

Etablering af mål for egenkapitalforrentning hos banker – hvad kan aktionærerne forvente som afkast?

Hvor meget kan en investor forvente at få i afkast, når han eller hun investerer i en børsnoteret bank? Er der forskelle i afkastprofilen og de risikovægtede aktiver, hvis bestyrelsen eller ledelsen lægger sig fast på et givent finansielt mål så som egenkapitalforrentning? Vores resultater viser, at sammenlignet med andre nordiske banker opnåede danske banker højere egenkapitalforrentning og afkastningsgrad før, men ikke efter finanskrisen. For de analyserede danske banker har afkastet på egenkapitalen været faldende fra næsten 15% før krisen til under 9% efter krisen. Sammenlignet med deres nordiske konkurrenter er der større forskelle, hvad angår egenkapitalforrentning, gearing og størrelse, men ikke for selve afkastningsgraden mellem danske banker, der opsætter strategiske mål for egenkapitalforrentning i forhold til danske banker uden sådanne mål.

Aktører i sektoren med en høj gearing, der samtidig opstiller mål for egenkapitalforrentning, kan være et problem i Danmark og resten af Europa. Disse banker har ganske vist lavere dokumenterede risici, men de er relativt set meget store, ofte systemiske og leverede ikke et bedre afkast på deres aktivmasse (RoA) end andre banker.

AF FORFATTERE



PostDoc **Caren Yinxia Nielsen**
Center for Corporate Governance (CCG), CBS
E-mail: cyn.ccg@cbs.dk

Caren Yinxia Nielsen beskæftiger sig med kvantitativ forskning indenfor den finansielle sektor, bankvirksomhed, finanstilsyn, finansiell risikostyring, prissætning af aktiver og aktivallokering. Caren er derudover gæsteforsker ved Knut Wicksells Centrum för Finansvetenskap i Sverige.



Direktør, Ph.D **Lars Ohnemus**
Center for Corporate Governance (CCG), CBS
E-mail: lco.ccg@cbs.dk

Lars Ohnemus fokuserer ud over sit arbejde på CCG bl.a. på forskning indenfor den finansielle sektor og bestyrelsesarbejde. Han varetager ved siden af denne funktion en række nationale og internationale bestyrelsesposter.

Note: Vi vil gerne takke lektor Thomas Poulsen og professor Niels Westergård-Nielsen for deres konstruktive kritik og, ikke mindst, gode observationer omkring artiklen. Vi vil derudover også takke vores anonyme reviewere for en række gode og særdeles relevante bemærkninger, som bidrog til at gøre denne artikel langt mere fokuseret og læsevenlig. Projektet er en del af et større forskningsprojekt om fremtidens finanssektor i Danmark og i de andre nordiske lande, Nordic Finance and the Good Society' (NFGS), ved Center for Corporate Governance (CCG) på Copenhagen Business School. Projektet er et fireårigt forskningsprojekt 2015-2018, der er støttet af Finansforbundet, Danske Bank, FinansDanmark, C Worldwide, CbhBusiness, Sparinvest, Lokale Pengeinstitutter samt Nordic Financial Unions. <http://www.nfgs.dk/>

Nationalbankdirektør Lars Rohde har for nylig udtrykt bekymring over danske bankers stigende udbetaling af aktieudbytte til deres aktionærer. Det Systemiske Risikoråd har samtidig anbefalet at øge den kontracykliske kapitalbuffer. Men hvor meget kan en investor forvente at få i afkast, når han eller hun investerer i en bank? Og ikke mindst; bliver det faktiske afkast ændret, når ledelsen etablerer mål for egenkapitalforrentningen? Denne artikel vil besvare disse to centrale spørgsmål og præsentere de faktiske resultater, som danske, nordiske og europæiske banker opnåede i perioden fra 1996 til 2016.

De seneste år har der været en intens debat om finanssektorens praksis med at opstille rentabilitetsmål (såsom mål for egenkapitalforrentning). Dette giver naturligvis anledning til spørgsmål om, hvorvidt ledelsen rent faktisk kan leve op til sine målsætninger, samt bekymringer om konsekvenserne af at opstille mål for egenkapitalforrentning. Det skaber også tvivl om de forskellige forretningsmodeller, der anvendes i sektoren; især i kølvandet på den seneste globale finanskrisen. Derudover har en række nordiske og systemiske banker i de senere år stillet deres aktionærer i udsigt, at de kunne levere et egenkapitalafkast på over 10%.

