



Masteroppgave

ADM755 Samfunnsendring, organisasjon og ledelse

Financial crises: Scoping moral hazard

Karl Erik Bergseth

Totalt antall sider inkludert forsiden: 59

Molde, 29.05.17



Obligatorisk egenerklæring/gruppeerklæring

Den enkelte student er selv ansvarlig for å sette seg inn i hva som er lovlige hjelpemidler, retningslinjer for bruk av disse og regler om kildebruk. Erklæringen skal bevisstgjøre studentene på deres ansvar og hvilke konsekvenser fusk kan medføre. Manglende erklæring fritar ikke studentene fra sitt ansvar.

Du/dere fyller ut erklæringen ved å klikke i ruten til høyre for den enkelte del 1-6:		
1.	Jeg/vi erklærer herved at min/vår besvarelse er mitt/vårt eget arbeid, og at jeg/vi ikke har brukt andre kilder eller har mottatt annen hjelp enn det som er nevnt i besvarelsen.	<input checked="" type="checkbox"/>
2.	Jeg/vi erklærer videre at denne besvarelsen: <ul style="list-style-type: none">• ikke har vært brukt til annen eksamen ved annen avdeling/universitet/høgskole innenlands eller utenlands.• ikke refererer til andres arbeid uten at det er oppgitt.• ikke refererer til eget tidligere arbeid uten at det er oppgitt.• har alle referansene oppgitt i litteraturlisten.• ikke er en kopi, duplikat eller avskrift av andres arbeid eller besvarelse.	<input checked="" type="checkbox"/>
3.	Jeg/vi er kjent med at brudd på ovennevnte er å <u>betrakte som fusk</u> og kan medføre annullering av eksamen og utestengelse fra universiteter og høgskoler i Norge, jf. Universitets- og høgskoleloven §§4-7 og 4-8 og Forskrift om eksamen §§14 og 15.	<input checked="" type="checkbox"/>
4.	Jeg/vi er kjent med at alle innleverte oppgaver kan bli plagiatkontrollert i Ephorus, se Retningslinjer for elektronisk innlevering og publisering av studiepoenggivende studentoppgaver	<input checked="" type="checkbox"/>
5.	Jeg/vi er kjent med at høgskolen vil behandle alle saker hvor det forligger mistanke om fusk etter høgskolens retningslinjer for behandling av saker om fusk	<input checked="" type="checkbox"/>
6.	Jeg/vi har satt oss inn i regler og retningslinjer i bruk av kilder og referanser på biblioteket sine nettsider	<input checked="" type="checkbox"/>

Publiseringsavtale

Studiepoeng: 30

Veileder:

Fullmakt til elektronisk publisering av oppgaven

Forfatter(ne) har opphavsrett til oppgaven. Det betyr blant annet enerett til å gjøre verket tilgjengelig for allmennheten (Åndsverkloven. §2).

Alle oppgaver som fyller kriteriene vil bli registrert og publisert i Brage HiM med forfatter(ne)s godkjenning.

Opgaver som er unntatt offentlighet eller båndlagt vil ikke bli publisert.

Jeg/vi gir herved Høgskolen i Molde en vederlagsfri rett til å gjøre oppgaven tilgjengelig for elektronisk publisering:

ja nei

Er oppgaven båndlagt (konfidensiell)?

ja nei

(Båndleggingsavtale må fylles ut)

- Hvis ja:

Kan oppgaven publiseres når båndleggingsperioden er over?

ja nei

Er oppgaven unntatt offentlighet?

ja nei

(inneholder taushetsbelagt informasjon. Jfr. Offl. §13/Fvl. §13)

Dato: 28.05.17

Scoping review

Financial crises: Scoping moral hazard

Sammendrag

Tema: Det er allment akseptert, om ikke akademisk validert, at moralsk risiko var en sentral del av årsaksbildet til finanskrisen. Denne kunnskapsoppsummeringen presenterer vitenskapelig litteratur som belyser sammenhengen mellom moralsk risiko og finanskrisen.

Metode: Kunnskapsoppsummeringen representerer en «scoping review». Hensikten er å gi en bred oversikt over relevant kunnskap. Litteraturen omfatter, om ikke annet, kvantitative så vel som kvalitative studier og kombinasjoner av disse. Studien analyserer, sammenfatter og presenterer data fra 33 vitenskapelige artikler.

Resultat: Flere artikler sporer finanskrisen tilbake til en markeds-fundamentalisme, dereguleringsdynamikk og politisk moralsk risiko som oppsto på 1970-tallet. Andre mener finanskrisen skyldes et grunnleggende strukturelt problem fundert i selskapsformen «begrenset ansvar», en fundamental moralsk risiko.

Innhold

1 Innledning	1
1.1 «Scoping review»	2
1.1.1 Design	2
1.1.2 Metode	3
1.1.3 Litteraturgjennomgang	4
1.1.4 Sentral teori	4
1.1.5 Kvalitet	5
1.1.6 Inkluderingskriterier	5
2 Kunnskapsoppsummering	9
2.1 «Regulatory capture»	9
2.1.1 Folkevalgte	9
2.1.2 Tjenestemenn	11
2.1.3 Akademikere	13
2.1.4 Kriseråd	14
2.1.5 Oppsummering	15
2.2 Reguleringspolitikk	16
2.2.1 Boligpolitikk	16
2.2.2 Verdipapirisering	18
2.2.3 Godtgjørelsesordninger	22
2.2.4 Innskuddsgarantiordninger	26
2.2.5 Kapitaldekningskrav	30
2.2.6 Oppsummering	32
2.3 Långiver i siste instans	34
2.3.1 «Too-big-to-fail» generelt, Lehman Brothers spesielt	39
2.3.2 Resolusjonspolitik	41
2.3.3 Oppsummering	45
2.4 Begrenset ansvar	47
2.4.1 Oppsummering	48
3 Diskusjon og konklusjon	49
Referanseliste	52

1 Innledning

For nesten 250 år siden demonstrerte Adam Smith en intuitiv forståelse av moralsk risiko og betydningen av fenomenet i en kommersiell setting:

The directors of such companies, however, being the managers rather of others peoples money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own...

Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company (Smith [1776] 1937).

I dag brukes uttrykket til å beskrive enhver situasjon hvor en person selv beslutter hvor mye risiko vedkommende vil ta, mens noen andre bærer kostnaden hvis det går galt. Kron, jeg vinner; mynt, du taper (Krugman 2009).

Finanskrisen av 2007 sendte verdensøkonomien ut i en dyp global resesjon med enorme økonomiske og sosiale konsekvenser. Krisen hadde sitt utspring i det amerikanske boligmarkedet hvor flere av verdens største finansinstitusjoner led katastrofale tap. Det er allment akseptert, om ikke akademisk validert, at moralsk risiko var en sentral del av årsaksbildet til finanskrisen.

Denne kunnskapsoppsummeringen skal sammenfatte og presentere vitenskapelig litteratur om sammenhengen mellom moralsk risiko og finanskrisen. Koding har foregått gjennom hele prosessen. Følgende sentrale tema er kategorisert og tillagt vekt: «Regulatory capture», Reguleringspolitikk, Långiver i siste instans og Begrenset ansvar.

- Kapittel 1 presenterer fokus, design og metode.
- Kapittel 2 presenterer og oppsummerer relevant litteratur.
- Kapittel 3 diskuterer og sammenfatter en konklusjon.
- Tabell 1 gir en oversikt over artiklene inkludert i kunnskapsoppsummeringen.

1.1 «Scoping review»

1.1.1 Design

Denne kunnskapsoppsummeringen representerer en «scoping review». Begrepet «scoping review» kan forstås som en forundersøkelse tilknyttet et større undersøkelsesopplegg generelt. I tråd med perspektivet vil målet der være å identifisere og kartlegge spesifikk kunnskap, utforme problemstillinger og utvikle hypoteser. Her skal imidlertid metoden vise til en mer formativ, substansiell og uavhengig studie spesielt.

“...scoping is variously conceptualised within the realms of research of research...”
(Davis, Drey and Gould 2009).

«Scoping studies» har en eksplorativ karakter. Hensikten med slike eksplorerende undersøkelser er å gi en bred oversikt av relevant kunnskap innenfor et definert interesse- og forskningsfelt. «Scoping» gir mer overblikk enn dypere innsikt, og kan være særlig nyttig når det gjelder å avdekke kunnskapshull for videre forskning i områder mindre utforsket. Studien forankres i tidligere forskning og peker frem mot nye studier (Grønmo 2016). Undersøkelsens metodiske utgangspunkt bygger på stor fleksibilitet. Følgelig har ulike typer litteratur med ulike metodologiske tilnærminger blitt inkludert.

“Scoping involves the synthesis an analysis of a wide range of research and non research material...” (Davis et al. 2009).

Litteraturen omfatter, om ikke annet, kvantitative så vel som kvalitative studier og kombinasjoner av disse, som ekstensivt belyser fokus for undersøkelsen. Resultatet har blitt en tverrfaglig syntese og analyse av teoretiske, konseptuelle og empiriske bidrag. Det brede designet for undersøkelsesopplegget begrunnes med undersøkelsens brede problemstilling og er inspirert av Arksey & O'Malleys rammeverk for «scoping literature review», Figur 1.

Trinn 1	<i>Identifisere innledende forskningsspørsmål</i> og avgjøre hvilke aspekt ved problemstillingen som er spesielt viktig for hensiktsmessig litteratursøk.
Trinn 2	<i>Identifisere relevante studier</i> som omfattende belyser de sentrale forskningsspørsmål.
Trinn 3	<i>Valg av studier</i> anvender samme metode for utvalg som systematiske kvalitative analyser. Begynner med mer fleksible kriterier for inkludering og ekskludering, og etter hvert som data gjennomgås og forståelsen øker kan søkeord og kriterier redefineres.
Trinn 4	' <i>Kartleggingen</i> ' av data er representativ for datainnsamlingsprosesser i systematiske kvalitative analyser. Tilnærmingen er likevel bred. Bruker et metodisk narrativt beskrivende analytisk rammeverk uten å forsøke å vurdere den metodologiske kvaliteten av vitenskapelige bevis.
Trinn 5	<i>Sortere, sammenfatte og presentere resultater</i> ved bruk av tabeller og figurer.
Trinn 6	<i>Valgfritt konsultasjonstrinn</i> ; rådgivning og veiledning med sentrale aktører har potensial til å tilføre verdi, innsikt og ytterligere referanser.

Figur 1. Rammeverk for «scoping literature review» (Davis et al. 2009).

1.1.2 Metode

Kvalifiserte dokument er identifisert gjennom en kombinasjon systematiske søk i fagdatabaser og bruk av referanselister. Kandidater til inkludering var tidsskriftsartikler. Det eksplorative litteratursøket ble utført i intervall i begynnelsen av 2017. Det besto i stikkordsbaserte søk i fagdatabasene Oria og ProQuest. Tilgjengelighet var avgjørende for valg av databaser uten at dette påviselig har korrumpert, begrenset eller bidratt til bias i datamaterialet. Søkeordene omfatter 'moral hazard', 'asymmetric information', 'finance', 'financial crises' og kombinasjoner av disse. Det er anvendt en engelskspråklig terminologi siden litteraturen ellers ville bli for begrenset. Etersom finanskrisen ble utløst sommeren 2007 er søket avgrenset til publikasjoner i perioden medio 2007 og frem til i dag. Et pragmatisk utvalg av søkeresultatene, balansert praktisk og ressursmessig, er inkludert i studien.

Vitenskapelig litteratur knyttet til sammenhengen mellom moralsk risiko og finanskrisen er prioritert i undersøkelsen, det eksplorative litteratursøket er derfor gjennomført i følgende *fagdatabaser*:

- Oria, tidligere Bibsys, biblioteksdatabasen. Søkjetjenesten er en portal til norske fag- og forskningsbiblioteks samlede ressurser. Søkjetjenesten gir tilgang til bøker, artikler, tidsskrifter og annet materiale.

- ProQuest ABI/Inform Global og Social Science Database. Omfatter publikasjoner innen henholdsvis forretning og finans og et bredt spekter av disipliner innen samfunnsfag.

1.1.3 Litteraturgjennomgang

Litteraturgjennomgangen er grunnlaget for kunnskapsoppsummeringen. Valg av tidsskrifter og informasjon har foregått dels underveis i gjennomgangen. Valg av artikler og tema for videre gjennomgang refererer derfor til avgjørelser tatt dels parallelt med analysen. Etter hvert som stadig flere artikler ble lest økte også forståelsen for hva som var mer eller mindre relevant i lys av undersøkelsens fokus. Følgelig ble kriterier for å inkludere revurdert, revidert og nyansert etter hvert som stadig mer innhold ble registrert, vurdert og fortolket. I tillegg er referanselistene til mer fruktbar litteratur blitt brukt til å finne andre relevante publikasjoner i en type strategisk «snøballprosess». Litteraturgjennomgangen avsluttet ved teoretisk metningspunkt (der nye artikler ikke tilfører ny eller vesentlig informasjon) og ved ressursgrensen (der en studie går fra omfattende til å bli vanskelig å håndtere).

1.1.4 Sentral teori

I litteraturgjennomgangen var prinsipal-agent-teorien et tilbakevendende tema. Den samfunnsøkonomiske teorien beskriver en *kontrakt* mellom to aktører, henholdsvis prinsipal og agent, der den første delegerer ansvar for utførelser av handlinger til den andre. Prinsipal-agent-teorien forutsetter full rasjonalitet og opportunisme (Douma og Schreuder 2013). *Oppportunisme* er en antakelse om at i noen situasjoner kan beslutningstakere forsøke å tjene egne interesser og opptre svikefullt (Buvik og Andersen 2015).

Prinsipal-agent-problemer oppstår som følge av *informasjonsasymmetri*, når agent har mer informasjon enn prinsipal. Informasjonsasymmetri kan generelt inndeles i skjult informasjon og skjult handling, følgelig respektive *ugunstig utvelgelse* og *moralsk risiko*. Ved ugunstig utvelgelse har prinsipal ufullstendig informasjon før [ex ante] kontrakt. Prinsipal risikerer derfor å inngå en kontrakt med agent på falske premisser. Ved moralsk risiko har prinsipal ufullkommen informasjon om agents handlinger etter [ex post] kontrakt. Disse handlingene kan ikke prinsipal observere kostnadsfritt. Fokus i studien er på sistnevnte, moralsk risiko.

Det er i hovedsak to tilnærminger for å minske prinsipal-agent-problemene relatert til skjult handling [moralsk risiko]. Den første er å få agents insentiver på linje med prinsipals gjennom belønning og straff. Den andre er gjennom kontroll, overvåkning og tilsyn (Lang og Jagtiani 2010).

1.1.5 Kvalitet

«Scoping» studier vurderer ikke den metodologiske kvaliteten til inkluderte studier. I kunnskapsoppsummeringen er det imidlertid anvendt kun fagdatabaser i litteratursøk og artikler fra fagfellevurderte tidsskrifter godkjent i Norsk senter for forskningsdatas (NSD) register over vitenskapelige publiseringskanaler. Slik er kildenes troverdighet sikret og undersøkelsens kvalitet styrket. Ifølge det nasjonale publiseringsutvalgets definisjon skal minst en fagfelle uten bindinger til utgiver eller forfatter vurdere manuskript før publisering og vitenskapelig kvalitet skal inngå i fagfellevurderingen (NSD 2016). ‘Fagfellevurdering’ referer her til et avgrenset søk i databasene. Kildene ble kontrollert for NSDs register over vitenskapelige publiseringskanaler og litteratur publisert i godkjente publiseringskanaler inkludert.

1.1.6 Inkluderingskriterier

Inkluderingskriteriene viser til fokus for kunnskapsoppsummeringen, valg av databaser for litteratursøk, krav til publiseringskanal for artikler og tidsrom for relevante publikasjoner. De liberale inkluderingskriteriene var avgjørende for innholdet i kunnskapsoppsummeringen. Artikler som ikke møtte kriteriene for inkludering ble ekskludert. Selv om inkluderingskriteriene er utarbeidet dels underveis i studien ble de fleste av de følgende bestemt tidlig i prosessen:

- Vitenskapelige publikasjoner som omhandler undersøkelsens fokus er prioritert. Empirisk forskning er vesentlig, men også teoretiske og konseptuelle bidrag er tatt med.
- Kun fagdatabaser er anvendt i det stikkordsbaserte litteratursøket. Søkemotoren Google har supplert disse med tilleggsinformasjon.
- Litteraturgjennomgangen omfatter kun artikler publisert i fagfellevurderte tidsskrifter.
- Tidsskriftene i studien er av NSD godkjent i registeret over vitenskapelige publiseringskanaler. Ingen unntak.

