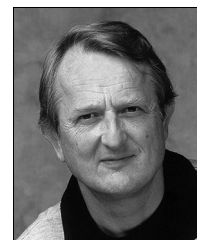


Bank og finans – hva har hendt? – og hva har vi lært?

Arne Jon Isachsen

Arne Jon Isachsen er professor ved institutt for samfunnsøkonomi ved Handelshøyskolen BI. Han har doktorgrad fra Stanford University og har særlig forsket på penge- og valutapolitikk. I de senere år har han arbeidet mer med Kina. I 2012 kom boken *Kinas Vei*. E-post: arne.j.isachsen@bi.no



ARNE JON ISACHSEN

Bank- og finansnæringen synes stadig viktigere i samfunnet. Og produktene som leveres er stadig mer komplekse. Andelen av BNP som kan tilskrives bank og finans har i mange land doblet seg i løpet av de siste 30–40 årene.¹ Ettersom bidraget til BNP fra en næring måles med faktoravlønningen i denne næringen, dvs. summen av lønn og overskudd, skyldes veksten i BNP-bidrag fra bank og finans i ikke liten grad inflaterte lønninger og til tider urimelig store overskudd.

1 Om utviklingen i bank- og finansvesenet

Reguleringene som fulgte etter krisen i USA på 1930-tallet hadde som konsekvens at jobbene i finans ble kjedeligere og mindre krevende rent kunnskapsmessig. Bankene skulle være sikre; de som jobbet der, trengte ikke å være spesielt smarte. I ettertid – har det vist seg – som et opplegg som tjente det samfunnet bank- og finansvesen er en del av, på en god måte.

Rundt 1980 snudde utviklingen. Lønnningene i bank og finans tok til å stige. Fra midten av 1990-tallet, da dereguleringen skjøt fart, ble lønningene i finanssektoren *excessively high*. På tross av alle de smarte folkene som amerikansk bank og finans etter hvert trakk til seg – eller kanskje på grunn av

dem? – opplevde man i 2007 starten på den verste finanskrisen siden 1930-tallet.

1.1 Bankfolk tjener på deregulering ...

Før finanskrisen tjente folk i investeringsbanker i USA i gjennomsnitt fire ganger så mye som folk i andre næringer. Deregulering av bank- og finansvesen gav spillerom for utviklingen av kompliserte produkter som markedet ikke alltid hadde nytte av, men som de som lagde og solgte dem, tjente store penger på.

For samfunnet som helhet må alternativkostnadene opp på bordet. Hva kunne de smarte *quants*, i bank og finans gjort av samfunnsgagnlig arbeid på annet hold? Trolig mer enn hva de har gjort i bank og finans. Og mer alvorlig, hva har den finanskrisen

som verden fremdeles befinner seg i, kostet i form av tapt produksjon, sult og fattigdom?

1.2 ... men kompleksiteten øker

Hensikten med Basel 1-avtalen, som ble vedtatt i 1988, var å lage et enhetlig regelverk for bank- og finansvesen i alle land. Utlån og andre poster på aktivsiden ble delt inn i syv kategorier basert på graden av risiko. En vekting av de ulike postene ble foretatt og kravet til egenkapital deretter fastsatt. Med god gjennomskiktighet ble det ukomplisert for reguleringsmyndighetene å se til at den enkelte bank hadde nok egenkapital.

Seksten år senere, i 2004, kom Basel 2. De syv risikokategoriene under Basel 1 ble utvidet til mer enn 200.000 risikokategorier under Basel 2. Der tingene før var gjennomskuelige, ble de nå uoversiktlige.

Basel 3 som ble vedtatt i 2011, er nå under implementering. Kompleksiteten er større enn noen gang. Beregninger tyder på at bankvesenet i Europa vil kreve 70.000 årsverk bare for å følge opp de nye reglene.

1.3 *Financialization* tar overhånd

I finansmarkedene de seneste to-tre tiår har mottoet vært: «Mål alt i penger som kan måles i penger. Det som ikke er målbart i penger, gjør det målbart i penger.» *Financialization* heter det på engelsk, la oss kalle det «finansdominans» på norsk.²

Finansdominans innebærer at den finansielle sektoren vokser på bekostning av realøkonomien; at denne sektoren tar en stadig stigende andel av verdiskapningen i samfunnet; og at inntektsforskjellene i samfunnet øker, blant annet fordi lønnsveksten stagnerer. Utvikling er kommet særlig langt i Amerika.

