelp av markedsstatistikk fra VFF har vi analysert aksjefondsmarkedet, og pekt på de viktigste trendene, som vi så har knyttet opp mot analysen av Gjensidige Bank for å svare på problemstillingen.

Vi startet markedsanalysen med å fokusere på bankene som leverandør av aksjefondstjenester, da disse er mest sammenliknbare med Gjensidige Bank. Analysen viste at forvaltningskapitalen for aksjefond for bankene totalt sett holdt seg relativt stabil i perioden fra mars og frem til lansering av aksjesparekonto før den økte betydelig i perioden etter

innføringen. Både tegning og innløsningsaktiviteten økte merkbart fra september 2017, men holdt seg positiv gjennom hele perioden etter innføringen av aksjesparekonto med unntak av februar, noe som kan forklares med uro i det globale aksjemarkedet og dager med kraftig børsfall denne måneden.

Det totale antallet kundeforhold for bankene var jevnt økende i perioden fra mars til september 2017 før det falt drastisk i perioden etter innføringen av aksjesparekonto. Spesielt i perioden fram til november observerer vi at antallet kundeforhold reduseres betraktelig før det jevner seg ut igjen fram til februar. Denne utviklingen er interessant for oss siden den er sammenliknbar med utviklingen vi observerte i Gjensidige Bank, der kundeflukten var størst i månedene rett etter innføringen av aksjesparekonto før den stabiliserte seg igjen rundt desember. Dette kan skyldes at flytting av aksjebeholdning til aksjesparekonto fra en tilbyder til en annen i utgangspunktet kunne utføres i overgangsvinduet ut 2017, før investorene fikk ny informasjon i desember 2017 om at overgangsvinduet var utvidet til utgangen av 2018. Den nye informasjonen kan ha bremset utviklingen, siden investorene fikk mer tid til å vurdere alternative tilbydere. Utviklingen kan også ha sammenheng med at de investorene som har det lettere for å bytte fondstilbyder eller ikke er like fornøyde der de er i dag, vil flytte på seg raskt helt til kundebasen i stor grad består av kunder som generelt er fornøyde eller lojale til sin nåværende tilbyder. Disse investorene vil også kunne oppfatte at kostnadene ved å bytte fondstilbyder utveier fordelene.

I den videre analysen så vi på hvilke av bankene som har økt sitt fondsutvalg fra 31. mars 2017 til 28. Februar 2018, og om bankene har økt antallet kundeforhold eller tapt kunder i perioden. Her må det pekes på at det ikke ser ut til å være en sammenheng mellom et større utvalg i aksjefond og positiv kundevekst. Utviklingen viser faktisk at de tilbyderne som har hatt den største økningen i fondsutvalg, Odin og Storebrand også har mistet flest kunder, både prosentmessig og i absoluttverdi. Denne utviklingen kan skyldes at fondsutvalget blir for uoversiktlig for kundene og at de derfor i større grad velger andre leverandører med et mindre og mer oversiktlig fondsutvalg. Det kan også være andre årsaker til at disse tilbyderne har en negativ kundevekst, slik som; lite attraktive fond, høye forvaltningskostnader, lave kostnader forbundet med å flytte til andre tilbydere, ukomplisert flytteprosess til konkurrenter, lite brukervennlig plattform for å handle aksjefond, for dårlig markedsføring, eller dårlig kundeoppfølging fra rådgivere.

Vi observerer samtidig at tilbydere som ikke har endret fondsutvalget sitt eller kun økt med ett fond slik som DNB, Eika og Handelsbanken har holdt kundemassen stabil eller opplevd kundevekst.

Utviklingen kan ikke direkte sammenliknes med situasjonen i Gjensidige Bank, da disse tallene baserer seg på bankenes egne aksjefond, der Gjensidige kun tilbyr fond fra andre forvaltningsselskaper. For å få gjøre rede for situasjonen i Gjensidige Bank i perioden vi analyserer har vi vært i dialog med Petter Tøssebro, analytiker i avdeling for sparing og investering. Som analytiker i Gjensidige Bank kunne Tøssebro gi svar på enkelte av spørsmålene som ikke fanges opp av selskapsanalysen. Spørsmålene våre var knyttet til hvilke av fondstilbydere Gjensidiges fondskunder velger å flytte sin aksjebeholdning til og hans faglige innsikt til hvorfor kundene foretrekker disse tilbyderne.

Det må nevnes, ifølge Tøssebro, at blant de 38 aksjefondene Gjensidige Bank tilbyr så har det ikke vært en endring i utvalg fra mars 2017 til februar 2018. På tross av dette har banken opplevd en kundenedgang etter at aksjesparekontoen ble innført. Det kan pekes på flere mulige årsaker til utviklingen. En årsak kan være at fondsutvalget til Gjensidige i utgangspunktet har vært for stort og uoversiktlig i forhold til andre tilbydere, og at innføringen av aksjesparekonto fikk enkelte av Gjensidiges investorer, som tidligere ikke hadde hatt god nok grunn til å bytte tilbyder, til å flytte sin portefølje til konkurrenter med et mer oversiktlig fondsutvalg. Fondene til Gjensidige kan i tillegg ha blitt vurdert som for lite attraktive sammenliknet med sine konkurrenter i en periode med stor tegning og innløsningsaktivitet.

Kostnader er også viktig å vurdere når vi skal forsøke å belyse hva som ledet til kundenedgangen i Gjensidige. Gjennomsnittlig forvaltningskostnad for aktive forvaltede aksjefond i Gjensidiges fondstorg er 1,64 %, mens den gjennomsnittlige forvaltningskostnaden i markedet for aktive aksjefond er 1,4 %. Gjensidiges gjennomsnittlige årlige forvaltningskostnad for indeksfond ligger på 0,24 % mot 0,25 % for bransjen. Når det gjelder kostnadene for flytting av fond er det som nevnt fondsleverandørene som selger aksjefond via Gjensidige som nominee, som setter disse. Som vi pekte på i markedsanalysen er det kun Landkreditt Forvaltning, Danske Capital og Handelsbanken kapitalforvaltning som tar betalt for det manuelle arbeidet i å flytte aksjefond til andre tilbydere. Landkredit tilbyr ingen fond via Gjensidige og Danske samt Handelsbanken tilbyr kun ett fond hver. Dette vil si at for aksjefond fra øvrige banker så er flytteprosessen til en annen tilbyder kostnadsfri.

Høyere forvaltningskostnader for aktivt forvaltede fond i tillegg til en kostnadsfri mulighet for flytting kan ha bidratt til en del av Gjensidiges fondskunder velger å selge seg ut. Samtidig skulle det etter innføringen av aksjesparekonto også bli lettere å flytte over et aksjefond fra en tilbyder til en annen, siden tilbyderne ordner flyttingen på vegne av kunden, der flytteprosessen før innføringen var mer tidkrevende for investoren.

Videre i analysen ville vi undersøke om nedgangen i kundeforhold for bankene førte til en økning i kundeforhold for verdipapirforetakene. Dette er også relevant i forhold til analysen av Gjensidige Bank, da er mulig at enkelte kunder har flyttet sine fond til disse tilbyderne av ulike årsaker.

