



Management Working Papers

2013-01

Forøget egenkapital i banken – en ulempe for banken og dens kunder?

Johannes Raaballe

Forøget egenkapital i banken – en ulempe for banken og dens kunder?

Johannes Raaballe, Institut for Økonomi, Aarhus Universitet

24. april 2013

Forøget egenkapital i banken – en ulempe for banken og dens kunder?

En to- til tre dobling af de svageste kapitaliserede danske bankers egenkapital vil utvivlsomt skabe finansiell stabilitet. Overraskende er omkostningerne herved særdeles små for bankens kunder, bankerne selv og samfundet.

Bankernes gennemsnitlige udlånsrenter vil højst vokse med 0,2 procentpoint. Danske bankers internationale konkurrenceevne vil ikke lide skade, måske tværtimod. De største bankers rentabilitet vil dog forringes en smule, men det skyldes, at højere egenkapital i disse banker indebærer, at disse banker da ikke længere vil modtage et "too big to fail" subsidium fra staten. Vil staten kompensere de større banker helt eller delvis herfor og/eller tilskynde til ovenstående løsning, kan staten friholde banker med høj egenkapital for det årlige bidrag til Indskydergarantifonden. Herved vil bankernes udlånsrenter også forblive uændrede.

Ud over vanetænkning er den største anstødssten mod ovennævnte forslag formentlig, at bankledelser ved, at en væsentlig egenkapitaludvidelse giver aktionærene mere indflydelse og mulighed for at smide en eventuel inkompetent bankledelse på porten som betingelse for mere egenkapital. Et element af tvang kan altså være nødvendigt for forslagetets gennemførelse.¹

¹ Tak for kommentarer og hjælp fra Anders Grosen og Ken L. Bechmann.

Nogle banker og deres interesseorganisationer argumenterer for, at øget egenkapital øger bankens gennemsnitlige fundingomkostninger. Dette indebærer, at bankens udlånsrenter må forhøjes, hvilket er til skade for udlånskunderne og bankens konkurrenceevne over for banker, der ikke er pålagt højere egenkapitalkrav.

Omvendt indebærer højere egenkapital, at det bliver mindre sandsynligt, at staten er nødt til at gå ind og redde banker. 6 danske bankpakker og 19 faldne børsnoterede danske banker ud af 44 før bankkrisen er et udtryk for, at mange danske bankers egenkapital har været utilstrækkelig.

I denne artikel gennemgås argumenter fremført i debatten ud fra såvel en teoretisk som empirisk synsvinkel. Hovedkonklusionerne er

- *Der kan ikke ud fra hverken teori eller empiri identificeres gode og legitime grunde til, at bankernes gennemsnitlige fundingomkostninger øges i nogen væsentlig grad som følge af højere egenkapitalkrav.*
- *Selv hvis vi lader al tvivl komme bankernes argumenter til gode, vil en to- til tredobling af de svagest kapitaliserede bankers egenkapital blot have en lille effekt på bankernes gennemsnitlige fundingomkostninger. Der er højest tale om en stigning i størrelsesordenen 20 basispoints svarende til, at et udlån med gennemsnitlig risiko får en forøget rente på 0,2 procentpoint. Og udlån med lav risiko vil stort set ikke blive dyrere.*
- *En eventuel stigning i bankernes fundingomkostninger kan formentlig tilskrives statens implicitte garantier ("too big to fail") overfor bankens kreditorer. Disse garantier er mindre værd, desto højere egenkapitalen er. Og derved bliver det nuværende statssubsidie mindre.*

- *Ud over ovenstående punkt er der identificeret en anden grund til bankledelsers modstand mod mere egenkapital. En væsentlig egenkapitaludvidelse i banken vil sandsynligvis indebære, at aktionærerne kræver mere indflydelse og udskiftning af en eventuel inkompetent bankledelse.*
- *Vil man gå med livrem og seler samt tilskynde de danske banker til væsentlig mere egenkapital, kan man friholde bankerne for betaling til indskydergaranti, hvilket er rimeligt, når bankerne har væsentlig mere egenkapital. I så fald vil "too big to fail"-bankerne få stort set uændrede gennemsnitlige fundingomkostninger og de små og mellemstore banker lavere gennemsnitlige fundingomkostninger. Det synes, også set med statens øjne, når man tager de forgangne godt 4 år i betragtning, at være en lav pris for finansiel stabilitet.*

Baseret på disse konklusioner ville det således have været stort set gratis at have krævet en to- til tredobling af de svageste danske bankers egenkapital over en 2-3 årig periode i forbindelse med Bankpakke 2. Og udviklingen på aktiemarkedet viste, at det havde kunnet ladet sig gøre.

I denne forbindelse er det tankevækkende at se, hvor sikker en havn danske statsobligationerne er blevet under den nuværende statsgældskrise. Havde vi i 2009 og 2010 fået styrket de danske bankers egenkapital, havde problemerne vedrørende bankernes indlånsunderskud og manglende lyst til at låne usikret ud til hinanden også været løst. Det er også tankevækkende, at sydeuropæerne ønsker et loft over de nordeuropæiske bankers egenkapital. Det er i forvejen svært nok at få pengene til at flyde mod syd.

Skrækscenariot er endnu en konjunkturedgang, som den vi oplevede i 4. kvartal 2008 – 2009. I så fald vil mange danske banker, og måske også

nogle af de største, næppe overleve ved egen kraft. Og staten vil formentlig ikke evne at træde til som under den nuværende bankkrise.

Historisk udvikling i bankers egenkapital

Ved indgangen til den danske bankkrise havde de danske børsnoterede banker en gennemsnitlig størrelsesvægtet egenkapitalprocent, defineret som bogført egenkapital divideret med bogført balance, i størrelsesordenen 5%. Danske Bank¹ havde ultimo 2008 en egenkapitalprocent på blot 2,77.

Dette var historisk lavt, set såvel nationalt som internationalt. I Figur 1 og 2 er angivet den gennemsnitlige størrelsesvægtede bogførte egenkapitalprocent for amerikanske og danske banker siden starten af 1840'erne. Historiske tal for UK-banker er meget lig de danske tal.

Man har altså været i stand til at drive banker med langt højere egenkapital end i dag. I 1800 tallet var egenkapitalprocenten i størrelsesordenen 20-40%. Dette var åbenbart nødvendigt for, at indskyderne turde betro bankerne deres penge. USA indførte som det første land indskydergaranti i begyndelsen af 1930'erne. Det er i denne forbindelse interessant at se – jf. Figur 1 – hvorledes egenkapitalprocenten i de amerikanske banker halveres over de næste 15 år. Når der er en indskydergaranti, er det ikke nødvendigt at berolige bankkunderne med et så højt omfang af egenkapital. En indskydergarantiordning og en implicit statsgaranti er et tveægget sværd, idet sådanne ordninger har en tendens til at erodere bankernes egenkapital. I de sidste godt 30 år ses en svag forøgelse af de amerikanske bankers egenkapitalprocent til ca. 10% og en halvering af de danske bankers egenkapitalprocent til ca. 5%.

Figure 1: Book Equity to Book Assets for U.S. Commercial Banks, 1840-2009

Figure 1: Book Equity to Book Assets for U.S. Commercial Banks, 1840-2009: Data from 1840-1896 is based on the Statistical Abstracts of the United States from the U.S. Census. Data from 1896-1919 is based on data for All Banks and is taken from the Federal Reserve's All Bank Statistics, 1896-1955. Data from 1919-1933 is based on Federal Reserve member banks and is taken from Banking and Monetary Statistics, 1919-1941. Data from 1934-2010 is for all insured commercial banks and is taken from the FDIC's Historical Statics on Banking at <http://www2.fdic.gov/hsob/>.



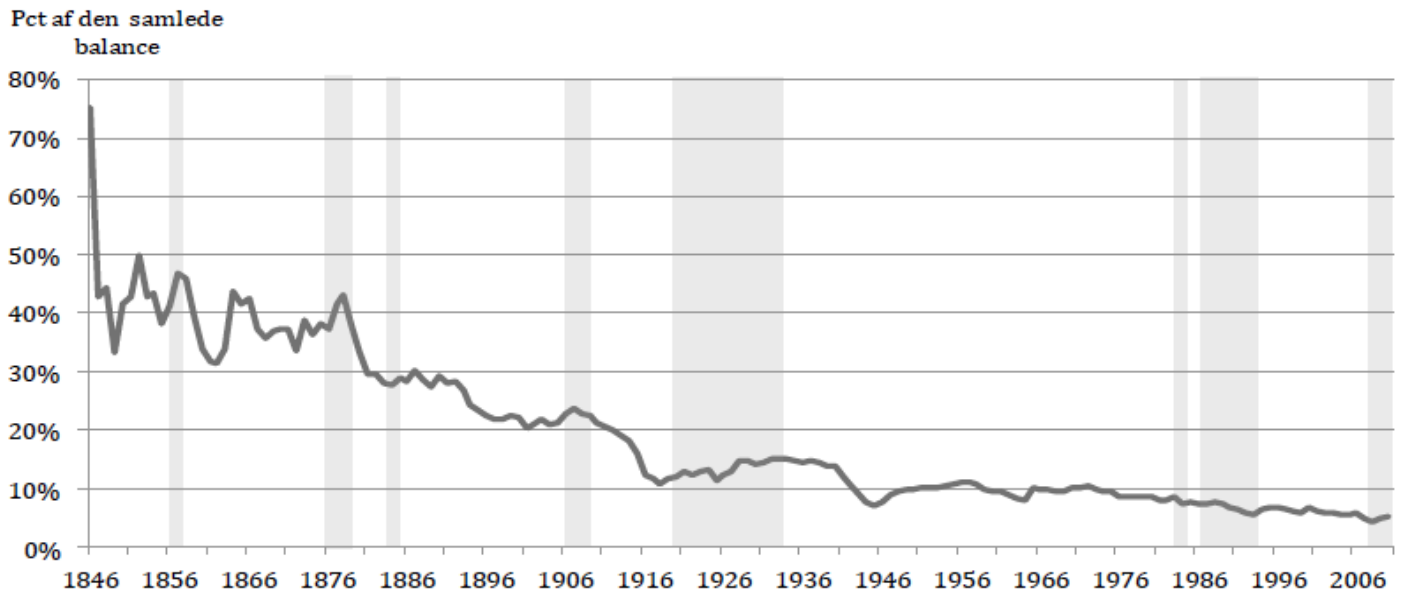
Note: Data from 1840-1896 is based on the Statistical Abstracts of the United States from the U.S. Census. Data from 1896-1919 is based on data for All Banks and is taken from the Federal Reserve's All Bank Statistics, 1896-1955. Data from 1919-1933 is based on Federal Reserve member banks and is taken from Banking and Monetary Statistics, 1919-1941. Data from 1934-2010 is for all insured commercial banks and is taken from the FDIC's Historical Statics on Banking at <http://www2.fdic.gov/hsob/>.

Kilde: Kashyap mfl. (2010)

Figur 2: Bogført egenkapital divideret med bogført balance for danske banker, 1846-2010

Egenkapital i pct. af balancen 1846-2010

Figur 6.4



Anm.: De grå markeringer viser perioder med bankkriser, jf. appendiks 3.

For årene 1975 og frem dækker opgørelsen samtlige banker og sparekasser. For perioden før 1975 er der kun medregnet banker, jf. afsnit 3.1 for diskussion omkring udeladte pengeinstitutter.

Kilde: Finanstilsynets hjemmeside; Statistisk Årbog, diverse årgange; Kreditmarkedsstatistik; og egne beregninger.