- Litteratursøket er avgrenset til publikasjoner i perioden medio 2007 til og med 2017. Dette begrunnes med at studien ønsker vitenskapelig fokus som knytter moralsk risiko til finanskrisen fra krisens begynnelse og frem til i dag.

Kunnskapsoppsummeringen behandler 33 relevante vitenskapelige artikler, Tabell 1. Litteratursøket avdekket omfattende relevant vitenskapelig litteratur, men balansert praktisk og ressursmessig er den inkluderte litteraturen representativ.

Tabell 1. Oversikt over de 33 vitenskapelige artiklene inkludert i studien.

Referanse	Tittel	Tema/fokus	Metodologisk tilnærming	Kategorisering
Acharya et al. (2012)	<i>Imperfect competition in the interbank market for liquidity as a rationale for central banking</i>	Friksjoner i interbanksystemet som følge av markedsmakt.	Hypoteser fra teoretisk modell testes mot sekundærdata.	Långiver i siste instans
Barrow og Smalt (2013)	<i>A case for banking oversight reform in crises mitigation</i>	Sentrale svakheter i banksystemet relatert til finanskrisen.	Litteraturgjennomgang. «Blueprint» testes i en casestudie.	«Regulatory capture»: Tjenestemenn
Bernstein (2010)	<i>Perspectives: Of laws, lending, and limbic systems</i>	Finanskrisen: Hva gikk galt, og hvorfor?	Teoretisk analyse.	Långiver i siste instans
Calomiris (2010)	<i>Banking crises yesterday and today</i>	Når og hvorfor oppstår bankkriser?	Dokumentundersøkelse av historiske data av kriser, inkl. finanskrisen.	Reguleringspolitikk: Boligpolitikk
Chen og Chen (2012)	<i>The study of contagious paces of financial crises</i>	Fremveksten av regionale kriser, sammenligning av tidlige indikatorer mht. kriseutgang.	Overlevelsesanalyse med data fra 50 land.	Reguleringspolitikk: Innskuddsgarantiordninger
Chu (2011)	<i>Deposit insurance and banking stability</i>	Sammenhengen mellom innskuddsgarantidekning og finansiell stabilitet.	Bivariat tabellanalyse med data fra 52 land.	Reguleringspolitikk: Innskuddsgarantiordninger
Cloke (2009)	<i>An economic wonderland: Derivative castles built in sand</i>	Derivatmarkedet forårsaket finanskrisen.	Teoretisk analyse, bruk av sekundærdata.	Reguleringspolitikk: Verdipapirisering
Colander et al. (2009)	<i>The financial crises and the systemic failure of academic economics</i>	Etisk sammenbrudd i økonomiprofesjonen.	Teoretisk-/diskusjonsartikkel.	«Regulatory capture»: Akademikere
Congleton (2012)	<i>On the political economy and limits of crises insurance: The case of the 2008-11 bailouts</i>	Økonomi og politikk vedr. «kriseforsikringsprogram».	Teoretisk analyse, bruk av sekundærdata.	Långiver i siste instans

Djelic og Joel (2013)	<i>Limited liability and its moral hazard implications: The systemic inscription of instability in contemporary capitalism</i>	Utvikling og spredning av konseptene moralsk risiko og begrenset ansvar.	Dobbel konseptuell genealogi.	Begrenset ansvar
Dowd (2009)	<i>Moral hazard and the financial crises</i>	Moralsk risiko spilte en sentral rolle i hendelsene frem til finanskrisen.	Teoretisk analyse, bruk av sekundærdata.	Reguleringspolitikk: Boligpolitikk; Innskuddsgarantiordninger Begrenset ansvar
Duran og Lozano (2012)	<i>How do risky banks finance their assets?</i>	Moralsk risiko-konflikt mellom aksjonærer og investorer.	Empirisk analyse av banker i 27 EU-land fra 2002-2009.	Reguleringspolitikk: Kapitaldekningskrav
Gan og Wang (2013)	<i>Partial deposit insurance and moral hazard in banking</i>	Optimal innskuddsgaranti.	Teoretisk modell og bruk empirisk sekundærdata.	Reguleringspolitikk: Innskuddsgarantiordninger
Giustiniani og Thornton (2011)	<i>Post-crises financial reform: Where do we stand?</i>	Reform i finanssektoren i kjølvannet av finanskrisen.	Analytisk undersøkelse; generell gjennomgang.	Långiver i siste instans: Resolusjonspolitikk
Gregory og Hambusch (2015)	<i>The role of capital, franchise value and lobbying</i>	Bankrisikofaktorene: kapitaldekningsgrad, forretningsverdi og korridorpolitikk.	Multivariat analyse. Utvalget omfatter 2546 banker i perioden 2004-2013.	Reguleringspolitikk: Kapitaldekningskrav
Gruenewald (2010)	<i>Financial crises containment and its governance implications</i>	Finansiell krisebegrensning fra et styringsperspektiv.	Teoretisk artikkel, bruk av sekundærdata.	«Regulatory capture»: Kriseråd
Herring (2010)	<i>How financial oversight failed & what it may portend for the future of regulation</i>	Utilsiktete konsekvenser av reguleringer og prinsipal-agent-problemer.	Teoretisk analyse, bruk av sekundærdata.	Långiver i siste instans: Resolusjonspolitikk
Hogan og Johnsen (2016)	<i>Alternatives to the federal deposit insurance corporation</i>	Vanstyrt finansiell reguleringspolitikk: Statlige innskuddsgarantiordninger.	Teoretisk- /diskusjonsartikkel, bruk empirisk sekundærdata.	Reguleringspolitikk: Innskuddsgarantiordninger
Kau et al. (2012)	<i>Asymmetric information in the subprime mortgage market</i>	Informasjonsasymmetri i sekundærmarkedet.	Multivariat analyse. Data fra førstegangs <i>subprimelån</i> utstedt 2006-2007.	Reguleringspolitikk: Verdipapirisering
Kensil og Margraf (2012)	<i>The Advantage of Failing First: Bear Stearns v. Lehman Brothers</i>	Årsaken[e] til at myndighetene lot Lehman Brothers gå konkurs.	Komparativ selskapsanalyse. Multivariat analyse mht. selskapenes aksjepris.	Långiver i siste instans: «Too-big-to-fail» generelt, Lehman Brothers spesielt
Knott (2012)	<i>The President, congress, and the financial crisis: Ideology and moral hazard in economic governance</i>	Ideologisk konvergens mellom politikere og økonomer forsterket politisk moralsk risiko.	Teoretisk analyse, bruk av sekundærdata. Viser til studenter i et økonomisk eksperiment.	«Regulatory capture»: Folkevalgte

Lang og Jagtiani (2010)	<i>The mortgage and financial crises: The role of credit risk management and corporate governance</i>	Risikostyring, eierstyring og selskapsledelse som årsaksfaktorer til finanskrisen.	Teoretisk- /diskusjonsartikkel, bruk empirisk sekundærdata.	Reguleringspolitikk: Godtgjørelsesordninger
Lim og Tan (2016)	<i>Endogenous transactions costs and institutions in the 2007/08 financial crisis</i>	Finanssektorens stigende transaksjonskostnader	Teoretisk analyse, med modell, bruk av empirisk sekundærdata	Reguleringspolitikk: Verdipapirisering
Llewellyn (2008)	<i>The Northern Rock crisis: A multi-dimensional problem waiting to happen</i>	Krisen til banken Northern Rock satt i sammenheng med finanskrisen.	Teoretisk analyse, bruk av sekundærdata.	Reguleringspolitikk: Innskuddsgarantiordninger Långiver i siste instans
Miron (2013)	<i>Should Policy Attempt to Avoid Financial Crises?</i>	Økonomisk politikk mot finanskriser genererer uønskede effekter.	Teoretisk analyse, bruk av sekundærdata.	Långiver i siste instans: «Too-big-to-fail» generelt, Lehman Brothers spesielt
Mishkin (2011)	<i>Over the cliff: From the subprime to the global financial crisis</i>	Utviklingen fra mild finansiell forstyrrelse til global krise.	Teoretisk analyse, bruk av empirisk sekundærdata.	Långiver i siste instans: «Too-big-to-fail» generelt, Lehman Brothers spesielt; Resolusjonspolitikk
Morelli et al. (2015)	<i>The role of the Federal Reserve as an international lender of last resort during the 2007–2008 financial crisis</i>	Har en nasjonal bank i rollen som internasjonal långiver i siste instans betydning for ressursfordelingen?	Multivariat analyse. Utvalg av 87 land, 22 industriland og 65 utviklingsland. 1274 observasjoner fra 1992-2007.	Långiver i siste instans
Poole (2009)	<i>Moral hazard: The long-lasting legacy of bailouts</i>	Exit-strategi fra «bailout»-regimet i USA.	Teoretisk analyse.	Långiver i siste instans: Resolusjonspolitikk
Shlomo et al. (2013)	<i>Regulation of remuneration policy in the financial sector: Evaluation of recent reforms in Europe</i>	Godtgjørelsesordninger: Bonusutbetalinger med et kortsiktig som ikke er risikojustert.	Litteraturgjennomgang. Teoretisk moralsk risikomodell. Teoretisk analyse av de siste reformene.	Reguleringspolitikk: Godtgjørelsesordninger
Skowron og Kristensen (2012)	<i>The impact of the recent banking crisis on customer loyalty in the banking sector: Developing versus developed countries</i>	Kundelojalitet i banksektoren i lys av finanskrisen.	Litteraturgjennomgang. Intervju av 15 ledere og 15 kunder. Spørreundersøkelse, N=1884 over tre år. Komparativ analyse, europeiske land.	Reguleringspolitikk: Verdipapirisering
Stolbov (2015)	<i>Anatomy of international banking crises at the onset of the Great Recession</i>	Potensielle kriseprediktorer mht. 25 internasjonale bankkriser fra 2007 til 2011.	Litteraturgjennomgang. Klassifikasjonstre. Multivariat analyse, 70 finansielle dataserier fra 203 land siden 1960.	Reguleringspolitikk: Innskuddsgarantiordninger
Tranøy (2011)	<i>Poor governance in a very rich and advanced (micro)state: reflections from political science</i>	Finanskrisen: Tilfellet Island; makt, politikk og private interesser.	Teoretisk- /diskusjonsartikkel (symposium).	«Regulatory capture»: Folkevalgte

Tuckman (2012)	<i>Federal liquidity options: Containing runs on deposit-like assets without bailouts and moral Hazard</i>	Innskuddsrelaterte aktiva er sårbare for «bank runs», en kilde til systemisk risiko og utilfredsstillende politikk.	Teoretisk analyse, bruk av empirisk sekundærdata.	Långiver i siste instans
-----------------------	--	---	---	--------------------------

2 Kunnskapsoppsummering

I dette kapitlet sammenfattes og oppsummeres vitenskapelig litteratur som belyser fokus for undersøkelsen. *De temaområder utviklet under litteraturgjennomgangen er gjennomgripende, noe som betyr at flere artikler og studier kan behandle samme tema, og en artikkel eller studie kan behandle flere tema.*

2.1 «Regulatory capture»

“Regulatory capture occurs when bureaucrats, regulators, and politicians cease to serve the collective public interest and begin to systematically favour specific vested interests, usually the very interests they were supposed to regulate and restrain” (Barrow and Smalt 2013).

2.1.1 Folkevalgte

Knott (2012) fremholder at *politisk moralsk risiko* har vært en medvirkende årsak til periodiske finanskriser i tre tiår, og den siste krisen spesielt. *Politisk moralsk risiko* referer til situasjoner hvor folkevalgte har sterke insitamenter til å kollaborere med private interesser og iverksette tiltak gjensidig fordelaktig for dem men ødeleggende for den generelle økonomiske utviklingen og allmennhetens interesser. Knott (2012) viser til en dereguleringsdynamikk som spinger ut av streng regulering og stagflasjon i USA på 1970-tallet. En utvikling som innebar en konvergens av politisk ideologi og politiske preferanser generelt, av synet på deregulering og privatisering spesielt, mellom president, kongress, politiske parti og profesjonelle økonomer. De politiske ideer fra 70-tallet vokste imidlertid frem under helt andre økonomiske forhold og strukturer enn tilfellet var på 2000-tallet. Videre ga de grobunn for politisk moralsk risiko som ytterligere forsterket den politiske ideologien.

Knott (2012) viser til at folkevalgte, gitt deres innflytelse over reguleringer, vedtekter, og budsjett, står overfor *politisk moralsk risiko*. De kan få sterke insitamenter til å konspirere med private interesser for gjensidig gevinst. En tilkarringsvirksomhet som går på bekostning av velferdsstaten. Knott (2012) mener politisk moralsk risiko over tid, mellom USAs president, sentralbanksjef, finansminister og komiteer i kongressen, bidro til å svekke innflytelsen til økonomiske eksperter og uavhengige reguleringsorganer ved utvikling og implementering av bank- og finansøkonomisk politikk. *Politisk moralsk risiko* derfor vært en sentral del av årsakbildet til finanskriser i tre tiår, særlig den siste.

“This...[moral hazard] generates externalities and the privatization of benefits for some at the expense of others” (Djelic and Joel 2013).

Tranøy (2011)'s symposium tar for seg tilfellet Island. Der fullstendig rasjonelle men umoralske finansaktører utnyttet godtroende motparter, så vel kreditorer som skattebetalere. Disse finansaktørene representerer forskjellige undergrupper i finanssystemet og kan spille en sentral rolle i å skape finansiell ustabilitet. Ifølge Tranøy (2011) kan representanter fra finanssektoren sikre seg et ettergivende regelverk og pervertere den regulatoriske prosessen dersom de har for mye makt i et politisk system. Dysfunksjonell eierstyring og selskapsledelse i en slik politisk struktur vil supplere og forsterke moralsk risiko. *En situasjon hvor risikotakere blir belønnet for transaksjoner som går bra mens andre må ta regningen for de som går dårlig. En situasjonen som insiterer overdreven risikotaking.* Det er snakk om moralsk risiko på to nivå: Bonusdrevne ansatte vis-à-vis aksjeeierne og aksjeeierne vis-à-vis skattebetalerne. I tilfellet Island handler det om hvordan finansaktører med politisk makt utøvde press for å få gjennom en privatiseringsprosess. Beskyttet av utilstrekkelig regulering kunne de hengi seg til ekstreme former for moralsk risiko. Dette ble hjulpet frem av et økonomisk politisk tilbudsfokus som rettferdiggjorde de regulatoriske anliggender og en selvforsterkende prosess ble satt i gang. I tillegg undervurderte EUs reguleringsmyndigheter hvor ustabile finansmarkedene kan bli, følgelig fikk Islands finansaktører fritt spillerom. Tranøy (2011) avslutter sitt symposium med at finansiell [u]stabilitet til syvende og sist handler om styring og ledelse, derfor om makt.

2.1.2 Tjenestemenn

Barrow og Smalt (2013) mener effektivt tilsyn er avgjørende for å forebygge finanskriser. De viser til at tjenestemenn i offentlige kontroll- og tilsynsorgan står overfor en betydelig moralsk risiko til å ikke utføre som årvåkne tilsyn. Problemet forsterkes av fenomenet «regulatory-capture». «Regulatory capture» forekommer når kontroll- og reguleringsmyndigheter, byråkrater og politikere ikke fremmer allmennhetens interesse men systematisk favoriserer bestemte særinteresser, vanligvis de samme interessene de skulle regulere og innskrenke i utgangspunktet. Fenomenet tilsier at inspektørene får så nære bånd til de inspiserte at en eventuell uavhengig, objektiv, vurdering undergraves. Følgelig utnytter inspektørene sin stilling til personlig vinning.

Barrow og Smalt (2013) viser til banksystemets fem fundamentale svakheter: (1) suboptimale insentiver for risikotaking, (2) prosykklialitet, (3) «interconnectedness», (4) uansvarlig systemrisikostyring, og (5) inadekvat tilsyn. *Suboptimale insentiver for risikotaking* refererer til problemer med moralsk risiko. Myndighetene forsterker problemene ved å tilby innskuddsforsikring, opptre som långiver i siste instans, redde «too-big-to-fail»-institusjoner og utvise lite handlekraft eller mindre årvåkenhet for uønsket atferd. Moralsk risiko oppstår i fraværet av ansvar for risikable og inkompetente handlinger. *Prosykklialitet* referer til bankenes medsykliske utlånspolitikk med dertil høy kreditt risiko under høykonjunktur. En selvforsterkende prosess med prosyklisk kreditt som like gjerne ender i kredittkrise. Denne aggressive jakten på profitt og bonuser i perioder overoptimisme relateres moralsk risiko. «*Interconnectedness*» referer til at en bankkrise kan spre seg til andre banker gjennom mellombankforbindelser. Mellombankforbindelser øker systemrisikoen og mellommarkedet fungerer som en mulig smittekanal. Systemrisiko er risikoen for at en institusjons økonomiske problemer spres til hele finanssystemet. *Inadekvat systemrisikostyring* refererer til ekspertenes og analytikernes manglende evne til å forutse og forhindre en finanskriser. *Ineffektivt tilsyn* refererer til mangel på regulering og kontroll samt «regulatory capture». Barrow og Smalt (2013) påpeker imidlertid at alle de nevnte svakhetene (Figur 2) kan relateres til manglende tilsyn.

