

Situationen efter finansfusionerne

Finn Østrup, Institut for Finansiering, Handelshøjskolen i København

1. Indledning

Med fusionerne i den finansielle sektor har Danmark fået finansielle institutioner af betydelig størrelse også i international målestok. Således ville konglomeratet Unibank-Nykredit (der ses væk fra Tryg, som er en forsikringsvirksomhed) ved udgangen af 1989 have været nr. 28 blandt Europas største kreditinstitutter (heriblandt også realkreditinstitutter) regnet efter aktiver, mens Den Danske Bank ville have været nr. 42. Til sammenligning kan det nævnes, at Deutsche Bank ved udgangen af 1989 kun ville være 2,4 gange større end Unibank-Nykredit.

Det vil være formålet i det følgende at give en belysning af de nye strukturer i den danske finansverden samt at foretage en vurdering af fusionerne.

I afsnit 1 er der en nærmere belysning af den nye struktur i Danmark og af de strukturelle tendenser i udlandet.

I afsnit 2 er der givet en vurdering af konsekvenserne for den danske finanssektor. Særlig to begrundelser har været fremført for fusionerne, nemlig for det første stordriftsfordele og rationaliseringsmuligheder, for det andet hensynet til en stærk konkurrencestilling på de internationale kapitalmarkeder og over for de største erhvervskunder. Det er synspunktet i papiret, at de nye finanskoncerner kan føre til en bedre udnyttelse af ra-

tionaliseringsmulighederne i den finansielle sektor og kan give en styrket konkurrencestilling på markedet for de største erhvervskunder og med hensyn til internationale kapitalmarkedstransaktioner. Derimod er det tvivlsomt, om der er stordriftsfordele i finansiell virksomhed, ligesom fusionerne ikke kan begrundes med koncentration blandt erhvervsvirksomhederne. Den pressede indtjening kan – uden at det har været nævnt eksplicit – have været en selvstændig årsag til fusionerne.

I afsnit 3 vil der blive givet nogle synspunkter på den videre udvikling i det finansielle system, hvor flere faktorer trækker i retning af fortsat koncentration.

Endelig vil nogle samfundsmæssige problemstillinger blive opridset i afsnit 4. Det er synspunktet, at de nye finanskoncerner bl.a. kan få betydning for effektiviteten af obligationsmarkedet og for samarbejdet om betalingsformidling, ligesom fusionerne gør det yderligere aktuelt med overvejelser omkring sammenkædningen mellem erhvervsvirksomhed og egentlig finansiell virksomhed. Det må vurderes som positivt, at koncentrationen i den finansielle sektor vil føre til mindre konkurrence om ydelser, hvilket kan bewirke mindre ressourceforbrug i finansiell virksomhed.

2. Struktur tendenser i Danmark og udlandet

I tabel 1 er givet nogle indikatorer for størrelsen af de største danske finanskoncerner. Det fremgår, at de nye finanskoncerner er langt de største både med hensyn til antallet af ansatte, størrelsen af aktiver og størrelsen af egenkapital. De to tilbageværende store uafhængige realkreditinstitutter – KD og BRF – fylder fortsat godt, når der ses på stør-

relsen af aktiver. Hvis det imidlertid er målet med størrelsesopgørelsen at vurdere en finansiel virksomheds mulighed for at påvirke markederne gennem beslutninger om udlån og placeringer, er det for realkreditinstitutternes vedkommende misvisende at basere vurderingen på størrelsen af aktiver, da realkreditinstitutterne på grund af de detaljerede regler i lovgivningen kun i begrænset omfang har handlefrihed med hensyn til styring af deres aktiver.

Tabel 1. Indikatorer for størrelsen af finansielle virksomheder (ultimo 1989)

	Aktiver	Egenkapital	Obligationsbeholdning*	Antal ansatte
		– mia. kr. –		– personer –
Den Danske Bank	390,4	23,2	58,5	16220
Unibank	299,2	19,4	45,1	13680
Bikuben	71,9	4,1	11,1	4390
Jyske Bank	60,9	3,5	10,7	2520
Andre pengeinstitutter	278,9	17,1	–	13990
KD	328,6	15,3	14,1	1300
Nykredit	306,3	16,8	16,5	1200
BRFkredit	126,9	6,0	6,0	650
Andre realkreditinstitutter	41,8	1,9	1,8	140
Statsanstalten	50,3	2,8	48,2	760
Hafnia	57,9	6,3	29,2	3530
Baltica	48,7	10,6	20,7	3410***
PFA	43,8	2,9	35,0	460
Tryg	31,0	3,6	24,6	1420
Andre forsikringsselskaber	43,7**	22,9**	–	–
Pensionskasser	100,3**	–	–	–
ATP	71,7	–	64,4	200
LD	27,4	–	21,4	30

* børsnoterede danske kroneobligationer.

** ultimo 1988

*** ekskl. Falck

Tallene er for de enkelte finansielle virksomheder angivet på koncernbasis. Aktiverne er ikke fuldt ud sammenlignelige, da der er forskelle på regnskabspraksis i de enkelte finansielle institutioner. Obligationsbeholdninger er angivet til kursværdi. Antallet af ansatte er omregnet til fuldtidsbeskæftigede.

Finanskoncernerne er i forhold til samfundsøkonomien langt større i Danmark end i udlandet. Det fremgår således af tabel 2, at aktiverne i Unibank-Nykredit ved udgangen af 1989 tilsammen ville svare til 80 pct. af bruttonationalproduktet, mens aktiverne i

de to største finanskoncerner ville svare til 131 pct. af bruttonationalproduktet. Til sammenligning kan nævnes, at kapitalkoncentrationen i Holland og Belgien – de lande, hvor kapitalkoncentrationen er størst efter Danmark – ligger langt lavere, idet aktiverne

i det største pengeinstitut i disse to lande svarer til ca. 40 pct. af bruttonationalproduktet,

mens aktierne i de to største pengeinstitutter ligger på ca. 80 pct. af BNP.