Note: De grå markeringer viser perioder med bankkriser. For årene 1975 og frem dækker opgørelsen samtlige banker og sparekasser. For perioden før 1975 er der kun medregnet banker. Beregningerne er baseret på Finanstilsynets hjemmeside; Statistisk Årbog, diverse årgange samt Kreditmarkedsstatistik

Kilde: Pedersen (2011).

Med et moderne sprogbrug er den finansielle stabilitet således blevet mindre som følge af mindre egenkapital. Den anden side af mønten kan være, at

bankerne ved en lavere egenkapital er i stand til at formidle billigere udlån til husholdninger og virksomheder.

Homer og Sylla (1991) forsøger at besvare dette spørgsmål ud fra historiske amerikanske data. Som mål for de amerikanske bankers egenkapital bruger de én divideret med egenkapitalprocenten, altså bogført balance divideret med bogført egenkapital. Dette mål er angivet ved den grønne kurve benævnt "Leverage" i Figur 3. Vi genfinder, at egenkapitalprocenten stort set halveres efter indførelsen af indskydergarantien i USA i begyndelsen af 1930'erne. Som mål for bankernes udlånsrente anvendes "average business loan rates charged by US commercial banks" fratrukket renten på 3-måneders skatkammerbeviser angivet ved den blå kurve. Den røde kurve angiver den samme forskel som et 5-årigt løbende gennemsnit.

Hvis egenkapital er en voldsom dyr finansieringsform, må man forvente en væsentlig reduktion i udlånsrenterne efter 1945, hvor egenkapitalprocenten er faldet kraftigt. Det ses ikke at være tilfældet. Man ser fra 1970 og fremad snarere den modsatte tendens.

Miles mfl. (2011) rapporterer tilsvarende resultater for UK.

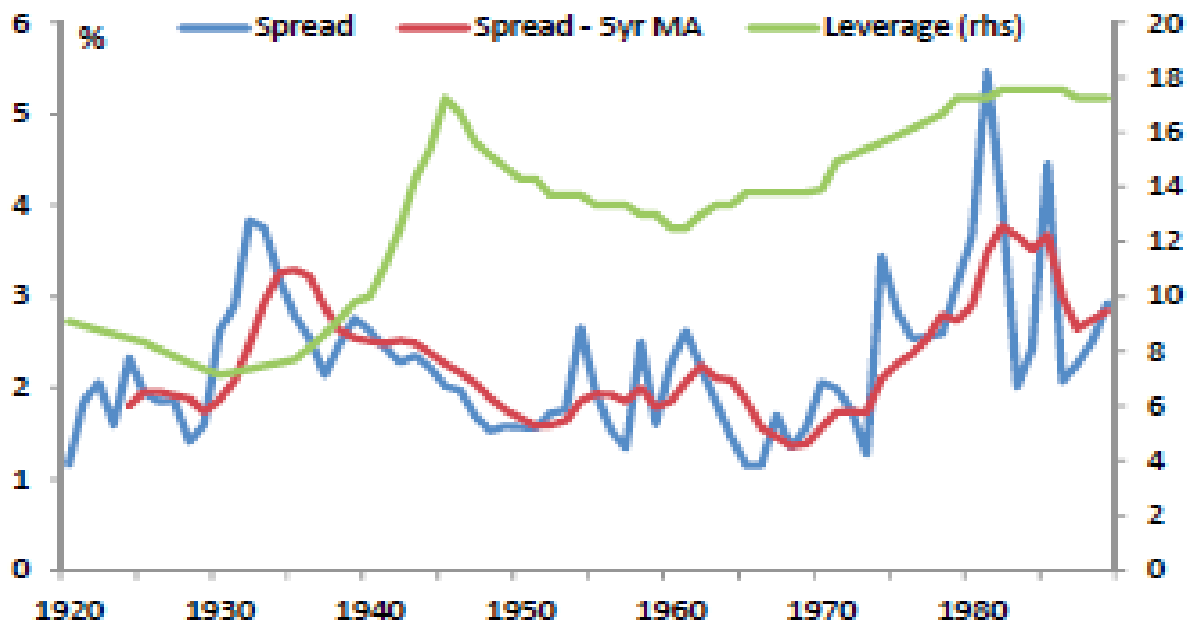
Såvel den amerikanske som den engelske analyse er grov. Data tillader eksempelvis ikke, at der tages hensyn til udlånenes risiko, løbetid eller graden af konkurrence bankerne imellem. Men der er absolut ingen støtte til hypotesen om, at lavere egenkapital i bankerne reducerer udlånsrenterne.

Miles m.fl. (2011) søger også at belyse spørgsmålet ud fra en anden synsvinkel. Som tidligere nævnt er UK-bankers egenkapitalprocenter historisk set faldet stort set svarende til de danske bankers. Selvom faldende egenkapital ikke har resulteret i, at de registrerede udlånsrenter faldet – eksempelvis som følge af dårlig datakvalitet – kan der jo alligevel være en gunstig effekt over til udlånene og dermed investeringerne. Man kunne da

håbe på at finde en positiv sammenhæng mellem høj realvækst i bruttonationalprodukt og lav egenkapitalprocent i bankerne. Dette er ikke tilfældet.

Figure 3: Leverage and spreads of average business loan rates charged by US commercial banks over 3-month Treasury bills

Chart 2. Leverage and spreads of average business loan rates charged by US commercial banks over 3-month Treasury bills



Source: Homer and Sylla (1991).

Kilde: Miles mfl. (2011) – oprindelige kilde er Homer og Sylla (1991)

Konklusionen indtil nu er: Selvom der er sket historiske fald i bankernes egenkapitalprocenter, kan der ikke historisk findes empirisk belæg for, at det har medført lavere udlånsrenter eller højere vækst.

Hvordan måles egenkapital i danske banker og andre danske selskaber?

Vi har hidtil målt egenkapital ved bogført egenkapitalprocent defineret som bogført egenkapital divideret med bogført balance. Der findes andre mål. Vi vil illustrere disse mål ved hjælp af tal fra Danske Bank, Ringkjøbing Landbobank og A.P. Møller-Mærsk. Alle tal er opgjort ultimo 2008.

Tabel 1. Egenkapitaltal for tre børsnoterede selskaber – ultimo 2008

	Danske Bank	Ringkjøbing Landbobank	A.P. Møller- Mærsk
BEK%	2,77% (3,68%)	9,92%	46,16%
MEK%	1,03% (2,01%)	8,79%	38,63%
Kernekapital%	9,20% (16,01%)	12,96%	-
Solvens%	13,01% (17,89%)	16,28%	-
RWA/Bogførte aktiver	27,09% (26,46%)	83,90%	-

Note: BEK% er bogført egenkapital divideret med bogført balance. MEK% er markedsværdien af selskabets aktier divideret med markedsværdien af selskabets aktier plus den bogførte værdi af selskabets øvrige passiver. Kernekapital- og solvensprocent er beregnet som kernekapitalen henholdsvis basiskapitalen i henhold til Lov om finansiel virksomhed divideret med de risikovægtede aktiver (RWA). Tallene i parentes for Danske Bank er opgjort ultimo 2011.

Af Tabel 1 ser vi af første linje, at de to banker ultimo 2008 var væsentlig lavere kapitaliseret målt ved bogført egenkapitalprocent end A.P. Møller-Mærsk. Vi ser også, at der er væsentlig forskel på de to bankers kapitalisering. Tallene er repræsentative. Ultimo 2008 havde de danske børsnoterede ikke finansielle virksomheder typisk en bogført egenkapitalprocent i intervallet 30-70%, hvorimod de børsnoterede bankers bogførte egenkapitalprocent lå i intervallet 3-18%. Og det var de største blandt bankerne, der havde de laveste egenkapitalprocenter.

Når man skal låne penge ud, ser man på låntagers formue og fremtidige indkomster. Et selskab er desto mere kreditværdig, desto højere egenkapital og resultat efter skat det har. En måde at få et groft mål for dette er for børsnoterede selskabers vedkommende at beregne markedsværdien af selskabets egenkapital (aktier) i forhold til markedsværdien af selskabets balance, idet markedsværdien af egenkapitalen også inkorporerer forventede fremtidige indkomster. Resultatet af denne beregning er angivet i anden linje i Tabel 1 og ændrer altså ikke det overordnede billede.

Det viste sig, at de danske banker var for svagt kapitaliserede. Lånekilderne tørrede ind, og flertallet af danske banker med Danske Bank i spidsen måtte i efteråret 2008 – Bankpakke 1 – og vinteren 2009 – Bankpakke 2 – søge ly hos staten.

Fire år efter er der ikke sket en væsentlig forbedring af danske bankers evne til at låne penge hos andre banker, og danske banker tør stadig ikke låne usikret ud til hinanden. Egenkapitalen i de andre banker er for lav, og risikoen er derfor for høj.

Danske banker fokuserer ikke på *BEK%* og *MEK%*, men på kernekapital- og solvensprocent, som er de nøgletal, der indgår i Finanstilsynets vurdering af,

om bankerne opfylder de regulative kapitalkrav. Disse tal syner da også mere acceptable. Begge tal kan afstemmes til bogført egenkapitalprocent. Kernekapitalprocentens tæller er den bogførte egenkapital fratrukket goodwill m.v. og tillagt hybrid kernekapital. Hybrid kernekapital er i princippet et evigtvarende lån, der prioritetsmæssigt står lige før egenkapitalen. Før Bankpakke 2 måtte hybrid kernekapital udgøre op til 15% af kernekapitalen og må efter Bankpakke 2 udgøre 50%. Solvensprocentens tæller er kernekapitalprocentens tæller tillagt supplerende kapital. Denne tæller benævnes basiskapitalen, og supplerende kapital må udgøre 50% heraf. Bankerne kan altså regne de to låneformer hybrid kernekapital og supplerende kapital med i opgørelsen af det regulative kapitalkrav. Lidt spidst formuleret svarer det til, at private regner deres 30-årige kreditforeningslån med til deres formue. I praksis kan hybrid kernekapital plus supplerende kapital for nogle bankers vedkommende være op til størrelsesordenen 40% af bogført egenkapital. Så det er ikke her, at vi skal finde den væsentligste del af forklaringen på, at Danske Bank ultimo 2008 rapporterer kernekapital- og solvensprocenter på henholdsvis 9,20% og 13,01% mod en egenkapitalprocent på blot 2,77%.

Hovedforklaringen på den store forskel mellem egenkapitalprocenten og kerne- og solvensprocenten skal for begge nøgletals vedkommende findes i nævneren. For kerne- og solvensprocenten divideres nemlig ikke med de bogførte aktiver, men med de risikovægtede aktiver (RWA), og RWA udgør blot 27,09% af de bogførte aktiver for Danske Banks vedkommende.

I henhold til denne opgørelse er et Danske Bank aktiv mindre end en tredjedel ($27,09/83,90 < 1/3$) så risikabelt som et Ringkjøbing Landbobank aktiv.

Ikke alle bankaktiver er lige risikable, og det enkelte aktiv tildeles derfor efter Basel-reglerne en risikovægt (for Ringkjøbing Landbobank hovedsageligt efter standardmetoden og for Danske Bank hovedsageligt efter den interne risikobaserede metode). Som vi ser af sidste linje i Tabel 1, er den gennemsnitlige risikovægt under én – og for Danske Banks vedkommende væsentligt under én.

Det er almindelig anerkendt, at der har været og stadig er en stor grad af vilkårlighed i risikovægtene. Her er et par eksempler.

Tidligere have alle statsobligationer en risikovægt på nul. Dette gjaldt også for græske statsobligationer. Græske statsobligationer var således tillagt en regulatorisk risiko på nul. Udlån til andre banker har en risikovægt på 20%. Et udlån på 1.000 mio. kr. tæller altså risikomæssigt blot for 200 mio. kr., og det selvom danske banker generelt ikke tør låne usikret ud til andre danske banker.