Egenkapitalforrentning (eller RoE, Return on Equity)¹ er et af de mest anvendte mål for bankers rentabilitet. Mange banker opstiller mål for egenkapitalforrentning, som offentliggøres og gennemgås i deres årsrapporter eller ved investormøder, og ofte diskuteres de i offentlige medier. Banker kritiseres jævnligt for at fastsætte mål for egenkapitalforrentningen, fordi de derved kunne blive fristet til at geare deres balancer opad i kapløbet mod deres konkurrenter, jf. Haldane (2009).² Diskussionen omkring bankernes udbytte, kapitalomkostninger og risikostyring er central, og der er ikke en entydig konklusion, jf. Bechmann (2016) og Anker og Madsen (2016).

På den anden side virker det rimeligt nok, at aktionærer har et klart numerisk investeringsmål at forholde sig til, når de overvejer, om de vil investere i banksektoren kontra andre aktier. Det er især interessant og vigtigt i denne debat at se på, hvordan danske banker klarer sig i forhold til andre nordiske og europæiske banker.

1. Egenkapitalforrentning (RoE) defineres som forholdet mellem nettoresultat og samlet egenkapital.
2. Bemærk at RoE svarer til afkastningsgrad (eller RoA, Return on Assets, dvs. forholdet mellem nettoresultat og samlede aktiver) ganget med gearing (forholdet mellem samlede aktiver og samlet egenkapital). En højere RoE kan opnås ved at øge gearing og samtidig fastholde RoA på samme niveau.

TABEL 1: Summary statistics (224 banker i 32 lande)

VARIABLER	Observationer	Banker med mål (100 banker i 26 lande)			
		Gennemsnit	Standardafvigelse	Mindste	Maksimum
Dummy til målsætninger af egenkapitalforrentning	583	1	0	1	1
Afkastningsgrad (RoA)	581	0,0067	0,0069	-0,040	0,040
Egenkapitalforrentning (RoE)	580	0,095	0,092	-1,16	0,37
Egenkapitalandel	580	0,069	0,034	0,013	0,45
Størrelse (10 mia. USD)	563	30,1	58,6	0,017	346
Andel af misligholdte lån ift. samlede lån	415	0,036	0,071	0,00048	0,95
Aktivrisiko	386	0,47	0,18	0,16	0,94
Grad af risikojusteret kapital*	434	0,15	0,041	0,088	0,32

VARIABLER	Observationer	Banker uden mål (200 banker i 31 lande)			
		Gennemsnit	Standardafvigelse	Mindste	Maksimum
Dummy til målsætninger af egenkapitalforrentning	1.702	0	0	0	0
Afkastningsgrad (RoA)	1.678	0,0058	0,013	-0,11	0,096
Egenkapitalforrentning (RoE)	1.676	0,036	0,46	-12,4	0,81
Egenkapitalandel	1.664	0,092	0,051	0,011	0,55
Størrelse (10 mia. USD)	1.675	12,1	34,5	0,00031	367
Andel af misligholdte lån ift. samlede lån	985	0,080	0,10	0,00039	0,65
Aktivrisiko	732	0,58	0,19	0,086	1,19
Grad af risikojusteret kapital*	984	0,15	0,061	0,0090	0,82

Note: *: Graden af risikojusteret kapital er forholdet mellem lovpligtig kapital og samlede risikojusterede aktiver.

Et vigtigt aspekt ved virksomhedsledelse er at sikre, at aktionærerne, der jo stiller risikovillig kapital til rådighed, får et tilfredsstillende afkast af deres investering, jf. Shleifer og Vishny (1997). Nogle virksomheder udbetaler udbytte for at give aktionærerne del i overskuddet. En del banker opstiller derfor mål for egenkapitalforrentning for at give indtryk af, at de arbejder på at give et tilfredsstillende afkast til investorerne. Banker, som offentliggør mål for deres egenkapitalforrentning, vil efterfølgende skulle forholde sig til, hvordan de skal opfyldes og ikke mindst, hvad konsekvenserne er for deres fremtidige risikoprofiler. Vores nylige forskningsprojekt om egenkapitalforrentning besvarer dette grundlæggende spørgsmål.³

Hvilke banker der opstiller mål for egenkapitalforrentning, og hvad der kendetegner dem ift. størrelse, indtjening, gearing, risiko etc., er et interessant forskningsfelt.⁴ Så vidt vi ved, er vores forskning den første, der på en systematisk måde undersøger danske og andre europæiske bankers praksis med at opstille og offentliggøre mål for egenkapitalforrentning.

I denne artikel sammenligner vi danske børsnoterede banker med forskellige strategier vedr. egenkapitalforrentning med banker i andre nordiske lande og resten af Europa med fokus på både før og efter finanskrisen (i 2007-2009). Adskillelsen mellem de to perioder er central grundet indflydelsen af den ændrede pengepolitik i Europa efter begyndelsen af finanskrisen,

som har udfordret mange banker og ikke mindst sænket den risikofrie rente.