Fremveksten av nye finansielle produkter er en integrert del av fenomenet finansdominans. Vi opplevde det i norske banker tidlig på 2000-tallet. Den enkelte medarbeider

fikk budsjetter for salg av «strukturerte produkter». I hvilken grad den enkelte medarbeider innfridde budsjettet, var ikke uten betydning for avlønningen.

Men forstod *kunden* hva produktet gikk ut på? I mange tilfeller, åpenbart ikke. Om kunden ikke skjønner hva han kjøper, vil kjøpet gjerne være basert på tillit til funksjonæren i banken som selger det. Og han må vel vite hva han selger? Men *bankfolk* som solgte disse produktene, hadde ofte ikke selv den minste peiling på hva det gikk ut på.

Men *styremedlemmene* i bankene da, de forstod vel hva disse nye produktene gikk ut på? Nei, sier Paul Volcker, tidligere sentralbanksjef i USA. Som medlem av diverse styrever konstaterte han at styremedlemmers interesse for og forståelse av avanserte finansielle produkter «... quite frankly, is nil». (Murray 2009).

Bankene lurte både seg selv og andre. Dog således at underveis i denne farsen, dro noen av sted med eventyrlige summer. For aktører som tapte skjorta på strukturerte produkter, inklusive «Terra-kommuner» i Norge, gikk farsen over til tragedie.

1.4 Risiko og likviditet – noe annet for helheten enn for den enkelte

Om et skip synker, har samfunnet tapt realkapital. Men den enkelte kan diversifisere vekk denne risikoen. Som reder ved å kjøpe forsikring. Selgeren av forsikringen kan ta ned egen risiko ved å invitere andre forsikringsselskaper inn som medforsikrere og betale for det.

Samfunnet som helhet kan ikke bli kvitt den manglende likviditeten av en boligblokk. Den står der, åkke som. Men hun som eier boligblokken og leier ut leilighetene, kan lage et aksjeselskap på den. Da blir verdien som ligger i blokken, mer likvid. Om hun selger en del av aksjene til andre, får hun mer penger og mindre blokk. Og ytter-

ligere likvid blir boligblokken om aksjeselskapet hun etablerer, blir notert på en børs.

Om utlån lett lar seg gjøre om til verdipapir som banken i neste omgang selger ut, innebærer det at likviditeten i disse lånene bedres. Men om motstykket er en mer slepphendt kredittvurdering, noe vi har all grunn til å tro hendte med lån til huseiere i Amerika tidlig på 2000-tallet, vil det senere kunne skape store problemer med lån som ikke betjenes. I så fall har en bedring av likviditeten for den enkelte bank som konsekvens en dårligere allokering av kapitalen for samfunnet. Bedre likviditet er ikke et ubetinget mål i seg selv.

1.5 Passivisering av kunden

I gamle dager lånte banker ut inntil 60–70 prosent av takst som førsteprioritets pantelån til kjøp av bolig. Det overskytende måtte man ha i egenkapital, eventuelt låne noe på annet hold og da til en klart høyere rente. Finansforetak som spesialiserte seg på annenprioritets pantelån, kunne rimeligvis betale mer for fundingen, siden de tok seg høyere betalt for sine utlån. Men risikoen var også større.

Kunden måtte gjøre hjemmeleksen skikkelig. Samtidig ble kunden mer bevisst på de ulike tilbudene i markedet. Den tette bindingen det nå er mellom store finanshus og den enkelte kunde, har hatt som konsekvens at folk skifter bank sjelden. Det svekker konkurransen. Og bankene tjener mer penger.

Videre er det vanskeligere for myndighetene å regulere store finanshus – eller *universal banking* – enn å holde orden på mer spesialiserte finansinstitusjoner. Mulighetene for kryssubsidiering innen universal banking, der man er opptatt av markedsandeler, kan gjøre det vanskelig for myndighetene å ta ned utlånsveksten til for eksempel bolig. En dempet vekst i slike utlån er lettere å få til om vanlige banker yter inntil 70 prosent av

verditakst til førsteprioritet boliglån, og spesialiserte institusjoner yter det overskytende basert på dårligere sikkerhet. Det er bedre å regulere strukturen i bank- og finansvesen enn å regulere atferden til aktørene.

Professor Peter Hahn ved Cass Business School i London legger til grunn at folk velger bank på samme måte som de velger vannverk. Man tar det som er i nærheten. Om det er slik, bør regulering av banker ligge på regulering av vannverk og andre *utilities*. Ved regulering av *utilities* legges det vekt på kvalitet, sikkerhet og kostnadseffektivitet. Det samme bør gjelde for banker, mener professor Hahn.