Når man sammenligner Danske Banks traditionelle egenkapitalprocenter og solvensprocenter, tegnede der sig i 2008 to helt forskellige billeder af Danske Banks soliditet. De traditionelle egenkapitalprocenter viste sig at være de mest retvisende.

Målt ved kernekapitalprocent er der sket en gunstig udvikling i Danske Banks formelle soliditet fra 9,20% ultimo 2008 til 16,01% ultimo 2011. Det giver imidlertid anledning til bekymring, at Danske Banks to traditionelle egenkapitalprocenter ikke har haft samme gunstige udvikling.

Konklusionen i dette afsnit er, at øvrige danske børsnoterede selskaber var væsentligt bedre kapitaliserede end de børsnoterede danske banker op til lavkonjunktoren. Og det var da også blandt bankerne, at mandefaldet fandt sted. Når det samtidig i debatten ofte – og måske lidt arrogant – anføres, at bankerne – sammenlignet med øvrige erhvervsvirksomheder – har en særlig

vigtig rolle i samfundet, forekommer det selvmodsigende, at vi har tilladt bankdrift med så lav egenkapital.

Danske Bank kan siges at være prototypen på moderne bankdrift med ”egenkapital på grænsen”. Og af Tabel 1 ser det ikke ud til, at Danske Bank for alvor har sadlet om. Vi vil derfor i næste afsnit belyse udviklingen i Danske Bank 1998-2008.

Danske Bank 1998 – 2008

De fleste har formentlig haft det indtryk, at Danske Bank var en solid og måske lidt konservativ bank. Det indtryk må have ændret sig.

Danske Bank 6-doblede under Peter Straarup sin balance i perioden 1998-2008 fra knap 600 mia. kr. til godt 3.500 mia. kr. Det var en ganske risikabel strategi – ikke mindst da man gik ind på nye markeder med opkøb i Irland, Nordirland, Norge, Sverige, Finland og i mindre grad Baltikum. Købet af RealDanmark, der ca. fordoblede Dansk Banks balance, var dog ikke nær så risikabel.

På baggrund af denne risikable opkøbsstrategi måtte man således forvente, at bogført egenkapital ville vokse med en faktor 6-12. Men det skete ikke. Den bogførte egenkapital voksede blot med en faktor på godt 3.

Danske Bank voksede altså markant på nye markeder og ekspanderede yderligere på disse uden at have den fornødne egenkapital til at modstå en mindre heldig udvikling. Det var uforsigtigt og efter min opfattelse en strategisk brøler. Argumentationen er således.

Havde man ladet egenkapitalen vokse i blot samme takt som aktiviteterne, ville man i efteråret 2008 have haft i størrelsesordenen 100 mia. kr. mere i

egenkapital, dvs. i alt ca. 200 mia. kr. i egenkapital. I så fald havde Irland ikke udgjort et problem, som Danske Bank ikke selv kunne have klaret.

Et eksempel på Danske Banks risikotagning er National Irish Bank. Udlånene blev her fra 2004 til 2008 næsten firedoblet fra 22 mia. kr. til 79 mia. kr., hvilket må siges at være særdeles risikabel bankdrift. Indlånene steg i samme periode blot godt 50% fra 16,6 mia. kr. til 25 mia. kr. Da krisen kom, måtte Danske Bank finansiere en manko på ca. 50 mia. kr. og kunne frygte, at en del af indlånene på 25 mia. kr. ville forsvinde.

Havde Danske Bank fastholdt egenkapitalpolitikken fra før 1998, ville Danske Bank ultimo 2008 have haft en egenkapital, der var 100-200 mia. kr. større. Dermed havde den ikke haft brug for den danske stats hjælp i slutningen af 2008 og begyndelsen af 2009.

Danmarks anden store bank, Nordea, havde heller ikke ved udgangen af 2008 en imponerende bogført egenkapitalprocent (3,76%). Men Nordeas situation og tilgang var en anden. Nordea havde i 2008 tjent ca. 20 mia. kr., hvor Danske Bank havde tjent ca. 1 mia. kr. Nordea rejste godt 20 mia. kr. i ny egenkapital hos sine aktionærer, hvor Danske Banks tilgang var at bede den danske stat om 26 mia. kr. i hybrid kernekapital.

Danske Bank har efterfølgende øget egenkapitalen med ca. 20 mia. kr. ved en aktieemission i 2011 og med yderligere ca. 7 mia. kr. ved en aktieemission i 2012. I forbindelse med den sidste egenkapitaludvidelse udtalte Danske Banks direktør Eivind Kolding, at "*Danske Banks planer om at hente kapital drejer sig først og fremmest om at få hævet bankens rating – og er ikke et udtryk for, at banken decideret savner kapital efter flere års udmeldinger om, at man er stærkt kapitaliseret.*" Eivind Kolding udtaler samtidig, at der ikke er tillid til Danske Bank. Det forstås. Danske Bank har ikke sadlet om.

Bankaktiver er ikke særligt risikable

Af Tabel 1 kan man måske få det indtryk, at finansiel stabilitet kræver, at banker har samme høje egenkapitalprocent, som ikke finansielle selskaber har. Det indtryk er forkert.

Bankaktiver er ikke særligt risikable. Hvis vi tager udlånene, som er de typiske bankaktiver, er disse typisk variabelt forrentede. Der er altså ingen (rente)kursrisiko herpå. Ydermere er udlånene typisk finansieret med variabelt forrentede indlån. Tilsvarende er fastforrentede udlån typisk finansieret med fastforrentede indlån/udstedelser. Risikoen består altså i al væsentlighed i, at låntager misligholder udlånet. Som vi skal se nedenfor, er risikoen på 1 mio. kr. bankaktiver typisk en faktor 10 gange lavere end på 1 mio. kr. aktiver i ikke finansielle selskaber – og den lave risiko er grunden til, at bankens kunder kan blive finansieret med banklån i stedet for at hente kapital hos ejerne. Arbejdsfordelingen er altså klar – og fornuftig. Bankerne står for den relativt sikre finansiering i form af lån, og ejerne står for den mere risikable finansiering i form af egenkapital.

Det er altså den lave andel af egenkapital i finansiering af bankaktiverne, der skaber den høje risiko i banken. Men da bankaktiver ikke er nær så risikable som ikke finansielle selskabers aktiver, behøver banker ikke så høj en grad af egenkapitalfinansiering som ikke finansielle virksomheder for at kunne svare enhver sit.

I Tabel 2 er angivet nogle størrelsesordener for aktivernes risici for de tre selskaber angivet i Tabel 1. Tallene er (igen) repræsentative for børsnoterede banker og ikke finansielle børsnoterede selskaber.

Som det fremgår af Tabel 2's første linje er børsnoterede banker særdeles kapitalintensive sammenlignet med børsnoterede ikke finansielle selskaber.

En typisk bankmedarbejder bestyrer 20-50 gange så mange aktiver som en typisk medarbejder i ikke finansielle selskaber.

Tabel 2. Risici på aktiverne for tre børsnoterede selskaber – ultimo 2009

	Danske Bank	Ringkjøbing Landbobank	A.P. Møller- Mærsk
Gennemsnitlige bogførte aktiver i mio. kr. pr. medarbejder	140,3	68,4	3,0
Aktiernes beta	1,74	0,81	1,50
Aktiernes volatilitet målt i procent p.a.	65,1	36,7	49,0
Aktivernes beta	0,05	0,13	0,69
Aktivernes volatilitet målt i procent p.a.	1,7	5,9	22,4

Note: Aktiernes beta er defineret som kovariansen mellem aktiens afkast og markedsporteføljens afkast divideret med variansen på markedsporteføljens afkast. Aktiernes volatilitet er defineret som den årlige standardafvigelse på aktiens afkast. Aktivernes beta og volatilitet er fundet ved en simpel delevering med faktoren markedsværdien af selskabets aktier divideret med markedsværdien af selskabets aktier

plus den bogførte værdi af selskabets øvrige passiver. Tak til Ken L. Bechmann for estimation af aktiernes beta og standardafvigelse.

I linje 2 og 3 har vi angivet to mål for, hvor risikable de tre selskabers aktier er. I linje 2 har vi angivet de tre selskabers beta, der måler, hvor meget afkastet på selskabets aktier samvarierer med øvrige selskabers afkast. Beta er et udtryk for aktiens systematiske risiko. I linje 3 har vi angivet volatiliteten for de tre selskabers aktier. Volatiliteten er standardafvigelsen på aktiens afkast og er et udtryk for aktiens samlede risiko – dvs. systematisk plus usystematisk risiko. Af tabellens linje 2 og 3 fremgår for begge måls vedkommende, at Danske Bank aktien er den mest risikable efterfulgt af A.P. Møller-Mærsk aktien og med Ringkjøbing Landbobank på sidste pladsen. Disse risikomål afspejler imidlertid både aktivernes risici og deres finansiering. Med henblik på at få et skøn over risiciene for de tre selskabers aktiver laver vi en standardberegning (såkaldt delevering) baseret på, at alle tre selskaber er fuldt egenkapitalfinansierede. En sådan beregning kan laves mere eller mindre sofistikeret. Vi laver beregningen så enkel som muligt, idet formålet alene er at få et groft skøn på aktivernes risici.

Vi ser af linje 4 og 5, at bankaktiver ikke er nær så risikable som øvrige selskabers aktiver. Vi bemærker også, at Danske Banks aktiver ikke er så risikable som Ringkjøbing Landbobanks aktiver. Her er dog tale om en delvis bias i Danske Banks favør. For det første indgår relativt sikre realkreditlån i Danske Banks balance og ikke i Ringkjøbing Landbobanks balance. For det andet indebærer den simple metode, vi har valgt til at delever med, at Danske Banks aktiver bliver relativt mindre risikable.²

Konklusionen er, at bankaktiver er væsentlig mindre risikable end øvrige selskabers aktiver. Der er således god grund til, at banker er finansieret med væsentlig mindre egenkapital end øvrige selskaber. Der er også belæg for, at Danske Banks aktiver i gennemsnit er mindre risikable end Ringkjøbing Landbobanks aktiver. Men nettoeffekten af aktivernes risiko og deres finansiering er, at Danske Bank aktien er den mest risikable, og den er ca. dobbelt så risikabel som Ringkjøbing Landbobank aktien.

Er det dyrere for banken og dermed låntagerne med mere egenkapital i banken? Hvad siger den klassiske teori?

Nogle banker og deres interesseorganisationer siger, at egenkapital er dyr. Deres argumentation er således: Egenkapital (aktionærindskud) kræver en højere forrentning, eksempelvis 10%, end bankindskud/lån, der eksempelvis blot kræver 2%. Mere egenkapital som erstatning for bankindskud/lån indebærer således, *at den sammenvejede omkostning ved at finansiere banken bliver højere*. Dermed er banken nødt til at forhøje renten på udlån, og det er borgerne og erhvervene, der kommer til at lide herunder.

Modigliani og Miller (MM) (1958, 1963, 1977) fik i hhv. 1985 og 1995 Nobelprisen for bl.a. at vise, at ovennævnte argument er forkert. Den simpleste version af deres argument er således: Bankens risici ligger i, om bankens udlånskunder er i stand til at betale deres lån tilbage. Denne risiko er uafhængig af, hvor meget egenkapital, der er i banken. Fordobles bankens egenkapital, er aktionærernes samlede risiko altså den samme, men risikoen pr. aktie falder til det halve, og dermed er aktionærernes afkastkrav pr. aktie ikke længere så højt. Eksempelvis falder afkastkravet på aktierne fra 10% til

9%. Og dette fald gør, at bankens sammenvejede omkostning ved at finansiere banken er uændret ved mere egenkapital. Egenkapital er således ikke en dyr finansieringskilde.