Tabel 2. Aktiver i største finansielle virksomheder sat i forhold til bruttonationalproduktet

	Aktiver i største pengeinstitut sat i forhold til brutto- nationalproduktet	Aktiver i to største pengeinstitutter sat i forhold til brutto- nationalproduktet
	- pct. -	
Belgien	44	77
Finland	33	65
Frankrig	25	50
Holland	41	81
Italien	13	24
Norge	22	39
Spanien	19	31
Sverige	31	58
Tyskland	17	29
UK	25	48
Østrig	36	54
Danmark*	80	131

* for Danmark er vist en situation, hvor Unibank og Nykredit er sluttet sammen (derimod er Tryg ikke medregnet i opgørelsen). Talangivelser refererer til ultimo 1989.

Kilde: The Banker, July 1990.

Der har gennem de senere år været en række sammenslutninger mellem pengeinstitutter i EF. Blandt de kendteste eksempler har været Deutsche Banks køb af bl.a. Banca d'America e d'Italia (december 1986) og Morgan Grenfell (november 1987). Endvidere har der været koncentrationstendenser i Spanien, Norge samt - i mindre omfang - i Sverige. Derimod er den planlagte sammenslutning

af den hollandske Amsterdam Rotterdam Bank og den belgiske Generale de Banque blevet opgivet. Selv om disse sammenslutninger har givet anledning til betydelig presseomtale, er det tvivlsomt, i hvilket omfang de reelt har påvirket bankstrukturen. I tabel 3 er angivet udviklingen for de 260 europæiske pengeinstitutter, der var størst regnet efter aktiver i 1980. Det fremgår, at udviklin-

Tabel 3. Udviklingen i størrelsen for de 260 største europæiske pengeinstitutter i 1980

	Andel af aktiver	
	1980	1987
	- pct. -	
10 største pengeinstitutter (1980)	26,1	24,2
50 næststørste pengeinstitutter (1980)	42,7	42,1
50 tredjestørste pengeinstitutter (1980)	14,0	16,0
50 fjerdestørste pengeinstitutter (1980)	8,1	8,7
50 femtestørste pengeinstitutter (1980)	5,3	5,3
50 sjættestørste pengeinstitutter (1980)	3,7	3,7
	100,0	100,0

Tabellen viser, hvorledes markedsandelene har udviklet sig mellem 1980 og 1987 for de 260 pengeinstitutter, der i 1980 var størst i Europa regnet efter aktiver.

Kilde: »Europe's largest companies«, 1981 og 1989.

gen i størrelsesforholdene for disse 260 pengeinstitutter har været meget stabil mellem 1980 og 1987. Væksten i balancerne for de 260 pengeinstitutter har ligget omtrent på linie med den samlede stigning i indlån i EF-landene, således at der ikke har været tendens til, at de største pengeinstitutter har vundet terræn i forhold til de mindre. Generelt går tendensen i udlandet nu i retning af at satse på indtjening og specialisering fremfor på størrelse, f.eks. har Bankers Trust og J.P. Morgan opgivet detailbankvirksomhed (jfr. Economist 1990).

Det er konklusionen i en nylig redegørelse fra Shearson Lehman Hutton Securities (1990), at der er sket langt mindre med hensyn til virksomhedssammenslutninger inden for EFs banksektor, end mange iagttagere ville have forventet for nogle år siden. De fleste opkøb har været af mindre finansielle institutioner. Derimod har der været en omfattende tendens til grænseoverskridende aftaler mellem finansielle virksomheder i EF-landene, hvilket ofte er blevet befæstet gennem udveksling af aktieposter.

3. Konsekvenser for den finansielle sektor

3.1. Rationaliseringsmuligheder

Formentlig er der i den danske finansielle sektor betydelige rationaliseringsmuligheder. Trods vanskeligheden ved internationale sammenligninger kan det nævnes, at der i Danmark i 1986 var 55000 ansatte i pengeinstitutterne, mens der i Belgien var 57800, i Norge 32700, i Sverige 41600 og i Holland 104100 (OECD 1988). Også antallet af beskæftigede i den samlede finansielle sektor ligger højere i Danmark end i andre OECD-lande.

Det må antages, at de nye finanskoncerner i kraft af en dominerende markedsposition og

stærkere forhandlingsstilling over for faglige organisationer bedre er i stand til at foretage nedskæringer end tidligere de enkeltstående pengeinstitutter.

Hertil kommer, at den mindre konkurrence, der er resultatet af fusionerne, vil gøre det mere sandsynligt, at rationaliseringsmulighederne i den finansielle sektor udnyttes. Dette skyldes, at ekspansionen i de finansielle virksomheder gennem 80'erne antagelig i stort omfang skyldes den store konkurrence, der særlig er gået på ydelser. Gennem fusionerne, der mindsker konkurrencen, vil en af de væsentligste drivkræfter bag den hidtidige ekspansion således have fået mindre betydning.

Om finanskoncernerne vil udnytte rationaliseringsmulighederne, afhænger af den konkrete politik, der fremover vil blive anlagt i de nye finanskoncerner. Som et alternativt scenario kunne det tænkes, at den nye dominerende markedsposition særlig udnyttes til at fastholde det høje omkostningsniveau. Der synes foreløbig lagt op til en »blød« linie, hvor personalereduktioner i hovedsagen skal ske gennem naturlig afgang.

3.2. Synergieffekter og stordriftsfordele

Der er i visse tilfælde synergieffekter mellem forskellige former for finansiell virksomhed, idet en form for finansiell aktivitet kan understøtte en anden. Dette er bl.a. tilfældet ved långivning, hvor man ved at samle al långivning (realkreditlån og andre lån) et sted kan nøjes med en kreditvurdering. Synergieffekten med hensyn til långivning kan ses som en begrundelse for en sammenslutning mellem f.eks. realkredit- og pengeinstitutvirksomhed (jfr. nedenfor).