Vores resultater viser, at gennemsnitligt leverede de danske banker en egenkapitalforrentning på 3,6%, hvilket er meget lavere end 12,6% for de andre nordiske banker og tæt på 4% for de øvrige europæiske banker. Det gennemsnitlige resultat for danske banker faldt signifikant fra 15% før finanskrisens begyndelse til henholdsvis 8,6% og -0,9% for banker med og uden et mål efter krisen – og de resultater var på linje med andre ikke-nordiske banker.

Danske banker med en målsætning for egenkapitalforrentningen leverede et højere afkast ved at have en mere geareret balance, men leverede ikke et bedre afkast på deres aktivmasse (RoA), hvilket stemmer overens med Haldans (2009) observationer. Det er dog betryggende, at de banker i dag har væsentligt bedre egenkapitalsandele.

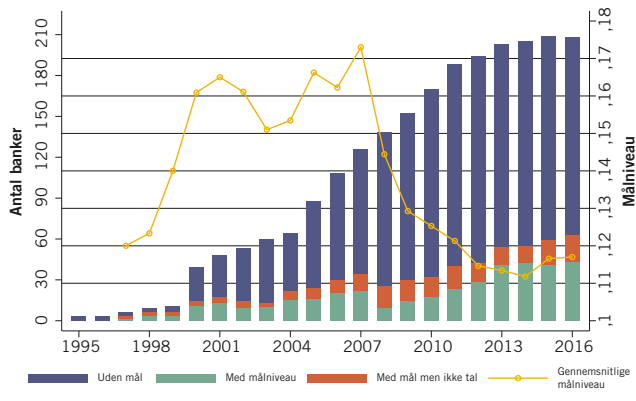
I resten af artiklen præsenterer vi først vores data og diskuterer anvendelsen af egenkapitalforrentning (RoE) for banker i Europa. Derefter sammenligner vi de danske bankers præstationer i forhold til andre nordiske banker og ikke-nordiske banker ud fra, om de måler egenkapitalforrentning (RoE) eller ej. I det sidste afsnit bliver konklusionen fremlagt, og hvad vores forventning er til det fremtidige afkastniveau i sektoren.

Data

Vi har indsamlet et unikt datasæt for strategier med at opstille mål for egenkapitalforrentning ud fra indberetninger fra alle børsnoterede pengeinstitutter i Europa fra 1995 til 2016. Vi indsamlede data om, hvorvidt bankerne har mål for egenkapitalforrentning ved årets afslutning og de relative niveauer for målene, hvis de er tilgængelige. Derefter matches dette datasæts mål for egenkapitalforrentning med bankernes grundlæggende data

3. *Projektet er en del af et større projekt om fremtidens finanssektor; både i Danmark og i de andre nordiske lande, 'Nordic Finance and the Good Society', ved Center for Corporate Governance på Copenhagen Business School.*

4. *Man kan finde mere information omkring disse spørgsmål og under Nielsen og Ohnemus (2018).*

FIGUR 1: Antal banker med forskellige målretning og målniveauet


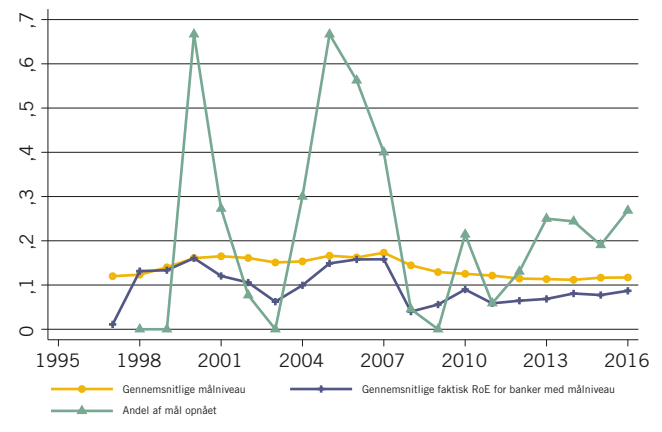
fra Standard & Poor's Capital IQ database. Vi konverterer også værdiansættelserne og de økonomiske resultater fra de lokale valutaer til amerikanske dollars. Dette resulterer i et datasæt på 224 banker i 32 lande. Baseret på observationen om en bank har et mål i slutningen af et år, grupperer vi banker med mål og uden mål.

Tabel 1 sammenfatter datasættet. Næsten halvdelen af de børsnoterede pengeinstitutter i de 32 lande, vi har data for, har opstillet mål for egenkapitalforrentning. 28 ud af 37 banker i Norden har sat sig mål i forhold til kun 4 ud af 26 i Danmark og 68 ud af 161 i andre europæiske lande. I gennemsnit er banker med mål større og har lidt højere indtjening (RoE eller RoA) end banker uden mål, og de har også en lavere andel af misligholdte lån og en lavere aktivrisiko.⁵ Banker med mål har dog i gennemsnit en lavere egenkapitalandel (altså højere gearing). Som det ydermere fremgår, opnåede den gennemsnitlige bank en egenkapitalforrentning for hele perioden (1996-2016) på 9,5%.