Den totale forvaltningskapitalen for verdipapirforetakene svingte mye i perioden fra mars 2017 til februar 2018. Den økte betydelig i månedene etter innføringen av aksjesparekonto før den avtok fram til februar, ned mot nivået den hadde vært på i starten av perioden. Når det gjelder nettotegning i aksjefond i perioden var denne negativ over stort sett hele perioden. Totalt sett økte både tegnings- og innløsningsaktivitet i perioden etter innføringen av aksjesparekonto, men innløsningsaktiviteten økte forholdsmessig mer. Antall kundeforhold holdt seg på et stabilt nivå fram til oktober 2017 før dette falt merkbart fram til februar 2018, og særlig i perioden fra oktober til desember. Dette tilsvarer utviklingen for bankene og for Gjensidige av årsaker vi allerede har diskutert. Antallet kundeforhold ble redusert med rundt 19 % over hele perioden mot kun 1,56 % for bankene.

Totalt sett viser utviklingen i markedet at både bankene og verdipapirforetakene har økt forvaltningskapitalen i perioden samtidig som de har hatt en nedgang i antall kundeforhold. Bankene har både hatt en større prosentmessig økning i forvaltningskapitalen og lavere reduksjon i antallet kunder. Dette viser at bankene har hatt den mest positive utviklingen i perioden. Utviklingen taler samtidig for at markedet har opplevd en konsolidering i perioden, der kunder har valgt å samle alle sine private finansielle tjenester under samme finansinstitusjon, noe som stemmer godt overens med en mer positiv utvikling for bankene.

For å koble trenden i markedet med analysen av Gjensidige Bank ytterligere og dermed å finne et tydeligere svar på vår problemstilling var det svært interessant for oss å finne ut hvilke tilbydere flest av Gjensidiges kunder har overført aksjefondsporteføljen sin til. Dette hadde vi ingen direkte tall på, men ifølge Tøssebro er det tre fondsleverandører Gjensidiges kunder hovedsakelig flytter over til. I rangert rekkefølge er disse DNB Asset Management, Sbanken og Nordnet.

Markedsanalysen viste at DNB Asset Management er markedets ledende fondstilbyder. Dette indikerer at bankens har betydelige ressurser og et sterkt merkenavn, og derfor stiller sterkt overfor norske fondskunder. Med bakgrunn i DNB sine ressurser kan banken tilby en bedre og mer brukervennlig nettbank, ifølge Tøssebro. I tillegg viste markedsanalysen at DNB har flere av de mest populære aksjefondene i Norge i perioden. Gjensidige tilbyr eksempelvis ingen av DNB-fondene som rangerte blant de ti mest attraktive fondene i 2017 og 2018.

Sbanken har vi i utgangspunktet ikke inkludert i analysen da banken, på samme måte som Gjensidige Bank er en nominee. I markedsanalysen valgte vi å fokusere på bankene og verdipapirforetakene som tilbyr egne aksjefond for å holde analysen mest mulig oversiktlig, og for å få med de største aktørene i markedet. Likevel er det interessant å finne årsakene til at mange av Gjensidiges kunder velger å flytte porteføljen til Sbanken. Tøssebro forklarer at en av årsakene til at Sbanken er attraktiv for Gjensidiges kunder er at banken har et bedre utvalg i fond. Sbanken kan tilby 470 fond, mot Gjensidiges 46 (Sbanken, u.d.). Sbanken, som tidligere het Skandiabanken, har siden oppstart satset på digitale bankløsninger. Sbanken har hatt Norges mest fornøyde bankkunder i privatmarkedet 16 år på rad (NTB Info, 2017). I følge Tøssebro er en annen årsak at banken blant annet kan tilby kundene bedre lånebetingelser, noe som fører til at kunder flytter over sin aksjebeholdning til Sbanken for å samle sine finansielle tjenester i én bank. Dette viser betydningen av å være en konkurransedyktig totalleverandør av private finansielle tjenester.

Når det gjelder forklaringen på hvorfor kunder velger å flytte over sine aksjefond til Nordnet, peker Tøssebro også her på at de har et mye større og bedre fondsutvalg enn Gjensidige Bank. Nordnets kjerneforretningsområde er sparing og investering, og de har posisjonert seg som Nordens ledende digitale megler for sparing og investering. Samtidig tilbyr Nordnet markedets laveste kostnader for kjøp og salg av aksjer og andre verdipapirer. De tilbyr nærmere 500 fond fra forvaltningsselskaper over hele verden. I tillegg tilbyr Nordnet egne indeksfond, kalt *Nordnet Superfond*, som er gratis for alle norske fondskunder (Nordnet, u.d.), noe som oppfattes som veldig gunstig for norske investorer, ifølge Tøssebro.

Ved å studere sammenhengen mellom den selskapsspesifikke analysen, markedsanalysen, og informasjonen vi har fått gjennom dialogen med Tøssebro, kan vi finne flere og sammensatte årsaker til at Gjensidiges investorer går fra en jevn stigning i aksjesparing frem til innføringen av aksjesparekonto, til en kraftig porteføljedgang som en årsak av kundeflukt til andre fondstilbydere. Markedsanalysen viste at det ikke så ut til å være en signifikant sammenheng

mellom økt aksjefondsutvalg og økt kundemasse. Den tydet derimot på at tilbydere som har økt fondsutvalget også har mistet flest kunder. Likevel kan denne observasjonen skyldes tilfeldigheter og at det faktisk er andre årsaker til at tilbydere som Odin og Storebrand har opplevd den største nedgangen i kundeforhold av bankene. Ut ifra Tøssebros forklaring, så ser det ut til at Gjensidiges kunder i hvert fall er opptatt av et godt og større fondsutvalg. Utviklingen vi observerte i analysen av Gjensidige Bank, at det er mange av de store kundene som valgte å selge seg ut, kan skyldes at disse er mer opptatt enn de mindre investorene av å ha et større og mer attraktivt fondsutvalg.

I tillegg til fondsutvalget, er en annen hovedårsak til at Gjensidiges kunder velger å bytte fondsleverandør til andre tilbydere lavere kostnader forbundet med aksjefondshandel. Som vi har diskutert så har Gjensidiges aksjefond høyere gjennomsnittlige forvaltningskostnader enn markedet generelt. Dette kan også ha bidratt til at mange av Gjensidiges største aksjefondskunder valgte å flytte sine fond til alternative tilbydere, siden disse kunne oppnå høyere kostnadsbesparelse ved å bytte leverandør.

De aller fleste kunder er opptatt av en brukervennlig nettbank. Innføringen av aksjesparekonto kan ha gitt flere av Gjensidiges kunder et ekstra insentiv til å bytte over til en leverandør med en mer oversiktlig plattform for aksjefondshandel. Dermed kunne det være mer smidig å handle aksjefond i en periode der aksjesparekonto førte til at mange kunder ønsket en leverandør som lot kundene handle aksjefond via en mer brukervennlig nettplattform.