Ovenstående simple argument er baseret på, at bankindskyderne er sikre på at få deres penge retur fra banken, hvilket jo som bekendt ikke er sikkert. Er indskuddene risikable, falder den enkelte akties risiko ikke helt til det halve ved en fordobling af egenkapitalen, idet indskuddene også bliver mindre risikable som følge af den forøgede egenkapital. Hermed bliver låntagningen også billigere (men måske først på det tidspunkt, hvor lånene skal refinansieres). Nettoresultatet bliver uforandret, at bankens sammenvejede omkostninger ved at finansiere med mere egenkapital er uændret (senest på det tidspunkt, hvor de usikre indlån er blevet refinansieret).

Ovennævnte version af visse bankers (teoretiske) påstand om, at mere egenkapital forøger bankens sammenvejede fundingomkostninger holder altså ikke for en nærmere (teoretisk) prøvelse. Men på den anden side er det jo heller ikke sikkert, at MM's teoretiske resultat holder. MM's resultat var oprindeligt udledt under en række stærkt forsimplende antagelser. Videreudvikling af MM's teori har vist, at denne holder under langt mindre restriktive antagelser. Den væsentligste antagelse er, *at værdien af selskabets aktiver ikke afhænger af, hvordan selskabet er finansieret*. Og det behøver ikke at være korrekt. Eksempelvis kan man have, at aktiverne er mindre værd som følge af mulige konkursproblemer, hvis der er meget gæld i selskabet. Tilsvarende kan aktiverne være mindre værd som følge af manglende opsyn med ledelsen, hvis egenkapitalen er stor, og denne er delt ud på små aktionærer. Hvis vi tager hensyn til selskabs- og personskatter og fortolker aktiverne, som det beløb aktionærer og kreditorerne modtager efter skat, kan den samlede værdi ligeledes afhænge af passivside. Disse

problemstillinger behandles i et senere afsnit. Men om MM's resultat holder eller ej er i bund og grund ikke et teoretisk spørgsmål, men et empirisk spørgsmål. Vi behandler dette spørgsmål i næste afsnit, herunder i hvilket omfang MM's resultat ikke holder.

Den forskellige skattemæssige behandling af renter og udbytter/aktietilbagekøb i banken og hos investorerne *kan* som anført være et brud på den grundlæggende MM antagelse. Dette kan eksempelvis være tilfældet, hvis renteindkomst generelt beskattes lempeligere end aktieindkomst som følge af dennes dobbeltbeskatning i selskabet og hos aktionærerne. Men i Danmark er dette formentlig ikke tilfældet. Argumentet findes i "Miller-ligevægten" jf. Miller (1977), Hillier mfl. (2008) og Raaballe (2012a), der siger, at MM stadig holder, hvis der findes en investor, der beskattes lige hårdt af rente- og aktieindkomst.

Men vi vil nu prøve at spille bankens advokat og *antage*, at det ud fra en skattemæssig synsvinkel er væsentligt billigere for banken at finansiere sig med bankindsud/lån end med egenkapital. Formålet er alene at få et groft teoretisk skøn over, hvor meget de sammenvejede fundingomkostninger kan stige som følge heraf, hvis egenkapitalen forøges. For at opnå så høje sammenvejede fundingomkostninger som muligt antager vi, at der alene findes selskabsbeskatning og ingen personbeskatning.

Grove og forsimplede beregninger viser under denne antagelse, at eksempelvis Danske Banks sammenvejede fundingomkostninger ved at finansiere banken med tre gange mere egenkapital højst vil stige med 0,1% point – altså 10 basispunkter.³ Forklaringen skal findes i, at den skattemæssige ulempe ved mere egenkapital ikke vejer særligt tungt, når udgangspunktet er en markedsopgjort egenkapitalprocent i størrelsesordenen 3%.

Vi skal altså lede andre steder end i den klassiske teori, hvis vi skal finde teoretisk belæg for en væsentlig forøgelse af de sammenvejede fundingomkostninger som følge af højere egenkapital. Vi har gennemtrævlet litteraturen (jævnfør et senere afsnit) for at finde et sådant belæg og har ikke fundet det. Og det er forunderligt, hvis belægget skulle eksistere. Det vil give ”stjernestatus” i forskerkredse til den, der kommer op med et sådant belæg. Vi har altså ikke kunnet identificere et teoretisk argument for, at et højere dansk egenkapitalkrav medfører, at det bliver væsentligt dyrere for danske kunder at låne, og at danske banker dermed ikke kan konkurrere med udenlandske banker. En undtagelse hertil er, som vi senere skal se, den implicitte statsgaranti, der ligger i ”too big to fail”.

Når vore studerende ud fra klassisk teori og under antagelse om ingen statsgarantier argumenterer for, at de sammenvejede fundingomkostninger ved at finansiere et selskab med mere egenkapital vokser, da beder vi den studerende om at tage faget en gang mere. Det rigtige/forkerte svar på spørgsmålet har altså konsekvenser for såvel studerende som banker.

Er det dyrere for banken og dermed låntagerne med mere egenkapital i banken? Hvad siger empirien?

Miles m.fl. (2011) undersøger dette spørgsmål ved at tage udgangspunkt i de 6 største britiske banker for perioden 1997-2010. Det første spørgsmål, som de søger at afklare, er, om bankaktiernes risiko falder/vokser som følge af mere/mindre egenkapital. Som risikomål bruger de CAPM-modellens β , der er defineret som kovariansen mellem aktiens afkast og markeds-

porteføljens afkast divideret med variansen på markedsporteføljens afkast. De udfører regressionen i Boks 1 som en paneldataregression.

Boks 1. Miles m.fl.'s test af om bankaktiers risiko og afkastkrav afhænger af egenkapitalprocenten

$$(1): \beta_{it} = a + b \frac{D_{it} + E_{it}}{E_{it}} + \tilde{\epsilon}_{it}, \text{ hvor}$$

β_{it} : Bank i 's aktiebeta til tid t .

D_{it} : Bank i 's gæld til tid t .

E_{it} : Bank i 's egenkapital (opgjort som markedsværdien af bank i 's aktier og anden kernekapital) til tid t .

$\tilde{\epsilon}_{it}$: Bank i 's fejllid til tid t .

I alle tests finder forfatterne, at estimaterne af a og b er signifikant positive på 1% niveau.

Forfatterne viser altså, at aktiernes risiko og dermed afkastkravet til aktierne afhænger negativt af egenkapitalprocenten.

Men da estimatet på a er signifikant positivt, vil eksempelvis en fordobling af egenkapitalen ikke indebære en halvering af risikoen. Generelt finder forfatterne, at risikoen på aktierne blot falder med 50-75 % af, hvad den burde falde i henhold til den simpleste variant af MM-teorien.

På baggrund af estimation af ligning (1) finder forfatterne, at de sammenvejede fundingomkostninger ved at finansiere banken vokser i størrelsesordenen 8-20 basispunkter, hvis egenkapitalen i banken fordobles. Bagger-Sjöbäck og Lindgren (2011) replikerer i en kandidatafhandling afleveret ved Copenhagen Business School ovenstående undersøgelse med udgangspunkt i nordiske banker. Stikprøven består af de 8 største nordiske banker rangerende fra Nordea til Jyske Bank. Undersøelsesperioden strækker sig fra andet halvår 1998 til og med 2010. Undersøgelsens konklusioner svarer kvalitativt til Miles m.fl.'s konklusioner. De sammenvejede fundingomkostninger ved at finansiere banken vokser i størrelsesordenen 7-17 basispunkter, hvis egenkapitalen i banken fordobles. Men der er tre grunde til, at ovenstående skøn kan anses for at være for høje – og to af disse anføres da også i Miles m.fl. (2011). Vi vil nu spille bankens advokat og *antage*, at bankens sammenvejede fundingomkostninger ved at finansiere banken ligger i den høje ende og vokser med 20 basispunkter, hvis egenkapitalen i banken fordobles.

En grund hertil kan være, at det ud fra en skattemæssig synsvinkel er væsentlig billigere for banken at finansiere sig med bankindsud/lån end med egenkapital. Den teoretiske implikation heraf er, at a i ligning (1) er positiv. Og det er netop det, vi observerer i alle regressioner. Men, som vi argumenterede for i forrige afsnit, er vi skeptiske i denne forbindelse. Og yderligere viste en grov beregning, at skatteforhold maksimalt kunne forklare en stigning på 10 basispunkter – endda ved en tredobling af egenkapitalen.

De forskellige forfatteres beregning af de sammenvejede fundingomkostninger ved at finansiere banken med dobbelt så meget egenkapital tager ikke hensyn til, at den risikable bankgæld herved bliver mere sikker.

Den teoretiske implikation heraf er, at a i ligning (1) er positiv, hvilket vi observerer i alle regressioner. Mere sikker gæld indebærer, at gældens forrentningskrav bliver mindre, og dette forhold medtages altså ikke i beregningerne. Denne effekt kan potentielt være ganske stor. Under finanskrisen har vi i perioder set, at fundingomkostningerne for usikret gæld har varieret med op til 200 basispunkter på tværs af banker.

Alle bankerne i de to undersøgelser er kendetegnet ved at være store banker, og dermed i overvejende grad at være systemisk vigtige – dvs. ”too big to fail”. Lad os for argumentets skyld antage, at alle ved, at nationalstaten altid vil redde de investorer, der giver en stor bank usikrede lån. Banken kan derfor låne ”usikret” til den rente, som nationalstaten kan låne til. Hele fordelene ved at forøge egenkapitalen i banken vil derfor *ikke* tilfalde aktionærene ved mindre risiko på aktierne og mindre risiko på bankens låntagning og dermed mindre lånerente, men en del af fordelene vil tilfalde nationalstaten i form af mindre risiko for, at nationalstaten skal redde bankens långivere. Desto højere egenkapital, desto lavere statssubsidie modtager aktionærene altså. Den teoretiske implikation heraf er igen, at a i ligning (1) er positiv, hvilket vi observerer i alle regressioner. Konkluderende har vi altså, at store banker i teorien modtager et ”too big to fail”-statssubsidium, som er aftagende i omfanget af egenkapital. Men hvilken størrelsesorden har et sådant subsidium?

Jacowitz og Pogach (2012) undersøger, hvor meget billigere store amerikanske ”too big to fail”-banker kan låne usikret til sammenlignet med øvrige amerikanske banker. De finder, at store amerikanske banker betaler 25 basispunkter mindre for usikrede lån (lån der ikke er undergivet deposit insurance) end øvrige amerikanske banker, når der kontrolleres for bankaktivernes risici og bankernes egenkapitalprocent. Forfatterne finder

også, at de største blandt de amerikanske "too big to fail"-banker betaler mindre for deres usikrede indlån end de øvrige amerikanske "too big to fail"-banker. Her er altså tale om en effekt, der selv om den kun indvirker på en del af bankens passivside, potentielt alene kan forklare, hvorfor en stor banks samlede fundingomkostninger vokser med 10-15 basispunkter ved en fordobling af egenkapitalen: "Too big to fail"-subsidiet forsvinder.

Manglende indregning af mere sikre lån og mindre statssubsidie ved forøget egenkapital kan således stort set forklare en stigning i de sammenvejede fundingomkostninger op til 20 basispunkter.

Opsummerende har vi, at risikoen på bankers aktier og den usikre lånoptagelse falder ved mere egenkapital. For de største banker vil en fordobling af egenkapitalen formentlig højst betyde en stigning på maksimal 15 basispunkter i de sammenvejede fundingomkostninger, og denne stigning kan formentlig for den største dels vedkommende tilskrives bortfaldet af "too big to fail"-fordelen. For øvrige banker vil vi højst se en særdeles marginal stigning i de sammenvejede fundingomkostninger.