Der er også en synergieffekt ved salg af finansielle ydelser, idet man ved at samle salget af flere ydelser – f.eks. pengeinstitut- og forsikringsydelser – opnår en rationalise-

ring. Denne synergieffekt taler imidlertid ikke nødvendigvis for fusion, men kan realiseres gennem samarbejdsaftaler.

Derimod er der ikke umiddelbart tegn på stordriftsfordele i bankvæsen, idet en lang række udenlandske undersøgelser (senest Noulas, Rau og Miller 1990) entydigt peger i retning af, at større virksomhedsstørrelse ikke indebærer lavere enhedsomkostninger. En nylig undersøgelse over 77 af de største europæiske pengeinstitutter (Dietrich 1990) bekræfter dette resultat. Heller ikke opgørelser over omkostningsniveauet for danske pengeinstitutter – se Østrup (1989) – tyder på stordriftsfordele.

Der kan fremføres kritik af undersøgelserne over stordriftsfordele. Umiddelbart synes resultaterne således i modstrid med virkeligheden, hvor der kan peges på en række områder kendetegnet ved stordriftsfordele. Den tilsyneladende modstrid skyldes eventuelt, at stordriftsfordelene opvejes af større bureaukrati i ledelsen. Undersøgelserne over stordriftsfordele tager kun udgangspunkt i omkostninger, og det vurderes således ikke, i hvilket omfang der er ikke-omkostningsmæssige fordele gennem mulighed for f.eks. opbygning af ekspertise, større »placing power« samt – hvad der på længere sigt kan være en vigtig konkurrenceparameter – bedre mulighed for kapitaltilførsel. Herudover har store finansielle virksomheder bedre mulighed for at tage store risikopositioner og derved påtage sig flere forretninger. Endelig er undersøgelserne bagudrettede. Ved anvendelse af nye EDB-baserede styringssystemer vil det formentlig i højere grad være muligt at udnytte fordelene ved decentralisering og samtidig foretage en central overvågning af virksomhedens samlede risici.

Det er dog omvendt bemærkelsesværdigt, at der kun er ringe sammenhæng mellem på den ene side størrelsen af de største europæi-

ske pengeinstitutter, på den anden side aktiekursværdien af virksomhederne.

For at undersøge hypotesen, at virksomhedsstørrelse skulle have betydning for rentabiliteten af bankvirksomhed, er der på grundlag af oplysningerne i »The Banker« (juli 1990) om de 1000 største pengeinstitutter i verden foretaget en sammenstilling af på den ene side størrelsen af aktiverne for kreditinstitutterne i Belgien, Finland, Frankrig, Tyskland, Holland, Norge, Sverige, UK og Østrig, på den anden side afkastet (forskud-overskud) opgjort som pct. af aktiverne. For Tyskland er girocentrale og hypotekbanker ikke medregnet i opgørelsen. Regressionsanalyser på grundlag af denne sammenstilling viser, at kun i et tilfælde – Belgien – kan der påvises en signifikant sammenhæng mellem virksomhedsstørrelse og rentabilitet, og for Belgien viser analysen en negativ sammenhæng, således at større størrelse skulle føre til mindre rentabilitet.

For ikke-finansielle virksomheder er der foretaget en lang række undersøgelser, der langt overvejende tyder på, at fusioner og overtagelser ikke fører til højere indtjening på længere sigt (for en oversigt se Weston, Wang og Hoag 1990). En af de vigtigste fordele ved fusioner i erhvervsvirksomhed, nemlig at en stor virksomhed bedre er i stand til at foretage store risikobetonede projekter, genfindes ikke i finansiell virksomhed. I finansiell virksomhed er det tvivlsomt, om innovation er profitabel, bl.a. fordi et nyt produkt hurtigt kan efterlignes af konkurrenter.

3.3. Koncentration blandt erhvervs- virksomheder

Fusionerne kan ikke begrundes med en tendens til koncentration blandt erhvervsvirksomheder. Det fremgår således af tabel 4, at aktiverne i de største erhvervskoncerner i perioden 1979-88 er vokset noget i forhold til bruttofaktorindkomsten i den private sektor,

hvilket tyder på større koncentration. Fremmedkapitalandelen har været stort set uændret. Derimod fremgår det, at erhvervskoncernernes låntagning er blevet mindre i forhold til egenkapitalen i det største og de fire

største pengeinstitutter i Danmark, dvs. at pengeinstitutterne i 1979-88 relativt er blevet større i forhold til erhvervskoncernerne og har haft lettere ved at yde lån til erhvervskoncernerne under overholdelse af bank- og spa-

Tabel 4. Udviklingen for aktiver og låntagning i de største danske erhvervsvirksomheder

Erhvervskon- cerner	(1) Aktiver i forhold til privat brut- tofaktorind- komst		(2) Fremmed- kapital- andel		(3) Gns. låntagning i erhvervs- koncerner i forhold til egenkapitalen i største pengeinstitut 4 største pengeinstitutter			
	1979	1988	1979	1988	1979	1988	1979	1988
10 største	22,5	23,6	69,9	67,0	153	73	44	26
25 næststørste	15,0	18,0	64,8	67,7	96	22	11	8
25 tredjestørste	6,3	9,3	66,4	64,6	38	11	5	4
25 fjerdestørste	4,1	6,2	65,6	62,3	10	7	3	3
25 femtestørste	2,7	4,4	73,4	70,8	8	6	2	2
Ialt	50,6	61,5	67,8	66,7	-	-	-	-

(1) angiver aktiver i de 110 største danske erhvervskoncerner (opdelt i 5 størrelseskategorier) i forhold til bruttofaktorindkomsten i den private sektor i henholdsvis 1979 og 1988. Opgørelser over de største danske erhvervskoncerner er hentet fra Børsens årlige tillæg om de største danske erhvervsvirksomheder. (2) angiver den gennemsnitlige fremmedkapitalandel i erhvervskoncernerne. (3) angiver den gennemsnitlige fremmedkapital for en erhvervskoncern i hver af de fem størrelseskategorier sat i forhold til egenkapitalen i det største og de fire største pengeinstitutter i henholdsvis 1979 og 1988.

rekasselovens regler om enkeltengagement. Der er dog sket en kraftig styrkelse af den finansielle ekspertise i de danske erhvervsvirksomheder gennem opbygningen af finansafdelinger m.v., hvilket har øget kravene til de finansielle virksomheder (jfr. nedenfor).