I denne oppgaven har vi valgt å begrense analysen til sparing i aksjefond, og dermed har vi utelukket sparing i enkeltaksjer. Vi synes likevel det er verdt å bemerke at fondstilbydere som tilbyr handel av enkeltaksjer ser ut til å ha et konkurransefortrinn over de som ikke gjør det. Som nevnt er tendensen at Gjensidige Banks fondskunder hovedsakelig flytter aksjebeholdningen til DNB Asset Management, Sbanken og Nordnet. Felles for disse fondstilbyderne er at samtlige tilbyr sine kunder en handelsplattform for enkeltaksjer. Gjensidige Bank derimot, tilbyr ikke denne tjenesten, noe som kan være en årsak til at særlig de store investorene bytter fondsleverandør på grunn av et begrenset utvalg av finansielle instrumenter.

Bedre samlefordeler på finansielle tjenester er også en av de viktigste årsakene til at Gjensidiges kunder har valgt å bytte leverandør. Som vi har diskutert viste markedet i perioden vi analyserte, og spesielt etter innføringen av aksjesparekonto, en økende tendens til at fondskunder valgte å samle sine finansielle produkter hos en leverandør. Den generelle

trenden ser også ut til å henge sammen med kundeflukten i Gjensidige Bank. Utviklingen i aksjemarkedet etter innføringen av aksjesparekonto tyder på at fondskunder foretrekker leverandører med bedre totalvilkår hvor de kan samle samtlige av sine finansielle tjenester, noe som har bidratt til konsolidering. I denne sammenhengen har Gjensidige Bank manglet et konkurransefortrinn, særlig i forhold til bankens største aksjefondsinvestorer.

10 Konklusjon og videre forskning

I vår oppgave ønsket vi å finne svar på hvordan innføringen av aksjesparekonto har påvirket investeradferd i et markedsøkonomisk perspektiv. Månedene etter innføringen av aksjesparekonto var en periode med økt aktivitet i markedet for aksjefond. For tilbyderne var det en periode der de måtte sette seg inn i nye prosedyrer for innhenting av kundeinformasjon og for flytting av aksjebeholdning mellom leverandørene. Det var også viktig for tilbyderne å ha forberedt seg godt i forkant av innføringen for å kunne tilby kundene det beste totalproduktet og ikke tape terreng i et konkurransepreget marked. For de norske privatinvestorene var det viktig å tilegne seg kunnskap om vilkårene for aksjesparekonto samt å finne ut hvilken leverandør som kunne tilby det beste totalproduktet.

Paneldataanalysen av situasjonen i Gjensidige Bank før innføringen av aksjesparekonto viste en jevn lineær økning i investorenes aksjefondsporteføljer, og en utvikling som indikerte at fondskundene i stor grad oppførte seg forutsigbart med faste månedlige spareavtaler. Etter innføringen av aksjesparekonto opplevde selskapet større uforutsigbarhet i kundeforholdet og en merkbar kundeflykt, særlig blant de investorene med større investeringsbeløp.

Selskapsanalysen ga oss et utgangspunkt for å undersøke videre i hvilken grad innføringen av den nye spareformen påvirket investeradferden i Gjensidige Bank. For å gi et tydeligere svar på vår problemstilling valgte vi å belyse den generelle trenden i aksjefondsmarkedet ved bruk av markedsstatistikk fra Verdipapirfondenes Forening. Situasjonen etter innføringen av aksjesparekonto var preget av høyere aktivitet i markedet. Den totale forvaltningskapitalen i aksjefond økte både for bankene og for verdipapirforetakene, der bankene hadde en økning med 16,85 % og verdipapirforetakene med 1,65 %. Samtidig gikk antallet kundeforhold ned og markedet gikk i retning av en konsolidering, der flere kunder valgte å samle hele sitt kundeforhold hos en totalleverandør av finansielle tjenester.

Noen av de viktigste årsakene til at kundene valgte å bytte fondsleverandør fra Gjensidige Bank var et begrenset utvalg i aksjefond, høyere forvaltningskostnader for de aktive aksjefondene og en mindre brukervennlig nettløsning enn konkurrentene. I tillegg har banken ingen handelsplattform for enkeltaksjer. Det var også stort sett kostnadsfritt for Gjensidiges fondskunder å overføre aksjefond til andre tilbydere og flytteprosessen ble forenklet med innføringen av aksjesparekonto. I en periode preget av høy konkurranse i aksjefondsmarkedet

og lave flyttebarrierer for Gjensidiges fondskunder, viser kundeflukten at banken manglet nødvendige konkurransefortrinn ved innføringen av aksjesparekonto.

10.1 Videre forskning

For videre forskning vil det være interessant og gjøre en tilsvarende studie for en lengre tidsperiode, slik at man kan undersøke investoradferden i Gjensidige Bank samt markedsutviklingen på sikt. Dermed kan man studere de mer langsiktige effektene som aksjesparekonto har hatt i markedet. Slik kan man videre undersøke om Gjensidige Bank får bedre konkurransedyktighet på sikt, eller om den negative utviklingen grunnet manglende fortrinn fortsetter. I tillegg ville det, om det lar seg gjøre, være interessant å inkludere personlig informasjon om eksempelvis alder, kjønn, utdanning og inntekt i paneldataanalysen, slik at man får tydeligere observasjoner på om det er grupper av investorer som følger bestemte handlingsmønstre. Dersom det ikke lar seg gjøre i praksis kan man foreta en mer generell og anonym spørreundersøkelse rettet mot alle Gjensidige Banks fondskunder.

For videre studier vil det også være relevant i forhold til Gjensidige Banks posisjon i markedet å sammenligne med andre fondstilbydere som tilbyr nomineeløsninger. Sbanken er en slik konkurrent og direkte sammenliknbar med Gjensidige Bank i og med at de begge er nettbanker og har en utfordrerposisjon i bankmarkedet. Dermed kan man nærmere studere utviklingen i fondsmarkedet for tilbydere med nomineeløsninger, og legge vekt på de viktigste konkurransefortrinnene i dette markedssegmentet.

Litteraturliste

AksjeNorge (2017). Årsstatistikk 2017 – AksjeNorge.

Hentet fra: <http://aksjenorge.no/aksjesparing/statistikk-privat-aksjesparing/arlig-og-kvartalsvis-statistikk/>

AksjeNorge (u.d.). Avkastning.

Hentet fra: <http://aksjenorge.no/aksjesparing/risiko-og-avkastning/avkastning/>

Aksjonærforeningen (31.8.2009). KLAS - Fritaksmetoden for personlige sparere: Fullstendig KLAS-prosjektrapport i PDF.

Hentet fra: http://aksjonaerforeningen.no/aksjesparing/klas_prosjektet/

Altinn (23.5.2018). Skatt for personlige aksjonærer i aksjeselskap.

Hentet fra: <https://www.altinn.no/starte-og-drive/skatt-og-avgift/skatt/skatt-for-personlige-aksjonarer-i-aksjeselskap/>

Andersen, M. (24.1.2018). Dette trenger du å vite om holdingselskap.

Hentet fra: <https://www.dnbnyheter.no/bedrift/dette-trenger-du-a-vite-om-holdingselskap/>

Andreassen, I. M. (28.11.2017). Sammenligning av aksjesparekonto.

Hentet fra: <https://www.norskfamilie.no/magasin/sammenligning-av-aksjesparekonto/>

Arnesen, C. K. (2017a). Bankinnskuddet ditt blir nesten halvert på 20 år.