Er effekten på de sammenvejede fundingomkostninger så ubetydelig, at den næppe kan måles?

Når bankdirektører sammenligner sig, bruger de ofte bankens egenkapitalforrentning efter skat, der er defineret som nettoresultatet efter skat divideret med bogført egenkapital, som målestok.

Det er en udbredt opfattelse blandt bankdirektører, at man står sig bedre i denne konkurrence, hvis banken har en lav egenkapitalprocent. Rationalet er, at når afkastet på aktiverne er højere end lånerenten, da får man med en

lav egenkapitalprocent en højere egenkapitalforrentning efter skat. I teorien er hypotesen rigtig, men hvor stor er den praktiske betydning?

Vi undersøger dette ved at sammenholde egenkapitalforrentningen efter skat med bogført egenkapitalprocent for de 44 banker med hovedsæde i Danmark, og som var børsnoteret ultimo 2007. For at få så stærke resultater som muligt har vi valgt at gennemføre en regression for højkonjunkturåret 2006 og en regression for lavkonjunkturåret 2008. Vi kontrollerer regressionerne med to kontrolvariable, en for størrelse og en for kvaliteten af corporate governance – vi vender tilbage til den sidste variabel i næste afsnit. Hvis hypotesen har praktisk betydning, skal vi altså finde en signifikant negativ henholdsvis positiv sammenhæng mellem egenkapitalforrentningen efter skat og egenkapitalprocenten for 2006 henholdsvis 2008. Af Tabel 3's første linje ser vi for 2006, at egenkapitalforrentningen ikke afhænger signifikant af egenkapitalprocenten, men koefficienten har dog det forventede fortegn. Banker med høj egenkapital klarer sig altså statistisk set lige så godt som banker med lav egenkapital. Af Tabel 3's anden linje ser vi for 2008, at egenkapitalforrentningen igen ikke afhænger signifikant af egenkapitalprocenten, men koefficienten har dog det forventede fortegn.

Regressionerne er robuste. I Tabel 3's tredje og fjerde linje har vi erstattet egenkapitalforrentning efter skat med aktieafkastet som rentabilitetsmål. Konklusionerne er kvalitativt uændrede. Vi har også lavet regressionerne uden kontrolvariable (ikke rapporteret her). Igen er konklusionerne kvalitativt uændrede, men forklaringsgraden falder drastisk for 2008.

I en lille stikprøve (44 banker) er det sværere at opnå signifikans end i en større stikprøve. Men det er næppe det, som er tilfældet her, idet der for 2008 opnås 1% og 5%'s signifikans for kontrolvariablen DCG. Vi vender tilbage til denne variabel i næste afsnit.

I praksis må man altså konstatere, at man ikke kan måle nogen signifikant effekt på bankernes egenkapitalforrentning efter skat af lavere egenkapital – selv i ret dramatiske høj- og lavkonjunkturår. Der er altså ingen målelig fordel ved at konkurrere på laveste egenkapital. Det er blot risikabelt.

Tabel 3. Sammenhæng mellem egenkapitalforrentning og egenkapitalprocent i bankerne for høj- og lavkonjunkturåret 2006 henholdsvis 2008

		Konstant	ln(STØRRELSE)	BEK	DCG	Adj. R ²
EKF 2006	OLS	0,041	0,010	-0,254	0,037	0,25
	Outlier-robust signifikans	-0,162	0,024	-0,210	0,022	-
			**			

		Konstant	ln(STØRRELSE)	BEK	DCG	Adj. R ²
EKF 2008	OLS	-0,232	0,006	1,313	-0,358	0,25
	Outlier-robust signifikans	-0,390	0,020	0,837	-0,152	-
					**	

		Konstant	ln(STØRRELSE)	BEK	DCG	Adj. R ²
AFKAST 2006	OLS	1,688	-0,064	-2,582	0,053	0,09
	Outlier-robust signifikans	0,980	-0,028	-1,553	-0,048	-
		**	*			

		Konstant	ln(STØRRELSE)	BEK	DCG	Adj. R ²
AFKAST 2008	OLS	-0,692	-0,004	1,364	-0,116	0,22
	Outlier-robust signifikans	-0,729	-0,003	1,536	-0,138	-
		*		*	**	

Note: Resultater fra regressioner med forskellige mål for egenkapitalforrentning som den afhængige variabel. EKF er egenkapitalforrentningen efter skat defineret som resultat efter skat divideret med bogført egenkapital. AFKAST er årets aktieafkast. Den primære uafhængige variabel er BEK, der er bogført egenkapital divideret med bogført balance. Som kontrolvariable anvendes STØRRELSE, der er bogført balance i 1000 kr. samt DCG, der er en indikatorvariabel, der har værdien 1 (ellers 0), hvis der er dårlig corporate

governance i banken. Variablen er baseret på resultater i Bechmann og Raaballe (2012) (og er defineret som deres sammensatte variabel IBC&ISOL). Regressionerne er udført som standard OLS-regression og en outlier-robust regressions teknik, jf. Holland og Welsch (1977). *, **, *** angivet signifikans på 10%, 5% og 1% niveau.

Kilde: Bechmann og Raaballe (2012) og nye beregninger af forfatterne.

Corporate governance problemer

Bechmann og Raaballe (2009b og 2010) har påvist, at der op til den danske bankkrise var store corporate governance problemer i flertallet af de 44 danske børsnoterede banker. Problemerne bestod især i omfattende aktionærhindringer i form af stemmebegrænsninger, ejerbegrænsninger, indirekte valg til bankbestyrelsen, navnenotering af aktier osv. Dette skulle vise sig at være fatalt. Alle faldne 19 børsnoterede danske banker var kendetegnet ved store corporate governance problemer.

Det er præcist disse corporate governance problemer, som identificeres på en lidt anden måde i regressionerne i Tabel 3 for 2008 ved hjælp af variabelen *DCG*, hvor det eksempelvis ses, at banker med dårlig corporate governance har en egenkapitalforrentning, der er 35,8 procentpoints lavere end øvrige bankers egenkapitalforrentning.

En måde at undgå disse konsekvenser fremadrettet er at regulere, så de værste aktionærhindringer elimineres. Men som vi senere skal se, opnås den samme effekt ved krav om væsentlig mere egenkapital i bankerne.

Når passividen påvirker aktivsiden – Nyere teori

I dette afsnit gennemgås en række øvrige forhold vedrørende bankernes kapitalstruktur.

Langvarige kundeforhold er begunstiget af mere egenkapital

Ikke finansielle selskaber, der har langvarige relationer med deres kunder, er kendetegnet ved at have mere egenkapital end øvrige selskaber, se eksempelvis kapitel 17 i Hillier m.fl. (2008). Rationalet er, at den vare eller service, som kunden har købt af selskabet, er mere værd for kunden, hvis selskabet også findes fremadrettet og er i god gænge. Kunden kan således regne med, at de implicite garantier, som selskabet har givet på købstidspunktet, vil blive honoreret af selskabet i fremtiden – også under dårlige konjunkturforshold. Kunden vil derfor i dag være villig til at betale en relativt høj pris for varen eller servicen. Lav egenkapital og dermed lavt omdømme vil altså koste på prisen. Banker har langvarige forhold til deres kunder. Ikke så meget til deres indskydere, de kan relativt frit shoppe. Er du en god låntager eller fremtidig låntager, kan du vanskeligt tage dit gode omdømme med over til en anden bank. Hvis en ny bank åbner en filial i eksempelvis Aalborg, kan den nye bank være sikker på, at det er udlånene, den kommer til at konkurrere om. Og køen af kunder udenfor døren består fortrinsvis af dårlige låntagere. De gode låntagere modtager et matchende tilbud fra deres hidtidige bank. Det er således som låntager ikke helt enkelt at skifte bank. Det indebærer derfor væsentlige omkostninger for kunden, hvis banken lukker eller bliver lukningstruet. Det er således bittert som låntager at blive fanget i en bank med dårlige egenkapitalforhold. Det vil næppe blive glemt af kunden. Det er ikke blot låntagere, der har et langvarigt

forhold til banken. Det gælder eksempelvis også ældre kunder som pensionstagere, der ikke har lysten eller evnen til at forvalte deres formue. De har brug for loyal og professionel formueforvaltning.

Det er ud fra disse synsvinkler fordelagtigt med banker, der har langt mere egenkapital. Det er derfor forunderligt, at finansielle virksomheder ikke som tidligere og som øvrige virksomheder med langvarige kunderelationer konkurrerer på høj egenkapital. Det ville lønne sig på den lange bane.

Gældens disciplinerende effekt?

Det er med baggrund i Jensens Free Cash Flow teori – Jensen 1986 – blevet fremført, at (megen) gæld disciplinerer ledelser, der ikke overvåges tilstrækkeligt af deres aktionærer. Rationalet er, at servicering af megen gæld holder ledelsen til ilden, og forhindrer ledelsen i at gennemføre investeringer, der ikke er rentable, men blot sjove. Skal der gennemføres en ny investering, tvinger megen gæld i selskabet ledelsen til at spørge investorerne, herunder aktionærerne. Når ledelsen måske kontakter banken for at få kassekreditten udvidet med henvisning til midlertidige likviditetsproblemer, så løfter kreditchefen øjenbrynene. Han har mistanke om solvensproblemer og udbeder sig yderligere materiale i form af interimregnskab, budgetter osv. Banken overvåger så at sige delvist selskabet på aktionærernes vegne. Der er empirisk belæg for denne teori, når det er ikke finansielle selskaber, der er låntager. Men mekanismen virker så åbenbart ikke, når det er bankerne, der er låntagere. Danske bankers lån i efteråret 2008 på 500-700 mia. kr. fra udenlandske banker havde ikke udgjort nogen bremse på udlånslysten (investeringerne), men udgjorde i stedet brænde til bålet. De udenlandske banker overvågede ikke de danske banker og ville heller ikke have haft mulighed for det. Det eneste

formildende set med udenlandske bankers øjne var, at lånene var givet som meget kortvarige lån og dermed udgjorde en systemisk risiko for den danske stat. De udenlandske långivere blev reddet af Bankpakke 1. Tingene har ændret sig. Nu låner banker generelt ikke usikret ud til hinanden. Og det vil ikke ændre sig før, at låntagende bank stiller med væsentlig højere egenkapital. Et velfungerende interbankmarked er en smidig mekanisme til at overføre likviditet, men ikke til at overføre risici.

Stor usikkerhed giver kreditrationering

Megen gæld, og især gæld med kort løbetid, er en skrøbelig finansieringsform. Det måtte danske banker som tidligere nævnt erfare i efteråret 2008, da de udenlandske banker ikke ville forny gæld i størrelsesordenen 500-700 mia. kr. De udenlandske banker frygtede for, at de ikke ville få deres penge tilbage. Der var simpelthen for lidt egenkapital i de fleste danske banker set i forhold til den usikkerhed, som de udenlandske långivere stod over for. Resultatet blev en total kreditrationering af de fleste danske banker. Denne skrøbelighed i de korte gældsmarkeder er velkendt fra finansieringsteorien, men blev desværre overset. Forklaringen på skrøbeligheden gives i Stiglitz og Weiss (1981), se også Grosen og Raaballe (2010) samt Raaballe (2012). Låntagere (her danske banker) ved mere om usikkerheden på deres aktiver, eksempelvis udlån, end långiver gør. Da lånet højst kan honoreres med dets hovedstol og renter, men kan risikere ikke at blive honoreret overhovedet, indebærer højere usikkerhed, at långiver må forlange en højere rente på lånet. Men det indebærer, at de låntagere, der har den mindste usikkerhed på deres egne udlån, ikke finder det fordelagtigt at søge et sådant lån. Långiver mister altså ved en renteforhøjelse de mest profitable låntagere og må derfor sætte lånerenten yderligere op, hvorved långiver også mister de næstmest

profitable låntagere. Enden på dette argument er, at långiver slet ikke vil låne ud uafhængigt af, hvilken rente låntager tilbyder. Forklaringen virker plausibel i lyset af det, som passerede i løbet af 2008. Der var ingen advarsel i et eneste af de 44 danske børsnoterede bankers årsregnskaber i vinteren 2008. Der var heller ingen advarsler i de efterfølgende kvartals- og halvårsregnskaber, fra Finanstilsynets eller Nationalbankens side. Alligevel havde 7 ud af 44 danske børsnoterede banker mistet deres navneskilt inden udgangen af efteråret 2008. Det var simpelthen ikke til at identificere, hvilke danske banker der var sunde, og hvilke der skrantede (Tønder Banks uventede kollaps er et grelt nutidigt eksempel herpå). Derfor lukkede de udenlandske banker deres udlån ned.