2 Hva slags reguleringer trenger finansmarkedene og hvordan få dem på plass?

Finanskrisen som startet i 2007, er ikke over. Kostnadene i kroner og øre for et finansvesen som tok mer risiko enn godt var, er enorme – på linje med hva en krig koster. At man i etterkant av en slik krise setter mye inn på å endre virkemåten til bank- og finansvesen verden rundt, er lett å forstå. Men hvorfor går dette arbeidet så tregt? Og hvorfor holdes fokus på mer av det samme – mer avansert risikostyring, og flere og mer detaljerte reguleringer – når en nøye gjennomgang av krisen avdekket at dette ikke er veien å gå?

2.1 Hva vi har hatt, og hva vi har fått

Finanskriser er ikke noe nytt. «The Great Depression» som startet med børskrakket i New York i oktober 1929, hadde som konsekvens at tusenvis av banker gikk konkurs. En fjerdepart av alle bankinnskuddene i USA ble nullet ut.

Denne krisen førte til Glass-Steagall Act av 1933, der skillet mellom investeringsbanker og forretningsbanker står sentralt. Risi-

kofylt finansvirksomhet kan investeringsbanker drive med. Penger til slikt må eierne selv fremskaffe (egenkapital), eller de kan ta opp lån i markedet. Vanlig bankinnskudd kunne bare forretnings- og sparebanker tilby. Slike innskudd ble garantert av FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation), en ny institusjon som ble etablert på den tiden. For fremtiden skulle folk ha trygghet for sine innskudd i banken.

Det stramme skillet mellom investeringsbanker og forretningsbanker gjorde at megabankene ikke oppstod. McFadden Act av 1927 trakk i samme retning. Etter denne loven, som de mindre bankene gikk sterkt inn for, ble det forbudt med *interstate banking* – dvs. at banker kunne bare operere i én delstat. Fra midten av 1930-årene og frem til tidlig på 1990-tallet hadde de tre største bankene i USA rundt 10 prosent av samlet forvaltningskapital for bankvesenet. Hensikten med å hindre «excessive concentration of financial power», ble innfridd.³

Fra 1970-tallet og utover økte lobbyvirksomheten fra store bank- og finansforetak. Argumentasjonen lignet den fra 1920-tallet; med mer liberale regler ville bankene kunne drive mer effektivt. Det betyr billigere banktjenester til publikum. Bankene vant frem med denne argumentasjonen. I 1999 forsvant Glass-Steagall – vanlige banker kunne drive med risikofylte aktiviteter. Noen år tidligere ble *interstate banking* tillatt. Nå stod det den enkelte bank fritt til å vokse alt den maktet. Resultatet lot ikke vente lenge på seg. Det ble færre og større banker. I 2007 satt de tre største bankene i Amerika på hele 40 prosent av bankenes samlede forvaltningskapital.

Dermed var en ny utfordring kommet på myndighetenes bord; hvordan håndtere en storbank som står i fare for å gå konkurs? «Too Big To Fail»-problemet (TBTF) kalles det. Men hva er problemet? At hele bank- og

finanssystemet kan slå sprekker om man lar en av de virkelig store finansforetakene, med alle sine forgreininger og alle sine løfter – for det er det finans i stor grad går ut på, man gir løfter som det betales for, og mottar løfter som man betaler for –, skulle innstille sin virksomhet. Og videre, en storbank som går over ende, vil skape store problemer for bedrifter som denne banken betjener. Erfaringene fra 1930-tallet viste klart sårbarheten næringslivet for øvrig har overfor konkurser i bank og finans.

I september 2008 gikk investeringsbanken Lehman Brothers konkurs. Det som ikke skulle skje, skjedde. Finanskrisen var et faktum. Situasjonen lignet på den i oktober 1929.

I USA førte krisen i 1930-årene til et skarpt skille mellom investeringsbanker og forretningsbanker. Det sørget Glass-Steagall loven av 1933 for. Den er på 37 sider. Finanskrisen denne gangen har også avfødt en ny lov, Dodd-Frank fra 2010. Den er på 848 sider. Med alle detaljer som skal fylles ut underveis, vil den bli på godt over 10.000 sider. Hvem kan makte å holde oversikten over noe slikt? Den såkalte Volcker Rule ble også vedtatt, nemlig at banker ikke kan handle verdipapirer på egen bok.

Hva har man lært av finanskrisen? Hvordan møte fremtiden? Mer risikostyring. Flere reguleringer. Flere kontrollører. Med andre ord, mer av det samme. En mer komplisert virkelighet søkes regulert med mer kompliserte reguleringer.