Hentet fra: <https://www.finansco.no/blog/langsiktige-penger-skal-ikke-paa-bankkonto/>

Arnesen, C. K. (2017b). 5 grunner til å ikke velge aksjesparekonto.

Hentet fra: <https://www.finansco.no/blog/negative-sider-ved-aksjesparekonto/>

Baltagi, B. H. (1995). *Econometric Analysis of Panel Data*. John Wiley & Sons. New York.

Bankenes Sikringsfond (2018). Garantien.

Hentet fra: <https://www.bankenessikringsfond.no/garantien/category818.html>

Brealey, R. A., Myers, S. C. & Allen, F. (2013). *Principles of Corporate Finance, 11th Edition*. McGraw-Hill.

CSI Market (u.d.). Morningstar, Inc. – Competition by Segment and its Market Share.

Hentet fra: <https://csimarket.com/stocks/competitionSEG2.php?code=MORN>

Crowder, W. J. & Hoffman, D. L. (1996). The long-run relationship between nominal interest rates and inflation: the Fisher equation revisited. *Journal of Money, credit and banking*. 28(1), 102-118.

Dagens Næringsliv (23.3.2017a). Aksjesparekonto skal gjøre det enklere å investere.

Hentet fra: <https://www.dn.no/nyheter/2017/03/23/1805/Finans/aksjesparekonto-skal-gjore-det-enklere-a-investere>

Dagens Næringsliv (23.8.2017b). Hva er aksjesparekonto?

Hentet fra: <https://www.dn.no/nyheter/2017/08/23/2000/Privatokonomi/hva-er-aksjesparekonto>

Dagens Næringsliv (14.5.2018). Finanstilsynet reagerer på «uakseptabel» treghet.

Hentet fra: <https://www.dn.no/nyheter/2018/05/14/1823/Privatokonomi/finansstilsynet-reagerer-pa-uakseptabel-treghet>

Dahlum, S. (2018). Deskriptiv.

Hentet fra (27.4.2018): <https://snl.no/deskriptiv>

Dalsbø, V. K. (29.5.2017). Hva er forskjellen på et aktivt forvaltet fond og indeksfond?

Hentet fra: <https://www.dnbnyheter.no/privatokonomi/hva-er-forskjellen-pa-et-aktivt-forvaltet-fond-og-indeksfond/>

Dimson, E., Marsh, P., & Staunton, M. (2016). *Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2016*. Zurich: Credit Suisse Research Institute.

Dimson, E., Marsh, P., & Staunton, M. (2017). *Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2017 – Summary Edition*. Zurich: Credit Suisse Research Institute.

Durbin, J. & Watson, G. S. (1951). *Testing for Serial Correlation in Least-Squares Regression*. *Biometrika*. Vol. 38, pp. 159-171.

Døskeland, T. (2014). *Personlig finans – et helhetlig rammeverk for hvordan vi skal forholde oss til finansmarkedet*. Bergen: Fagbokforlaget.

Field, A. (2009). *Discovering Statistics Using SPSS. And Sex and Drugs and Rock 'n' Roll*. Third edition. London: SAGE

Finans Norge (u.d.) Om finansmarkedet.

Hentet fra: <https://www.finansnorge.no/tema/kapitalforvaltning/om-finansmarkedet/>

Finansco (2017). Generelt om aksjesparekonto.

Hentet fra: <https://www.finansco.no/vare-tjenester/generelt-om-aksjesparkonto/>

Finansdepartementet (2006). Statsbudsjettet 2006 – Skattereformen.

Hentet fra: <https://www.statsbudsjettet.no/Statsbudsjett-2006/Artikler/Skattereformen/>

Finansdepartementet (2017). Prop. 1 LS. (2016-2017) for budsjettåret 2017 – Skatter, avgifter og toll 2017.

Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/prop.-1-ls-ls0-20162017/id2514108/>

Finansportalen (u.d.). Risiko og avkastning i fond.

Hentet fra: <https://www.finansportalen.no/plassere-penger/risiko-og-avkastning/>

Finansportalen (16.5.2018). Indeksfond eller aktive fond – Hva er best?

Hentet fra: <https://www.finansportalen.no/andre-valg/artikler/indeksfond-eller-aktive-fond-hva-er-best/>

Finanstilsynet (2017a). MiFID II / MiFIR.

Hentet fra: <https://www.finanstilsynet.no/tema/mifid-ii--mifir/>

Finanstilsynet (2017b). Forvaltningsselskap – Konesesjon.

Hentet fra: <https://www.finanstilsynet.no/konesesjon/forvaltningsselskap/>

Finanstilsynet (2017c). Aksjesparekonto – flyttemarkedet.

Hentet fra: <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/brev/2017/aksjesparekonto---flyttemarkedet/>

Finanstilsynet (2017d). Forvaltningsselskap – Tilsyn.

Hentet fra: <https://www.finanstilsynet.no/tilsyn/forvaltningsselskap/>

Fosby, J. & Dahl, O. M. (2016). *Analyse av faktorer som påvirker Oslo Børs: En analyse av hvordan utviklingen på Oslo Børs kan forklares av endringer i verdensøkonomien og oljepris* (Master's thesis).

Fritsch, T. (10.10.2016). Statsbudsjettet – hvordan kan dette påvirke deg?

Hentet fra: <https://formue.no/innsikt/statsbudsjettet-hvordan-kan-dette-pavirke-deg/>

Furusest, E. (14.11.2016). Nye skatteregler og «kroken på døra for fondskonto».

Hentet fra: <https://www.finansco.no/blog/skatteregler-kroken-pa-doren-fondskonto/>

Furusest, T. (17.10.2016). Aksjesparekonto, kombinasjonsfond og skjermingsfradrag.

Hentet fra: <http://www.morningstar.no/no/news/153293/aksjesparkonto%20-kombinasjonsfond-og-skjermingsfradrag.aspx>

Furusest, T. (18.4.2017a). De mest populære fondene i første kvartal 2017.

Hentet fra: <http://www.morningstar.no/no/news/157934/de-mest-popul%C3%A6re-fondene-i-f%C3%B8rste-kvartal-2017.aspx>

Furusest, T. (11.9.2017b). Morningstar Rating.

Hentet fra: <http://www.morningstar.no/no/news/161194/morningstar-rating.aspx>

Furusest, T. (13.10.2017c). Aksjesparing i forsikringskonto får høyere skatt fra 2019.

Hentet fra: <http://www.morningstar.no/no/news/161983/aksjesparing-i-forsikringskonto-f%C3%A5r-h%C3%B8yere-skatt-fra-2019.aspx>

Furuseth, T. (16.3.2018a). De ti mest populære fondene på Morningstar.no i år.

Hentet fra: <http://www.morningstar.no/no/news/166018/de-ti-mest-popul%C3%A6re-fondene-p%C3%A5-morningstarno-i-%C3%A5r.aspx>

Furuseth, T. (30.4.2018b). Kostnader i fond.

Hentet fra: <http://www.morningstar.no/no/news/166916/kostnader-i-fond.aspx>

Furuseth, T. (16.5.2018c). Aksjesparekonto og flyttemarkedet.

Hentet fra: <http://www.morningstar.no/no/news/167452/aksjesparekonto-og-flyttemarkedet.aspx>

Gjensidige (u.d.). Spørsmål og svar om fond.