Er afkastkrav et generelt fænomen for banker?⁶

Nogle banker beskriver det nøjagtige numeriske måltal (f.eks. minimum 12%), mens andre beskriver deres mål med andre ord, som f.eks. "competitive with top peers". Vi indsamlede kun måltal, hvis det tydeligt var angivet som f.eks. eksplicit måltal for det kommende år eller på mellemlang eller lang sigt. For at sikre den højest mulige konsistens samler vi kun måltal for den nærmeste fremtid (typisk et år) og det lavest angivne måltal. Selv om der er mange forskellige måder at rapportere måltallet på, giver niveauet af målet visse oplysninger og bidrager til vores forståelse af, hvordan målene er sat.

Figur 1 viser antallet af banker med forskellige strategier for mål og offentliggørelse og de eksplicite målniveauer.⁷ En tydelig tendens er, at antallet af banker med mål (summen af de grønne og røde bjælker) og banker med tilgængelige målniveauer

FIGUR 2: Målniveau, faktisk RoE og opnåelse af mål


(de grønne bjælker) er procykliske. Denne tendens er mere tydelig for det gennemsnitlige målniveau. Banker er mere tilbøjelige til at sætte mål for egenkapitalforrentningen (RoE) og sætte målene højere, når markedsforholdene bliver bedre.

Derefter gennemgik vi grundigt de eksplicite målniveauer, hvilket resulterer i Figur 2, som viser det gennemsnitlige offentliggjorte målniveau, det samme som i Figur 1, den gennemsnitlige faktiske egenkapitalforrentning (RoE) for disse banker og den gennemsnitlige andel af målene opnået i det følgende år. Egenkapitalforrentningsmålet er mindre procyklisk end den faktiske egenkapitalforrentning (RoE). Banker sætter som forventeligt i disse økonomiske faser endnu mere ambitiøse mål end under en økonomisk afmatning. Dette hjælper med at forklare, hvorfor banker foretrækker at fastsætte mål for mellemlang og/eller lang sigt. Efterfølgende blev den faktiske egenkapitalforrentning (RoE) målt i det følgende år for hver enkelt bank for at se, hvor ofte målene opnås. Facittet viser, at målopfyldelsen er meget procyklisk. I dette tilfælde var det kun henholdsvis 23,7% af de europæiske banker og 18% af de danske banker, som opfyldte deres mål.

Danske ift. andre europæiske bankers resultater

Hvordan klarer danske banker sig, hvad angår deres egenkapitalforrentning (RoE)? Figur 3 viser det gennemsnitlige⁸ reelle afkast af egenkapital hvert år for hhv. banker, der fastsætter mål for forretningen af deres egenkapital, og banker, der ikke fastsætter mål, i forskellige europæiske lande. De fleste år opnår banker med RoE-mål forholdsvis højere egenkapitalforrentning end de banker, der ikke opstiller RoE-mål. Dette kunne indikere, at banker opstiller mål pga. deres tilsyneladende generelle overbevisning om, at det skaber bedre resultater, hvad angår egenkapitalforrentning, og offentliggørelsen af målene formidler visse oplysninger (Guidance) til investorerne. Bemærk, at ingen danske banker opstiller forrentningsmål under den globale finanskris, dvs. fra 2007 til 2009. Det er et generelt fænomen

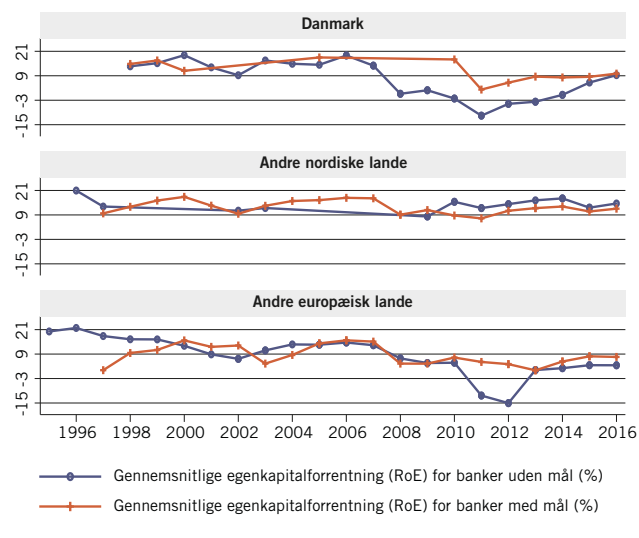
5. Aktivrisiko defineres som forholdet mellem samlede risikovægtede aktiver og samlede aktiver.