Svakheter	Årsaker
Suboptimale incentiver for risikotaking:	Moralsk risiko - innskuddsforsikring - långiver i siste instans - «too-big-to-fail»-aksjoner - myndighetenes mangel på handlekraft og årvåkenhet
Prosyklikalitet:	Mangel på markedsdisiplin Interessekonflikter Universell bankvirksomhet Motsykliske tiltak forsterker eksogene sjokk
«Interconnectedness»:	Mellombankmarkeder Sårbarhet for likviditetssjokk Smitteeffekter på tvers av mellombankforbindelser
Inadekvat systemrisikostyring	Manglende evne til å forutse og forhindre krise Skyggebankmarkeder
Ineffektivt tilsyn	Insentivkonflikt for reguleringsmyndighetene Utnyttelse av uregulerte områder Mangel på tilsyn

Figur 2. Banksystemets fem fundamentale svakheter (Barrow og Smalt 2013).

Barrow og Smalt (2013) har fokus på disse fundamentale svakheterne når de foreslår følgende for å forbygge finanskriser:

1. Opprettholde statlige garantier til tross for moralsk risiko.
2. Identifisere sentrale aktører for å utarbeide en mer spesifikk intervensjonsstrategi rettet mot disse.
3. Anvendelse av prognosemodeller for å estimere selskapsspesifikk risiko og systemrisiko.
4. Opprettholde formålstjenlige bestemmelser som regulerer kontroll og tilsyn.

Barrow og Smalt (2013)'s casestudie validerer myndighetenes intervensjonsstrategi som gjennomførbar. Studien viser at «too-big-to-fail»-aksjoner, nærmere bestemt «bailouts», kan forhindre konkurser uten å påføre skattebetalerne tap. Men studien støtter også opp under fenomenet «regulatory capture», ved at «regulatorene» trolig visste om probleminstitusjonene før krisen uten å gjøre noe. Hvis dette er tilfellet så er nøkkelen til å unngå finanskriser effektivt tilsyn. Spesielt; for å motvirke interessekonflikter i reguleringsorganer bør det legges større vekt på sosial og intellektuell heterogenitet (diversitet) fra et bredt spekter av velgere.

2.1.3 Akademikere

Colander et al. (2009) introduserer *akademisk moralsk risiko*. De mener finanskrisen avdekket systemsvikt i økonomiprofesjonen. Den akademiske agenda ga ikke rom for forskning på økonomiens iboende kriseutfordringer. I akademisk makroøkonomi og i finanslitteratur fremsto systemkrise bare som en hendelse fra en annen verden og fraværende i de teoretiske modellene. Likevektsmodellene var basert på stabile markeder og økonomier som bare midlertidig kom i ubalanse. Økonomene advarte derfor ikke beslutningstakerne om faren for systemkrise og ignorerte arbeidet til de som gjorde det. Følgelig famlet verdenssamfunnet i blinde uten en teori når krisen utfoldet seg og økonomene, ironisk nok, ble nødt til å forlate modellene. Dette kaller de en systemsvikt i økonomiprofesjonen.

Colander et al. (2009) mener makroøkonomiens bruk av likevektsmodeller er oppsiktsvekkende. Disse modellene for stabile «normale» tilstander som kun forstyrres av sjeldne eksogene episodiske sjokk, neglisjerer systemets iboende kontinuerlige dynamikk med rask vekst og tilbakegang. En global finanskriser har voldsomme konsekvenser. De umiddelbare er massearbeidsløshet og hyperinflasjon. En teoretisk modell for kun «normale» tider vil således være i strid med det fokus den gjennomsnittlige skattebetaleren vil forvente av akademikere på lønningslisten.

Colander et al. (2009) viser til teoretiske økonomiske modeller som utgjør fundamentet i dagens finansstruktur. Selv om finansøkonomene var klar over at modellene var bygd på urealistiske og strenge forutsetninger, og selv om de så at det ble utviklet et finanssystem på grunnlag av disse, unnlot de å informere samfunnet om svakhetene. Colander et al. (2009) mener profesjonen har misforstått sin egen rolle, et etisk sammenbrudd. Økonomene har et etisk ansvar og en plikt til å kommunisere begrensninger i sitt arbeid samt mulige konsekvenser av potensielt misbruk. Det bør derfor forfattes et etisk regelverk for profesjonen.

Colander et al. (2009) viser til at systemrisiko ikke har blitt fullstendig ignorert men definert ut av ansvarsområdet til markedsaktørene. *Det var myndighetenes ansvar å sørge for kostnadsfri forsikring mot systemomfattende kollaps*. På denne måten har moralsk risiko med hensyn til systemrisiko vært en nødvendig og innebygd egenskap i systemet.

Neglisjeringen av systemets del i «normale» operasjoner tilsier at eksterne effekter ikke ble tilstrekkelig hensyntatt og at markedsaktørene ignorerte effektene av egne handlinger på systemet. Det interessante er at slik atferd var et kjent og akseptert element ved operasjonene. Colander et al. (2009) understreker at markedsaktørene ikke bør tillegges all skyld. I kraft av økonomenes bevisste ignorering av systemrisikofaktorene og mangelfulle informasjon til publikum oppsto også en annen type moralsk risiko, en *akademisk moralsk risiko*.

2.1.4 Kriseråd

Gruenewald (2010) presenter et universelt institusjonelt og juridisk rammeverk for finansiell krisebegrensning. Sentralt i rammeverket er et *kriseråd* som må følge lovfestede prinsipper for å beskytte skattebetalerne og minimere konkurransevridninger og moralsk risiko. Finanskrisen av 2007 avdekket inadekvate eller ikke-eksisterende styringsmekanismer for systemiske finanskriser-situasjoner. Fokus for artikkelen er følgelig etableringen av adekvate mekanismer for effektiv krisebegrensning. Krisebegrensende politikk refererer til tiltak rettet mot å begrense skadeomfanget av finanskriser, enten det gjelder kriser i ferd med å utfolde seg eller allerede materialiserte kriser. Henholdsvis, nødsituasjoner der etablert preventiv politikk har vist seg utilstrekkelige eller uegnet. Underforstått angår tiltakene smittsomme systemiske kriser. Krisebegrensende tiltak har både direkte og indirekte kostnader. Direkte kostnader består av skattepenger brukt til å støtte finanssektoren, mens indirekte kostnader refererer til de negative effektene støtten kan ha for systemet på lengre sikt. De indirekte kostnadene inkluderer feilallokering av kapital som leder til konkurransevridninger og moralsk risiko.

Gruenewald (2010) foreslår et lovregulert kriseråd med utøvende myndighet som selve kjernen i et institusjonelt og juridisk rammeverk for effektiv krisebegrensning. Kriserådet under ledelse av finansdepartementet og med representanter fra finanstilsynet og sentralbanken, vil føre til færre feilvurderinger og avpolitisere beslutningsprosesser. Innenfor rammeverket operer rådet på ad hoc basis med tilstrekkelig diskresjonær kompetanse til å reagere raskt og fleksibelt på kriser i ferd med å utvikle seg. Denne myndighetsutøvelsen kontrolleres av lovgivende myndigheter og domstolene, hovedsakelig ex post. Visse lovbestemte prinsipper må rådet følge under utøvelse av sitt mandat. Prinsippene begrenser kriserådets kompetanse og kompenserer for mindre ex ante

kontroll. De referer til generelle offentlig politiske mål, som reduserte direkte kostnader og minimaliserte indirekte kostnader.

2.1.5 Oppsummering

2.1.5.1 :folkevalgte

- *Politisk moralsk risiko* referer til situasjoner hvor folkevalgte og private har sterke insentiv for samarbeid om gjensidig fordelaktig politikk som er uheldig for samfunnet generelt.
- *Politisk moralsk risiko* mellom USAs president, sentralbanksjef, finansminister og komiteer i kongressen, svekket økonomenes og selvstendige reguleringsorgans innflytelse ved utvikling og implementering av bank- og finansøkonomisk politikk i tre tiår, og var en sentral del av årsaksbildet til finanskrisen.
- Tilfellet Island handler om hvordan finansielle aktører med politisk makt presset igjennom en privatiseringsprosess. Beskyttet av utilstrekkelig regulering henga de seg til ekstreme former for moralsk risiko.

2.1.5.2 :tjenestemenn

- Selv om myndighetenes [USA] «bailout»-strategi er adekvat, den kan forhindre konkurser uten å påføre skatteyderne nettotap, visste de om probleminstitusjonene før finanskrisen. Dette støtter opp under fenomenet «regulatory capture». Effektivt tilsyn kan derfor være nøkkelen til å unngå finanskriser.
- For å begrense interessekonflikter og moralsk risiko i reguleringsorganer bør det legges vekt på sosial og intellektuell heterogenitet (diversitet) fra et bredt spekter av velgere.

2.1.5.3 :akademikere

- Økonomene og akademikene unnlot å varsle om svakhetene i de økonomiske modellene og de utfordringer disse representerte. Finanskrisen avdekket derfor en systemsvikt i økonomiprofesjonen. En *akademisk moralsk risiko*.
- Det bør forfattes et etisk regelverk for økonomiprofesjonen.

2.1.5.4 kriseråd

- Et lovregulert kriseråd med utøvende myndighet for effektiv krisebegrensning, under ledelse av finansdepartementet og med medlemmer fra finanstilsynet og sentralbanken, vil føre til færre feilvurderinger og avpolitiserende beslutningsprosessene.
- Visse lovbestemte prinsipper innskrenker rådets kompetanse. Disse refererer til generelle mål som reduserte direkte og indirekte kostnader. Henholdsvis bruk av skattepenger og kostnader knyttet til feilallokering av kapital, konkurransevridninger og moralsk risiko.

2.2 Reguleringspolitikk

“In this reading there is something called moral hazard, which must be avoided” (Cloeke 2009).

2.2.1 Boligpolitikk

Dowd (2009) mener at finanskrisens sjokkeffekt på det politiske landskapet har ført til ytterligere reregulering og ubegrenset keynesianisme, en kollektiv samfunnstro på den frie markedsmodellens fiasko og en undervurdering av problemet moralsk risiko. Dowd (2009) argumenterer for at den frie modellen aldri har blitt prøvd ut og viser til myndighetenes innblanding i boligmarkedet. Selv om intensjonene var gode, som å fremme huseierskap blant lavinntektshusholdninger, resulterte de i en boligboble og *subprimeskandale* i 2007. I tillegg tilførte en ekspansiv pengepolitikk irrasjonell begeistring og en eksplosiv risikoeksponering der sentralbanken, gjennom Greenspan-doktrinen fra 2002, sto klar til å dempe fallet med lave renter. Dowd (2009) mener at økonomisk liberalisme er løsningen på problemet med moralsk risiko. Et byggverk av moderne sentralbanktjenester, begrenset ansvar og 150 år [USA] med statlig intervensjon må avskaffes.

Dowd (2009) viser til at kritikere av fri markedskonkurranse, som argumenterer for mer statlig intervensjon og regulering, gjerne også hevder at moralsk risiko representerer et overvurdert problem. Dowd (2009) mener problemet er sterkt undervurdert. Moralsk risiko spilte en sentral rolle i begivenhetene frem mot finanskrisen. Å forstå moralsk risiko er fundamentalt hvis man ønsker å forstå hvordan økonomien fungerer. Inadekvat kontroll av

moralsk risiko fører ofte til sosialt overdreven risikotaking, en risikotaking som var et gjennomgangstema i finanskrisen. Ifølge (Dowd 2009) illustrerer *subprimeskandalen* og *grådighetsspillet* moralsk risiko ute av kontroll.

Subprimeskandalen referer til en praksis der banker ga risikable huslån til mindre kredittverdige kunder. Disse lånene ble verdipapirisert og solgt videre investorer. Således kunne banker låne til nesten «alle» uten å bekymre seg over risikoen involvert. Men når markedet snudde og tilgangen av nye aktører tørket inn, kollapset finansinstitusjonene som korthus (Dowd 2009).

Grådighetsspillet referer til en praksis der fondsforvaltere med enorme bonusutsikter investerte investorenes midler i strukturerte finansprodukter. Produktene var resultatet av en revolusjonerende finansiell teknologi som tilsynelatende hadde transformert lån av dårlig kvalitet til investeringer av god kvalitet. Siden investeringenes eventuelle nedside måtte bæres av investorene alene, vendte fondsforvalterne det blinde øye til og tok mye større risiko enn de burde (Dowd 2009).

Dowd (2009) mener finansindustrien fikk bedrive en form for privatisering av fortjeneste og sosialisering av risiko uforstyrret og urestriktert av praktisk talt ubrukkelig finansregulering, selskapsledelse og risikostyring spesielt. Det endelige ansvaret for risikostyring ligger hos toppledelsen. Men når ledelsen selv hadde lønnsavtaler som oppmuntret risikotakingen var det ikke i deres interesse å begrense eksponeringen. Toppledelsen var derfor også ute av kontroll.

Calomiris (2010) reduserer bankkriser til en konsekvens av myndighetenes mikroøkonomiske (moralsk) risikofremmende spilleregler. I artikkelen undersøker han tidligere registrerte bankkriser og plasserer finanskrisen i denne historiske konteksten. Ifølge Calomiris (2010) refererer bankkriser til en undergruppe av en mer omfattende samling av fenomener, finanskriser. Bankkriser riktig definert består av enten panikk eller alvorlige bølger av bankkollapser. Bankpanikk referer til usikkerhet knyttet til de uobserverbare delene ved aggregerte sjokk på systemet, mens alvorlige bølger av kollapser resulterer i aggregert negativ nettoverdi på over 1 prosent av BNP.

Calomiris (2010)'s systematiske gjennomgang av bankkriser sporer bankskrøpelig­het tilbake til det han kaller risikofremmende spilleregler innført av myndighetene. Spilleregler som i større grad har produsert bankkalamitet. Spesielt regler som har subsidiert risiko. Han viser at statlige innskuddsgarantiordninger og annen sikkerhetsnettpolitikk som ble utviklet og implementert for å stabilisere banksystemet, som beskytter bankene mot markedsdisiplin, representerer en betydelig kilde til ustabilitet.

Calomiris (2010) fremhever *subprimekrisen*, forårsaket av en subsidiepolitikk spesifikt designet for oppmuntre risikotakingen i boliglånsmarkedet. Det vil si en subsidiepolitikk designet for moralsk risiko. Andre historisk risikofremmende spilleregler har gjennom historien involvert flere pålagte strukturelle begrensninger fra myndighetenes side. Disse inkluderer en restriktiv bankkonsolideringspolitikk som effektivt begrenser konkurransen i sektoren, hindrer spredning av risiko og hemmer banksystemets evne til å håndtere sjokk (bankpanikk). En destabiliserende regel er fraværet av en adekvat strukturert långiver i siste instans til å begrense likviditetsrisiko og forhindre bankkollapser uten å fremme moralsk risiko. Historien viser at evnen til å forbedre spillereglene beror til enhver tid på det sittende politiske regimet, men vel så viktig er tilstrekkelig kunnskap om kildene til bankkriser.

2.2.2 Verdipapirisering

Skowron og Kristensen (2012) viser til tre sentrale moralsk risiko-element i forbindelse med finanskrisen. *For det første, informasjonsasymmetri* mellom bankinstitusjonene og deres långivere. Banker utstedte verdipapirer med attraktive renter basert lån med ukjent tilbakebetalingssannsynlighet. Verdipapirene var ofte bygd på sofistikerte porteføljer av både gode og dårlige finansobjekter med ukjent virkelig verdi. *For det andre, ledelseslønninger* ble i stor grad bestemt av kortsiktig aksjekursutvikling. Sannsynligvis en følge av finansinstitusjonenes betydelige innflytelse i markedet, over kommersielle banker og deres politikk. *For det tredje, «bailouts»*, bankenes tro på overdreven risikotaking reflekterte en forventning om at myndighetene ville kjøpe dem ut av eventuelle problemer. Slik var tilstanden også under «savings-and-loan»-krisen i USA. Når myndighetene eksplisitt garanterte for bankinnskudd kunne bankene involvere seg i prosjekter med høy risiko uten å skremme bort investorene.