Å skulle etterleve et finmasket nett av reguleringer krever mye arbeid. Reglene i Basel 3 har konsultentselskapet McKinsey anslått vil kreve to hundre flere årsverk for en mellomstor bank. Inn i Basel 3 ligger også regler for hvordan ledelsen skal avlønnes med sikte på å unngå incentiver til for stor risikotaking. Konsekvensen er at HR-avdelingen i banken må se på ansettelses- og avlønnings-

vilkår for sjefen. For mange av de 112 norske sparebankene vi fremdeles har, kan Basel 3 bli kroken på døra.

Finanskrisen er også blitt fulgt opp med sin egen rapport i Storbritannia, den såkalte

Vickers Committee. EU kunne ikke være dårligere. I oktober 2012 leverte den finske sentralbanksjefen Erkki Liikanen en rapport han hadde ledet arbeidet med.

BOKS 1: Moderasjon i norske banker

- Hensikten med denne artikkelen er å bidra til et mer robust bank- og finansvesen. Finanskrisen avdekket et hav av svakheter. Da er det ikke rart at det blir en del katter å henge en del bjeller på. Desto viktigere at de andre kattene går fri.
- Norsk bank- og finansvesen er ikke hva vi primært har i tankene her. Dette vesenet fikk kjørt seg under bankkrisen tidlig på 1990-tallet. Viktige lærdommer ble trukket. Dyrebare erfaringer høstet. Mitt inntrykk er at norsk bank- og finansvesen befolkes av flinke og arbeidsomme folk.
- Et tilbakevendende tema er urimelig høye inntekter for banksjefer, særlig i USA. I 2008 tjente Jamie Dimon, sjefen for JP Morgan Chase, rundt 20 millioner dollar. Samme året hadde Jiangqing Jiang, sjef for Industrial and Commercial Bank of China (ICBC), en inntekt på knapt en kvart million, eller 1,25 prosent av det Dimon fikk. Til tross for at ICBC er verdens største bank, og JP Morgan Chase den fjerde største.
- Hvordan stiller det seg i Norge? I 2011 hadde Rune Bjerke, sjefen i DNB, en lønn på 780.000 dollar (for sammenligningens skyld), og en samlet inntekt på 1.133.000 dollar. Sammenlignet med andre banker i Europa i samme størrelse, kommer Bjerke beskjedent ut. Sjefen i tyske Commerzbank hadde om lag det dobbelte i lønn. Og sjefen i italienske Intesa Sanpaolo tre ganger Bjerkes lønn. Sammenlignet med amerikanske banker i samme størrelsesorden, har imidlertid italienske, tyske og norske toppledere beskjedne inntekter.
- Utviklingen i USA møter stigende skepsis, både blant politikere og folk flest, særlig etter at toppsjefer i mange banker, etter å ha blitt reddet av myndighetene i 2008, året etter bevilget seg solide økninger i egne inntekter. Lenger nede på stigen er ikke amerikanske bankfolk lønnet høyere enn europeiske.
- Når vi nå sammenligner DNB med andre banker, kan det være artig å se på et annet område; nemlig bøtlegging for juks og fanteri. På tampen av 2011 ble sveitsiske UBS ilagt en bot på 1,3 milliarder dollar for å ha bidratt til manipulering med LIBOR. Etersom UBS har en balanse fire ganger DNBS, ville en tilsvarende bot til Norges største bank utgjort nær 1,5 milliarder kroner. Politikere, embetsverket i finansdepartementet og lederskribenter i avisene ville fått noe å bakse med

Er dette veien å gå? Et stadig mer komplekst system som møtes med stadig mer komplekse regler. Andrew Haldane, som er sjef for finansiell stabilitet i Bank of England, mener nei. Hva slags reguleringer trenger finansmarkedene? Det enkle og gjennomsiktige må

erstatte det komplekse og uoversiktlige, mener han.

«You do not fight complexity with complexity», fremholdt Haldane.⁴ Hvorfor ikke? Fordi komplekse regler skaper genuin usikkerhet, eller *Knightian uncertainty*.⁵ Man vet

ikke eksakt hvordan reglene skal etterleves, hvordan konkurrentene tolker dem, og hva myndighetene vil foreta seg om reglene ikke har de ønskede virkningene. Sannsynligheten for det – at de ønskede virkningene uteblir – stiger med kompleksiteten av regelverket. Også legitimiteten av regelverket lider når reglene blir for komplekse og detaljerte og tolkes ulikt av ulike aktører.

3 Nærmere om storbankene

Banker som er Too Big To Fail, trenger å engste seg mindre for fundingen selv om de tar store risikoer. Forestillingen om at noe er for stort til å gå konkurs, gjør at innskytere og andre långivere villig vekk kommer med sine penger. Myndighetene står jo klare til å redde dem – *bail them out* – om konkurs skulle true. Skattebetalerne betaler.