3.4. Konkurrencestilling på internationale markeder

De største erhvervsvirksomheder opererer på et internationalt marked for banktjenester, hvor en banks beliggenhed ikke spiller nogen afgørende rolle, og hvor erhvervsvirksomhederne internationalt er i stand til at finde de finansierings- og placeringsløsninger, der passer bedst til virksomhedens risiko- og skatteprofil. Samtidig har de største erhvervsvirksomheder i stigende grad finansieret sig gennem lånoptagelse på de internationale kapitalmarkeder.

Ved opbygningen af større enheder i den finansielle sektor er der i højere grad mulighed for at opbygge ekspertise om nye finansieringsteknikker. Det synes en udbredt vurdering, at danske finansvirksomheder ikke hidtil har været i stand til at opbygge en ekspertise på linie med udenlandske finansvirksomheder med hensyn til nye teknikker og commercial papers. Det har bl.a. været et handicap, at der har manglet en »hjemmebase« i form af store danske erhvervskoncerner. Det har også svækket konkurrencemulighederne, at den begrænsede ekspertise har været spredt »tyndt« ud over flere finansvirksomheder. Med de nye finansfusioner er der mulighed for at vende denne udvikling, og der skulle således være forudsætning for bedre at gøre sig gældende i konkurrencen om de største erhvervskunder. Det er særlig bankfusionerne, der giver mulighed for at samle den internationale ekspertise, mens aktivite-

ten i realkreditinstitutter og mange forsikringsselskaber hidtil altovervejende har været rettet mod det danske marked.

Størrelse er imidlertid ikke den vigtigste konkurrenceparameter på de internationale kapitalmarkeder, og om en offensiv international strategi kan føre til resultater, må derfor betragtes som usikkert. Mange af de virksomheder, der har nået en stærk markedsposition på de internationale kapitalmarkeder, f.eks. de britiske merchant banks og de amerikanske investment banks, er ikke specielt store opgjort efter aktiver. Mere afgørende er evnen til hurtigt at træffe beslutninger og foretage tilpasning. En undersøgelse foretaget af General Accounting Office i 1988 (refereret i »Financial Times« den 29.6.1988) pegede netop på kulturforskelle som en af de vigtigste årsager til de betydelige vanskeligheder, som amerikanske forretningsbanker har mødt med hensyn til internationale kapitalmarkedsaktiviteter i London. Hvis traditionelle banker skal gøre sig gældende på de internationale kapitalmarkeder, vil det derfor være afgørende, i hvilket omfang det er muligt at forene forskellige virksomhedskulturer inden for samme organisation. Samtidig er de internationale kapitalmarkedsaktiviteter kendetegnet ved overkapacitet, hvilket har medført, at flere finansielle institutioner har valgt at trække sig ud af markedet.

3.5. Indtjeningssituationen i finansiell virksomhed

Selv om det ikke direkte har været bragt frem i forbindelse med fusionerne i den finansielle sektor, er det spørgsmålet, om en yderligere begrundelse skal søges i det forhold, at de finansielle virksomheder har været under et stigende konkurrencemæssigt og indtjeningsmæssigt pres. I situationer med presset indtjening er der ofte tendens til sammenlutninger inden for en branche. Som eksempel kan nævnes den europæiske kul- og stålindustri i 70'erne.

Inden for pengeinstitutvirksomhed har der bl.a. været stigende konkurrence fra udlandet om de største erhvervskunder, ligesom den stigende finansielle bevidsthed særlig blandt erhvervskunderne presser indtjeningen. Hertil kommer tabene på udlån. I forbindelse med rentefaldet i 1982-83 skete der en stærk indsnævring af rentemarginalen.

I 1989 udgjorde indtjeningen i pengeinstitutterne før skat, før ekstraordinære indtægter/udgifter samt før kursregulering 16,1 pct. af egenkapitalen ultimo 1988. Dette kan ikke siges at være nogen høj forrentning i betragtning af, at den gennemsnitlige effektive rente på 20-årige obligationer i 1989 lå på 10,2 pct.¹⁾ Den pressede indtjening afspejles i det lave kursniveau for bankaktier, hvor kurs-indre værdi-forholdet ligger omkring 0,7-0,8, hvilket er væsentligt lavere end i ikke-finansielle virksomheder.

Også den generelle usikkerhed om fremtiden kan trække i retning af fusioner som et middel til at reducere usikkerheden. Flere forhold tyder på lavere indtjening også fremover²⁾. Således vil en monetær union i EF betyde bortfald af indtægt ved valutasikring for EF-valutaer. En monetær union indebærer endvidere lavere rente, hvilket gør de lavt forrentede eller uforrentede anfordringsindskud forholdsvis dyrere for pengeinstitutterne. Samtidig må pengeinstitutterne se en af de hidtidige barrierer for udenlandsk indtrængen fjernet, nemlig vanskeligheden ved for et udenlandsk pengeinstitut at opbygge balance mellem aktiver og passiver i danske kroner. Også EFs indre marked kan give anledning til usikkerhed. Det indre marked har givet stødet til – eller været benyttet som påskud for – en strategi med europæisk ekspansion i flere udenlandske finansinstitutioner, bl.a. Deutsche Bank.

Også for realkreditinstitutter og forsikrings-selskaber peger en række forhold i retning af

lavere fremtidig indtjening eller i hvert fald større usikkerhed (jfr. nedenfor).