6. Denne information findes i Nielsen and Ohnemus (2018).

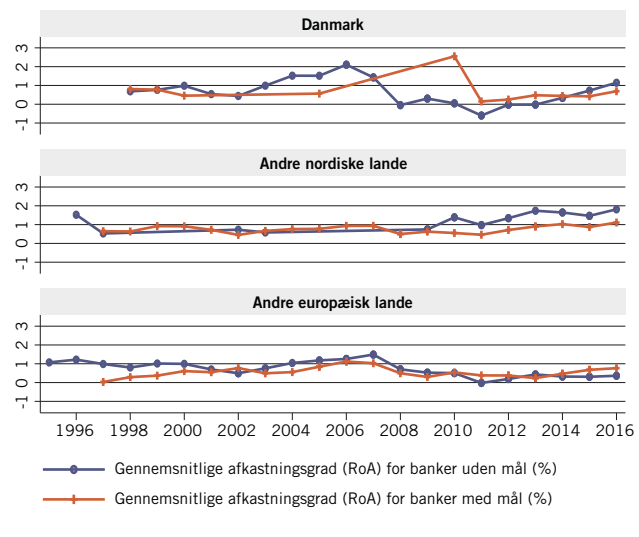
7. Antal af observationer steg med tiden grundet stigende krav til rapportering og transparens.

8. Det skal bemærkes, at der er langt færre registreringer i Danmark, så gennemsnittet for Danmark svinger mere, og der er ingen banker med mål fra 2001 til 2004 og fra 2007 til 2009.

FIGUR 3: Egenkapitalforrentning (RoE, %)



FIGUR 4: Afkastningsgrad (RoA, %)

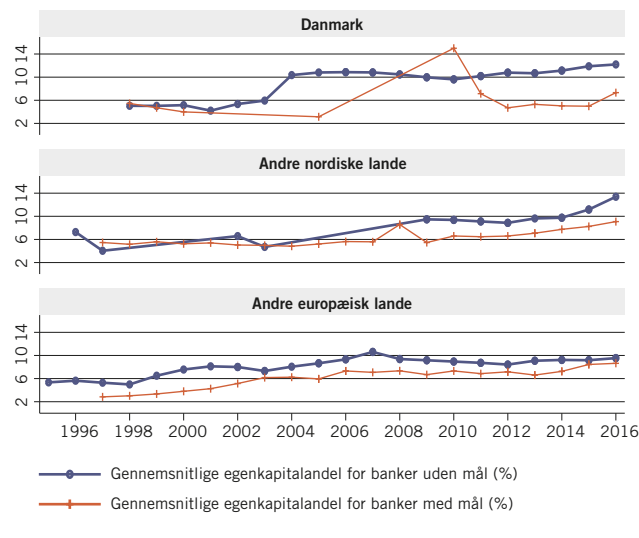


også i andre lande, at færre banker opstiller forrentningsmål under krisen.

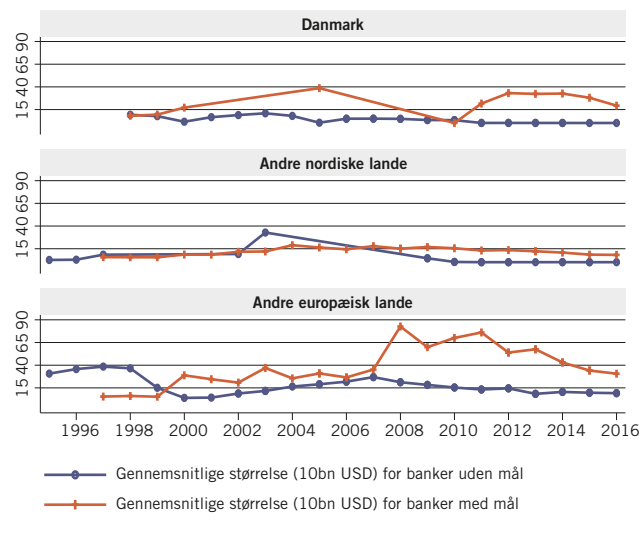
Før den seneste krise har danske banker med mål en relativ høj gennemsnitlig egenkapitalforrentning på 15%, hvilket er den samme som bankerne uden mål. Danske banker klarer sig bedre end andre nordiske banker (14,3%) og banker i ikke-nordiske europæiske lande (hhv. 14% og 11% for banker med/uden mål). Efter krisen opnår danske banker med mål dog et gennemsnitligt afkast af egenkapitalen på 8,6% over for -0,9% for bankerne uden mål, svarende til det der også ses hos ikke-nordiske europæiske banker. Men andre nordiske banker opnår alligevel en relativ høj gennemsnitlig egenkapitalforrentning, hhv. 10,8% og 14,6% for banker med/uden mål.