BOKS 2: DNB er altfor stor

- I 2003 sa myndighetene i Norge ja til en fusjon mellom Sparebanken NOR og DNB. Den nye banken, som gikk under navnet DnBNOR noen år, før den den 1. januar 2012 tok tilbake DNB-navnet, har en markedsandel i bank og finans i Norge på rundt 35 prosent. Staten eier 34 prosent av aksjene.
- Hvis noe er for stort til å gå konkurs (TBTF), så er det DNB. Det gir banken både makt og økonomiske fordeler. La oss ta det siste først. Den implisitte garantien som ligger i TBTF, gjør at DNB kan funde seg billigere enn hva som ellers ville vært tilfellet. Myndighetene gir en garanti uten å ta seg betalt for det.⁶ Denne garantien er verdt milliarder av kroner hvert år.
- Så var det makt. Jeg har ofte stusset på hvorfor folk i DNB, når jeg snakker med dem, nærmest lar seg øse opp når kravet om høyere egenkapital til norske banker kommer på banen. Forklaringen, har jeg etter hvert skjönt, går slik:
- På grunn av garantien som ligger i TBTF, vil ikke lånekostnadene til DNB gå merkbart opp selv om egenkapitalandelen går merkbart ned. Hvilket betyr at forventet avkastning på egenkapital stiger ved økende gjeldsgrad. Verdien av den implisitte statsgarantien øker.
- Når ønsket om høyere egenkapital i norske banker luftes, er DNB gjerne raskt ute med en advarsel. En slik økning, sier man, vil i stor grad komme ved en nedbygging av balansen, snarere enn ved tilbakeholdte overskudd eller innhenting av ny kapital ved aksjeemisjon. En nedbygging av DNBs balanse betyr en innstramming i kredittgivningen i landet. Det vil kunne ha konsekvenser i makro som myndighetene ikke vil like.
- Hvor lurt var det egentlig å la DNB og Sparebanken NOR fusjonere i 2003?

Etter anbefaling av Baselkomiteen i 1996 fikk bankene anledning til å bruke egne modeller for beregning av markedsrisiko. Basert på såkalte Value at Risk modeller, eller VaR-modeller, der korrelasjon og kovarians mellom et sett av verdipapirer står sentralt, og der tallmaterialet disse beregningene bygger på sjelden går mer enn fem til ti år tilbake i tid, fikk den enkelte bank bedre kontroll på kapitalkravene.

«With hindsight, a regulatory rubicon had been crossed», sier Haldane.⁷ Ikke primært på grunn av bankenes bruk av egne modeller, men fordi skillet mellom forretningsmessige vurderinger av risiko og reguleringsmessige vurderinger av det samme ble uskarpt.⁸

Med Basel 2 i 2004 ble ytterligere et skritt i samme retning tatt. Interne modeller for vurdering av kredittrisiko kunne også brukes for

å beregne kapitalkravene som banken måtte innfri. Det gav incentiv til bankene «to upgrade their risk management technology». Poenget var å få størst mulig handlefrihet for gitt mengde egenkapital. Til slutt smalt det. Konkursen til Lehman Brothers den 15. september 2008 innledet en ny fase i bank og finans.

3.1 Hvordan håndtere TBTF?

Fra 2007 til 2009 fikk TBTF-banker stadig bedre rating. Det skyldes at «...actions by government during the crisis have increased the value of government support to the banks», forklarer Haldane.

For perioden 2007–2009 var den årlige subsidiering som ligger i billigere funding for de fem største britiske bankene sett under ett, på størrelse med årlige overskudd før krisen. TBTF-problemet fører til «... a real and on-going cost to the taxpayer and a real and on-going windfall for the banks», konkluderer sjefen for finansiell stabilitet i Bank of England.⁹

I lys av at konsekvensene for samfunnet er så mye større og mer alvorlige om en storbank går konkurs enn når en liten bank har problemer, burde kravet til egenkapital til de store være større enn til de små. Slik er det ikke. Og videre, om man ville sette et tak på hvor store banker kan bli, burde skattebyrden stige med størrelsen på banken. Da vil banker ha egeninteresse av ikke å svulle ut over den størrelse og det omfang som samfunnet mener at samfunnet er tjent med at banker skal ha.