4. Fremtidige strukturtendenser i den finansielle sektor

En række faktorer kan i de kommende år begunstige de mindre og mellemstore finansielle institutioner. Det vil således være naturligt, at opmærksomheden i de store fusionerede institutioner i en periode vil være koncentreret om interne problemer. De mindre og mellemstore pengeinstitutter kan i højere grad komme i søgelyset som pengeinstitutforbindelse for mindre erhvervsvirksomheder, særlig hvis storbankerne ensidigt koncentrerer opmærksomheden om de største erhvervskunder og udlandet. Kunder vil formentlig i større omfang indhente pristilbud fra de mindre pengeinstitutter – f.eks. kan man forestille sig, at mange erhvervskunder og privatkunder indhenter pristilbud efter pengeinstitutts størrelse, hvor de mindre pengeinstitutter vil være rykket højere op på størrelseslisten.

Den umiddelbare reaktion hos kunderne på fusionerne har ikke været ubetinget positiv. Det er spørgsmålet, om kundeindstillingen efter konjunkturomsvinget i 1986 overvejende er gået i retning af det lokale og det »mere beskedne« fremfor de store internationale planer. En sådan indstilling forekommer umiddelbart naturlig i en presset økonomisk situation.

Internationaliseringen har styrket de mindre pengeinstitutters position, fordi de mindre pengeinstitutter har mulighed for at indgå samarbejde med en udenlandsk finansiell institution og eventuelt kan anvende denne trussel, hvis en stor finansiell virksomhed går ind på det lokale område. Herudover kan det hæmme de store finansiell virksomheder i deres forretninger, at de formentlig i højere grad

vil være genstand for offentlighedens og myndighedernes opmærksomhed og derfor kan have vanskeligt ved at praktisere f.eks. kundedifferentiering.

Endelig kan fusionerne indirekte blive til de mindre pengeinstitutters fordel på den måde, at enhver mulighed for størrelsesmæssigt at komme op på siden af de store pengeinstitutter nu definitivt synes fjernet. Dette skaber grundlag for, at de mindre pengeinstitutter koncentrerer sig om de områder, hvor de står stærkest. En hovedårsag bag rækken af ufrivillige bankfusioner i 1987-89 var netop, at særlig mellemstore pengeinstitutter søgte at ekspandere ved at gå ind på nye områder.

De områder, hvor de mindre pengeinstitutter kan få det vanskeligst, er med hensyn til EDB-udvikling, hvor der hidtil har været et udbygget samarbejde i de fælles bogføringscentraler til de mindre pengeinstitutters fordel. Udviklingen inden for informationsteknologi i retning af mindre enheder må dog på længere sigt ventes at være til fordel for de mindre pengeinstitutter. En reduktion af effektiviteten i værdipapirmarkedet og i pengemarkedet kan hæmme de mindre pengeinstitutters låne- og placeringsmuligheder, hvilket dog kan opvejes af større mulighed for lån/placering i udlandet. Det kan endelig være sværere for de mindre pengeinstitutter at foretage personalereduktioner og filialnedlæggelser.

Det er sandsynligt, at udenlandske pengeinstitutter vil få en større markedsandel på det danske marked som følge af fusionerne. Udenlandske banker kan komme på tale ved erhvervsvirksomheders valg af et andet pengeinstitut, ligesom udenlandske finansiell virksomheder kan indgå samarbejde med danske virksomheder (jfr. bl.a. Balticas samarbejde med Suez).

Ses der på de øvrige aktører i det finansielle

system, står realkreditinstitutterne over for en række problemer. De nye finanskoncerner vil være store nok til at udbyde dybe obligationsserier og har derved gennem koncernforbundne realkreditselskaber mulighed for at gå ind i billig realkreditfinansiering. I forvejen har pengeinstitutter en interesse i obligationsudstedelse for at matche de store obligationsbeholdninger på aktivsiden.

Realkreditinstitutternes konkurrencestilling svækkes yderligere af, at de på grund af store udsving i ejendomspriserne ikke længere kan basere sig på automatisk låneudmåling, som det hidtil har været kendetegnet for realkredit. På lidt længere sigt må det ventes, at også den demografiske udvikling går mod realkreditinstitutterne: faldet i befolkningstallet kan bevirke et nedadgående pres på ejendomspriserne, og en stigende gennemsnitsalder vil formentlig bevirke et mindre antal flytninger.

Realkreditinstitutterne står derfor i den nuværende situation over for et valg mellem tre muligheder: at reducere lånevolumen, således at lån holdes inden for den »sikre« del af ejendomsværdien; selv opbygge en kapacitet for personlig kreditvurdering; eller at gå sammen med et pengeinstitut, der i forvejen har ekspertise med hensyn til personlig kreditvurdering. Som bekendt har Nykredit valgt den sidste mulighed.

Forsikringsselskaberne er fortsat beskyttet af et specialiseret kendskab, men kan komme under pres i forbindelse med større bevidsthed hos erhvervskunder om risikostyring (risk management) samt større konkurrence fra udenlandske forsikringsselskaber. Tendensen til gensidige opkøb blandt forsikringsselskaberne tyder ikke på en stabil struktur.

5. Samfundsmæssige konsekvenser

Spørgsmålet om de samfundsmæssige konsekvenser af de nye finanskoncerner har hidtil ikke tiltrukket sig stor opmærksomhed.

Udviklingen i den finansielle sektor gennem 80'erne var præget af en stor konkurrence, som i særlig grad gik på ydelser. Dette var i 1982-86 formentlig en hovedårsag bag udlånsvæksten, ligesom antallet af ansatte voksede stærkt. Da konjunkturerne i 1986 vendte, blev der store tab på udlån, hvilket igen var hovedårsagen bag rækken af kriser i danske finansielle virksomheder i 1987-89.

Set fra et samfundsmæssigt synspunkt må det vurderes som positivt, hvis fusionerne indebærer et brud med tendensen i retning af stadig ekspansion, hvilket dog – som omtalt ovenfor – afhænger af den politik, der konkret fremover vil blive ført i finansvirksomhederne.