Utilstrækkelig egenkapital forvrider incitamentet

En bank, der påtager sig mere risiko, tjener mere, når det går godt, og taber mere, når det går dårligt. Det er ikke noget problem, når der er tilstrækkelig egenkapital i banken. Men hvis der ikke er tilstrækkelig egenkapital, bliver regnestykket anderledes. Nu kommer aktionærerne som følge af den begrænsede hæftelse ikke længere til at bære hele tabet, når det går dårligt, og andre må træde til. I første omgang kreditorerne og herefter staten. Når en bank er kommet i en situation med utilstrækkelig egenkapital, kan forøget risiko være privatøkonomisk fordelagtig for aktionærer og eventyrlystne bankdirektører, selvom samme forøgede risiko ikke ville have været fordelagtig for aktionærerne, hvis der havde været mere egenkapital i banken. For meget gæld har altså i nogle banker forledt til hasard og fører under alle omstændigheder til, at aktionærer og ledelser får forkerte tilskyndelser. For en uddybende beskrivelse henvises til Hans-Werner Sinns *Casino Capitalism* fra 2010. Et kulørt dansk eksempel kan findes i

forbindelse med Amagerbankens krak. Op til krakket kom det frem, at Amagerbanken havde udskiftet store ejendomskunders kronelån med lån i schweizer franc. Hvis schweizer francen steg i kurs, kunne kunderne (slet) ikke tilbagebetale lånene, og dermed ville banken gå ned. Men det ville den have gjort alligevel. Hvis schweizer francen derimod faldt i kurs, kunne kunderne tilbagebetale en stor del af lånene, og dermed ville banken og dens ledelse måske være reddet.

Konkluderende finder vi i denne gennemgang ingen støtte for, at megen gæld er godt for banker. Derimod giver gennemgangen anledning til undren over, at bankerne ikke som tidligere understøtter deres langvarige kundeforhold med tillidsskabende egenkapital.

Mere egenkapital – frivilligt, ved tilskyndelse eller ved lov?

I den nuværende situation, og som tingene tegner sig fremadrettet, kan danske banker alene få væsentlig mere egenkapital ved, at denne tilføres af ejerne.

For de største banker har vi set, at en to- til tredobling af egenkapitalen *kan* indebære en stigning på op til 20 basispunkter i de sammenvejede fundingomkostninger som følge af, at egenkapitaludvidelsen indebærer bortfald af et ”too big to fail”-subsidium fra staten i denne størrelsesorden. I så fald kan det privatøkonomisk måske ikke svare sig for ”too big to fail”-bankers aktionærer at skyde mere egenkapital ind ved en aktieemission.

Grunden til, at vi er kommet i den situation, er, at staten/politikerne har tilladt bankdrift med så lav egenkapital i bankerne, at indskyderne ikke har kunnet være sikre på deres penge, herunder at staten har måttet bøde for

bankens manglende betalingsevne. Konsekvensen heraf kan være, at øget egenkapital i de store banker ikke alene kan opnås ad frivillighedens vej, idet banken og aktionærerne herved mister et statssubsidie. Derfor kan staten/politikerne som følge af fortidens synder være tvunget til at stille høj egenkapital som en betingelse for at drive bank. Det er det, vi ser i Schweiz, Storbritannien og Sverige, hvor politikerne arbejder på at indføre langt højere egenkapitalkrav, end der er lagt op til i "Basel III".

Dansk bankvæsen er igennem de sidste fire år blevet et "politikerområde", og man kan frygte, at det er permanent. Valget synes at være, om det skal være et dansk eller et EU "politikerområde". De store danske bankers alternativ hertil er, at de beslutter at stå på egne ben. Staten kan tilskynde hertil. Ved en to til tre gange højere egenkapital er indskyderne langt bedre sikret. Der er derfor ingen grund til, at bankerne som nu skal betale 25 basispunkter af deres dækkede indskud til Indskydergarantiordningen. Det foreslås derfor, at banker med en egenkapitalandel over en vis størrelse kan slippe for at betale til ordningen.

I appendiks findes en samlet opgørelse af forøgelsen af de gennemsnitlige fundingomkostninger som følge af en to- tredobling af de svageste kapitaliserede bankers egenkapital.

Mere egenkapital slår flere fluer med et smæk

Tilførsel af væsentlig mere egenkapital i bankerne vil sandsynligvis indebære, at aktionærerne kræver mere indflydelse og eventuelt også udskiftning af en inkompetent bankledelse. Det er formentlig derfor, at

mange banker er noget nølende overfor at rejse mere egenkapital hos aktionærerne.

Magtforholdet mellem bankens ledelse og dens aktionærer er i ledelsens favør, så længe banken ikke har brug for ny egenkapital fra dets aktionærer. Som tidligere anført har bankens aktionærer som følge af stemme- og ejerbegrænsninger samt andre aktionærhindringer stort set intet at skulle have sagt i flertallet af landets banker. Det samme gør sig også gældende for mindre aktionærer i banker uden aktionærhindringer. Men magtforholdet ændrer sig, når banken, ikke mindst hvis den er i krise, beder aktionærerne om et større beløb i yderligere egenkapital.

Eksempelvis var noget af det allerhelligste i Amagerbanken stemmebegrænsningerne. Beskeden til Carsten Ree var alligevel: Bare kom med pengene, så fjerner vi stemmebegrænsningerne. Konsekvensen var en gradvis totaludskiftning af den hidtidige ledelse. Det korte af det lange er: Mange bankdirektører frygter personligt en større aktiekapitaludvidelse, idet konsekvensen kan blive, at betingelsen for en aktieudvidelse meget vel kan blive en ny ledelse. Jobsikkerhed prioriteres højere end hensynet til banken, aktionærerne og samfundet.

En væsentlig egenkapitaludvidelse løser altså også et eventuelt corporate governance problem i banken.

Mulige praktiske indvendinger mod mere egenkapital

Kan der rejses egenkapital nok?

En to- til tredobling af de svagest kapitaliserede bankers egenkapital vil indebære en forøgelse af den danske banksektors egenkapital i

størrelsesordenen 300 mia. kr. Nogle vil måske spørge, om det er muligt at tilføre så mange penge til banksektoren? Spørgsmålet er grundlæggende forkert stillet. Pengene er allerede i banksektoren. De skal blot overføres fra bankernes forskellige typer af indlån til bankernes egenkapital. Vi vil illustrere dette med et simpelt eksempel. Antag at en opsparer som en del af sin portefølje bl.a. har for 100.000 kr. Danske Bank aktier med et forventet afkast på 14% p.a. (= 2% + 12%, hvor de 12% er risikotillægget) og 100.000 kr. som et sikkert indlån i Danske Bank med en rente på 2% p.a. Opsparerens forventede afkast på denne del af porteføljen er altså 8% p.a., og risikoen udgøres af risikoen på Danske Bank aktierne. Hvis Danske Bank fordobler egenkapitalen ved en aktieemission, falder risikoen på Danske Bank aktien (jævnfør tidligere) stort set til det halve, og afkastkravet til aktien er 8% p.a. (= 2% + 6%, hvor de 6% er risikotillægget). Hvis opspareren deltager pro rata i Danske Banks aktieemission og anvender indskuddet i Danske Bank til at købe yderligere for 100.000 kr. Danske Bank aktier, da har opspareren stadig et forventet afkast på denne del af porteføljen på 8%, og opsparerens risiko er uændret, idet han har dobbelt så mange aktier med halv så stor risiko.

Dette forsimplede eksempel illustrerer flere ting. Der er ikke skudt flere penge ind i banken. Man kommer ved væsentlig øgede egenkapitalkrav aldrig tilbage til en verden, hvor afkastkravet til bankaktier er på 14-18% p.a., det bliver på 8-10% p.a. Men set med investorbriller er tingene uforandrede. Investor opnår samme forventede afkast og påtager sig samme risiko, men har blot dobbelt så mange bankaktier hver med halv så stor risiko. Men jævnfør tidligere er der én ting, som ændrer sig. En stor aktieemission giver de små aktionærer mulighed for at sige nej til en dårlig ledelse og vil formentlig indebære, at der kommer en større aktionær, der vil

overvåge bankledelsen, ind i bankens ejerkreds – se Bechmann og Raaballe (2009b og 2010).

Reducerer bankerne udlånene?

Vil banken ikke blot ”halvere udlånet” ved eksempelvis en fordobling af egenkapitalkravet i stedet for at rejse mere egenkapital? Nej, for det vil bringe bankens regnskab i rødt og dermed afvikle banken. Banken kan ikke komme af med de dårlige låntagere. Konsekvensen af at sige de gode låntagere op er, at man mister dækningsbidraget på disse. Det kan der ikke bringes økonomi ud af. Omvendt har vi set, at de store bankers sammenvejede fundingomkostninger højst vil stige med 15 basispunkter, og de øvrige bankers sammenvejede fundingomkostninger vil formentlig stort set ikke stige ved en fordobling af egenkapitalen. En overvæltning af disse omkostninger er til at leve med for låntagerne, når man samtidig påtænker, at det i de sidste 4 år er lykkedes bankerne at hæve udlånsmarginale ganske markant. Så en fordobling af egenkapitalen vil i denne henseende ikke udgøre et alvorligt problem for bankerne. Anderledes alvorligt er det, at bankerne i dag ikke tjener på deres indlån. Selvom traditionelle lønmodtagerindlån i dag stort set ingen rente får, er der i dag ikke fortjeneste på sådanne indlån, da bankens risikofrie placeringsrente af disse midler er stort set nul. Bankens væsentligste fortjenestemuligheder ligger på udlånssiden. Men her er problemet, at danskerne for nærværende generelt hellere vil spare op end tage lån i banken. Og dette alvorlige problem løses ikke ved at skære ned i bankens gode udlån. Det vil i stedet blive bankens endeligt.

Hvordan modtages en aktieemission af markedet?

Når et selskab annoncerer en aktieemission, falder selskabets aktiekurs typisk med et par procent. Det er god standardlitteratur i amerikanske lærebøger, se eksempelvis Hillier m.fl. (2008). Resultatet holder imidlertid generelt kun for amerikanske emissioner – Eckbo m.fl. (2008) – og endda ikke for alle typer af aktieemissioner, idet rettede aktieemissioner modtages positivt på det amerikanske marked. På de fleste andre markeder, og i særdeleshed kontinental Europa, modtages aktieemissioner positivt eller neutralt. Kursreaktionen i forbindelse med danske aktieemissioner er undersøgt af Andersen (2008), se også Grosen og Raaballe (2009). De to mest hyppigt forekommende typer af aktieemissioner i Danmark er underkursemissioner rettet mod eksisterende aktionærer og dagskursemissioner primært rettet mod større aktionærer. Når et dansk selskab annoncerer en emission, stiger det pågældende selskabs aktiekurs på annonceringstidspunktet i gennemsnit med knap 2% – mest for dagskursemissioner rettet mod større aktionærer. Nogle danske selskabers aktier kan falde i kurs, andre stige i kurs, men gennemsnittet er en kursstigning på knap 2%. Datamaterialet er desværre ikke omfattende nok til, at kursreaktionen kan undersøges pålideligt for banker alene. Kursreaktionen er positiv (men ikke signifikant) for bankerne, og ikke så positiv som for selskaber indenfor industri samt handel og service.