Hva gjelder poster på balansen som skal tas i bruk om den markedsbaserte kapitalbrøken skulle synke under et på forhånd kjent nivå, gjerne beregnet som gjennomsnitt over 30 dager, foreslår Haldane at banker skal pålegges å utstede såkalte *CoCos*, eller *contingent convertible instruments*. Dette er papirer som kan gjøres om fra gjeld til egenkapital. Når den markedsbaserte kapitalbrøken faller under det gitte nivået, inntreffer denne konverteringen automatisk. Med et

pennestrøk kommer bankens soliditet på plass. Snarere enn at skattepenger kommer på bordet ex post, kommer pengene her fra bankens egen balanse ex ante.

Om denne innsprøytningen av egenkapital ikke skulle vise seg å være tilstrekkelig, må man få på plass klare regler for hvordan private kreditorer til banken kan bli *bailed-in*, dvs. at deres fordringer gjøres om til egenkapital. Eventuelt at man har klare regler for nedskrivninger av fordringer på banken.

3.2 Mer om *CoCos*

For å sikre et marked for *CoCos*, og samtidig bidra til en bedre struktur på incentivene som bankens ledelse står overfor, vil Haldane at bonus skal komme i form av konvertible instrumenter. En banksjef som har en del av sin formue i form av *CoCos* i egen bank, vil trolig ha mindre appetitt på altfor vågale investeringer. Den asymmetriske belønningen som ligger i det etablerte bonussystemet, blir mindre asymmetrisk.

Videre burde man vurdere å utbetale dividende i *CoCos*. Da blir pengene værende i banken, og soliditeten øker.

Haldane viser at om halvparten av all bonus og halvparten av all dividende i britiske banker for perioden 2000–2006 hadde kommet i form av *CoCos*, og konvertert til egenkapital da krisen rammet, ville egenkapitalandelen i bankene i gjennomsnitt vært tre prosentpoeng høyere enn tilfellet var. Da ville bankene hatt om lag 70 milliarder pund mer i egenkapital. Det tilsvarende beløpet måtte bankene reise i ny egenkapital da krisen var et faktum.

Planen om pålagte *CoCos* for bankene er et eksempel på regulering av systemet snarere enn detaljert regulering av den enkelte aktør. Signalene om at noe må gjøres, kommer fra markedet. Det er automatikk i hendelsesforløpet. Kjøpere av *CoCos* vet hva de har å holde seg til.

Forslaget kan virke radikalt. Men det er det ikke, mener Haldane. «Nothing could be

less radical than returning banks, and banking risk, to the market.»¹⁰

4 Behov for mer egenkapital

Professor Anat R. Admati ved Stanford University går inn for en kraftig økning i egenkapitalen som banker er pålagt å holde. Det mener hun er enklere og ryddigere enn ulike skjemaer for konvertering av gjeld til egenkapital.¹¹ Etter hennes oppfatning gjør det seg gjeldende en mengde vrangforestillinger om hvordan kapitalstrukturen virker inn på bankenes kapital-kostnader og atferd.

4.1 Er egenkapitalen spesiell dyr?

Forestillingen om at egenkapital er «dyrt», og at kravet om høyere egenkapital i bankene derfor vil koste næringen dyrt, holder ikke, sier professor Admati, som tar utgangspunkt i Miller-Modigliani-teoremet. Det slår fast at hvordan et foretak er fundet, ikke har noen betydning for foretakets samlede kapitalkostnader.

Rett nok er egenkapital dyrere enn fremmedkapital. Men når egenkapitalandelen stiger, vil lånerenten synke. De to effektene virker i motsatt retning. Kapitalstrukturen, dvs. fordelingen mellom egenkapital og fremmedkapital, spiller ingen rolle for de samlede kapitalkostnadene.

BOKS 3: En illustrasjon på Miller-Modigliani-teoremet

- Om et foretak har 50/50 i gjeld og egenkapital, og renten på lån er 4 prosent, mens forventet avkastning på egenkapitalen er 8 prosent, blir foretakets kapitalkostnad 6 prosent. Om i stedet egenkapitalen bare var på 25 prosent, ville fremmedkapitalen bli dyrere. Bufferen mot at långiver ikke får pengene sine igjen, er mindre. Forventet avkastning av egenkapitalen går også opp; sjansene for konkurs og at man mister alt, er større. En økning i egenkapitalavkastningen fra 6 prosent til 9 prosent og i lånerenten fra 4 prosent til 5 prosent er forenelig med Miller-Modigliani-teoremet. Det gir uendret kapitalkostnad på 6 prosent, $(9 \times 0,25 + 5 \times 0,75)$ prosent = 6 prosent.

Professor Admati tar livet av åtte myter og vrangforestillinger hva gjelder konsekvenser av markant høyere egenkapitalkrav til banker. La oss her gå kort gjennom tre.