Hentet fra:

<https://www.gjensidige.no/privat/sparing/fondssparing/sp%C3%B8rsm%C3%A5l-og-svar-om-fond>

Gjesdahl, K. A. (2017). MiFID II kommer til Norge, er vi klare?

Hentet fra: <http://blogg.pwc.no/styringogkontroll/mifid-ii-kommer-til-norge-er-vi-klare-0>

Gujarati, D. N. (2004). *Basic Econometrics*. Fourth edition. McGraw-Hill.

Gustavsen, K., & Tikvesa, E. (2017). *Langsiktig sparing i aksjemarkedet: konsekvenser av endring av fondskonto og innføring av aksjesparekonto* (Master's thesis).

Hateka, N. R. (2010). *Tests for Detecting Autocorrelation. Principles of Econometrics: An Introduction (Using R)*. SAGE Publications, pp. 379-382.

Heyerdahl, S. (2017). Vi har aldri eid mer aksjer.

Hentet fra (14.5.2017): <https://www.nrk.no/norge/vi-har-aldri-eid-mer-aksjer-1.13437752>

Jensen, J. B. (15.2.2018). Velge aktive aksjefond eller indeksfond? – 20 års analyse.

Hentet fra: <https://www.forbrukerradet.no/siste-nytt/ny-undersokelse-billigst-er-best-i-fondsmarkedet/>

Judge, G. G., Hill, R. C., Griffiths, W., Lütkepohl, H. & Lee, T. C. (1982). *Introduction to the Theory and Practice of Econometrics*. John Wiley & Sons. New York.

Landheim, E. L. (27.3.2018), Bankinnskudd mer risikabelt enn aksjer.

Hentet fra: <https://www.finansco.no/blog/bankinnskudd-mer-risikabelt-enn-aksjer/>

MiFID II-forskriften (2018). Forskrift om verdipapirforetak, regulerte markeder, datarapporteringstjenester og handel i varederivater og utslippskvoter (MiFID II-forskriften).

Hentet fra: <https://lovdata.no/dokument/SF/forskrift/2017-12-04-1913>

MSCI (u.d. a). MSCI Europe Index.

Hentet fra: <https://www.msci.com/europe>

MSCI (u.d. b). MSCI World Index.

Hentet fra: <https://www.msci.com/world>

Nordnet (u.d. a). Rentetorget.

Hentet fra: <https://www.nordnet.no/rantetorget/rantefonder.html>

Nordnet (u.d. b). Superfondet – Helt uten kostnader.

Hentet fra: <https://www.nordnet.no/kampanjer/superfondet.html>

Nordnet.se (u.d.). Investeringsparkonto (ISK).

Hentet fra: <https://www.nordnet.se/tjanster/konton/investeringsparkonto.html>

Norges Bank (2.3.2018). Inflasjon.

Hentet fra: <https://www.norges-bank.no/Statistikk/Inflasjon/>

NTB Info (21.6.2017). Skandiabanken skal gjenta suksessen. Satser i småbedriftsmarkedet.

Hentet fra: <https://www.ntbinfo.no/pressemelding/skandiabanken-skal-gjenta-suksessen-satser-i-smabedriftsmarkedet?publisherId=90074&releaseId=15528151>

Nyhus, E. & Refvik., L. (2016). Nordmenn, finansiell forståelse & aksjesparing 2016: Endelig rapport – Resultater fra OECDs kartlegging av Finansiell Kompetanse i Norge.

Hentet fra: <http://aksjenorge.no/aksjesparing/statistikk-privat-aksjesparing/nordmenn-finansiell-forstaelse-aksjesparing-2016/>

Nymoen, J. A. (6.3.2018). Aksjeutbytte og aksjegevinster for personlige aksjonærer.

Hentet fra: <https://verdtavite.kpmg.no/aksjeutbytte-og-aksjegevinster-for-personlige-aksjonaerer/>

Næsje, J. (16.1.2017). God ordning for aksjesparing.

Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/debattinnlegg-god-ordning-for-aksjesparing/id2527227/>

Oslo Børs (2015). Aksjer for alle: En kort innføring for deg som vil vite mer om aksjemarkedet.

Hentet fra: <https://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Produkter-og-tjenester/Publikasjoner>

Oslo Børs (2017). Oslo Børs – Index Constituents OSEBX/OSEFX December 2017.

Hentet fra: <https://newsweb.oslobors.no/message/438410>

Oslo Børs (2018). Hovedindeksen (OSEBX).

Hentet fra: <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/OSEBX.OSE/overview>

Oslo Finans (u.d.). På jakt etter Alpha. Oslo Finans – Corporate Finance & Investments. Oslo.

Hentet fra (12.4.2018): www.oslofinans.no/paa-jakt-etter-alpha-pdf

Park, H. M. (2011). *Practical Guides To Panel Data Modelling: A Step by Step Analysis Using Stata*. Niigata: International University of Japan.

Regjeringen (27.10.2016). Høringsnotat – endret beskatning av fondskonto.

Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horing---endret-beskatning-av-fondskonto/id2518144/>

Regjeringen (12.10.2017). Skattesatser 2018.

Hentet fra: <https://www.regjeringen.no/no/tema/okonomi-og-budsjett/skatte-og-avgifter/skattesatser-2018/id2575161/>

Reite, E. J. (4.9.2017). Pass deg for gebyrfella i aksjesparekonto.

Hentet fra: <http://www.mynewsdesk.com/no/sparebank-1/pressreleases/pass-deg-for-gebyrfella-i-aksjesparekonto-2131013>

Rudal, K. (2018). Capital taxation and investment behaviour: A study of how the introduction of ISK taxation in Sweden has affected households' investments (Bachelor's thesis).

Røe, P. G. (2004). SGO 1900 Kvantitativ metode – Metode Forskningsprosessen.

Hentet fra (1.5.2018):

<https://www.uio.no/studier/emner/sv/iss/SGO1900/v04/Forskningsprosessen.ppt>

Sander, K. (2.8.2017). Risiko typer (Systematisk- og usystematisk risiko).

Hentet fra: <https://estudie.no/risiko-typer-systematisk-og-usystematisk-risiko/>

Sarai, E. (2016). Statsbudsjettet 2017: Aksjebeskatning.

Hentet fra: <http://blogg.pwc.no/skattebloggen/statsbudsjettet-2017-aksjebeskatning>

Sbanken (u.d.). Fondssparing.

Hentet fra: <https://sbanken.no/spare/fond/>

Seidel, E. (28.6.2016). Hvor mye bedre er det å spare i aksjer enn i bank?

Hentet fra: <https://www.finansco.no/blog/hvor-mye-bedre-er-det-a-spare-i-aksjer-enn-i-bank/>

Seidel, E. (14.3.2018). Markedskommentar februar 2018.

Hentet fra: <https://www.finansco.no/blog/markedskommentar-februar-2018/>

Selmer (2017). Statsbudsjettet 2017.

Hentet fra: <http://www.selmer.no/no/nyhet/statsbudsjettet-2017>

Skatteetaten (u.d.) Aksjonærmodellen.