Cloke (2009) har fokus på finansinnovasjoner når han kaller derivater *våpen for masse moralsk risiko*. Han mener at den enkulturelle og markedsorienterte fundamentalismen fra 1970-tallet har utviklet ny frie, uregulerte og ikke minst udemokratiske finansmarkeder. Spesielt har regimets politiske ideologi fremmet et massivt globalt marked for imaginære finansprodukter. Et derivatmarked som involverer så mange mindre selvkritiske men sentrale globale aktører at finankriser blir uunngåelige.

Cloke (2009) viser til en fundamental pilar i det moralske grunnlaget til markedsfundamentalismen, risikoprinsippet. Dersom en entreprenør introduserer et produkt i et marked vil også entreprenøren akseptere risikoen introduksjonen medfører. I et «sunt» marked risikerer entreprenøren å tape kapital og den aksepterte risiko vil rettferdiggjøre entreprenørens profitt. Formålet med derivatene er derimot å separere risiko fra produkt. Risikoanalyser, kommodifiseringen av risiko og handelen i den samme, er spesifikt designet for å faktorisere ut usikkerheten som skal rettferdiggjøre profitt. På denne måten *masseproduseres moralsk risiko*.

Cloke (2009) mener moralsk risiko fungerer som en avgjørende teologisk støtte for markedsfundamentalismen og dens konsekvens, markedsdisiplinen. For fundamentalistene varslers myndighetenes effektive nasjonalisering av større finansforetak under finanskrisen intet mindre enn slutten for kapitalismen.

Lim og Tan (2015) viser at betydelige systemendogene transaksjonskostnader, herunder kostnader knyttet til moralsk risiko, forårsaket av endringer i de institusjonelle og juridiske rammebetingelsene, førte til en finansiell skjørhet som kulminerte i finanskrisen i 2007. De mener dominerende kriseforklaringer med fokus enten på deregulering eller finansiell innovasjon bare er proksimale. De hevder at vesentlige endringer i den institusjonelle strukturen og finansmarkedene i løpet av de siste 30 årene, en følge av flere reguleringsreformer, påførte markedsaktørene nye og betydelige finansielle transaksjonskostnader.

Lim og Tan (2015) mener dette samspillet, mellom institusjonelle endringer og markedet, satte scenen for finanskrisen. Mer spesifikt, endringer i institusjonell finansstruktur innebar en syklisk «feedback» mellom deregulering og nye komplekse finansprodukter som resulterte i høye transaksjonskostnader og systemskjørhet.

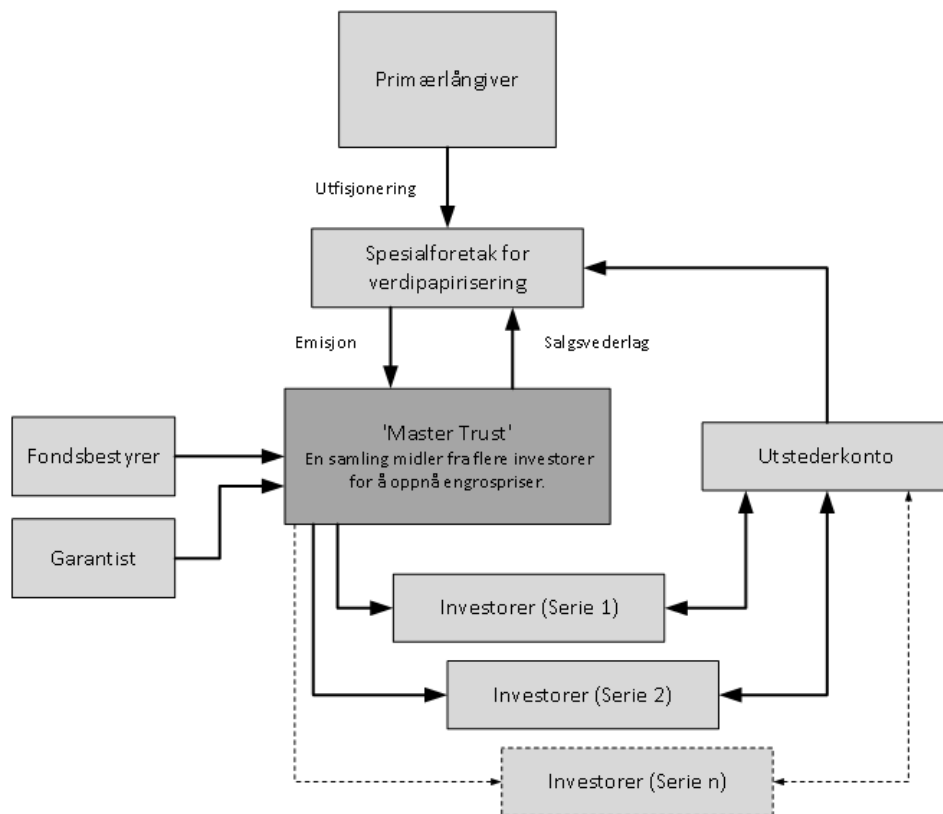
Lim og Tan (2015)'s konseptualisering av transaksjonskostnader omfatter kostnader knyttet til prinsipal-agent-problemer som følge av informasjonsasymmetri i finansmarkedet. Herunder ugunstig utvelgelse og moralsk risiko. Disse kostnadene er et direkte resultat av institusjonell struktur og markedet. De viser at så vel regulering som deregulering i finanssektoren ofte blir etterfulgt av finansielle innovasjoner. Slike komplekse finansielle instrumenter medfører informasjonsasymmetri, ugunstig utvelgelse og moralsk risiko, følgelig høyere transaksjonskostnader.

Lim og Tan (2015) mener fremtidig politikk innebærer et kompromiss mellom tilstrekkelig regulering, som vil stramme inn kredittmarkedet, og realistisk kostnadsnivå for denne prosessen. Spesielt mener de at introduksjon av finansiell innovasjon bør ledsages av et transparent sett av informasjons-, rapporterings – og overvåkningsmekanismer, altså tilsynsmekanismer, utformet med tanke på å få agents insentiver mer på linje med prinsipals. Ideelt sett, spesifikt kombinert med hensiktsmessige finansielle ressurser medfinansiert av finansielle innovatører som ønsker å bringe slike produkt til marked.

Kau, Keenan, Lyubimow og Slawson (2012) viser til det de kaller *moralsk risiko med skjult informasjon* i det amerikanske *subprime* boliglånsmarkedet. De bruker de siste empiriske teknikker utviklet innenfor asymmetrisk informasjonslitteraturen og tilbyr det de mener er den første tilgjengelige testen av mulig informasjonsasymmetri ved mislighold av boliglån. Teorien som omhandler informasjonsasymmetri gjør et skille mellom ugunstig utvelgelse og moralsk risiko ved henholdsvis skjult informasjon og skjulte handlinger. I tilfelle skjult informasjon har minst en part i en transaksjon informasjon ikke tilgjengelig for den andre, mens ved skjult handling opptrer en part på en måte som ikke lar seg observere av den andre. Henholdsvis ufullstendig informasjon og ufullkommen informasjon.

Kau et al. (2012) viser til tre hovedaktører i verdipapiriseringen av boliglån. De to første aktørene er lånekunden og långiver, disse møtes i primærmarkedet. Den tredje aktøren er investoren. Investoren møter långiver i sekundærmarkedet (verdipapirmarkedet), se Figur 3. Investoren, sekundærlångiver, har i en slik kontekst minst informasjon om utsiktene for fremtidig tilbakebetaling eller mislighold av boliglån. Det er vanlig å relatere ugunstig utvelgelse til primærmarkedet og moralsk risiko til sekundærmarkedet. Henholdsvis, lånekunden kan skjule informasjon for långiver primærmarkedet og långivers (agentens)

handlinger kan være skjult for investoren (prinsipalen) i sekundærmarkedet. Långivers handlinger i sekundærmarkedet er imidlertid ikke direkte skjult for investor, det er strategiene disse handlingene beror på som ikke lar seg observere. Det långiver velger å gjøre er basert på hva de vet, og denne informasjonen er skjult for investoren. Men hvis strategiene betraktes som skjulte handlinger kan situasjonen kvalifisere til en moralsk risiko. En *moralsk risiko med skjult informasjon*.



Figur 3. Verdipapirisering av boliglån med mange lag mellom primærlångiver og de endelige investorene. Legg merke til at den opprinnelige kontrakten mellom låntaker og långiver i primærmarkedet blir fisjonert ut til spesialforetak for verdipapirisering. Investorene kjøper verdipapirene i sekundærmarkedet, i dette eksemplet gjennom et 'master trust'. Modellen for verdipapirisering er inspirert av Lim og Tan (2015).

Kau et al. (2012) foreslår følgende for å begrense problemet med moralsk risiko i sekundærmarkedet: investorene må i større grad samle inn å analysere objektiv informasjon for å klassifisere lånene selv, ikke stole kun på kredittratingbyråene, alle boliglån for verdipapirisering må merkes med lånutsteders navn og primærlångivere må pålegges en interesse i lånene. Med en interesse i lånene vil det lønne seg for agenten å opprettholde et godt rykte i markedet.

2.2.3 Godtgjørelsesordninger

Shlomo, Eggert og Nguyen (2013) har fokus på reform og regulering av godtgjørelsessystemet til toppledelsen i større selskaper. Det er konsensus blant myndigheter og praktiserende at insentivstrukturen før og under finanskrisen var uheldig; den bidro til krisens betydelige økonomiske tap, alvorlighetsgrad og varighet. Bankindustrien har et godtgjørelsessystem som i større grad oppfordrer til kortsiktighet. En vanlig praksis er å gi lederne aksjer og aksjeopsjoner som oppmuntrer opportunistisk atferd, som å påvirke kortsiktige aksjepriser. Denne ansvarsbegrensning leder til moralsk risiko. Mer profitt betyr mer bonus til topplederne; bonusutbetalinger som aldri kan bli mindre enn null. Derfor må tap i større grad bæres av langsiktige aksjonærer og samfunnet, og bare i mindre grad av ansatte og kortsiktige aksjonærer. Ifølge Shlomo et al. 2013 motvirker ikke internkontroll og risikostyringssystemer overdreven risiko fra upassende insentiver. Insentivene for risikotakingen, godtgjørelsesordningene, må reguleres direkte.

Godtgjørelse er det samme som “lønn og annen godtgjørelse” som angitt i allmennaksjeloven § 6-16a.

Dette omfatter lønn og i tillegg godtgjørelse i form av:

- naturalytelser
- bonuser
- tildeling av aksjer, tegningsretter, opsjoner og andre former for godtgjørelse som er knyttet til aksjer eller utviklingen av aksjekursen i selskapet eller i andre selskaper innenfor det samme konsernet
- pensjonsordninger
- etterlønsordninger
- alle former for variable elementer i godtgjørelsen, eller særskilte ytelser som kommer i tillegg til basislønnen (Finanstilsynet 2014).

Shlomo et al. (2013) mener reguleringstiltakene bør omfatte personlige bidrag, tidshorizont, manipulasjon og transparens. *Personlige bidrag* referer til at toppledelsen ikke må belønnes for heldige tilfeldigheter, men faktiske bidrag til selskapet. Godtgjørelser, bonuser spesielt, bør reflektere selskapets suksess og ikke utbetales uansett. Negative bidrag bør føre til redusert godtgjørelse, sanksjoner eller inndragelser.

Tidshorisont viser til at utbetalinger bør reflektere prestasjoner over tid. *Manipulasjon* representerer restriksjoner på toppledernes tendens til å utnytte innsideinformasjon, bedrive hedging eller annen aktivitet som undergraver godtgjørelssystemet. Mens *transparens* viser til at kritisk granskning av godtgjørelser krever transparente ordninger.

Shlomo et al. (2013) viser til en teoretisk modell for moralsk risiko-atferd.

Atferdsmodellen tar for seg den variable delen av godtgjørelsen siden den faste utbetales uansett, mer spesifikt lederens prestasjonsbaserte bonuser. De finner at jo større ansvarsområde lederen har desto større må bonusutbetalingen være for å forhindre moralsk risiko. Underforstått vil en effektiv regulering av godtgjørelser ikke kunne anvende et bestemt maksbeløp eller tak for utbetalingene. Beløpet må være variabelt avhengig av lederens innflytelse i selskapet. Den moralske risikorenten i Figur. 4 viser det minste beløp en toppleder må motta for å ha et insitament til en positiv og varig økonomisk aktivitet. Følgelig må bonusutbetalinger være tilstrekkelige i et langsiktig prosjekt for å unngå moralsk risiko. En annen mulighet er å regulere den kortsiktige fordelaktige effekten (γ) som oppmuntrer moralsk risiko.

Kortsiktig prosjekt med høy risiko blir valgt dersom:	$\gamma + \beta r_{t+1} > 1 + p$ β høy risiko, kortsiktig prosjekt r_{t+1} avkastning γ økt inntekt ved kortsiktig prosjekt $1 + p$ konservativ investering med risikofri rente
Moralsk risikobetingelse (forutsetning for å unngå moralsk risiko):	$\alpha b \geq h\gamma + \beta b$ α lav risiko, langsiktig investering b prestasjonsbaserte bonusutbetalinger h prosjektstørrelse
Minimal bonus:	$b \geq \frac{h\gamma}{\alpha - \beta}$
Moralsk risikofaktor:	$B = \frac{\gamma}{\alpha - \beta}$ B den moralske risikofaktor
Moralsk risikorente:	$b = hB$

Figur 4. Den moralske risikorente (Shlomo et al. 2013).

Lang og Jagtiani (2010) diskuterer to mulige forklaringer for mislykket risikostyring i flere store finansinstitusjoner ved innledningen til finanskrisen, begge innebærer overdreven risikotaking og moralsk risiko: (1) «too-big-to-fail»-politikk, som perverterte insentiver for risikotaking; (2) problemer knyttet til eierstyring-selskapsledelse og prinsipal-agent, som hemmet internkontrollfunksjoner og risikostyringssystemer. De viser til følgende mer eller mindre aksepterte forklaringer for boliglånskrisen som utløste en internasjonal finanskrise: irrasjonell begeistring i boligmarkedet, verdipapirisering av boliglån, overdreven tillit til sofistikerte risikomodeller og kredittvurderingsbyråenes graderingsinflasjon. De finner imidlertid disse forklaringene mindre tilfredsstillende. De mener krisen generelt og institusjonenes overdrevne eksponering i boliglånbaserte verdipapirer spesielt, representerer et brudd med fundamentale prinsipper for risikostyring.

«Too-big-to-fail»-politikk referer til en implisitt offentlig subsidie, et sikkerhetsnett som skaper insentiver for overdreven risikotaking og moralsk risiko. Perspektivet indikerer ingen svikt i risikostyringssystemer, men heller systemviktige finansinstitusjoner som følte seg forsikret mot eksponeringens nedside. Flere sentrale kriseaktører, som AIG og mange av de store investeringsbankene, var historisk sett likevel ikke kandidater til subsidier. Disse forventet altså ikke TBTF-behandlingen som oppmuntret bevisst overdreven risikotaking. TBTF er derfor ikke en fullgod kriseforklaring (Lang og Jagtiani 2010).

Problemer relatert til eierstyring og selskapsledelse referer til at lite transparent porteføljerisiko indikerer inadekvat risikostyring på selskapsnivå og tilsyn med risikostyringsfunksjonen. Verdipapiriseringen av boliglån tilførte nye innovative strukturerte finansprodukter, instrumenter så komplekse at finansinstitusjonene ikke var i stand til å kalkulere egen eksponering i boliglånsmarkedet. En kompleksitet i større grad undervurdert og misforstått før finanskrisen. Institusjonene visste derfor ikke hvor stor risiko de tok, en form for ubevisst risikotaking. Styret og ledelsen har imidlertid ansvaret for å implementere hensiktsmessige risikostyringssystemer og god internkontroll som gjør de i stand til å forstå egen eksponering. Ineffektiviteten representerer en fundamental svikt i flere systemviktige finansinstitusjoner (Lang og Jagtiani 2010).

Problemer relatert til prinsipal og agent refererer til at på forretningsenhetsnivå var insitamentet til lederne å øke profitten for forretningsenheten uten å ta hensyn til hva dette hadde å si for selskapets samlede risikoposisjon. Komplekse strukturerte finansprodukter

var nærmest et perfekt virkemiddel for bonussultne ledere. De kunne følgelig produsere store profitter ved å fremme individuelle posisjoner, posisjoner som virket sikre og lønnsomme, som ikke avslørte den høye risikokonsentrasjonen. Dette agent-prinsipal-problemet kan forebygges og motvirkes ved en gjennomgang av godtgjørelsesordningene, internkontroll, overvåkning og tilsyn (Lang og Jagtiani 2010).