Forsigtigt konkluderende har vi, at den enkelte danske banks aktieemission formentlig vil blive modtaget neutralt, hvis en væsentlig aktieudvidelse indebærer, at banken ikke længere skal betale til Indskydergarantiordningen. For at gardere os mod en negativ modtagelse kan man tvinge eller give bankerne tilskyndelse til at gennemføre aktieemissionerne indenfor eksempelvis en 2-års periode. Argumentet herfor er baseret på amerikanske

forhold. Den typiske forklaring på den negative kursreaktion i USA er baseret på Myers og Majlufs (1984) model. Et selskab, hvis aktier er undervurderede, er modvillige mod at udstede aktier til nye aktionærer, idet en sådan aktieemission indebærer, at de nye aktionærer får lov at købe guld for sølv. Dette er til skade for eksisterende aktionærer. Som følge heraf er en aktieemission et signal om, at det pågældende selskabs aktier sikkert er overvurderede, hvorfor der i gennemsnit ses en negativ kursreaktion. Det er altså selvselektionen, der skaber den negative kursreaktion, og denne kan derfor imødegås ved, at alle banker tvinges eller tilskyndes til at foretage aktieemissionen indenfor et bestemt tidsrum.

Tilsyn: Keep it simple

Den 2. januar 2013 offentliggjorde Finanstilsynet en inspektion i Danske Bank: ”... *Finanstilsynet fandt, at der manglede dokumentation af den risikoansvarliges og risikostyringsfunktionens indsats, og Finanstilsynet har givet banken påbud herom. ... Finanstilsynet vurderede, at der i direktionens redegørelse til bestyrelsen manglede en beskrivelse af controllingaktiviteterne på kreditområdet og resultaterne heraf. ... Banken skal orientere Finanstilsynet om sine overvejelser om ny organisering af controllingaktiviteterne, og hvad der skal med herom i direktionens redegørelse til bestyrelsen om bankens risici. ... Finanstilsynet vurderer imidlertid, at bestyrelsens drøftelser og vurderinger af bankens risici på baggrund af redegørelsen ikke fremgår i tilstrækkeligt omfang af bestyrelsesprotokollen.*” Finanstilsynet er reelt til stede i bankens bestyrelseslokale, og man kan sætte spørgsmålstegn ved, hvem der driver og

har ansvaret for banken. Dette er konsekvensen af ikke at klare sig selv. Man har så og sige lukket djævelen ind.

Dette afsnits overskrift er inspireret af Nationalbankdirektør Nils Bernsteins indlæg ved Finansrådets årsmøde den 3. december 2012. Nils Bernstein siger bl.a.: *”Netop nu er et større lovkompleks vedrørende finansiel lovgivning på vej til behandling i Folketinget. Jeg har udkastet med her i dag. Det vejer 1,37 kg. Det skal retfærdigvis siges, at vægten kan halveres, når der skrives på begge sider af papiret. Meget mere er på vej over de kommende år ... Keep it simple. ... Konklusionen er, at man med relativt simple nøgletal kunne identificere, hvilke institutter der kunne komme i farezonen.”*

Jeg deler den tidligere Nationalbankdirektørs bekymring og skepsis omkring detaljeregulering af bankerne. Ikke blot skabes der et indviklet administrativt system, men det gør også ansvarsfordelingen uklar, og innovation hæmmes – først skal bankens ledelse spørges, så skal Finanstilsynet spørges. Det er tungt.

Tilsynsmæssigt ligger samfundets interesse primært i, at bankens indskydere ikke lider tab, og at banken ikke har adgang til statskassen. Væsentlig mere egenkapital i banken løser netop disse to problemer, og ved eventuelle solvensproblemer i banken vil der være penge nok i banken til at dække indskyderne, og dermed vil der blive foretaget en privat rekonstruktion af banken. Herved er detaljeregulering af banken unødigt, aktionærene må som i det øvrige erhvervsliv selv beskytte deres investering. Finanstilsynets væsentligste opgave bliver et solvenstilsyn.⁴ Den væsentligste forudsætning for en sådan mekanisme er, at den bliver lovfæstet således, at bankens aktionærer og ledelse ikke får mulighed for at trække tiden i langdrag, hvis solvensgrænsen overskrides. Og at politikerne ikke gives mulighed for at

sagsbehandle. Lovfæstningen indebærer bl.a., at der skal være få muligheder for at anke en solvensopgørelse foretaget af Finanstilsynet. Desto højere egenkapitalkrav, desto enklere bliver tilsynsopgaven, og desto mere uafhængig bliver banken.

Off-balance m.v.

Det er blevet fremført, at højere egenkapitalkrav kan få de større danske banker til at flytte aktiver væk fra deres balancer. Det kan eksempelvis ske ved at eksisterende udlån sælges til tredjemand. Provenuet fra salget bruges til at finansiere nye udlån, som så eventuelt også sælges til tredjemand. Denne model er ikke set i nævneværdigt omfang i Danmark, men er dog oppe at vende i forbindelse med Erhvervsministeriets rapport om ”Erhvervsobligationer som finansieringskilde for små og mellemstore virksomheder” (2012).

Jeg har af flere grunde svært ved at indse, at denne model skulle vinde indpas i Danmark. De større danske bankers sammenvejede fundingomkostninger vil højst stige med 20 basispunkter som følge af væsentligt forøget egenkapitalkrav. Og denne stigning skyldes i al væsentlighed bortfald af ”too big to fail”-subsidiet. Hvordan skulle tredjemand så være i stand til at finansiere udlånene billigere end den danske bank? Det eneste svar, som jeg kan komme på, er, at så må tredjemand være en udenlandsk bank, der modtager et statssubsidie. Men den udenlandske bank risikerer at blive tørret.

Den oprindelige långiverbank ved mere om udlånenes bonitet, end køber gør. Og hertil kommer, at banken har mulighed for at sortere i udlånene og

beholde de bedste selv. Det er svært at være køber, men det er sikkert endnu sværere for sælger at få en skarp pris under de konditioner. Selv med en mindre gunstig pris (og så er forretningen gået fløjten) vil køber sikkert forlange, at banken beholder noget af risikoen – enten ved at gå ind med egenkapital i forretningen eller ved at stille garanti. I begge tilfælde vil/bør et tilsyn forlange, at udlånene stadig solvensmæssigt forbliver på bankens balance.

Som tidligere diskuteret ønsker de fleste låntagere en langvarig relation til deres långiver og er som følge heraf parate til at betale en højere pris. Denne relation forsvinder som følge af salget.

Væsentligt forøget egenkapitalkrav indebærer, at pengeinstitutterne skal hente mere egenkapital hos deres ejere. Der findes mange ikke børsnoterede pengeinstitutter (oftest sparekasser og andelskasser) i Danmark, men de er som hovedregel små og har gennemgående allerede en høj egenkapitalprocent. Der findes imidlertid også mellemstore pengeinstitutter, der ikke er børsnoterede, og disse har typisk ikke allerede tilstrækkelig med egenkapital. Nogle af disse har dog en ejer, der vil være i stand til at skyde tilstrækkelig egenkapital ind i pengeinstituttet. Der resterer herefter godt en håndfuld pengeinstitutter, der skal igennem nærmere overvejelser med hensyn til fremtidig ejerstruktur.⁵ Men deres strategiske overvejelser er formentlig ikke meget anderledes end de børsnoterede banker, der i dag har omfattende aktionærhindringer.

Konklusioner

En to- til tredobling af de svageste kapitaliserede dansk bankers egenkapital vil blot have en lille effekt på bankernes gennemsnitlige fundingomkostninger. For ”too big to fail”-bankerne er der *højest* tale om en stigning i størrelsesordenen 20 basispunkter (0,2% point). Denne eventuelle stigning i de gennemsnitlige fundingomkostninger skyldes for hovedpartens vedkommende bortfaldet af ”too big to fail”-subsidiert, når banken tilføres mere egenkapital. For de små og mellemstore bankers vedkommende er stigningen i de gennemsnitlige fundingomkostninger formentlig særdeles marginal.

Væltet disse eventuelle forøgede omkostninger over på bankens låntagere er dette en særdeles lav pris at betale for finansiel stabilitet, ikke mindst set i lyset af de forøgede udlånsmarginale igennem de sidste 4 år.

Der kan endog ud fra historiske tal og danske tal sættes spørgsmålstegn ved, om der overhovedet kan måles en stigning i de gennemsnitlige fundingomkostninger ved en to- til tredobling af de svagest kapitaliserede danske bankers egenkapital. Man kan endda håbe på en positiv effekt på de sammenvejede fundingomkostninger, idet væsentlig mere egenkapital vil forbedre de langvarige relationer mellem banken og dens kunder. Og kunderne er derfor villige til at betale højere priser.

Vil man gå med livrem og seler samt tilskynde de danske banker til væsentlig mere egenkapital, kan man friholde bankerne for betaling til indskydergaranti, hvilket er rimeligt, når bankerne har væsentlig mere egenkapital. Det vil reducere bankernes fundingomkostninger med 25 basispunkter af deres dækkede indskud. I så fald vil too big to fail bankerne få stort set uændrede gennemsnitlige fundingomkostninger og de små og

mellemstore banker lavere gennemsnitlige fundingomkostninger. Det synes, også set med statens øjne, når man tager de forgangne godt 4 år i betragtning, at være en lav pris for finansiel stabilitet.

En sidegevinst ved væsentlig mere egenkapital er væsentlig bedre corporate governance, særligt i de små og mellemstore banker. En væsentlig egenkapitaludvidelse vil indebære, at aktionærerne for at deltage i kapitaludvidelsen stiller krav om kompetente bankledelser. Der vil altså ske udskiftninger af inkompetente bankledelser, og herved fremkommer en væsentlig gevinst – jævnfør de 19 faldne børsnoterede banker. Men det vil formentligt også fra bankernes side være den største anstødssten mod forslaget.

En tredje fordel ved væsentlig mere egenkapital er, at de danske banker igen kan låne og placere usikret på det danske interbankmarked. Og de større danske banker kan igen kontinuert låne usikret på de internationale markeder.

Set med danske bankøjne indebærer forslaget også den væsentlige fordel, at bankerne ikke længere som i de sidste godt 4 år vil være et væsentligt ”politikerområde”. Og man vil kunne undgå megen af den detaljeregulering, som allerede er blevet indført, og som er på vej. Det sidste forhold vil især være et gode for de mindre pengeinstitutter.

På det praktiske plan indebærer en to- til tredobling af de svageste kapitaliserede bankers egenkapital en forøgelse af den danske banksektors egenkapital i størrelsesordenen 300 mia. kr. Beløbsmæssigt udgør dette ikke noget problem, idet pengene er allerede til stede i banksektoren. Problemet bliver de krav, som aktionærerne vil stille til bankledelserne for at stille pengene til rådighed som egenkapital.

Forslaget kan implementeres på mange måder, men en ting er uomtvistelig, det er alene rigtig egenkapital, der tæller solvensmæssigt. Ét forslag kunne bestå i, at alle pengeinstitutter skal opfylde et solvenskrav (defineret som bogført egenkapital divideret med bogført balance) på mindst 8%. Dette solvenskrav gælder for pengeinstitutter med de mest sikre aktiver og intet indlånsunderskud. Øvrige pengeinstitutter skal stille med mere egenkapital.