Endvidere må det vurderes som positivt, at fusionerne – som omtalt ovenfor – kan skabe grundlag for en stærkere konkurrencestilling på de internationale kapitalmarkeder og markedet for de største erhvervskunder.

På en række områder kan fusionerne set fra et samfundsmæssigt synspunkt imidlertid give anledning til problemer.

For det første kan en uigennemtænkt offensiv strategi i udlandet føre til store tab. Disse tab falder i sidste ende tilbage på de danske forbrugere eller det danske samfund. Rækken af kriser i det internationale finansielle system tilskynder til forsigtighed: gældskrisen for udviklingslandene, kursfaldet på aktiemarkedet i oktober 1987 samt de enorme tab i de amerikanske sparekasser. I det seneste år har der været et brat kursfald på junk bonds i USA samt et fald i de japanske aktiekurser. I mange tilfælde har finansielle virk-

somheder prissat produkter for lavt under indtrængen på et marked. En offensiv international strategi nødvendiggør derfor en effektiv intern styring af risici.

For det andet indebærer fusionerne problemer i relation til effektiviteten på en række af de finansielle markeder. Børsmæglerselskaberne i de nye finanskoncerner vil således være dominerende både med hensyn til handelen med værdipapirer og med hensyn til aktieemissioner. Nykredit stod i årene 1987-89 for en væsentlig del af den samlede obligationsudstedelse på Københavns Fondsbørs. Hertil kommer, at hovedparten af både købere og sælgere af værdipapirer vil have konti i de nye storbanker, hvorved der vil være en tilskyndelse til at afvikle handel internt i stedet for at lade handelen gå over Københavns Fondsbørs. De nye finanskoncerner vil råde over en væsentlig del af obligationsbeholdningerne, der dog ikke er større end beholdningerne hos de store livsforsikringsselskaber samt ATP og LD (jfr. tabel 1). Ved udgangen af 1989 ville Unibank-Nykredit-Tryk og Den Danske Bank råde over henholdsvis 6,4 og 5,4 pct. af den samlede udestående mængde obligationer. Andelene kan give en uforholdsmæssig indflydelse på kursdannelsen, da en stor del af de øvrige obligations- og aktiebeholdninger ligger fast. Hertil kommer den indflydelse, der følger med rådgivning af et stort antal kunder samt tilknytningen til investeringsforeninger.

Et særligt problem for obligationsmarkedets effektivitet opstår på grund af sammenkædningen mellem realkreditvirksomhed og styring af porteføljen i de øvrige koncernforbundne selskaber. Gennem ejerskabet af et stort realkreditinstitut får en finanskoncern en fordel som investor på obligationsmarkedet, idet man på forhånd får kendskab til en væsentlig del af obligationstilgangen. Der kan også tænkes problemer for effektiviteten

på den måde, at finanskoncernen særlig placerer i egne obligationer, hvilket kan føre til systematiske kursforskelle på markedet. Det kan indvendes, at der ikke er nogen selvstændighed for rentedannelsen på obligationsmarkedet, der for en stor del er bestemt af udlandet. Dette er imidlertid kun rigtigt for de større kursbevægelser og for kursdannelsen på de dybere papirer.

De problemer omkring effektiviteten på værdipapirmarkedene, der tegner sig i forbindelse med de nye finanskoncerner, gør det nødvendigt med et dybtgående analysearbejde omkring de foranstaltninger, der kan træffes for at sikre en effektiv funktion af obligations- og aktiemarkedene. Nogle forslag til en gennemgribende reform af obligationsmarkedet er fremlagt hos Østrup (1996). Blandt andre mulige foranstaltninger kan nævnes en løsning af forbindelsen mellem investeringsforeninger og depotselskab samt en udskillelse af de større pengeinstitutters puljeordninger i investeringsforeninger. Som et mere radikalt skridt kunne tænkes en opdeling af de større finansinstitutioners fondsbeholdninger, således at de forvaltes i flere selvstændige enheder med »vandtætte skodder« over for resten af koncernen.

Alle aktørerne i det finansielle system – også de nye store finansinstitutioner – har en interesse i at opretholde særlig et effektivt obligationsmarked. Det danske obligationsmarked har på grund af sin størrelse og effektivitet været genstand for stor interesse blandt udenlandske investorer, ligesom det effektive obligationsmarked har lettet finansieringen af underskud på statsfinanserne.

For det tredje kan de nye finanskoncerner bewirke problemer omkring betalingsformidlingen. Betalingsformidlingen er i Danmark blevet varetaget gennem et samarbejde mellem samtlige pengeinstitutter, hvilket har været fordelagtigt set fra smæs-

sigt synspunkt, idet det herved har været muligt at undgå dobbeltinvesteringer. Det er muligt, at dette samarbejde nu ophører eller gradvist udtyndes, idet det for storbankerne, der har en stor del af både betalingsafgivere og betalingsmodtagere som kunder, vil være fordelagtigt at opbygge interne betalingskredsløb.

Som reaktion er der nu politisk aftalt en styrkelse af postgiroens stilling, idet postgiroen vil få status som bank. Denne løsning forekommer ikke umiddelbart tilfredsstillende, da der herved – som påpeget i avisartikler af Christen Sørensen – bliver en større ressourceanvendelse i finansiell virksomhed, ligesom der fortsat er risiko for opbrud i pengeinstitutsamarbejdet om betalingsformidling. Alternativt kan man forestille sig, at PBS – under offentlig regulering og eventuelt med offentlig ejerdeltagelse – får monopol på betalingsformidlingen og overtager den del af betalingsformidlingen, der ligger i postgiroen. Parallelt hermed kan der – som foreslået af OECD i den seneste landerapport om Danmark – tænkes en styrkelse af postgiroen på den måde, at postgiroen får adgang til at modtage indskud med placering i statspapirer, hvilket formentlig vil have større effekt end et gratis postordresalg af statspapirer, som måske særlig vil blive udnyttet af de større, mere »søfistikerede« investorer. I begge tilfælde forekommer det hensigtsmæssigt med gebyrer på basis af omkostninger, da der ellers kan tænkes en øget anvendelse af ressourcer til finansiell virksomhed.