Hentet fra: <https://www.skatteetaten.no/nn/person/skatt/hjelp-til-rett-skatt/aksjar-og-verdipapir/om/aksjonarmodellen/>

Skatteetaten (2017). Skjermingsrente for aksjer og enkeltpersonforetak.

Hentet fra: <https://www.skatteetaten.no/satser/skjermingsrente-for-aksjer-og-enkeltpersonforetak/>

Skatteetaten (2018). Formuesskatt.

Hentet fra: <https://www.skatteetaten.no/satser/formuesskatt/>

Skatteloven (2000). Lov om skatt av formue og inntekt.

Hentet fra: <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/1999-03-26-14?q=skatteloven>

Sparebank 1 (u.d.). Bli aksjemegler fra sofakroken.

Hentet fra:

<https://www.sparebank1.no/nb/bank/privat/sparing/investering/aksjesparekonto/bli-aksjemegler-fra-sofakroken.html>

SR-Forvaltning (u.d.). Fondsoversikt.

Hentet fra (5.5.2018): <https://www.sparebank1.no/nb/sr-bank/privat/sparing/spare-i-fond/fondsoversikt.html>

Statistisk Sentralbyrå (2017). Renter i banker og kredittforetak – 08175: Bankenes utlåns- og innskuddsrenter 1980 - 2017.

Hentet fra: <https://www.ssb.no/statbank/table/08175>

Strøm, K. O. (20.2.2018). Market Timing.

Hentet fra: <http://www.paretosec.no/visning?itemId=Aktuelt:641>

Sørensen, A. (10.1.2018). Skjermingsrente for inntektsåret 2017 og 2018.

Hentet fra: <https://verdtavite.kpmg.no/skjermingsrente-for-inntektsaaret-2017-og-2018/>

Temre, E. (21.12.2016). Gunstig ordning med aksjesparekonto.

Hentet fra: <https://drivkraft.ey.no/2016/12/21/gunstig-ordning-med-aksjesparekonto/>

Torres-Reyna, O. (2010). *Getting Started in Fixed/Random Effects Models using R (ver. 0.1-Draft)*.

Hentet fra (12.2.2018): <https://www.princeton.edu/~otorres/Panel101R.pdf>

Transaksjonsadvokater (15.1.2018). Skattereform 2016 – 2018.

Hentet fra: <https://www.transaksjonsadvokater.no/nyheter/skattereform-2016-2018/>

UiO (2011). Befolkning og velferd ECON 1730, H2011 – Regresjonsanalyse.

Hentet fra (17.2.2018):

<https://www.uio.no/studier/emner/sv/oekonomi/ECON1730/h11/undervisningsmateriale/Regresjonsanalyse1730H2011.pdf>

Verdipapirfondloven (2012). Lov om verdipapirfond.

Hentet fra: <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2011-11-25-44>

Verdipapirsentralen (u.d. a). Hva er en VPS-konto?

Hentet fra: <https://www.vps.no/pub/investor/hva-er-en-vps-konto/>

Verdipapirsentralen (u.d. b). Aksjesparekonto i VPS – for investorer og sparere.

Hentet fra: <https://www.vps.no/pub/tjenester/tjenester-for-investorer/aksjesparekonto-i-vps-for-investorer-og-sparere/>

Verdipapirsentralen (u.d. c). Nominee.

Hentet fra: <https://www.vps.no/pub/kontoforer/kontoforer-investor/nominee/>

Verdipapirsentralen (18.12.2017). Overgangsregel for aksjesparekonto er utvidet til 2018.

Hentet fra: <https://www.vps.no/pub/overgangsregel-for-aksjesparekonto-utvidet-til-2018/>

VFF (2016). Flere unge sparer i fond.

Hentet fra: <https://vff.no/news/2016/flere-unge-sparer-i-fond>

VFF (2018). Om VFF.

Hentet fra: <https://www.vff.no/om-vff-vedtekter>

Vårvik, A. (28.9.2016). En av fem er fornøyd med sin banksparing.

Hentet fra: <https://www.norskfamilie.no/magasin/aksjefondsundersokelsen-2016-en-av-fem-er-fornoyd-med-sin-banksparing/>

Wooldridge, J. M. (2009). *Introductory econometrics: A Modern Approach*. Fourth edition. Nelson Education.

Wooldridge, J. M. (2013a). *Introduction to econometrics (Introductory econometrics)*. EMEA edition. Cengage Learning EMEA.

Wooldridge, J. M. (2013b). *Introductory econometrics: A Modern Approach*. Fifth edition. South West, Cengage Learning.

Årsrapport (2017). Gjensidige Bank ASA – Årsrapporter 2017.

Hentet fra:

<https://www.gjensidige.no/konsern/investorinformasjon/rapporter+og+presentasjoner>

Vedlegg

Vedlegg 1: Faste effekters modell, regresjonsresultat for periode 1

Dependent variable:			

portfolio_value			

timeaugust	25,229.120*** (3,814.683)	testdum28	-15,959.020 (27,107.860)
timejuly	18,854.850*** (3,817.567)	testdum29	36,943.990 (24,042.470)
timejune	19,936.150*** (3,824.295)	testdum30	60,377.490** (24,042.470)
timemarch	-2,690.598 (3,795.338)	testdum31	-6,131.859 (27,107.860)
timemay	7,819.474** (3,797.657)	testdum32	-62,593.180*** (24,042.470)
testdum2	-52,065.170*** (19,532.430)	testdum33	-88,374.180*** (24,042.470)
testdum3	-35,981.180 (24,042.470)	testdum34	-62,089.180*** (24,042.470)
testdum4	20,475.820 (24,042.470)	testdum35	-24,435.460 (24,539.900)
testdum5	782.986 (24,042.470)	testdum36	-68,583.500*** (19,532.430)
testdum6	17,450.650 (24,042.470)	testdum37	-19,427.030 (27,107.860)
testdum7	-71,715.010*** (24,042.470)	testdum38	-48,775.490** (24,220.050)
testdum8	108,394.200*** (24,042.470)	testdum39	-47,999.630* (24,539.900)
testdum9	-69,281.180*** (24,042.470)	testdum40	286,122.300*** (24,042.470)
testdum10	307,130.300*** (24,042.470)	testdum41	-84,262.680*** (24,042.470)
testdum11	-53,387.770** (24,996.530)	testdum42	92,736.640*** (27,107.860)
testdum12	-3,229.347 (24,042.470)	testdum43	-79,915.350*** (24,042.470)
testdum13	64,674.650*** (24,042.470)	testdum44	5,209.153 (24,042.470)
testdum14	260,033.200*** (24,042.470)	testdum45	77,864.650*** (24,042.470)
testdum15	-50,641.350** (24,042.470)	testdum46	169,049.000*** (24,042.470)
testdum16	98,033.500*** (19,532.430)	testdum47	2,525,989.000*** (22,538.030)
testdum17	-49,449.350** (24,042.470)	testdum48	65,689.670*** (19,532.430)
testdum18	-53,306.850** (24,042.470)	testdum49	-56,359.510** (24,042.470)
testdum19	-64,420.010*** (24,042.470)	testdum50	69,100.650*** (24,042.470)
testdum20	-15,670.010 (24,042.470)	testdum51	426,561.700*** (19,532.430)
testdum21	-43,864.850* (24,042.470)	testdum52	167,941.500*** (24,042.470)
testdum22	6,077.986 (24,042.470)	testdum53	-12,043.860 (27,107.860)
testdum23	-81,756.180*** (24,042.470)	testdum54	-77,260.010*** (24,042.470)
testdum24	-80,073.680*** (24,042.470)	testdum55	-80,625.180*** (24,042.470)
testdum25	-6,456.681 (24,042.470)	testdum56	-29,518.010 (24,042.470)
testdum26	48,740.640* (27,107.860)	testdum57	907,263.200*** (19,532.430)
testdum27	-43,114.350* (24,042.470)	testdum58	-32,807.010 (24,042.470)
		testdum59	-81,093.010*** (24,042.470)
		testdum60	-20,293.350 (24,042.470)
		testdum61	-69,813.350*** (24,042.470)
		testdum62	61,869.660*** (22,538.030)
		testdum63	-37,939.180 (24,042.470)