Siden egenkapital er dyrere enn fremmedkapital, vil en økning i egenkapitalandelen føre til økte kapitalkostnader. Det blir for enkelt. Rett nok er egenkapital dyrere enn fremmedkapital. Men når egenkapitalandelen stiger, blir lånekostnadene lavere.¹² Hvorfor det? Fordi risikoen for konkurs er redusert. De samlede kapitalkostnadene påvirkes i liten grad. For et enkelt regnestykke, se Boks 3.

Økte krav til egenkapital vil gjøre at utlån og andre ting bankene driver med, vil flyte over til det uregulerte markedet. Om dette er et problem, blir utfordringen bedre oversikt over

og regulering av det såkalte *shadow banking system*. Bemerkt at *shadow banks* ofte har en solid morbank i ryggen. Det gir de regulerende myndigheter anledning til å gripe inn via morbanken. Videre kan hensynet morbanken har til sitt eget rykte, gjøre at aktiviteter i *shadow banks*, som banken står bak, ofte blir håndtert som om de var på morbankens egne bøker. I etterkant av finanskrisen så vi mange eksempler på det.

Et tredje argument mot økt egenkapitalandel i banker er at *skattemessige forhold kan gjøre finansiering med fremmedkapital billigere enn finansiering med egenkapital*. Dette er et relevant argument for at en bank – ut fra privatøkonomiske vurderinger – gjerne ser at egenkapitalandelen holdes lav. Fra et sam-

funnsmessig synspunkt er skatteregler og subsidier som gjør at banker ønsker høyere gjeldsandel, et paradoks. De negative ringvirkningene for samfunnet ved store bankkonkurser tilsier det motsatte. Det generelle poenget, sier professor Admati, er at om man vil gi banker noen fordeler ut fra samfunnsmessige vurderinger, bør det ikke skje ved skatteregler som gjør fremmedkapital billig.

4.2 Hva er passende egenkapitalkrav for bankene, og hvordan få dem på plass?

Vekting av kapitalkrav til banker, er ikke det en uting? Troen på at fortiden kan gi henimot sikker kunnskap om sannsynligheter for mislighold av lån i fremtiden, er ikke det å tro på julenissen? Da krisen var et faktum, måtte mange banker skrive ned verdien av lån som hadde nullvekt etter Basel 2-reglene, som lån til den greske stat.

Finansinstitusjoner som etter Basel 2-reglene har 10 prosent vektet egenkapital, kan det vise seg ikke har mer enn 3 prosent, når uvektede tall legges til grunn. Det betyr en gearing på over 30. Egentlig komplett latterlig, om det ikke var henimot komplett uforsvarlig. Om de største bankene skulle ha unngått finanskrisen, måtte de hatt rundt 7 prosent i egenkapital, beregnet på uvektet basis, hevder Andrew Haldane. I lys av finanskrisens ødeleggende virkninger bør man forvente at kravene til

egenkapital til bankene går kraftig opp.¹³

Admati mfl. (2011) peker på at i historisk sammenheng har 20–30 prosent i egenkapital i finansforetak ikke vært uvanlig. Og ser man på REITs (*Real Estate Investments Trusts*) i dag, som hverken nyter godt av særlige skattefordeler eller har noen TBTF-lignende garanti til sine långivere, har disse gjerne 30 prosent eller mer i egenkapital. På denne bakgrunnen anbefaler Admati at man nøye vurderer hvorvidt banker bør ha egenkapitalkrav på godt over 10 prosent på uvektet basis.¹⁴

Hvordan raskt få på plass en høyere egenkapitalandel i banker og andre finansinstitusjoner? Reguleringsmyndighetene kan ganske enkelt forby utbetaling av dividende.¹⁵ Om i tillegg bonus ble gitt i nyutstedte aksjer eller CoCos som Andrew Haldane anbefaler, vil det sette ytterligere fart i oppbygningen av risikokapital i bankene. Frykten for at en bank som ikke utbetaler utbytte blir stigmatisert, faller bort når alle banker er pålagt det samme.

Med krav om mer egenkapital vil fordelene som de store bankene har ved at de kan låne til rabatt på grunn av TBTF-statusen, bli mindre. Videre synker skattefordelen ved lånefinansiering når lånefinansieringen synker. Begge deler med negativ virkning på kursen på bankaksjer. Dette er neppe populært i bank- og finanskreter. Men er det noen grunn til ikke å gjøre hva som gjøres må for å få et mer robust bank- og finansvesen på plass?