Lang og Jagtiani (2010) viser til en lønnsreform basert på følgende prinsipper: (a) godtgjørelsen bør ikke oppfordre overdreven risiko utover institusjonens evne til å indentifisere og håndtere risiko; (b) godtgjørelsen bør være kompatibel med effektiv kontroll og risikostyring; (c) godtgjørelsen bør understøttes av sterk eierstyring og selskapsledelse, herunder aktivt og effektivt tilsyn utført av styret. Verdifulle erfaringer fra finanskrisen tilsier for øvrig hva finansinstitusjoner *ikke* bør gjøre når de kompenserer risikotakere, Figur 5, (Herring 2010).

Lang og Jagtiani (2010) mener en reform bør innebære utbygde strukturer for effektive internkontroller og tilsynssystemer, et mer effektivt regulert tilsyn, opprettelsen av en robust uavhengig risikostyringsfunksjon med nødvendige ressurser og kompetanser og en klar forpliktelse fra styret og toppledelsen som sikrer at kontroll av risiko blir belønnet og verdsatt.

1. Ytelsesmålinger:	<ul style="list-style-type: none"> - Beregne på grunnlag av inntekter og ikke profitt. - Utelate risiko og kapitalkostnader. - Fokus utelukkende på økonomiske resultater.
2. Godtgjørelsespolitikk:	<ul style="list-style-type: none"> - Liten eller ingen fast godtgjørelse. - Utbetale kun i kontant lønn. - Ingen utsatt bonus eller utsatt betaling knyttet til fremtidig utvikling hvis verdi kan reduseres. Ingen inndragelsesklausuler («clawback»).
3. Styring og kontroll:	<ul style="list-style-type: none"> - Ingen uavhengige tilsyn av godtgjørelser. - Forretningsenheten kan fastsette personalets godtgjørelser for risiko og etterlevelse av regler. - Personalet kan påvirke verdsettelsen av egen posisjon eller kommisjon. - Utydelig arbeidsdeling mellom «front office» and «back office».

Figur 5. Hva som *ikke* må gjøres ved kompensasjon og tilsyn av risikotakere (Herring 2010).

2.2.4 Innskuddsgarantiordninger

“Simply put, depositors have at best incomplete information about banks’ financial conditions and hence they may run on their banks in anticipation of [bank]runs” (Chu 2011).

Dowd (2009) viser til innskuddsgarantiordningens destabiliserende effekt på banksystemet. Selv om ordningen formodentlig motvirker «bank runs», tilfeller der kundene tar ut innskuddene sine og flykter, vil et system *uten* en innskuddsgaranti bety at innskyterne blir kritiske til valg av bank og bankens disposisjoner, mens banken på sin side vil opptre mer forsvarlig, med moderat risiko og en viss kapitaldekning for å opprettholde tillit. Innskyterne disiplinere banken ved å kreve høyere renter eller trekke ut investeringene sine. Når innskuddene er forsikret faller disse insentivene bort. Innskuddsgarantiordningen fører derfor til at bankene ta mer risiko, moralsk risiko spesielt.

Llewellyn (2008) viser til at full innskuddsgarantidekning fører til tilfeller av alvorlig moralsk risiko. Innskuddsgarantiordningen tjener tre formål: (1) den skal gi en viss grad av sosial beskyttelse til små bankinnskuddskunder, (2) den skal eliminere insentiver for smittsomme «bank runs», og (3) den skal gjøre det enklere og mindre kostbart å tillate bankene å gå konkurs. Garantien som i sin tid ble introdusert i USA, skulle være mer et middel for finansiell stabilitet enn sosial beskyttelse, mer et instrument for å eliminere «bank runs» enn forbrukerbeskyttelse.

Llewellyn (2008) retter blikket på garantiordningen i sin vurdering av krisen i den britiske banken Northern Rock i 2007. Spesielt full eller delvis garantidekning. Problematikken representerer *et sentralt dilemma*. Full garantidekning fører til fire tilfeller av alvorlig moralsk risiko: (1) innskytere uten insentiver til å overveie bankenes risikokarakteristikker, (2) innskytere med insentiver til å søke høyrisiko banker som tilbyr høy innskudsrente, (3) banker med insentiver til å velge en høy risikoprofil, og (4) pervers prising av risiko siden det ikke vil være nødvendig å tilby innskyterne risikopremier i innskudsrenten. Således blir risiko subsidiert og underpriset. Full innskuddsgarantidekning representerer derfor et godt argument for regulering av banker; for å forhindre at moralsk risiko blir utnyttet. *Dilemmaets andre side*, dersom garantidekningen er delvis, vil innskyterne ta ut innskuddene sine ved tvil om bankens solvens. I så fall er forsikringen ineffektiv.

Dilemmaet er derfor, enten full garantidekning som gir alvorlig moralsk risiko eller en delvis garanti som er ineffektiv.

Chu (2011) viser at høy innskuddsgarantidekning kan underminere markedsdisciplin og fremme moralsk risiko ved å insitere overdreven risikotaking. Et vesentlig argument for innskuddsforsikring er at den opprettholder og stimulerer finansiell stabilitet ved å forhindre kapitalflukt («bank runs») som oppstår som følge av informasjonsasymmetri og selvoppfyllende profetier. Når innskyttere har ufullstendig informasjon om bankens finansielle situasjon så vil de ta ut innskuddene hvis de forventer kapitalflukt. Forventninger om «bank runs» generer således «bank runs». Empiriske studier indikerer at både «gode» og «dårlige» banker vil lide av massive uttak under større finanskriser.

Chu (2011) mener at de gode effektene av «bank runs» gjerne undervurderes, spesielt av myndighetene. Streng markedsdisciplinering av bankene kan effektivt opprettholde bankstabilitet. Så lenge det er «run» på en individuell bank og ikke på banksystemet som helhet blir bare bankinnskuddene redistribuert fra en risikabel bank til andre som virker sikrere og «sunnere». Slik sett bidrar «runs» til å fjerne illikvide, insolvente, «dårlige» banker og opprettholde et finansielt «sunt» banksystem. Ved å forhindre «bank runs» og redusere markedsdisciplin kan derfor innskuddsforsikringer på sikt tilføre betydelig systemrisiko til tross for umiddelbare stabiliserende effekter.

Chu (2011) viser at en innskuddsforsikringsordning ikke er en «mirakelkur» for et ustabilt banksystem. Flere land i studien opplevde likevel bankkriser, uavhengig av innskuddsdekning. Land med innskuddsforsikringsordninger med lav dekning hadde faktisk færre bankkriser i både antall og omfang, bare én systemisk blant 22 land. Chu (2011) fant også det han kaller en pervers sammenheng mellom innskuddsforsikringsdekning og bankkriser: Jo høyere dekning, desto mer alvorlig bankkrise. Dette kan i prinsippet forklares med at høy dekning fremmer moralsk risiko. Innskytterne har da lite om noe insitamant til å overvåke bankene mens bankene derimot insiteres til overdreven risikotaking. Risikojusterte premier kan i teorien effektivt begrense risikotakingen, men når det gjelder å opprettholde bankstabilitet peker studien i forskjellige retninger. Både Canada og USA har implementert risikojusterte premier. Og mens Canada utkonkurrerte de fleste andre industriland med ingen «runs» eller bankkriser under finanskrisen, «feilet» 140 amerikanske banker bare i 2009. Chu (2011) mener de

betydelige skjulte [indirekte] kostnadene knyttet til innskuddsgarantier vil komme til overflaten når myndighetene før eller siden må bruke skattepenger på å betale ut insolvente banker. Banksystemet trenger derfor både adekvat regulering og markedsdisiplin for å opprettholde og fremme stabilitet.

Chen og Chen (2012) viser at finansinstitusjonene må senke «loan-to-deposit-ratio» (LDR) [innskuddsgraden] for å unngå panikk i krisetider. Mindre innskudd skaper flyktig kapital. Generelt vil en økning i LDR forlenge kriseutgang og føre til ytterligere spredning på grunn av problem med moralsk risiko; svake banker med lav egenkapital som aggressivt låner ut til kunder med lav kredittverdighet. Det bør derfor innføres innskuddsgarantisystemer, implementert av banksektoren og kontrollert av myndighetene, som opprettholder tillit og oppmuntrer risikoaverse investorer til å bli. Det bør også innføres strenge reguleringer med vekt på moralsk *kredittrisiko*, som ikke insiterer en uforsvarlig utlånspraksis. På denne måten synker LDR og faren finanspanikk reduseres, Figur 6.

Loan to deposit ratio (LDR):	$LDR = \frac{Utlån}{Innskudd}$
------------------------------	--------------------------------

Figur 6. Loan to deposit ratio.

Hogan og Johnsen (2016) viser til at offentlig administrerte innskuddsgarantiordninger fører til flere bank- og finanskriser som følge av moralsk risiko. I sin analyse finner de at innskuddsgarantier destabiliserer banksystemet. Funnene strider mot den konvensjonelle oppfatningen og myndighetenes hensikter med ordningen. Garantiordningen skal stabilisere et endogent ustabil banksystem; forhindre panikk, kapitalflukt og bankkriser. Ifølge Hogan og Johnsen (2016) indikerer internasjonale studier av innskuddsgarantisystemer at land med høyere garantidekning og mer offentlig involvering har et høyere antall bankkriser og hyppigere finanskriser. Studier av banksystemet i USA viser lignende resultater. Særlig oppmuntrer offentlige innskuddsgarantier moralsk risiko. Det er en positiv og signifikant sammenheng mellom høyere garantidekning og bankenes risikoeksponering. Alt i alt indikerer de empiriske resultatene mer stabilitet i banksystemet ved mindre offentlig involvering.

Hogan og Johnsen (2016) foreslår følgende endringer for USAs statlige innskuddsgarantisystem: (1) privat administrasjon av innskuddsgarantiordningen, innskudd bør garanteres av en privat enhet eller organisasjon av private banker; (2) redusert lovpålagt garantidekning, dekningen kan utvides gjennom private avtaler; (3) privat forsikring uten lovpålagt garantidekning, tilsier en kombinasjon av de to første forslagene. Den utbredte konsensus i de empiriske studiene i analysen er at kostnadene relatert til moralsk risiko mer enn oppveier fordelene ved dagens ordning. Derfor, for å stabilisere banksektoren og redusere finanskriser, bør innskuddsgarantisystemet privatiseres.

Stolbov (2015) finner at eksplisitte innskuddsgarantiordninger underminerer finansiell stabilitet og fremmer bankkriser som følge av moralsk risiko. Undersøkelsen av potensielle årsaker til 25 internasjonale bankkriser fra 2007 til 2011 indikerer at høyere nivå av økonomisk liberalisering og inflasjon generelt, lavere bankkonsentrasjon og høyere kostnadsgrad (kostnader til inntekter) i banksektoren spesielt, gjør landene mer sårbare for bankkriser. De avgjørende determinantene i undersøkelsen kan relateres til overdreven privat gjeld (privat gjeld til BNP) og illikviditet ([ut]lån til innskudd) i banksektoren.

Stolbov (2015) viser at bankkonsentrasjon og kostnadsgrad representerer de mest robuste pro-krise faktorene, der henholdsvis lav og høy verdi indikerer at land er mer sårbare. Høy konsentrasjon i banksektoren styrker stabiliteten i systemet, øker profittmulighetene og begrenser risikotakingen. Men dersom høy konsentrasjon komplementeres med en eksplisitt innskuddsgarantiordning øker imidlertid sannsynligheten for bankkrise på grunn av svekket markedsdisiplin og moralsk risiko. Effektene av en innskuddsgarantiordning vil nærmest undertrykke de positive effektene av bankkonsentrasjon og trolig forverre «too-big-to-fail» problematikken. Stolbov (2015)'s funn får støtte av tidligere forskning som anbefaler å fase ut innskuddsgarantier for større banker, et tiltak som kan bidra til å redusere moralsk risiko og ha en positiv innvirkning på konkurransen i sektoren.

Gan og Wang (2013) ønsker å finne den optimale innskuddsgarantigrensen som begrenser moralsk risiko. Den optimale innskuddsgarantigrensen referer til et dekningstak. Innskudd fra en innskyter er garantert inntil dette beløpet. Med en teoretisk modell som omfatter kapitalkrav, risikojusterte premier og delvis innskuddsgaranti ser Gan og Wang (2013) på samspillet mellom risikoeksponerte banker, heterogene investorer og en

innskuddsgarantist. Artikkelen relateres til tre forskningsfelt: markeddsdisiplin mot risikotaking, bankregulering mot moralsk risiko og fastsettelsen av et garantibeløp. Gan og Wang (2013) viser til tidligere forskning, eliminerer antagelsen om full innskuddsgaranti og tilfører en fremgangsmåte for fastsettelsen av optimalt dekningsnivå og risikojustert premie som forsterker markeddsdisiplin og forbedrer sosial velferd. En optimal garanti er vesentlig, den gir en viss grad av fleksibilitet til langsiktig likviditet, særlig med tanke på en finanskriser som krever betydelig kreditt- og likviditetsstøtte.

Gan og Wang (2013) finner at den optimale innskuddsgarantigrensen er \$124.000. Dekningsnivået løser problemet med moralsk risiko i banksektoren og forhindrer kapitalflukt ved å styrke markeddsdisiplinen. De forslår en årlig risikopremie på rundt 1.7 til 1.8 promille av samlet garantert innskudd hos den enkelte bank. Ved denne optimale premien er sannsynligheten for bankkrise redusert fra 0.30 prosent til 0.18 prosent.

2.2.5 Kapitaldekningskrav

Duran og Lozano-Vivas (2012) ønsker å belyse moralsk risiko-konflikten mellom bankenes egenkapitalholdere og gjeldsholdere. To ingredienser er nødvendig for at konflikten skal oppstå: Fallende kapitaldekning og forverret risikoposisjon. Er disse representert blir aksjonærenes risikoeksponering oppskriftsmessig redusert på bekostning av gjeldsholderne. Det vil si, den førstnevnte overfører risiko til sistnevnte. Høyere risiko øker således gevinstpotensialet til aksjonærene mens gjeldsholderne må bære det meste av tapsrisikoen. For å undersøke dette moralsk risiko relative problemet delte de bankenes finansstruktur i tre: egenkapital, innskudd og andre finansieringskilder.

Duran og Lozano-Vivas (2012) empiriske resultater støtter en hypotese om at moralsk risiko var utbredt blant banker i EU medlemsland i utvalgsperioden (2002 til 2009). De finner imidlertid noen signifikante forskjeller i moralsk risiko mellom de femten første landene tilsluttet unionen (EU15) og de siste tolv (EU12). Risikoøkende banker i EU15 reduserte sin kapitaldekningsgrad og innskuddsgrad, men økte grad av andre finansieringskilder. Det vil si, EU15 banker overførte risiko fra aksjonærene til ikke-innskuddsgjeldsholdere. Når det gjelder risikoøkende banker i EU12, reduserte de kapitaldekningsgraden og økte innskuddsgraden. Grad av andre finansieringskilder var ikke statistisk signifikant. Det vil si, EU12 banker overførte risiko fra aksjonærene til innskyterne. Studien viser videre at *profitabilitet* er den variabelen som tydeligst forsterker insentiver for moralsk risiko for

både EU15 og EU12 banker. I tillegg er det relevant at banker i EU15 var mindre involvert i moralsk risiko jo høyere kapitalbuffer de hadde. Dette resultatet indikerer at kapitalbuffere begrenser moralsk risiko generelt, og gir empirisk støtte til Basel III spesielt, som oppfordrer bankene til å ha en kapitalbuffer over det regulerte minimum.

Gregory og Hambusch (2015) kobler kapitaldekningsgrad, forretningsverdi og korridorpolitikk til moralsk risiko, og undersøker hvordan disse faktorene påvirker risikoeksponeringen i banksektoren før, under og etter finanskrisen. Finanskrisens effekt på den globale økonomien utløste en større debatt om mulige regulatoriske tiltak for å styrke finanssystemets stabilitet generelt og forebygge overdreven risikotaking spesielt. I så henseende er det behov for en bedre forståelse av sentrale faktorer som har innvirkning på bankrisiko.

Gregory og Hambusch (2015) viser til følgende sammenhenger mellom moralsk risiko og respektive *kapitaldekningsgrad*, *forretningsverdi (goodwill)* og *korridorpolitikk*. Bankenes kapitalkrav er en buffer mot mulig tap. Siden kapitalbufferen består av aksjonærenes kapital reduseres moralsk risiko. Forretningsverdi reduserer moralsk risiko-insentiver som følger av begrenset ansvar og innskuddsgarantiordninger. Dette siden bankene ikke vil risikere forretningsverdien. Sist men ikke minst, korridorpolitikk øker mulighetene for finansiell bistand fra myndighetene. Banker som bedriver korridorpolitikk har derfor et høyere nivå av moralsk risiko enn banker som ikke bedriver lobbyvirksomhet.