testdum64	8,032.153 (24,042.470)
testdum65	-71,853.010*** (24,042.470)
testdum66	-16,336.020 (27,107.860)
testdum67	-72,300.860*** (27,107.860)
testdum68	220,509.500*** (27,107.860)
testdum69	-78,575.350*** (24,042.470)
testdum70	-37,696.010 (24,042.470)
testdum71	-71,030.240*** (25,582.650)
testdum72	-68,870.680*** (24,042.470)
testdum73	-57,133.850** (24,042.470)
testdum74	-38,474.190 (27,107.860)
testdum75	-41,447.510* (24,042.470)
testdum76	359,879.200*** (24,042.470)
testdum77	-6,029.014 (24,042.470)
testdum78	61,628.150** (24,042.470)
testdum79	-9,151.347 (24,042.470)
testdum80	-10,383.510 (24,042.470)
testdum81	485,838.200*** (19,532.430)
testdum82	-64,653.670*** (19,532.430)
testdum83	-30,724.010 (24,042.470)
testdum84	103,028.800*** (24,042.470)
testdum85	43,697.650* (24,042.470)
testdum86	169,895.700*** (19,532.430)
testdum87	23,891,534.000*** (22,538.030)
testdum88	6,735,071.000*** (22,538.030)
testdum89	-91,880.180*** (24,042.470)
testdum90	-91,880.180*** (24,042.470)
testdum91	-91,880.180*** (24,042.470)
testdum92	-91,880.180*** (24,042.470)
testdum93	-91,880.180*** (24,042.470)
testdum94	-91,880.180*** (24,042.470)
testdum95	-91,880.180*** (24,042.470)
testdum96	-91,880.180*** (24,042.470)
testdum97	-91,880.180*** (24,042.470)
testdum98	-91,880.180*** (24,042.470)
testdum99	-91,880.180*** (24,042.470)

testdum100	-91,880.180*** (24,042.470)
testdum101	-83,967.820*** (22,928.560)
testdum102	-83,649.850*** (24,042.470)
testdum103	-58,778.680** (24,042.470)
testdum104	-57,955.350** (24,042.470)
testdum105	7,744.153 (24,042.470)
testdum106	-2,877.007 (20,752.030)
testdum107	252,481.500*** (24,042.470)
testdum108	-47,595.510** (20,752.030)
testdum109	-28,941.850 (24,042.470)
testdum110	-83,984.680*** (24,042.470)
testdum111	-5,366.181 (24,042.470)
testdum112	-24,237.680 (24,042.470)
testdum113	-96,445.670*** (20,083.620)
testdum114	67,546.650*** (24,042.470)
testdum115	-76,337.350*** (24,042.470)
testdum116	-85,899.180*** (24,042.470)
testdum117	-61,825.010** (24,042.470)
testdum118	-48,286.740* (25,582.650)
testdum119	-32,185.030 (27,107.860)
testdum120	-52,634.030* (27,107.860)
testdum121	-63,181.030** (27,107.860)
testdum122	222,451.500*** (22,538.030)
testdum123	59,531.990** (24,042.470)
testdum124	19,917.650 (24,042.470)
testdum125	-55,324.190** (27,107.860)
testdum126	-9,258.359 (27,107.860)
testdum127	-50,997.510** (22,538.030)
testdum128	147,620.800*** (24,042.470)
testdum129	40,069.490* (24,042.470)
testdum130	19,234.650 (24,042.470)
testdum131	-65,190.850*** (24,042.470)
testdum132	250,244.800*** (27,107.860)
testdum133	-85,065.020*** (27,107.860)
testdum134	218,129.300*** (24,042.470)
testdum135	144,488.000*** (24,042.470)

testdum136	1,398,082.000*** (22,538.030)
testdum137	41,919.150* (24,042.470)
testdum138	1,308,279.000*** (19,532.430)
testdum139	74,692.660*** (19,671.670)
testdum140	-56,903.680** (24,042.470)
testdum141	-85,065.020*** (27,107.860)
testdum142	35,222.990 (24,042.470)
testdum143	-22,268.690 (27,107.860)
testdum144	-85,065.020*** (27,107.860)
testdum145	993,799.500*** (22,538.030)
testdum146	225,726.600*** (27,107.860)
testdum147	188,600.300*** (24,042.470)
testdum148	35,529.820 (24,042.470)
testdum149	-5,926.192 (27,107.860)
testdum150	19,064.970 (27,107.860)
testdum151	308,205.600*** (26,289.570)
testdum152	1,597,274.000*** (19,532.430)
testdum153	92,708.150*** (24,042.470)
testdum154	182,964.800*** (24,042.470)
testdum155	260,414.000*** (22,538.030)
testdum156	231,362.700*** (24,042.470)
testdum157	-32,354.510 (24,042.470)
testdum158	-7,716.833 (19,532.430)
testdum159	2,389,256.000*** (22,538.030)
factor(other_securities)1	-6,815.156 (11,244.860)
factor(group)1	514,168.000*** (14,018.730)
Constant	80,355.350*** (19,741.380)
=====	
Observations	954
R2	0.9998
Adjusted R2	0.9997
Residual Std. Error	33,831.160 (df = 788)
F Statistic	21,251.300*** p-value:<2.2e-16 (df = 165; 788)
=====	
Note:	*p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