For det fjerde vil de nye finanskoncerner ændre vilkårene for pengepolitikken. De nye finanskoncerner kan lettere følge kapitalbevægelser og herved forudse ændringer i f.eks. Nationalbankens rentesatser. En likviditetspolitik baseret på ændringer i pengemarkedsrenten vil få mindre effekt, da det vil være mindre del af finansvirksomheder-

nes placeringer/lån, som vil foregå over pengemarkedet. Endelig vil der blive mindre dybde og derved mindre effektivitet på pengemarkedet, hvilket gør det sværere at anvende pengemarkedsinterventioner som instrument. Disse pengepolitiske hensyn får selvsagt mindre betydning, hvis kompetencen med hensyn til pengepolitik afgives til EF i forbindelse med en monetær union.

Omvendt kan finanskoncernerne eventuelt tænkes udnyttet politisk, idet f.eks. henstillinger fra politisk hold om tilbageholdenhed med udlån, evt. med udlån til bestemte formål, kan få en stor effekt. Finanskoncernerne kan få betydelig indflydelse på den økonomiske udvikling i Danmark gennem den praksis, der anlægges for udlån. Hvis f.eks. kreditvurderingen i finanskoncernerne strammes, kan det få stor virkning på efterspørgslen i samfundet, jfr. virkningerne af bl.a. kartoffelkuren.

Endelig for det femte gør dannelsen af de nye finanskoncerner det yderligere aktuelt med overvejelser omkring sammenhængen mellem finansiell virksomhed og egentlig erhvervsvirksomhed. Sammenblandingen af finansiell virksomhed og egentlig erhvervsvirksomhed rejser problemer både omkring sikkerheden i de finansielle institutioner og omkring muligheden for en generel koncentration af indflydelse i samfundet. De finansielle virksomheder har selv interesse i en klar skillelinie, da der ellers kan tænkes mulighed for »skjult« erhvervspolitik, hvor finansielle virksomheder presses til at redde bestemte virksomheder ved at gå ind med ejerkapital. Dannelsen af de nye finanskoncerner kan øge fristelsen til at anvende en sådan »skjult« erhvervspolitik.

Det kan få betydelige konkurrencemæssige virkninger, hvis realkreditinstitutterne i de kommende år fuldstændig forsvinder som selvstændige virksomheder og indgår i stør-

re finanskoncerner. Med den nuværende struktur for bidrag og renter er realkreditlån væsentlig billigere end banklån. Det vil her ved være fordelagtigt for en finanskoncern at stramme betingelserne for realkreditlån og i stedet yde lån i form af banklån. Dette kan samfundsmæssigt siges at være uhensigtsmæssigt, da en mere »effektiv« långivning over obligationsmarkedet herved erstattes af dyrere banklån. Dette kan særlig blive et problem for privatkunder og for de små og mellemstore virksomheder, der ikke har mulighed for at gå til udenlandske finansvirksomheder. I forvejen er der sket en forringelse af finansieringsmulighederne for de små og mellemstore erhvervsvirksomheder, idet en række alternative finansieringskilder gennem de senere år er blevet standset, bl.a. har venture kapital ikke fået den ventede udbredelse, og børs III er i praksis brudt sammen.

Der har bl.a. af Konkurrencerådet (1990) været udtrykt betænkelighed ved, at bankfusionerne skulle føre til en udvidelse af rentemarginalen. Betænkeligheden er formentlig ikke berettiget. Fastsættelsen af indlånsrenter og udlånsrenter er hidtil foregået med en høj grad af overensstemmelse mellem de ledende pengeinstitutter, og på trods af større konkurrence har der ikke hidtil været tegn på en indsnævring af rentemarginalen, hvilket ikke kan undre, da konkurrencen især er gået på ydelser. Om de nye finansvirksomheder vil betyde en ændret rentefastsættelse er tvivlsomt – tværtimod kunne man forestille sig, at det vil være sværere for pengeinstitutter med meget forskellig størrelse at følge en ens rentepolitik. På baggrund af den lave indtjening vil den eneste holdbare mulighed for en indsnævring af rentemarginalen på længere sigt være en sænkning af omkostningsniveauet.

Den pressede konkurrencesituation særlig for realkreditinstitutterne kan føre til yderligere koncentration blandt de største danske

finansielle virksomheder i de kommende år. På denne baggrund forekommer det ønskeligt, om der fra samfundsmæssigt hold foretages overvejelser omkring den videre strukturudvikling i den finansielle sektor. Samtidig bør det overvejes, hvorledes det offentlige kan lette en ønsket strukturtilpasning gennem lovændringer etc. og hvorledes det offentlige kan bidrage til at styrke danske finansielle virksomheders internationale konkurrencestilling, jfr. Økonomiministeriet (1989). Et konkret forslag vil være, at der jævnlige – f.eks. hvert andet år – udarbejdes rapporter med en oversigt og diskussion af de foranstaltninger, der kan påvirke strukturudvikling/konkurrencestilling for finansielle virksomheder, og at disse rapporter følges op af konkrete handlingsplaner. Der sikres hermed en kontinuert dialog mellem myndigheder og den finansielle sektor. Endelig er det vigtigt med en procedure, således at handlingsplaner følges op af konkrete foranstaltninger.

6. Sammenfattende konklusion

I det foregående har været omtalt en række konsekvenser af de nye finanskoncerner. På den positive side står muligheden for en stærkere international konkurrencestilling samt større sandsynlighed for rationaliseringer. På den negative side står bl.a. risiko for store tab som følge af en uoverlagt udenlandsk ekspansion, nedsat effektivitet af obligationsmarkedet, risiko for samarbejdet om betalingsformidling samt risiko for en betydelig samfundsmæssig indflydelse (særlig hvis der bliver mulighed for yderligere ekspansion ind i den egentlige erhvervssektor).