Gregory og Hambusch (2015) empiriske resultater viser en negativ sammenheng mellom kapitaldekningsgrad og bankrisiko mellom 2008 og 2013. Sammenhengen indikerer at høyere kapitaldekningsgrad hjalp disse bankene å overkomme de negative effektene fra finanskrisen sammenlignet med banker med lavere dekningsgrad. Sammenhengen støtter kapitalkravets regulatoriske formål. De fant også en positiv sammenheng mellom forretningsverdi og bankrisiko fra 2004 til 2007 og en negativ sammenheng mellom 2008 og 2013. Den positive sammenhengen antyder et potensielt høyt nivå av moralsk risiko i ikke-krisetider, mens den negative sammenhengen under krisen trolig refererer til myndighetenes innstramninger og bankenes ønske om å beskytte forretningsverdien. Gregory og Hambusch (2015) viser at korridorpolitikk reduserer bankrisiko i ikke-krisetider. De empiriske bevisene indikerer videre at korridorpolitikk blir mer attraktivt for bankene i krisetider, men at den da fører til økt idiosynkratisk bankrisiko.

2.2.6 Oppsummering

2.2.6.1 boligpolitikk

- *Subprimeskandalen* eller *-krisen* ble forårsaket av en subsidiepolitikk spesifikt designet av myndighetene for oppmuntre risikotakingen i boliglånsmarkedet.
- *Subprimeskandalen* og *grådighetsspillet* illustrerer betydelig moralsk risiko.
- *Subprimeskandalen* referer til at bankene ga huslån til mindre kredittverdige kunder.
- *Grådighetsspillet* referer til at fondsforvaltere med bonusutsikter investerte investorenes midler i strukturerte finansprodukter med svært høy risiko.

2.2.6.2 verdipapirisering

- Risikoanalyser, kommodifiseringen av og handelen i risiko, er designet for å faktorisere ut usikkerheten som skal rettferdiggjøre profitt. Slik masseproduseres moralsk risiko.
- Deregulering blir gjerne etterfulgt av finansielle innovasjoner. Nye komplekse instrumenter medfører informasjonsasymmetri, ugunstig utvelgelse og moralsk risiko derfor høye transaksjonskostnader i finansmarkedene.
- Finansiell innovasjon bør ledsages av et transparent sett av informasjons-, rapporterings – og overvåkningsmekanismer, ideelt kombinert med hensiktsmessige finansielle ressurser delvis finansiert av finansielle innovatører.
- Investorene bør samle inn objektiv informasjon, analysere og klassifisere alle lån for verdipapirisering selv. Ikke stole kun på kredittratingbyråene.
- Långiver bør pålegges en fortsatt interesse i lån for verdipapirisering. I tillegg bør lånene merkes med utsteders navn. Følgelig vil det lønne seg for långiver å utstede kvalitetslån.

2.2.6.3 godtgjørelsesordninger

- Internkontroll og risikostyringssystemer begrenser ikke risikotakingen som følger av godtgjørelsesordninger. Markedsfeilen understreker behovet for direkte regulering.
- Reguleringstiltakene bør omfatte personlige bidrag, tidshorisont, manipulasjon og transparens.

- Den moralske risikorenten er det minste beløpet en toppleder må motta for å ha et insitament til positiv og varig økonomisk aktivitet.
- En lønnsreform bør: (a) ikke oppfordre overdreven risiko utover institusjonens evne til å indentifisere og håndtere den, (b) sikre at godtgjørelsen er kompatibel med effektiv kontroll og risikostyring; (c) understøttes av sterk styring og ledelse, herunder effektivt tilsyn av styret.

2.2.6.4 Innskuddsgarantiordninger

- I et system *uten* innskuddsgaranti vil innskyterne i større grad disiplinere banken ved å kreve høyere renter eller trekke ut investeringene sine.
- Når innskuddene er garantert faller disse insentivene bort.
- «Bank runs» eliminerer insolvente banker og bidrar til å opprettholde et finansielt «sunt» banksystem.
- Høy dekning fremmer moralsk risiko. Innskyterne mangler da insitamenter til å overvåke bankene mens bankene derimot insiteres til overdreven risikotaking.
- Risikojusterte premier kan begrense risikotakingen. Derfor er det nødvendig med både adekvat regulering og markedsdisiplin for å opprettholde stabilitet i banksystemet.
- Finansinstitusjonene må senke «loan-to-deposit-ratio» (LDR) for å unngå panikk i krisetider. Mindre innskudd betyr flyktig kapital.
- Det bør innføres innskuddsgarantier som opprettholder tillit og oppmuntrer risikoaverse investorer til å bli samt reguleringer med vekt på moralsk *kredittrisiko* som motvirker uforsvarlig utlånspraksis.
- Spørsmålet om full eller delvis innskuddsgaranti representerer et sentralt dilemma. Enten full garantidekning som gir moralsk risiko eller en delvis garantidekning som gir «bank runs».
- Statlige innskuddsgarantier oppmuntrer til moralsk risiko. Empiriske resultater indikerer mer stabilitet ved mindre offentlig involvering.
- Forslag til endringer i innskuddsgarantiordningen [USA] : (1) privat administrert garantiordningen, (2) redusert lovpålagt garantidekning, dekningen kan utvides gjennom private avtaler, eller (3) privat forsikring uten lovpålagt garantidekning.
- Høy konsentrasjon i banksektoren styrker stabiliteten i systemet, øker profittmulighetene og begrenser risikotakingen. Men når høy konsentrasjon

kombineres med en eksplisitt innskuddsgaranti stiger sannsynligheten for bankkriser p.g.a. svekket markedsdisciplin og moralsk risiko.

- Innskuddsgarantier bør fases ut for større banker.
- Den optimale innskuddsgarantigrensen er \$124.000.
- Årlig risikopremie på 1.7 til 1.8 promille av samlet garantert innskudd reduserer sannsynligheten for bankkriser fra 0.30 prosent til 0.18 prosent.

2.2.6.5 kapitaldekningskrav

- Kapitalbufferer begrenser moralsk risiko generelt.
- Det er en negativ sammenheng mellom kapitaldekningsgrad og bankrisiko. Sammenhengen støtter kapitalkravets regulatoriske formål.
- Høy forretningsverdi (goodwill) indikerer mer moralsk risiko og bankrisiko i ikke-krisetider og mindre under kriser.
- Korridorpolitikk reduserer bankrisiko i ikke-krisetider. Under kriser blir korridorpolitikk mer attraktivt og fører samtidig til mer idiosynkratisk bankrisiko [moralsk risiko].

2.3 Långiver i siste instans

Morelli, Pittaluga og Seghezza (2015) viser at USA i rollen som internasjonal långiver i siste instans (ILISI) under finanskrisen var forventet av myndighetene i de respektive land, og at deres atferd av den grunn ble infisert av en form for ex ante moralsk risiko. Under finanskrisen opplevde en rekke banksystemer likviditetskrise generelt og dollarmangel spesielt. Banksystemer i avanserte økonomier (industrieland) hadde finansiert kjøp av amerikanske gjeldspapirer [langt] gjennom kortsiktig gjeld i dollar. Således var de eksponert for betydelig valutalikviditetsrisiko. Etter kollapsen av Lehman Brothers var denne likviditetskrisen nær ved utarte seg til insolvens.

Morelli et al. (2015) viser at USAs sentralbank, Federal Reserve («The Fed»), påtok seg rollen som ILISI, steppet inn med en vellykket intervensjon, sprøytet likviditet inn i verdensøkonomien og avverget insolvens. Intervensjonen var imidlertid prinsipielt motivert av egne interesser, nemlig sikre stabiliteten i det amerikanske banksystemet. Den hegemoniske monetære stormakten USA var følgelig redd smitteeffektene fra bankkriser i

system tettere knyttet til det amerikanske. Studien viser at «The Fed» utelukkende grep inn for å støtte land med banksystemer gjeldstynget i [korte] dollar.

Morelli et al. (2015) mener at en intervensjonen, refinansieringen av gjelden, til støtte for banksystemer ekstremt eksponert i dollar, for å sikre stabiliteten i eget system, var forventet av de respektive land. Landene som tok støtten for gitt holdt lave offisielle valutareserver. Dette indikerer at bankenes atferd var infisert av ex ante moralsk risiko. I fraværet av en objektiv overnasjonal institusjon spesifikt designet til formålet, siden IMF i dag ikke har myndighet til å produsere penger og ta kjappe beslutninger, således ikke i stand til å være ILISI, kan bare funksjonene til en ILISI i tilstrekkelig grad utføres av sentralbanken i landet som utsteder internasjonal valuta [USA]. Derfor bør det innføres adekvate reguleringer som begrenser likviditetsrisiko, systemrisiko og følgelig ulike former for moralsk risiko. Således tiltak som stimulerer bankene til en form for systemisk risikoforsikring. Slike tiltak kan innebære innbetalinger i gode tider i forhold til eksponering. Morelli et al. (2015) understreker viktigheten av samarbeid og informasjonsflyt mellom sentralbankene over landegrensene.

Llewellyn (2008) viser til at en långiver i siste instans (LISI) vanligvis opererer med krav til sikkerhet av god kvalitet og strafferente for å begrense moralsk risiko. Under redningsaksjonen av Northern Rock tok Bank of England [LISI] allikevel sikkerhet i boliglån det ikke lenger var mulig for banken å verdipapirisere i markedet. Llewellyn (2008) mener derfor operasjonen tilsvarte en stor subsidie og ikke et lån, uansett strafferente. Bank of England har dessuten mottatt kritikk for at den reagerte for sent, at sentralbanken generelt undervurderte markedetsuroens natur og spesifikt virkningen den hadde på Northern Rock. Bankens syn på saken, årsaken til at de vegret seg for å gripe inn, var at intervensjoner i pengemarkedet kunne utvikle betydelig moralsk risiko. En intervensjon kunne skape en oppfatning om at finansinstitusjoner med en høy risikoprofil ville bli reddet uansett, ville ha straffet banker som ikke hadde innført slik hasardiøs atferd, kunne indusere en fremtidig uforsvarlig bankpolitikk, effektivt subsidiere risiko og oppmuntre risikotakingen ved å legge til rette for enveis veddemål. Basert på disse overveielsene kan en gjerne si at løsningen på dagens krise kan være fundamentet for den neste.

Llewellyn (2008) mener at moralsk risiko må tas alvorlig, men anbefaler en mindre enn mer ekstrem posisjonering til problemet. For det første, mens farene ved moralsk risiko gjerne tillegges vekt av akademiske analytikere, kan det likevel settes spørsmåltegn ved hvor reelle de egentlig er. Selv om en forventning om fremtidig intervensjon av sentralbanken har potensialet til å frembringe fremtidig moralsk risiko, er det også bankspesifikke kostnader knyttet til slik atferd. En slik kostnad er tapt omdømme. For det andre, en kostnad-nytte-analyse kan anvendes til å sammenligne fremtidige kostnader knyttet til moralsk risiko mot kostnadene ved å ikke gripe inn i krisen. Avveiningen involverer henholdsvis potensielle skader på lengre sikt kontra kortsiktige kostnader som påløper i dag.

Acharya, Gromb, Yorulmazer (2012) viser hvordan overskuddslikvide banker med markedsrett fremmet moralsk risiko i utsatte banker og kjøpte deres aktiva på brannsalg under finanskrisen. De beskriver et fravær av effektive likviditetsoverføringer i mellombankmarkedet. I analysen fremkommer en kilde til ineffektivitet som oppstår som følge av de privilegerte bankenes markedsrett, og de mindre privilegerte bankenes salg av aktiva, en ineffektivitet mer akutt under finanskriser. Studien forutsetter bankspesifikke (bankeeffektive) aktiva, friksjoner grunnet moralsk risiko i mellombankmarkedet og en likviditetskonsentrasjon til fordel for noen få aktører.

Acharya et al. (2012) viser til overskuddslikvide banker som utnytter sin markedsrett til å sikre seg et større utbytte ved likviditetsoverføringer. Ved å heve låneprisene forringes de insentiver en nødstilt bank måtte ha for å følge opp egne utlånsaktiva. Følgelig blir insentiver for moralsk risiko fremmet, lånekapasiteten innskrenket og salg av bankspesifikke aktiva attraktivt for en illikvid bank. Denne ineffektiviteten intensiveres i takt med etterspørselen etter likviditet. Likviditetsbehovet barberer lånekapasiteten som igjen fremtvinger ytterligere salg av aktiva. De ineffektive likviditetsoverføringene legitimerer imidlertid sentralbankens rolle som långiver i siste instans. En sentralbank som troverdig tilbyr likviditet til nødstilte banker reduserer den konsentrerte markedsretten og stimulerer effektive likviditetsoverføringer. Sentralbankens forsikringer kan imidlertid utnyttes og skape en annen velkjent moralsk risiko ikke inkludert i studien. Slike ulemper må derfor balanseres mot fordelene man oppnår ved å begrense de likvide bankenes markedsrett.

Tuckman (2012) introduserer statlige likviditetsopsjoner med den hensikt å tilføre «andre finansforetak» [ikke-bank] likviditet som ikke er infisert med moralsk risiko. Et sentralt trekk ved finanskrisen var kapitalflukten fra innskuddsrelaterte aktiva, det vil si gjenkjøpsavtaler og pengemarkedsfond. Disse har likhetstrekk med bankinnskudd siden investorer, under normale omstendigheter, kan trekke ut hovedstol og renter. De er likevel ulike bankinnskudd siden de representerer finansoperasjoner utenfor banksystemet, utenfor bankreguleringer og innskuddsgarantier. Den nevnte kapitalflukten truet imidlertid driften til et større antall «andre finansforetak» avhengig av finansiering fra gjenkjøpsavtaler og pengemarkedsfond. Myndighetene fryktet for stabiliteten til finanssystemet og iverksatte tiltak for å tilføre foretakene likviditet. Tiltakene som kan karakteriseres långiver i siste instans og ekstraordinære redningsaksjoner, som å sprøyte inn kapital i insolvente foretak, er beheftet med to store problem. For det første, de eksponerer samfunnet for risiko og koster skattekroner. Spesielt hvis redningsaksjonene angår rike mottakere med politiske kontakter og mislykket ansvarlig forretningsdrift. For det andre, långiver i siste instans og «bailouts», det implisitte sikkerhetsnett, produserer moralsk risiko. Troen på at myndighetene intervensjoner gjør at aktørene insiteres til mindre ansvarlig risikostyring.

Tuckman (2012) foreslår at sentralbanken auksjonerer statlige likviditetsopsjoner (SLO) som gir kjøperne rett til å låne fra sentralbanken på god og adekvat sikkerhet. Prisen for SLO internaliserer kostnaden for likviditeten. Likviditetstiltaket betyr at utestående SLO utgjør myndighetenes potensielle finansiering i en krisesituasjon. Mengden utestående SLO må være av en slik størrelsesorden at myndighetene kan hevde, med troverdighet, at ingen andre offentlige intervensjonsprogram vil bli iverksatt for å sikre levedyktigheten til solvente «andre finansforetak». Tuckman (2012) refererer her til det han kaller et løfte om SLOs eksklusivitet. Løftet gjør det klart at «andre finansforetak» er fullt ut ansvarlig for egen likviditetsrisiko, samtidig som det insiterer forbedret risikostyring. Sammen med internalisert likviditetskostnad vil et troverdig løfte om SLO eksklusivitet redusere moralsk risiko i vesentlig grad.

Congleton (2012) viser til at underprising av kriseforsikringsordninger (f.eks. «bailouts») har en tendens til å oppmuntre moralsk risiko. For å redusere moralsk risiko samt insitamentene til korridorpolitikk for skattebetaler-subsidierte forsikringer, må prisene for subsidiemottakerne skjerpes. Dette bør skje i etterkant av krisen, og ikke før som ved vanlig forsikring. Det er vanskelig sette av tilstrekkelige offentlige reserver til et

tilstrekkelig offentlig sikkerhetsnett på forhånd. Ordningen kan imidlertid bli selvfinansierende dersom forsikringspremier kreves inn ex post i form av skatter og avgifter på støttemottakerne. Forventningen om slike mulige skatter vil begrense risikotakingen generelt. Følgelig vil ex post finansiering av kriseforsikringsordningene forhindre moralsk risiko spesielt.