Hvordan opnås de høje egenkapitalforrentninger? Er det ved at styrke ledelses- og investeringsfærdigheder, så der skabes overskud ud fra sammensætningen af bankernes aktivmasse (afkastningsgrad), eller er det ganske enkelt ved at sænke forholdet

FIGUR 5: Egenkapitalandel (%)



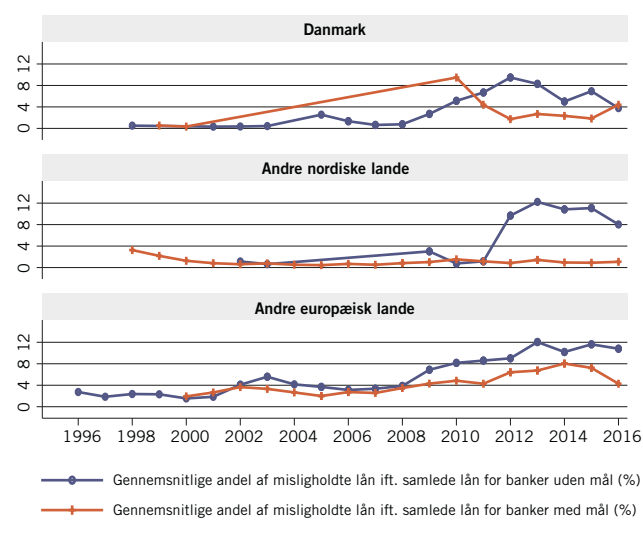
FIGUR 6: Størrelse



mellem egenkapital og aktiver og geare balancerne opad? Figur 4 og 5 viser gennemsnitlig afkastningsgrad og egenkapitalandel for hver region i hvert år. Figureerne viser, at banker med mål for egenkapitalforrentning ikke opnår højere afkastningsgrad, men at de har en lavere egenkapitalandel. Resultatet fra vores undersøgelse bekræftes af tilsvarende observationer fra bl.a. Haldanes (2009) iagttagelse om højere gearing i banksektoren samt Pagratis, Karakatsani og Louris (2014) resultat om, at banker gør aktivt brug af gearing til at opnå deres mål for egenkapitalforrentning.

Før den globale finanskrisen tjente danske banker med mål i gennemsnit mindre end banker uden mål, med en afkastningsgrad på hhv. 0,7% og 1,1%, svarende til det der ses i andre regioner. Danske banker med mål har dog højere gennemsnitlig gearing (lavere egenkapitalandel) end banker uden mål, med en egenkapitalandel på hhv. 4,3% og 7%, det samme som ses for ikke-nordiske banker. Andre nordiske banker har tilsvarende

FIGUR 7: Andel af misligholdte lån ift. samlede lån (%)



de indtjening, uanset om de har mål for afkast af egenkapitalen eller ej. Et andet resultat er, at danske banker i vores undersøgelse kun i cirka 60% af tilfældene opfylder de afkastmål, som man stiller aktionærerne i udsigt. Dette er bekymrende set fra en aktionærsynsvinkel og bør give stof til eftertanke i sektoren.

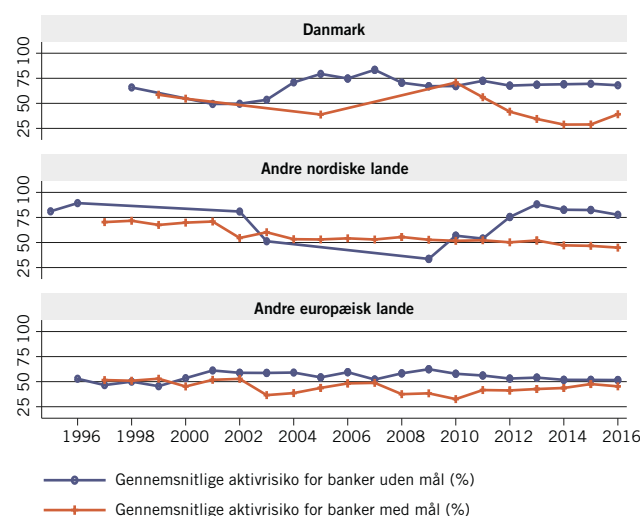
Efter krisen tjener danske banker med mål derimod i en periode mere end banker uden mål, med en afkastningsgrad på 0,7% over for 0,2%, hvilket er det samme som ikke-nordiske banker. Alligevel tjener danske banker med mål mindre end banker uden mål i visse år. Andre nordiske banker med mål tjener mindre end dem uden mål, hhv. 0,8% og 1,5%. Som før krisen har banker med mål dog højere gearing end dem uden mål, med en egenkapitalandel på 7,1% over for 11% i Danmark. Ikke desto mindre er det værd at bemærke, at banker i Europa har større egenkapital efter krisen. Samtidig har danske banker uden mål for egenkapitalforrentning i gennemsnit en højere egenkapitalandel end andre europæiske banker i de fleste år siden 2004.