Vedlegg 2: Faste effekters modell, regresjonsresultat for periode 2

Dependent variable:			
portfolio_value			
timeFebruary	-1,297.519 (72,309.980)	testdum28	220,349.800 (383,599.300)
timeJanuary	3,435.096 (72,320.550)	testdum29	260,632.900 (380,802.000)
timeNovember	32,659.210 (72,345.840)	testdum30	234,306.900 (380,802.000)
timeOctober	75,388.370 (72,737.250)	testdum31	343,268.100 (450,369.100)
timeSeptember	179,123.900** (73,064.920)	testdum32	159,630.900 (380,802.000)
testdum2	-247,160.300 (380,802.000)	testdum33	138,682.600 (380,802.000)
testdum3	186,827.100 (380,802.000)	testdum34	160,597.800 (380,802.000)
testdum4	255,341.900 (380,802.000)	testdum35	191,539.600 (380,802.000)
testdum5	225,629.300 (380,802.000)	testdum36	-195,915.800 (380,802.000)
testdum6	241,296.400 (380,802.000)	testdum37	330,832.600 (450,369.100)
testdum7	149,655.100 (380,802.000)	testdum38	171,211.300 (380,802.000)
testdum8	339,317.900 (380,802.000)	testdum39	170,831.600 (380,802.000)
testdum9	141,675.800 (380,802.000)	testdum40	520,876.600 (380,802.000)
testdum10	546,548.300 (380,802.000)	testdum41	140,340.800 (380,802.000)
testdum11	288,163.700 (450,369.100)	testdum42	322,835.900 (450,369.100)
testdum12	221,275.800 (380,802.000)	testdum43	138,695.900 (380,802.000)
testdum13	295,671.900 (380,802.000)	testdum44	230,618.400 (380,802.000)
testdum14	496,735.300 (380,802.000)	testdum45	306,402.400 (380,802.000)
testdum15	169,922.800 (380,802.000)	testdum46	392,186.800 (380,802.000)
testdum16	-43,964.270 (380,802.000)	testdum47	1,358,043.000*** (441,780.400)
testdum17	284,481.000 (430,925.200)	testdum48	203,079.500 (373,068.600)
testdum18	166,688.900 (380,802.000)	testdum49	202,666.300 (380,802.000)
testdum19	154,986.100 (380,802.000)	testdum50	239,737.800 (380,802.000)
testdum20	206,773.600 (380,802.000)	testdum51	303,354.900 (380,802.000)
testdum21	176,869.900 (380,802.000)	testdum52	400,165.400 (380,802.000)
testdum22	229,312.400 (380,802.000)	testdum53	338,216.900 (450,369.100)
testdum23	136,661.300 (380,802.000)	testdum54	143,180.400 (380,802.000)
testdum24	140,035.100 (380,802.000)	testdum55	137,897.800 (380,802.000)
testdum25	217,737.100 (380,802.000)	testdum56	196,229.100 (380,802.000)
testdum26	403,670.900 (450,369.100)	testdum57	590,371.600 (375,987.200)
testdum27	178,549.300 (380,802.000)	testdum58	187,933.300 (380,802.000)
		testdum59	137,455.100 (380,802.000)
		testdum60	201,579.400 (380,802.000)
		testdum61	163,290.300 (380,802.000)
		testdum62	45,891.190 (441,780.400)
		testdum63	184,798.100 (380,802.000)

testdum64	234,556.600 (380,802.000)
testdum65	159,645.600 (380,802.000)
testdum66	342,889.400 (450,369.100)
testdum67	306,186.200 (450,369.100)
testdum68	583,049.400 (450,369.100)
testdum69	140,108.300 (380,802.000)
testdum70	184,971.100 (380,802.000)
testdum71	279,231.900 (450,369.100)
testdum72	151,942.300 (380,802.000)
testdum73	161,717.400 (380,802.000)
testdum74	202,795.000 (383,599.300)
testdum75	142,662.300 (380,802.000)
testdum76	586,797.600 (380,802.000)
testdum77	217,411.100 (380,802.000)
testdum78	288,630.300 (380,802.000)
testdum79	214,240.400 (380,802.000)
testdum80	211,203.800 (380,802.000)
testdum81	367,262.200 (380,802.000)
testdum82	189,950.100 (380,802.000)
testdum83	190,531.900 (380,802.000)
testdum84	248,277.900 (380,802.000)
testdum85	273,542.100 (380,802.000)
testdum86	456,028.200 (375,987.200)
testdum87	8,710,008.000*** (441,780.400)
testdum88	5,251,874.000*** (441,780.400)
testdum89	343,037.100 (380,802.000)
testdum90	2,431,654.000*** (380,802.000)
testdum91	297,747.600 (380,802.000)
testdum92	234,341.400 (380,802.000)
testdum93	137,869.600 (380,802.000)
testdum94	366,201.700 (450,369.100)
testdum95	489,068.300 (380,802.000)
testdum96	297,378.900 (430,925.200)
testdum97	253,225.900 (380,802.000)
testdum98	232,731.800 (380,802.000)
testdum99	230,887.900 (380,802.000)

testdum100	137,829.800 (380,802.000)
testdum101	-7,366.953 (402,895.500)
testdum102	177,353.800 (380,802.000)
testdum103	339,516.400 (380,802.000)
testdum104	252,245.400 (380,802.000)
testdum105	328,085.800 (380,802.000)
testdum106	-69,813.250 (381,931.100)
testdum107	477,272.300 (380,802.000)
testdum108	-168,727.400 (380,802.000)
testdum109	327,205.800 (380,802.000)
testdum110	211,392.400 (380,802.000)
testdum111	306,651.100 (380,802.000)
testdum112	231,307.300 (380,802.000)
testdum113	-253,216.300 (380,802.000)
testdum114	211,957.900 (380,802.000)
testdum115	275,059.900 (450,369.100)
testdum116	161,846.900 (380,802.000)
testdum117	176,639.300 (380,802.000)
testdum118	269,678.100 (450,369.100)
testdum119	318,250.100 (450,369.100)
testdum120	357,992.700 (450,369.100)
testdum121	264,584.900 (450,369.100)
testdum122	166,948.600 (438,057.200)
testdum123	173,257.600 (380,802.000)
testdum124	238,457.300 (380,802.000)
testdum125	213,356.700 (400,529.000)
testdum126	344,037.600 (450,369.100)
testdum127	149,812.700 (440,962.800)
testdum128	378,729.800 (380,802.000)
testdum129	260,651.800 (380,802.000)
testdum130	245,115.900 (380,802.000)
testdum131	154,677.900 (380,802.000)
testdum132	516,259.000 (383,599.300)
testdum133	260,831.200 (450,369.100)
testdum134	468,449.100 (380,802.000)
testdum135	376,132.100 (380,802.000)

testdum136	896,506.800** (440,962.800)
testdum137	262,538.300 (380,802.000)
testdum138	884,978.200** (380,802.000)
testdum139	168,054.000 (372,090.600)
testdum140	188,774.400 (380,802.000)
testdum141	260,831.200 (450,369.100)
testdum142	241,417.900 (380,802.000)
testdum143	284,122.400 (450,369.100)
testdum144	260,831.200 (450,369.100)
testdum145	292,019.000 (441,780.400)
testdum146	486,430.600 (450,369.100)
testdum147	426,780.900 (380,802.000)
testdum148	270,981.600 (380,802.000)
testdum149	347,694.900 (450,369.100)
testdum150	375,125.700 (450,369.100)
testdum151	554,023.400 (380,802.000)
testdum152	960,610.500** (372,090.600)
testdum153	372,389.300 (380,802.000)
testdum154	223,919.400 (380,802.000)
testdum155	418,046.100 (438,057.200)
testdum156	494,936.400 (380,802.000)
testdum157	193,554.400 (380,802.000)
testdum158	36,012.700 (373,068.600)
testdum159	904,425.400** (438,057.200)
factor(other_securities)1	-134,743.100 (232,359.600)
factor(group)1	905,400.200*** (161,971.900)
Constant	-174,306.300 (278,413.900)

Observations	954
R2	0.721
Adjusted R2	0.663
Residual Std. Error	644,479.800 (df = 788)
F Statistic	12.358*** (df = 165; 788)
=====	
Note:	*p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01