Congleton (2012) påpeker at de fleste offentlige forsikringsprogram satt i gang i forbindelse med finanskrisen ikke inkluderte bestemmelser eller vilkår for tilbakebetaling. I prinsippet bør disse utgiftene tilbakebetales for å unngå moralsk risiko. Ettersom kriseordninger i større grad knyttes til statens kjerneansvar vil myndighetene i mangel av en eksplisitt politikk for ex post (eller ex ante) skatte- eller avgiftsfinansiering stadig nærme seg sin lånegrense. Investorenes etterspørsel etter statsobligasjoner er ikke fullstendig elastisk. Dermed kan det være klokt å begrense forsikringsdekningen samt tilrettelegge for selvfinansiering på lang sikt. Uten reformer som begrenser etterspørselen etter kriseforsikringer vil den neste store finanskrisen bli mye verre og forsikringen mye dyrere, hvis den er tilgjengelig i det hele tatt.

Bernstein (2010) viser til at offentlig økonomisk støtte og såkalte redningspakker oppmuntrer moralsk risiko; moralsk risiko betyr behov for regulering; og regulering fører til feilallokering av kapital. Historisk sett foretrekkes likevel en slik mindre appellerende sammensetning av moralsk risiko, regulering og feilallokering, fremfor komplekse finansinnovasjoner, lånefinansieringer og det limbiske system i fri utfoldelse.

Bernstein (2010) ønsker å forklare finanskrisen utfra individers individuelle egenskaper, særlig nevrologiske. For å begripe hvorfor rasjonelle selvopptatte aktører tar del i selvdestruktiv atferd generelt og svindel spesielt, må vi forstå litt nevroanotomi. Hjernens område for bevisst kalkulasjon kalles neocortex og er i stadig utvikling. Ved komplekse finansavgjørelser bruker imidlertid hjernen, ubevisst, det limbiske system. Det limbiske system prosesserer i hovedsak følelser og instinktive reaksjoner. Midt i det limbiske system finne to små strukturer Bernstein (2010) kaller hjernens grådighetscenter, *nuclei accumbens*. *Disse responderer intenst til forventningen om belønning (f.eks. monetær belønning), men ikke selve belønningen i seg selv.* Bernstein (2010) mener at hver gang vi låner eller investerer foregår det en kamp mellom det rasjonelle neocortexsystemet og det gamle irrasjonelle limbiske systemet. Dessverre, ifølge Bernstein (2010), vinner det

limbiske systemet altfor ofte. I tillegg forklarer grådighets-senteret hvorfor vi ikke har lært av tidligere feil, og kriser spesielt, hvorfor vi lider av finansielt humkommelsestap. Hvis man blir rik bare ved noen tastetrykk vil følelser og grådighet fortrenge både fornuft og hukommelse.

Bernstein (2010) mener det er generelt akseptert at en finansreform og tiltak i kjølvannet av finanskrisen bør rettes mot forbrukervern og systemrisikoregulering.

Systemreguleringen bør imidlertid spesielt referere til finanshistorie, spekulativ atferd, innovative finansinstrumenter og tilsyn av hele den finansielle infrastrukturen.

2.3.1 «Too-big-to-fail» generelt, Lehman Brothers spesielt

“Given the implicit government subsidy produced by too-big-too-fail (TBTF) policy, large financial firms may not have the incentives to protect themselves from tail risk at the expense of higher expected returns” (Lang and Jagtiani 2010).

Miron (2013) viser til at økonomisk politikk rettet mot finanskriser genererer uønskede effekter som moralsk risiko. Målet med økonomisk politikk er først og fremst å stimulere økonomisk vekst. Et annet mål er å redusere volatiliteten. Miron (2013) viser til at radikal ny teknologi og andre systemiske sjokk i økonomien kan føre økt variabilitet på kort sikt men økonomisk vekst på lengre sikt. For eksempel innovasjoner som *internett* førte reorganiseringer som til å begynne faktisk bremset veksten. Miron (2013) mener at dersom det er en årsakssammenheng mellom finanskriser og redusert produksjon og økt volatilitet bør et fornuftig mellomliggende mål være å unngå kriser. Men dersom kriser bare har en beskjeden innvirkning, eller hvis kriser bare er et symptom av dårlige økonomiske resultater er en målrettet politikk mot finanskriser mindre åpenbar.

Miron (2013) forklarer bankkriser på følgende måte: En eller flere banker taper på utlån, dette reduserer bankens nettoverdi og svekker likviditeten. Dersom bankene er mindre og tapene beskjedne vil konsekvensene bli mindre. Derimot vil større tap og større tap konsentrert i større institusjoner få mer alvorlige følger for banksystemet. I en slik situasjon har politikk en innvirkning på hvem som til sist bærer tapene. Et sentralt aspektet ved antikrisepolitikken er «too-big-to-fail» (TBTF). Om en institusjon regnes TBTF kan politiske tiltak forhindre konkurs. Slike redningsaksjoner begrunnes med at falitt kan

forstyrre økonomiens utlånsmekanisme, redusere investeringer og produksjon. TBTF impliserer imidlertid en risikoforsikring som genererer overdreven risikotaking og fremmer risikofylte investeringer. Et lærebokeksempel er den overdrevne oppbyggingen av boligmassen under boligboomen. Det er ikke enkelt å kvantifisere moralsk risiko forårsaket av TBTF. Men de fleste økonomer vil si seg enig i at en slik politikk forankret i markedspsyken gir negative konsekvenser.

Mishkin (2011) hevder at en intervensjon for å redde investeringsbanken Lehman Brothers ville ha undergravd moralen i sektoren. Lehman Brothers var USAs fjerde største investeringsbank, forvaltet aktiva verdt 600 milliarder og hadde 25 000 ansatte. Mange regner Lehman-konkursen for å være den avgjørende hendelsen, den som forandret *subprime* til en smittsom global krise. Mishkin (2011) påpeker imidlertid at på den tiden, i 2008, var konkursen meget plausibel. For det første, det fantes ingen myndighet til sette Lehman i offentlig administrasjon, i tillegg var ikke sentralbanken interessert i å kjøpe flere (dårlige) aktiva fra Lehman. For det andre, myndighetene var opptatt av å ikke oppmuntre til moralsk risiko, altså ikke motivere større finansinstitusjoner til overdreven risikotaking. For det tredje, med høy gjeldsgrad, liten interesse til å reise kapital, inadekvat risikostyring og høy eksponering for *subprime*, var det forventet at nettopp Lehman Brothers ville havne i trøbbel. For det fjerde, det er en distinkt mulighet for at finanssystemet ville ha implodert uansett. Allikevel, Lehman Brothers representerte en «too-big-to-fail», et systemviktig finansforetak som ved konkurs truer hele finanssystemet. «Too-big-to-fail»-foretak knyttes til moralsk risiko fordi når kreditorer *vet* at de kan forvente assistanse fra myndighetene forringes insitamenter til å følge årvåkent med og trekke ut investeringene ved overdreven eksponering. Følgelig fremmer «too-big-to-fail» overdreven risikotaking. På tross av moralsk risiko-effekter, Mishkin (2011) mener at krisen som fulgte Lehman-konkursen var så alvorlig at myndighetene trolig ikke vil tillate at dette kan skjer igjen.

Kensil og Margraf (2012) viser til at myndighetene lot Lehman Brothers gå konkurs for å unngå spredning av moralsk risiko. Etter kollapsen i boligmarkedet, helt i starten av finanskrisen, kulminerte den mest omfattende statlige intervensjon i USAs historie i ulike skjebner for to av de største investeringsbankene, Bears Stearns og Lehman Brothers. Kensil og Margravs (2012) artikkel tar for seg hvorfor Bears Stearns fikk økonomisk støtte mens Lehman Brothers ble tvunget til konkurs. I sin analyse kommer de frem til at

selskapenes finansielle situasjon var mer eller mindre den samme. Men redningen av finansinstitusjonene Bear Stearns, Fannie Mae og Freddie Mac sendte signaler til markedet, skapte forventninger om fremtidige statlige intervensjoner, og fremmet det myndighetene fryktet, moralsk risiko. Institusjonenes tro på at myndighetene ville redde dem uansett kunne produsere disinsentiver for markedsdisiplin. I tillegg opplevde myndighetene på den tiden politisk press. De hadde fått negativ omtale i media for sine intervensjoner og det var valgår. Kensil og Margraf (2012) mener derfor at den inkonsekvente politikken, som tvang Lehman Brothers til konkurs etter først å ha reddet finansinstitusjonene Stearns, Fannie og Freddie, henger sammen med at myndighetene ville forhindre moralsk risiko og politisk kontrovers. For å demme opp for den negative publisiteten og spredningen av moralsk risiko var de fast bestemt på å gjøre et eksempel ut av en institusjon. Så mens Bears Stearns dro fordeler av å «feile» først, ble politikk og timing avgjørende for Lehman Brothers og ikke bankens (økonomiske) helsetilstand.

2.3.2 Resolusjonspolitik

Mishkin (2011) anser stresstester som effektive virkemidler for å begrense utbrudd av moralsk risiko. Amerikanske myndigheter tok i bruk flere sterke virkemidler i møte med finanskrisen, følgende: konvensjonell og ukonvensjonell pengepolitikk (henholdsvis rentepolitikk og likviditetstilførsel samt aktivakjøp), stresstesting av bankene, og «bailouts». Et sentralt tiltak for å rette opp finansmarkedet var kravet om at de 19 største bankinstitusjonene måtte gjennomgå stresstester. Stresstestene var offentlige tilsynsvurderinger av bankenes balanseposisjoner for å være sikker på at de hadde tilstrekkelig kapital til å motstå eventuelle negative makroøkonomiske utfall.

Mishkin (2011) viser til at den generelle usikkerhet under en finanskriser tilsier mer informasjonsasymmetri. Stresstester vil derimot bidra til å øke informasjonsmengden i markedet. Finansdepartementets offentliggjøring av stresstestene i 2009 reduserte usikkerheten i markedet, dernest informasjonsasymmetri, således ugunstig utvelgelse og moralsk risiko spesielt.

Mishkin (2011) viser til at USAs statlige resolusjonsmyndighet i kraft av Dodd-Frank reformen reduserer moralsk risiko. Før 2010 kunne myndighetene i USA bare ta over individuelle bankinstitusjoner, men ikke holdingselskap som eier bank- og andre finansinstitusjoner. Myndighetene hadde derfor bare to alternativer når det gjaldt slike

selskap, begjære dem konkurs eller kjøpe dem ut. Etter Dodd-Frank har de føderale myndigheter resolusjonsmyndighet over også slike selskap og kan behandle disse på samme måte som en insolvent bank. Følgelig har de fått et tredje alternativ, de kan treffe vedtak om offentlig administrasjon. Kritikere har imidlertid uttrykt bekymring over det «nye» resolusjonsregimet, at det ytterligere befester «too-big-to-fail» og således forverrer moralsk risiko-problematikken. Mishkin (2011) hevder på den annen side at regimet begrenser moralsk risiko. Den tvinger systemviktige institusjoner til å reise kapital og avstå fra risiko i frykt for offentlig overtakelse, med tanke på kostnadene denne typen offentlig intervensjon vil påføre selskapet, herunder lederne og aksjonærene spesielt.

Giustiniani og Thornton (2011) belyser et av hovedmålene for finansreformen i kjølvannet av krisen, begrense moralsk risiko. «Too-big-to-fail»-problemet har utviklet seg til et mer omfattende «too-systemic-to-fail»-problem. To kriterier indikerer finansinstitusjonenes bidrag til systemrisiko: *substituerbarhet* og «*interconnectedness*». Henholdsvis i hvilken grad institusjonen kan erstattes ved konkurs og betydningen av mellombankforbindelsene. Systemviktige finansinstitusjoner (SVFI) utgjør en eksplisitt systemrisiko, implisitt moralsk risiko. Et av hovedmålene for finansreformen er å redusere denne risikoen ved å få SVFI til å internalisere de sosiale kostnadene forbundet med eventuell konkurs. En første tilnærming kan være å pålegge en spesifikk avgift. En type «finansielt stabilitetsbidrag». Hvor avgiften risikojusteres i forhold til institusjonens bidrag til systemrisiko, m.a.o. institusjonene sorteres etter systemviktighet. Midlene tilføres et resolusjonsfond som skal bære kostnadene knyttet til oppløsning av finansinstitusjonene. Dette styrker tilliten til oppløsningstiltakene, troen på redningsaksjoner svekkes og moralsk risiko reduseres. En annen tilnærming kan være å pålegge soliditets- og likviditetskrav, henholdsvis kapitalkrav og likviditetsbuffer utover Basel III anbefalingene. Følgelig en tilleggsavgift for SVFI. Men høyere kapitaldekningskrav har mulige bivirkninger. Lavere eksponeringsgrad (gjeldsgrad) kan øke investorenes risikovillighet. I tillegg vil en rangering av banker etter systemviktighet avsløre hvilke banker som er «too-systemic», således vet investorene hvilke som trolig blir reddet. Følgelig stiger moralsk risiko. En mer direkte tilnærming er derfor å begrense SVFIs virksomhet. Restriksjoner på hvilke aktiviteter institusjonene kan bedrive reduserer også risikoen de antar. For eksempel hindrer [Paul] Volcker-regelen amerikanske banker å foreta visse spekulative investeringer som ikke tjener kundene. Regelen legger

restriksjoner på egenhandel, investeringer i hedgefond, verdipapirisering, samt fusjoner og oppkjøp i banksektoren.

Poole (2009) fremholder at en resolusjonsprosedyre må forplikte noen kreditorer ved konkurs dersom den skal begrense moralsk risiko. Han mener betydelige statlige kapitalinnsprøytninger i insolvente finansinstitusjoner representerer en inadekvat finanspolitikk. Dette «bailout»-regimet er en fornærmelse mot markedet og demokratiet. *Fornærmelse mot markedet*, regimet holder insolvente selskap flytende og perverterer markedets risikovurderinger. Politikken medfører at institusjoner «too-big-to-fail» tiltrekker seg enda mer kapital. Samtidig blir kreditorenes risikovurderinger sterkt påvirket av oppfatninger om hvorvidt institusjonene er beskyttet av myndighetene. *Fornærmelse mot demokratiet*, regimet innebærer et system hvor profitt privatiseres mens tap sosialiseres.

Poole (2009) anbefaler at myndighetene utarbeider en exit-strategi fra regimet. Men i stedet for flere ineffektive reguleringer foreslår han at markedsinsentivene endres. Problemene under finanskrisen kan særlig relateres til høy gjeldsgrad og mye kortsiktig gjeld. Reformen som å eliminere fradrag for rentekostnader og pålegg til bankene om å opprettholde en betydelig blokk med langsiktig ansvarlig gjeld (lån) vil henholdsvis redusere insentivene til overdreven gjeldseksposering og påføre kreditorene ekstra risiko. Ansvarlig gjeld innebærer at kreditor [investor] er usikret. For å begrense moralsk risiko må kreditorer være tilstrekkelig eksponert for risiko. For kreditorer representerer ansvarlige lån mest risiko. Kreditorer med ansvarlige lån tilfører derfor maks markedsdisiplin.

Herring (2010) viser hvordan betydelig moralsk risiko i kjølvannet av finanskrisen må motvirkes av finansmarkedsreguleringer med vekt på markedsdisiplin. Analysen har fokus på to årsaker til finanskrisen hvis effekter risikerte skattepenger tilsvarende en femtedel av verdens bruttonasjonalprodukt: utilsiktede konsekvenser av reguleringstiltak og prinsippal-agent-problemer (i offentlig sektor spesielt). Fem reguleringspolitiske tiltak bidro mer eller mindre utilsiktet til finanskrisens dybde og omfang: (1) outsourcing av kredittrisikovurderinger fra offentlige kontrollorganer til private kredittvurderingsbyråer, førte betydelig press fra de regulerte (for graderingsinflasjon) og korrumperte vurderingene; (2) en serie boligpolitiske tiltak som subsidierte lån til minoriteter og

lavinntektsgrupper, førte til en betydelig reduksjon i kvaliteten på boliglån i USA; (3) EUs forsøk på å innføre et konsolidert tilsyn under Basel II regelverket, førte til at amerikanske investeringsbanker tok større risiko på grunn av «regulatory capture»; (4) Basel I standarden, et forsøk på å innføre et felles sett av kapitaldekningskrav for alle internasjonalt aktive banker, førte til utviklingen av et mindre transparent skyggebanksystem som finansierte mer forbrukerkreditt gjennom finansmarkedene enn bankene gjorde på deres balanseregnskap; (5) oppdateringer av regelverk, førte til nye smutthull, en dialektisk prosess hvor markedene innoverte hull i regelverket raskere enn myndighetene klarte å fylle dem.