Det bemærkes, at forslaget indebærer, at man mere end godt og vel også kommer til at overholde fremtidige internationale regler på området.

Andre forfattere har også givet et bud på finansiel stabilitet ved væsentlig forøget egenkapital. Admati m.fl. (2011) konkluderer: *Based on all of these observations, equity capital ratios significantly higher than 10% of un-weighted assets should be seriously considered*⁶. Miles m.fl. konkluderer: *Our estimate of optimal bank capital is that it should be around 20% of risk weighted assets. If risk weighted assets are between 1/2 and 1/3 of total assets then even with equity of 20% of risk weighted assets debt would be between 90% and 93% of total funding* – dvs. en bogført egenkapitalprocent på 7 – 10% (min tilføjelse).

Ovennævnte forslag vil næppe kunne gennemføres ad frivillighedens vej – med mindre Danske Bank sadler om og vender tilbage til den risikoprofil, banken havde før 1998.

De sidste godt 4 år taget i betragtning synes væsentlig mere egenkapital, også med et tilskyndelsestilskud fra staten, at være en samfundsmæssig lav pris at betale for finansiel stabilitet. De eneste tabere bliver dårlige bankledelser.

Litteratur

Admati, Anat R., Peter M. DeMarzo, Martin F. Hellwig, og Paul Pfleiderer, 2011: *Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is Not Expensive*. Stanford GSB Research Paper no. 2063.

Andersen, Michael, 2008: *Empirisk studie af aktieemissioner for børsnoterede danske selskaber*. Kandidatopgave ved Institut for Økonomi, Aarhus Universitet.

A.P. Møller-Mærsk årsregnskab 2008.

Bagger-Sjöbäck, Robin og Olof Lindgren, 2011: *The Optimal Capital Structure for Nordic Banks*. Hovedopgave ved CBS.

Bechmann, Ken L. og Johannes Raaballe, 2008: Danske banker og finanskrisen. *Finans/Invest*, 8/08, s. 11-17.

Bechmann, Ken L. og Johannes Raaballe, 2009a: Danske bankdirektørers aflønning – Incitamentsaflønning eller tag selv bord? *Finans/Invest*, 6/09, s. 16-25.

Bechmann, Ken L. og Johannes Raaballe, 2009b: Manglende bremseklodser i danske banker. *Finans/Invest*, 8/09, s. 4-13.

Bechmann, Ken L. og Johannes Raaballe, 2010: Stemme- og ejerbegrænsninger i danske banker – en replik. *Finans/Invest*, 3/10, s. 19-27.

Bechmann, Ken L. og Johannes Raaballe, 2012: *Bad Corporate Governance: When Incentive-Based Compensation Identifies Dangerous CEOs*. Working Paper.

Danmarks Nationalbank, 2008: *Finansiel Stabilitet 2008*.

Danmarks Nationalbank, 2012: *Nils Bernsteins indlæg ved Finansrådets årsmøde mandag den 3. december 2012*.

Dansk Banks årsregnskaber 1998-2011.

Eckbo, Esben B, Ronald W. Masulis, og Øyvind Norli, 2007: *Security Offerings*. Handbook of Corporate Finance, Vol. 1. Edited by Eckbo, B. Espen.

Erhvervsministeriet, 2012: *Erhvervsobligationer som finansieringskilde for små og mellemstore virksomheder*.

Finansrådet, 2012: *Redegørelse om CIBOR*.

Finanstilsynet, 2013: *Redegørelse om inspektion i Danske Bank A/S (ledelse og styring på kreditområdet)*.

Grosen, Anders og Johannes Raaballe, 2009: Danske bankers forfejlede kapitalstyring. *Finans/Invest*, 2/09, s. 2-3 og 21.

Grosen, Anders og Johannes Raaballe, 2010: Bankkrise og kreditformidling. *Finans/Invest*, 7/10, s. 2-4.

Holland, P.W. og R.E. Welsch, 1977: Robust Regression Using Iteratively Reweighted Least-Squares. *Communications in Statistics: Theory and Methods*, A6, pp 813-827.

Hillier, David, Mark Grinblatt og Sheridan Titman, 2008: *Financial Markets and Corporate Strategy*. McGraw-Hill.

Homer, Sydney, og Richard Sylla, 1991: *A History of Interest Rates*, Rutgers University Press.

Independent Commission on Banking, 2011: *Consultation on Reform Options*, Interim Report.

Jacewitz, Stefan og Jonathan Pogach, 2012: *Deposit Rates Advantages at the Largest Banks*. Federal Deposit Insurance Cooperation Working paper.

Jensen, Michael C., 1986: Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Review*, Vol. 76, Issue 2, pp. 323-329.

Kashyap, A. K., J. C. Stein og S. Hanson, 2010: *An Analysis of the Impact of "Substantially Hightened" Capital Requirements on Large Financial Institutions*. WP, Harward Business School.

Miles, David, Jing Yang og Gilberto Marcheggiano, 2011: *Optimal Bank Capital*. Discussion Paper no. 31, Bank of England.

Miller, Merton H., 1977: Debt and Taxes. *Journal of Finance*, 32, pp. 261-75.

Modigliani, Franco og Merton H. Miller, 1958: The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48, no. 3, pp. 261-97.

Modigliani, Franco og Merton H. Miller, 1963: Corporate Income Taxes and the Cost of Capital; A Correction. *American Economic Review*, 53, no. 3, pp. 433-92.

Myers, Stewart C. og Nicholas S. Majluf, 1984: Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13, no. 2, pp 187-221.

Pedersen, Christian S., 2011: *Udviklingen i danske bankers egenkapital før, nu og fremadrettet*. Hovedopgave ved Institut for Økonomi, Aarhus Universitet.

Raaballe, Johannes, 2012a. *Forelæsningsnoter til Financial Markets and Corporate Strategy*. Institut for Økonomi, Aarhus Universitet.

Raaballe, Johannes, 2012b. *Forelæsningsnoter til Corporate Finance & Governance – Stiglitz og Weiss*. Institut for Økonomi, Aarhus Universitet.

Raaballe, Johannes, 2013. *Vejledende løsning til eksamen i Financial Markets and Corporate Strategy, Vintereksamen 2012/2013*. Institut for Økonomi, Aarhus Universitet.

Ringkjøbing Landbobanks årsregnskab 2008.

Sinn, Hans-Werner, 2010: *Casino Capitalism*. Oxford University Press.

Stiglitz, Joseph E., and Andrew Weiss, 1981: Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *American Economic Review*, Vol. 71, No. 3.

Switz Commission of Experts, 2010: *Final Report of the Commission of Experts for Limiting the Economic Risks Posed by Large Companies*, 30. September.

Appendiks

Forøgelse af de gennemsnitlige fundingomkostninger som følge af en to-tredobling af de svageste kapitaliserede bankers egenkapital

	Store banker	Øvrige banker
Forøgede bruttoomkostninger	20 bp	-
Manglende indregning af billigere lån	5 bp	-
Forøgede nettoomkostninger	15 bp	0-5 bp
Fjernelse af bankernes betaling til Indskydergarantifonden	- 10-15 bp	- 10-15 bp
Netto	0-5 bp	- 5-15 bp

Forklaring til tabellen: 100 bp svarer til 1 pct. point. Af første linje ses et skøn over forøgelsen af de store bankers gennemsnitlige fundingomkostninger som følge af en to-tredobling af de svagest kapitaliserede bankers egenkapital. Skønnet er baseret på Miles m.fl. (2011) og Bagger-Sjöbäck og Lindgren (2011). Begge undersøgelser er baseret på store banker, hvorfor der ikke rapporteres tal for øvrige banker. I de to nævnte undersøgelser er der ikke taget hensyn til, at væsentlig højere egenkapital medfører, at

bankerne kan låne billigere. Denne manglende indregning er skønnet til 5 bp. De forøgede nettoomkostninger udgør således i størrelsesordenen 15 bp for de store banker. De store banker nyder fordel af et "too big to fail" subsidium. Dette skønnes på baggrund af Jacewitz og Pogach (2012) at udgøre 10-15 bp. Øvrige banker modtager ikke et sådant subsidium. Derfor skønnes de øvrige bankers nettoomkostninger at udgøre 15 bp fratrukket dette subsidium (10-15 bp). Herved fremkommer de forøgede nettoomkostninger for øvrige banker.

En eventuel fjernelse af bankernes årlige betaling til Indskydergarantifonden skønnes at udgøre en besparelse for alle banker på 10-15 bp, idet det forudsættes, at de dækkede nettoindskud udgør cirka halvdelen af balancen. Ved at fratække denne besparelse fås de forøgede/formindskede gennemsnitlige fundingomkostninger (netto) for de store banker henholdsvis øvrige banker.

¹ I denne artikel er alle tal for Danske Bank opgjort på koncernniveau. Det samme gælder for Nordea.

² Det skyldes, at den simple deleveringsmetode ikke tager hensyn til, at højere egenkapital indebærer, at risikabel gæld bliver mere sikker – og dermed deleveres egenkapitalen for "hårdt".

³ Stigningen er på 4 basispunkter, hvis vi råt for usødet bruger tallene fra Tabel 2. Beregningerne kan findes i Raaballe (2013).

⁴ Som støtte for aktionærene er det dog vigtigt, at Finanstilsynet fastholder og udbygger linjen om åbenhed (transparens) omkring alle bankens forhold.

⁵ Det bemærkes, at realkreditinstitutters egenkapitalforhold ikke er analyseret i denne artikel.

⁶ I denne artikel er der bl.a. også en udførlig diskussion af bankrepræsentanternes argumenter mod mere egenkapital. Artiklen er særdeles læseværdig.

Management Working Paper

- 2008-1: Jørn Flohr Nielsen, Lars Bonderup Bjørn and Mikael Søndergaard: Coping with Remote Control: Scandinavian Subsidiaries in Germany and East Asia 1995-2005
- 2008-2: Jørn Floh Nielsen and Erik Riiskjær: From Patient Surveys to Organizational Change: Attention, Accept, and Action?
- 2008-3: Jakob Stig Hedensted and Johannes Raaballe: Dividend Determinants in Denmark
- 2008-4: Ken L. Bechmann and Johannes Raaballe: Danske banker og finanskrisen
- 2009-1: Kristina Risom Jespersen: Information paradox of new product development: A case of decision-makers' focus of attention
- 2009-2: Kristina Risom Jespersen: Information source exploitation/exploration and NPD decision-making
- 2009-3: Ken L. Bechmann and Johannes Raaballe: Danske bankdirektørers aflønning – Incitamentsaflønning eller tag selv bord?
- 2009-4: Ken L. Bechmann and Johannes Raaballe: Manglende bremseklodder i danske banker
- 2010-1: Claus Thrane & Per Blenker: A network analysis of the individual – opportunity nexus: Convergence in entrepreneurship research?
- 2011-1: Robert P. Ormrod: Political Market Orientation: An Introduction
- 2011-2: Robert P. Ormrod: Product-, Sales- and Market-Oriented Parties: Literature Review and Implications for Academics, Practitioners and Educators
- 2011-3: Kristina Risom Jespersen: Decision making effectiveness in NPD gates
- 2011-4: Ken L. Bechmann and Johannes Raaballe: Bad Corporate Governance: When Incentive-Based Compensation Identifies Dangerous CEOs
- 2012-1: Robert P. Ormrod and Heather Savigny: Election Marketing to Young Voters: Which Media is Most Important?
- 2012-2: Robert P. Ormrod: Defining Political Marketing
- 2013-01: Johannes Raaballe: Forøget egenkapital i banken – en ulempe for banken og dens kunder?