I lyset af bekymringerne om hvilken indflydelse høj gearing i banksektoren har på realøkonomien, tilføjede man i Basel III (2010)⁹ krav om gearingsgrad og nye likviditetsstandarder ud over de risikobaserede kapitalkrav.

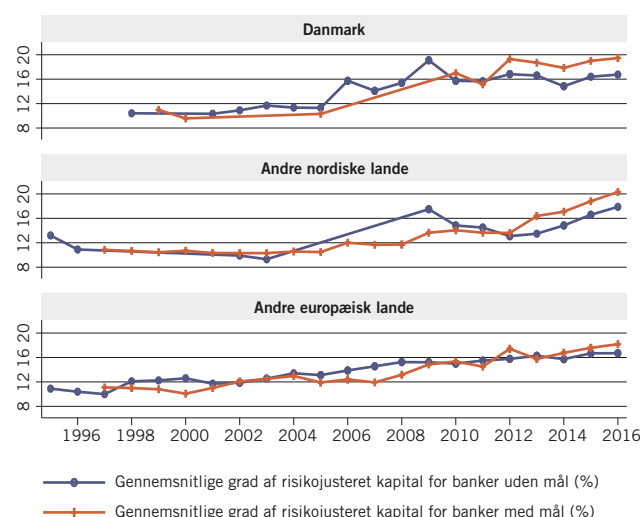
Et andet centralt element i denne debat er størrelsen af en given bank, og hvad det betyder både med hensyn til egenkapitalforrentning og risikostyring. Figur 6 viser, at banker med mål for egenkapitalforrentning i hver region generelt er større end banker uden mål især i Danmark og ikke-nordiske europæiske lande efter krisen. Det er mere sandsynligt, at store banker vil få statsstøtte (se Haldane, 2009), og flere undersøgelser (se Morgan og Stiroh, 2001; Acharya et al., 2013; Forssbæk og Nielsen, 2015) viser, at en svækket markedsdisciplin for store banker forbindes med at være 'too big to fail'.

Ovennævnte iagttagelser bekræfter bekymringen om, at nogle banker anvender gearing for at kunne konkurrere om at tiltrække investorer. Men den finansielle verden er ikke frikti-

FIGUR 8: Aktivrisiko (%)



FIGUR 9: Grad af risikojusteret kapital (%)



onsfri, og denne observation bringer en række andre forhold i spil. Det opfattes ofte som om, at det vil være relativt dyrere for de nuværende aktionærer at rejse ny egenkapital. Deres grundlæggende antagelse bør dog være, at man ikke får noget ud af at substituere relativt dyr egenkapital med relativt billig fremmedkapital, dersom den højere gældsandel får risikoen til at stige.

Man kan i den forbindelse også være bekymret for, om der reelt er sket et ægte rentabilitets paradigmeskifte i sektoren, og om både ledelse og investorer endnu ikke fuldt ud har forstået, at de langsigtede afkast vil være betragteligt lavere end det, man har observeret historisk. Hvilke konsekvenser vil det få, hvis formodningen om, at egenkapitalen f.eks. generelt bør koste 10% som nævnt bl.a. af Ulrik Nødgaard,¹⁰ men det langsigtede afkast i sektoren vil konvergere ned mod et niveau på 6-8% eller

9. Basel-aftalerne er de internationale aftaler om banktilsyn, som er udarbejdet af Baselkomiteén.

10. meddelelse fra Finans Danmark 23/3-2018.

lavere? En række banker kan samtidig blive ramt af faldende solvensprocenter, hvis deres udlånsvækst bliver lav eller negativ (se Anker og Madsen, 2016), hvilket også vil være en negativ udvikling både fra en regulatorisk og aktionærsynsvinkel.

I den sidste del analyseres, om banker med mål for egenkapitalforrentning tager større risici i deres aktivportefølje end banker uden mål? Figur 7 og 8 viser, at, sammenlignet med banker uden mål for egenkapitalforrentning, har banker med mål faktisk generelt større kvalitet af deres aktivmasse, en lavere andel af misligholdte lån ift. samlede lån (Figur 7) samt lavere aktivrisiko – forholdet mellem samlede risikojusterede aktiver og samlede aktiver (Figur 8). Dette gælder dog ikke andre nordiske banker fra 2003 til 2009. Dette fænomen er mere udtalt for danske banker og andre nordiske banker siden 2012. Dette forklarer til dels den højere grad af risikojusteret kapital blandt banker med mål i Danmark og andre nordiske lande siden 2012 (Figur 9). I resten af den udvalgte periode har danske banker med mål dog ikke højere grad af risikojusteret kapital end banker uden mål, sådan som det også ses for andre nordiske banker.