Den bedste løsning ville formentlig have været, om kun en stor bankfusion var blevet realiseret. Herved ville det have været muligt at samle en specialiseret international eksperti-

se i et institut. Samtidig ville pengeinstitutter i mange forskellige størrelser have kunnet bidrage til en effektiv konkurrence på hjemmemarkedet.

Det må betragtes som uheldigt, hvis realkreditinstitutterne fuldstændig forsvinder som selvstændige institutter for at indgå i større finanskoncerner. Hvis realkreditinstitutterne indgår i større finanskoncerner kan der være en tilskyndelse til at erstatte realkreditlån med banklån. Kreditgivningen gennem realkreditinstitutterne er klart den billigste kapitaltilførsel, idet det danske obligationsmarked er meget effektivt organiseret. På grund af vanskeligheden ved at opbygge dybe obligationsserier er det ikke let at etablere nye realkreditinstitutter. Realkreditinstitutternes vanskeligheder burde kunne løses gennem bedre risikostyring og begrænsning af udlån til den mest sikre del af ejendomsværdien.

Hvis de planlagte fusioner realiseres, må kræfterne sættes ind på at begrænse de negative effekter mest muligt og iøvrigt øge effektiviteten i det danske finansielle system. En række konkrete forslag er blevet fremlagt i papiret: reform af obligationsmarkedet, så der gennem foranstaltninger på andre områder opnås større effektivitet, forbud mod sammenkædning af finansiell virksomhed og egentlig erhvervsvirksomhed samt sikring af samarbejdet om betalingsformidling.

Noter

1. Det kan diskuteres, om den mest relevante risikofri rente ved en vurdering af afkastet i finansiell virksomhed er den nominelle obligationsrente eller – som det er tilfældet i anden erhvervsvirksomhed – den reale obligationsrente. På den ene side kan det argumenteres, at en stor del af aktiverne i finansielle virksomheder består af nominelle fordringer, hvilket gør det korrekt at sammenligne med den nominelle

rente. På den anden side kan det argumenteres, at en række poster på balancen – bl.a. indlån og udlån – må antages at vokse svarende til inflationen, hvilket gør det relevant at sammenligne med den reale obligationsrente. Hvadenten det ene eller det andet mål for en sammenligning vælges, ligger afkastet i pengeinstitutvirksomhed lavt – særlig da en række faktorer gennem de senere år har trukket i retning af større risiko (se Østrup 1989).

2. For en nærmere beskrivelse af de fremtidige rammer for finansiell virksomhed, se Østrup (1989).

Litteratur

- Dietrich, J. Kimball (1990), »Consequences of 1992 on Financial Services«, arbejdspapir fremlagt ved konference i Göteborg om »Financial Regulation and Monetary Arrangements after 1992«, Göteborg, 21.-23. maj 1990.
- Economist, survey om »International Banking« (7.-13. april 1990).
- Konkurrencerådet, udtalelse af 4. april 1990.
- OECD (1988), »Bank Profitability – Financial Statements of Banks 1982-1986«, Paris, 1988.
- Noulas, A.G., Ray, S.C. og Miller, S. M. (1990), »Returns of Scale and Input Substitution for Large U.S. Banks«, Journal of Money, Credit, and Banking, vol. 20, no. 1 (February 1990).
- Shearson Lehman Hutton Securities (1989), »European Banking Review«, september 1989.
- Unibørs, »Danske aktier – Banker & Forsikring«, marts/juni 1990.
- Weston, F., Chung, S. og Hoag, S.E. (1990), »Mergers, Restructuring, and Corporate Control«, Prentice-Hall.
- Økonomiministeriet (1989), »Den danske finansielle sektors internationale konkurrencestilling«.
- Østrup, F. (1989), »Det finansielle system i Danmark«, Jurist-og Økonomforbundets Forlag.
- Østrup, F. (1990), »Obligationsmarkedet bør reformeres«, Finans & Samfund, nr. 1.

Tre bøger om tid og forbrug

fra Rockwool Fondens forskningsprojekt i Danmarks Statistik

Erik Ib Schmidt: **Behøver vi at nå det hele?** Spektrum, København 1990.

Gunnar Viby Mogensen (red.): **Time and consumption**, Danmarks Statistik, København 1990, med rapporter om 10 delprojekter:

Søren Brodersen, Danmarks Statistik:

A historical analysis of time use and consumption.

Thomas Gelting, Budgetdepartementet:

Projection of time use and consumption in the future, under fixed and changed working hours and capital use.

Niels Buus Kristensen, Økonomisk Institut, Kbh. Univ.:

The development of the service sector in relation to changes in income, time use and relative prices.

Eszter Körmendi, Danmarks Statistik:

Time use trends in general in Denmark, and the relation to the preference structure, and the work sharing at home.

Benedicte Madsen, Psykologisk Institut, Århus Univ.:

The problem revisited on a casuistic level.

Gunnar Viby Mogensen, Rockwool Fondens forskningsprojekt i Danmarks Statistik:

Time use on do-it-yourself work, and on untaxed activities.

Lisbeth Pedersen, Socialforskningsinstituttet:

Determinants of time use patterns for men and women in the work force.

Niels Ploug, Socialforskningsinstituttet:

Time use patterns outside the work force.

Erik Ib Schmidt, tidl. Budgetdepartementet:

The life cycle and the time use and consumption patterns.

Rewal Schmidt Sørensen, Danmarks Statistik:

Time use and taxation.

Peter Brixen: **Tid i økonomisk teori**. Arbejdsnotat nr. 3 fra Rockwool Fondens forskningsprojekt. Danmarks Statistik, 1990.

Bøgerne udkommer 27. september 1990. Erik Ib Schmidts bog anskaffes gennem boghandelen. De øvrige to hos:

Danmarks Statistik, Sejrøgade 11, 2100 København Ø. Telefon 31 29 82 22, og telefax 31 18 48 01.