Referanser

- Admati, A. R. 2011: «An Open letter to JPMorgan Chase Board of Directors», *Risk Magazine*, 14 June, 2011.
- Admati, A. R., DeMarzo, P. M., Hellwig, M. F., & Pfleiderer, P. 2011: «Fallacies, Irrelevant Facts, Myths in the discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is Not Expensive», Rock Center for Corporate Governance at Stanford & Max Planck Institute for Research on Collective Goods.
- Gillies, D. 2003: «Probability and uncertainty in Keynes's The General Theory», upublisert notat.
- Haldane, A. 2010: *The \$100 Billion Question*, Bank of England, Mars 2010.
- Haldane, A. 2011: *Capital Discipline*, Bank for International Settlements. Tale holdt for American Economic Association, Denver, Januar 2011

- Haldane, A. 2012: *The dog and the Frisbee*, Bank of England, August 2012.
- Merton, R. C. 1977: «An analytic derivation of the cost of deposit insurance and loan guarantees. An application of modern option pricing theory», *Journal of Banking & Finance*, 1(1): 3-11.
- Murray, A. 2009: «Paul Volcker: Think More Boldly», *Wall Street Journal*, 14 December 2009.
- Palley, T. I. 2013: *Financialization. The Economics of Finance Capital Domination*, Palgrave Macmillan

Noter

- 1 I arbeidet med denne artikkelen har jeg hatt stor nytte av å presentere en tidligere versjon på seminar i Finansdepartementet, Norges Bank og Statistisk Sentralbyrå. Videre har Morten Baltzersen, Per Botolf Maurseth, Thomas Ekeli, Tom Arild Fearnley, Roger Hammersland, Charlotte Høegh Haugen, Roar Hoff, Arild Lund, Lars Løddesøl, Thorvald Grung Moe, Trude Myklebust, Øystein Sjølie, Arent Skjæveland, Dag Einar Sommervoll, Bent Arne Sæther og Håkon Tretvoll gitt skriftlige merknader. Stefanie Fernandez og Arne Fredrik Lyshol har hjulpet meg med redigeringen av notatet. Stor takk til alle. Ansvaret for gjenværende feil og mangler er mitt alene. En mer fyldig versjon av denne artikkelen finnes som Working Paper 4/13 ved Centre for Monetary Economics.
- 2 For mer om begrepet *financialization* se Palley (2013).
- 3 Fremstillingen her bygger på artikkelen *The \$100 Billion Question*, av Andrew Haldane, Bank of England, March 2010.
- 4 *The dog and the frisbee*, av Andrew Haldane, Bank of England, August 2012. I denne artikkelen kan Haldane for øvrig opplyse om at mens man i 1980 hadde én som jobbet med regulering av bank og finans per 11.000 ansatt i bransjen, var dette forholdstallet redusert til én per 300 i 2011.
- 5 Keynes delte langt på vei Knights syn på viktigheten av hendelser som man ikke kan vite noe sikkert om, sannsynlighetsfordelingen for, dvs. genuin usikkerhet. For en god diskusjon, se artikkelen «Probability and uncertainty in Keynes's general theory» fra 2003 av Donald Gillies, University College London.
- 6 Den klassiske artikkelen her Merton (1977). Bemerkt at når TBTF gjelder, holder ikke Miller-Modigliani-teoremet, se Boks 3.
- 7 Haldane (2012, side 8)
- 8 Med Dodd-Frank kan ikke forretningsbanker lenger handle på egen bok. Men for handling på kundenes vegne, trengs det egenkapital. I oktober 2012 gjorde Morgan Stanley, som før var en investeringsbank, men nå er en forretningsbank, nye kjøring på sine VaR-modeller. Etter disse kjøringene ser man for seg et tap på en enkel handledag på maksimalt 63 millioner dollar, mot 82 millioner dollar tidligere. «It all goes to point out, again and again and again, how malleable and manipulable and flaky VaR can be», uttalte Pablo Triana, professor ved ESADE Business School. Se *Financial Times* 19. oktober 2012
- 9 Begge sitatene i dette avsnittet er fra Haldane (2010), side 5.
- 10 Haldane (2011), side 13, siste setning i foredraget.
- 11 Fremstillingen her bygger i stor grad på notatet «Fallacies, Irrelevant Facts, Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is *Not* Expensive», av Anat R. Admati, Peter M. DeMarzo, Martin F. Hellwig og Paul Pfleiderer, av 23. mars 2011.
- 12 Bemerkt dog at dersom banken er TBTF, vil lånekostnadene i mindre grad påvirkes av egenkapitalandelen, se Boks 2.
- 13 Kalibrering av reglene i Basel 3 peker ikke i retning av høyere krav til egenkapital, se Haldane 2012.
- 14 Se Admati mfl. (2011, side 58).
- 15 Se Admati mfl. (2011, side 59).