Konklusion

Sammenfattende ses det, at sammenlignet med andre nordiske banker opnåede danske banker højere egenkapitalforrentning og afkastningsgrad før krisen men ikke efter krisen. De danske banker, som er med i denne analyse, har oplevet, at deres afkast på egenkapitalen har været faldende fra næsten 15% før krisen til under 9% efter krisen. Vores formodning er, at denne trend vil fortsætte, eftersom øget konkurrence fra digitale forretningsmodeller, lavere rentemarginaler og svage afkast på egne beholdninger yderligere vil reducere det gennemsnitlige afkast i de kommende år.

Sammenlignet med deres nordiske modparter er der større forskelle, hvad angår egenkapitalforrentning, gearing og størrelse, men ikke for selve afkastningsgraden mellem danske banker, der opsætter strategiske mål for egenkapitalforrentning i forhold til danske banker uden sådanne mål.

Aktører med en høj gearing, der samtidig opstiller mål for egenkapitalforrentning, kan være et problem i Danmark og resten af Europa. Umiddelbart har disse banker ganske vist lavere aktivrisici, men de er meget store, ofte systemiske og har ikke altid gavn af at skabe højere afkastningsgrad eller opnå en højere grad af risikojusteret kapital. Når det er sagt, så tegner der sig dog et positivt billede af europæiske banker, der siden krisen generelt hensætter mere og mere kapital til reserver, hvad angår såvel egenkapitalandel som graden af risikojusteret kapital¹¹.

Ser man bort fra kapitalreserver, er det grundlæggende spørgsmål dog stadig, hvordan man vurderer risici korrekt, samt

hvordan man forbedrer ledelses-, risiko- og investeringsfærdigheder for at opnå højere afkastningsgrader. Alt i alt ser mål for egenkapitalforrentning ikke ud til at give en egentlig anderledes indtjeningsevne og rentabilitet, men snarere en ændret kapitalstruktur.

Et centralt element i kommende forskning er, om der er sket et reelt niveauskifte i, hvad banker kan levere som afkast til deres aktionærer i fremtiden. Selv på mellemlang horisont, er der intet, som tyder på, at renteniveauet vil komme tilbage på det niveau, man så i starten af det nye millennium. Faktorer som en aldrende befolkning med lavere risikoniveau, nye digitale forretningsmodeller, øgede omkostninger til compliance/AML og mindre afkast på bankernes egen beholdning vil alle have en negativ indflydelse på det fremtidige afkastniveau. Dette er i vores optik ensbetydende med, at der er en reel risiko for, at forrentningen af egenkapital i banker vil forsætte med at falde. Om den svage egenkapitalforrentning så ultimativt vil medføre yderligere en voldsom konsolidering af antallet af danske banker i de kommende år, må fremtiden vise.

Litteratur

- Acharya, Viral V., Deniz Anginer, og A. Joseph Warburton, 2016: *The end of market discipline? Investor expectations of implicit government guarantees*. Arbejdsrapport.
- Anker, Thomas, og Kristian Vie Madsen, 2016: Pengeinstitutternes Udbyttepolitik. *Finans/Invest*, 4/16, s. 7-12.
- Basel Committee on Banking Supervision, 2010: *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*. Bank for International Settlements, Basel.
- Bechmann, Ken L., 2016: Bankernes udbytter og kapitalomkostninger: Hvem har misforstået hvad? *Finans/Invest*, 4/16, s. 2-6, 29.
- Forssbæck, Jens, og Caren Nielsen, 2015: *TARP and Market Discipline: Evidence on the Moral Hazard Effects of Bank Recapitalizations*. Arbejdsrapport.
- Haldane, Andrew, 2009: Small lessons from a big crisis. *Remarks at the Federal Reserve Bank of Chicago 45th Annual Conference "Reforming Financial Regulation"* (Vol. 8).
- Morgan, Donald P. og Kevin J. Stiroh, 2001: Market discipline of banks: The asset test, *Journal of Financial Services Research*, 20, s. 195-208.
- Nielsen, Caren, og Lars C. Ohnemus, 2018: *Targeting return on equity: Banks' ownership structure and risk taking*, *Arbejdsrapport*. Tilgængelig på https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3265180.
- Pagratis, Spyros, Eleni Karakatsani, og Helen Louri, 2014: *Bank leverage and return on equity targeting: intrinsic procyclicality of short-term choices*. Arbejdsrapport, No. 189, Bank of Greece.
- Shleifer, Andrei, og Robert W. Vishny, 1997: A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), s. 737-783.

11. Dette er selvfølgelig også i overensstemmelse med flere års diskussioner om og stramninger af kapitalforordninger og den endelige implementering af Basel III i Europa i 2014.