Herring (2010)'s fokus på offentlige prinsipal-agent-problemer referer til at offentlige agents handlinger ikke alltid reflekterer skattebetalende prinsipalers beste interesser. Myndighetenes massive offentlige pengestøtte til banksektoren har produsert *historiens største moralske risiko*. En type krisehåndtering som kjøper fri systemviktige finansinstitusjoner (SVFI), sikrer finansiell stabilitet på kort sikt, men påfører skattebetalerne mer elendighet i form av større, hyppigere og mer kostbare kriser på lang sikt. En tilnærming hvor kreditorer er sikret mot tap og ledere overdriver risikotakingen. Spesielt foruroligende er eksempler på agenter fra tilsynsmyndighetene med en mindre restriktiv holdning overfor SVFI. Alt i alt indikerer analysen at tilsynsmyndighetene hovedsakelig handler på grunnlag av hva som har skjedd fremfor hva som måtte komme til å skje i fremtiden.

Herring (2010) mener, gitt perverse konsekvenser av mange velintenderte reguleringstiltak og offentlige agents svake insentiver til å handle i allmennhetens interesse, bør fokus rettes mot økt markedsdisiplin og redusert diskresjonært skjønn for kontroll- og tilsynsansatte. Han forslår to reguleringstilnærminger: (1) et betinget kapitalkonverteringskrav og (2) en pålagt nedtrappingsplan ved insolvens. Et riktig strukturert betinget kapitalkonverteringskrav vil senke risikoviljen og insitere ledere til å gjøre det de kan for ikke å trigge en kapitalkonverteringsprosess som vil «vanne ut» aksjonærene. Det kan imidlertid forekomme systemiske sjokk som spiser igjennom den konverterte kapitalen; i en slik situasjon må SVFIen avvikles. Et krav som pålegger hver SVFI å utarbeide en detaljert nedtrappingsplan (beredskapsplan) vil forebygge negative systemiske smitteeffekter ved å sørge for at kostnader for avvikling og oppløsning behandles på en effektiv måte. En troverdig nedtrappingsplan ved insolvens, godkjent av

styre og tilsynsorgan, kan således fremme et tilsynsarbeid supplert med betimelig markedsdisiplin.

2.3.3 Oppsummering

2.3.3.1 långiver i siste instans

- Når USA påtok seg rollen som internasjonal långiver i siste instans (ILISI) holdt de respektive land lave valutareserver. Dette indikerer en form for ex ante moralsk risiko.
- Funksjonene til en ILISI kan bare adekvat utføres av sentralbanken i landet som utsteder internasjonal valuta [USA]. Det bør derfor innføres direkte reguleringer rettet mot moralsk risiko i de respektive land.
- Selv om en forventede intervensjoner har potensialet til å produsere moralsk risiko, er det også betydelige kostnader knyttet til slik atferd som begrenser insentivene (f.eks. kostnader knyttet til tapt omdømme).
- En kostnad-nytte-analyse bør anvendes til å sammenligne fremtidige kostnader knyttet til moralsk risiko mot kostnadene ved å ikke gripe inn krisen. Avveiningen involverer henholdsvis kostnader på lengre sikt kontra kostnader som påløper i dag.
- Ineffektive likviditetsoverføringer under finanskrisen legitimerer långiver i siste instans. En sentralbank som troverdig tilbyr likviditet til nødstilte banker motvirker konsentrert markedsrett og stimulerer effektive likviditetsoverføringer.
- Ved å auksjonere statlige likviditetsopsjoner (SLO) til «andre finansforetak», som gir en rett til å låne fra sentralbanken i en krisesituasjon, blir ikke-banker fullt ut ansvarlige for egen likviditetsrisiko. Utestående SLOs vil til enhver tid utgjøre myndighetenes potensielle finansiering.
- Offentlige forsikringsprogram (f.eks. «bailouts») satt i gang i forbindelse med finanskrisen bør ex post finansieres. Adekvate tilbakebetalingsordninger vil begrense moralsk risiko ex ante.

2.3.3.2 «too-big-to-fail» generelt, Lehman Brothers spesielt

- Et sentralt aspektet ved antikrisepolitikken er «too-big-to-fail» (TBTF). Slike redningsaksjoner begrunnes med at en konkurs kan forstyrre det finansielle systemet.

- TBTF impliserer en risikoforsikring. Denne genererer overdreven risikotaking og moralsk risiko.
- Derfor var Lehman-konkursen plausibel i 2008: (1) det var ikke mulig å sette Lehman under offentlig administrasjon, (2) myndighetene ønsket ikke å oppmuntre til moralsk risiko, (3) det var forventet Lehman Brothers ville havne i trøbbel, og (4) finanssystemet ville ha implodert uansett.
- Krisen som fulgte Lehman-konkursen var uansett så alvorlig at myndighetene ikke vil tillate at tilsvarende skjer igjen.
- Den inkonsekvante politikken, som tvang Lehman Brothers ut i konkurs, henger sammen med at myndighetene fryktet moralsk risiko og politisk kontrovers. For å demme opp for den negative publisiteten og spredningen av moralsk risiko var de fast bestemt på å gjøre et eksempel ut av en institusjon.
- Politikk og timing ble avgjørende for Lehman Brothers.

2.3.3.3 resolusjonspolitik

- For å rette opp finansmarkedet i 2009 påla amerikanske myndigheter de 19 største bankinstitusjonene stresstester.
- Stresstestene var offentlige tilsynsvurderinger av bankenes helsetilstand og skulle sikre at de kunne motstå negative makroøkonomiske utfall. Offentliggjøringen av resultatene i reduserte usikkerhet og moralsk risiko i markedet.
- USAs resolusjonsmyndighet i kraft av Dodd-Frank reformen begrenser moralsk risiko. Den tvinger systemviktige institusjoner til å reise kapital og avstå fra risiko i frykt for offentlig administrasjon.
- Et av hovedmålene for finansreformen var å få systemviktige finansinstitusjoner (SVFI) til å internalisere kostnadene forbundet ved konkurs.
- En idiosynkratisk avgift til et resolusjonsfond, styrker troen på oppløsningstiltak, svekker troen på «bailouts» og reduserer moralsk risiko. En annen tilnærming innebærer kapitalkrav og buffere utover Basel III anbefalingene.
- Siden tiltakene mot SVFIs innebærer visse bivirkninger bør legges strengere restriksjoner på institusjonenes virksomhet (som f.eks. Volcker-regelen).
- En adekvat resolusjonsprosedyre utsetter kreditorer for risiko.

- En påkrevet betydelig blokk med langsiktig ansvarlig i bankenes kapitalstruktur gjeld medfører maks markedsdisiplin fra kreditorene og reduserer bankenes insentiver for overdreven risikotaking [moralsk risiko].
- Moralsk risiko som følge av offentlig pengestøtte i kjølvannet av finanskrisen kan motvirkes av finansmarkedsreguleringer.
- Fokus bør være på markedsdisiplin og redusert diskresjonært skjønn for offentlige agenter.
- To reguleringstilnærminger: (1) et riktig strukturert betinget kapitalkonverteringskrav vil senke risikoviljen og insitere ledere til å gjøre det de kan for ikke å «vanne ut» aksjonærene, og (2) en påkrevet beredskapsplan vil forebygge negative systemiske smitteeffekter ved å sørge for at kostnader for avvikling og oppløsning behandles på en effektiv måte.
- Reguleringstilnærmingene vil fremme et effektivt tilsynsarbeid supplert med betimelig markedsdisiplin.

2.4 Begrenset ansvar

Dowd (2009) mener problemet med moralsk risiko må funderes i *begrenset ansvar*. *Begrenset ansvar* tillater ledere og investorer å full nytte av «oppside»-fordelene av risikotakingen, men begrenser samtidig «nedside»-eksponeringen. Man ikke forvente at ledere av slike selskap er like forsiktige med selskapets midler som sine egne, jamfør Adam Smith. Problemet med moralsk risiko ligger i selve naturen til (allmenn) aksjeselskapet. I aksjeselskap hefter ikke aksjonærene for mer enn innskutt kapital. Myndighetenes typiske respons, i USA spesielt, har vært å innføre stadig strengere og kostnadskrevende regler og sanksjoner. Disse tiltakene vil ikke fungere siden de ikke adresserer den underliggende årsaken til problemet.

Djelic og Joel (2013) argumenterer for at konseptet *begrenset ansvar* er en betydelig strukturell kilde til moralsk risiko. De viser til at omfattende dokumenterte episoder av moralsk risiko både før og under finanskrisen ikke kan forklares av umoralske individuelle handlinger. Moralsk risiko er en konsekvens av karakteristikk ved den moderne kapitalismens struktur generelt, og spredningen av begrenset ansvar spesielt. Djelic og Joel (2013) mener prinsippets sterke implikasjoner for moralsk risiko viser at ustabilitet er

systematisk innprentet i dagens kapitalisme. Denne systemiske indoktrineringen kan forklare hvorfor kriser oppstår samt deres regelmessighet.

Djelic og Joel (2013) viser til at konseptet *begrenset ansvar* har blitt anført med argumentene vekst, innovasjon og demokratisering helt siden det syttende århundre. *Begrenset ansvar* reduserte risikoeksponeringen uten å begrense mulighetene for større økonomiske gevinster, det tilførte dermed en insentivstruktur som fremmet innovasjon, entreprenørvirksomhet og samfunnsutvikling. Men den historiske utbredelsen av konseptet representerte også et janusansikt. Den andre siden av *begrenset ansvar*, innovasjon og økonomisk vekst, var moralsk risiko. I forlengelsen av konseptet ble det oppfordret til risikotaking som følge av utvidet de-ansvarliggjøring. Aktører kunne ta mer risiko, høste gevinster, uten å måtte bære kostnadene. Prinsippet fungerte som en forsikringsordning og skapte et systemisk insentiv for moralsk risiko i kjernen av den moderne kapitalismen.

Djelic og Joel (2013) mener sammenhengen mellom *begrenset ansvar* og moralsk risiko er særlig synlig kjølvannet av finanskrisen. Gjennom mekanismen *begrenset ansvar* ble både aksjonærer, ledere og større selskap strukturellt beskyttet fra kostnadene som fulgte av risikable beslutninger og atferd. Den systemiske kilden til moralsk risiko ble videre forsterket av prinsippet for långiver i siste instans. Følgelig forsto finansaktørene at de største økonomiske gevinstene fra boomen kom til å bli private, mens tapene ville bli sosialisert. Dette doble laget med begrenset ansvar og moralsk risiko, på både selskapsnivå og samfunnsnivå, har blitt et systemisk trekk ved dagens finansstruktur. Det representerer et strukturelt problem og ikke en anomali som kan forklares av individuelle handlinger. En løsning involverer derfor mer fundamentale spørsmål om forutsetningene som ligger til grunn for strukturen. Problemet som sådan kan derfor ikke løses ved å sanksjonere individuelle aktører eller forbedre myndighetenes mekanismer.

2.4.1 Oppsummering

2.4.1.1 begrenset ansvar

- Fundamentet for moralsk risiko ligger i konseptet *begrenset ansvar*.
- Ledere som mer eller mindre beskyttet mot markedspresset og konkurs vil ikke være like forsiktige med selskapets midler som sine egne.

- *Begrenset ansvar* har blitt anført med argumentene vekst, innovasjon og demokratisering helt siden det syttende århundre. Men konseptets janusansikt er moralsk risiko.
- Under finanskrisen ble finansaktører på alle nivå strukturellt beskyttet fra kostnadene som fulgte av risikable beslutninger og atferd. Denne systemiske kilden til moralsk risiko ble forsterket av prinsippet långiver i siste instans.
- *Moralsk risiko/begrenset ansvar* representerer et strukturelt problem og ikke en anomali som kan forklares av individuelle handlinger. Problemet kan ikke løses med å forbedre myndighetenes mekanismer eller sanksjonere enkeltaktører.

3 Diskusjon og konklusjon

En betydelig økning i misligholdte boliglån i USA i 2006 ga så store tap i boligobligasjoner at verdipapirmarkedet kollapset. Sammenbruddet utløste en kjedereaksjon som endte i den alvorligste internasjonale finanskrisen siden depresjonen. Boligboomen i 2006 var et internasjonalt fenomen men sammenbruddet i det amerikanske markedet var avgjørende. Dette er bakteppet for studien.

Denne kunnskapsoppsummeringen har hatt til hensikt å sammenfatte og presentere litteratur som belyser sammenhengen mellom fenomenet moralsk risiko og finanskrisen. Følgende tema har vist seg fremtredende og derfor blitt tillagt vekt i litteraturgjennomgangen:

- «Regulatory capture», herunder folkevalgte, tjenestemenn, akademikere og kriseråd.
- Reguleringspolitikk, herunder boligpolitikk, verdipapirisering, godtgjørelsesordninger, innskuddsgarantiordninger og kapitaldekningskrav.
- Långiver i siste instans, herunder «too-big-to-fail», Lehman Brothers og resolusjonspolitik.
- Begrenset ansvar

Flere studier peker på at finanskrisen kan spores tilbake til en markedsorientert fundamentalisme som oppsto i USA på 70-tallet. De beskriver en dereguleringsdynamikk forsterket av «regulatory capture», av politisk moralsk risiko og akademisk moralsk risiko. En privatiseringsprosess som har ført til finanskriser i tre tiår. Det foreslås følgende forbyggende tiltak mot interessekonflikter og denne typen moralsk risiko: (1) redusert diskresjonært skjønn for offentlige agenter (2) vekt på diversitet i kontroll- og tilsynsorganer, og (3) et generelt etisk regelverk for økonomiprofesjonen. Et apolitisk kriseråd representerer i denne sammenhengen et effektivt krisebegrensende tiltak når preventive tiltak har feilet.

Dereguleringsregimet inkluderte en subsidiepolitikk for å oppmuntre risikotakingen i boligmarkedet samt en oppmykning av finansmarkedsreguleringene. Dereguleringene ble etterfulgt av kompleks finansiell innovasjon, informasjonsasymmetri, ugunstig utvelgelse og moralsk risiko. Nye strukturerte finansprodukter ga verdipapirselgere en fordel de kunne utnytte til å karre til seg overdrevne godtgjørelser. Det anbefales følgende motvirkende tiltak: (1) finansiell innovasjon bør ledsages av informasjons-, rapporterings- og overvåkningsmekanismer delvis finansiert av finansinnovatører, (2) investorer bør foreta datainnsamling, analyse og klassifisering av lånene selv og ikke stole kun på selgerne og ratingbyråene, og (3) primærlångiver [selger] må beholde en interesse i lån for verdipapirisering som insiterer utstedelse av kvalitetslån. Videre bør godtgjørelsen: (a) ikke oppmuntre til overdreven risiko, (b) være kompatibel med kontroll- og styringsmekanismer, og (c) støttes av sterk eierstyring og selskapsledelse, herunder aktivt og effektivt tilsyn av styret.

I et system med en innskuddsgarantiordning representerer spørsmålet om full eller delvis dekning et sentralt dilemma. Henholdsvis full dekning som gir moralsk risiko eller delvis dekning som gir flyktig kapital (og bankkriser). En optimal innskuddsgaranti på \$124.000 vil begrense moralsk risiko mens en optimal årlig risiko premie på rundt 1.7 til 1.8 promille reduserer sannsynligheten for bankkriser fra 0.30 til 0.18 prosent. Til sammenligning er den norske innskuddsgarantien på to millioner kroner og den årlige avgiften på 1 promille med i tillegg 0.5 av beregningsgrunnlaget for kapitalkravet (Lovdata 2017).

Det er en negativ sammenheng mellom kapitaldekningsgrad og moralsk risiko. Sammenhengen indikerer at banker med høy kapitaldekningsgrad reduserte [finans-] kriseutgang sammenlignet med banker med lavere dekningsgrad. Sammenhengen støtter kapitalkravets regulatoriske formål.

Ineffektive likviditetsoverføringer under finanskriser legitimerer långiver i siste instans. Når overskuddslikvide banker med markedsrett hever låneprisene blir insentivene til å følge opp egne utlån forringet og moralsk risiko fremmet. En sentralbank som troverdig tilbyr likviditet reduserer konsentrert markedsrett og stimulerer effektive likviditetsoverføringer. Faktiske likviditetsinnsprøytninger bør tilbakebetales. Ex post finansierte kriseprogram forhindrer ex ante moralsk risiko.

Politikk og timing ble avgjørende for Lehman Brothers. Den inkonsekvente politikken, som tvang Lehman Brothers til konkurs henger sammen med at myndighetene ville forhindre moralsk risiko og politisk kontrovers. For å stoppe negativ publisitet og spredningen av moralsk risiko gjorde de et eksempel ut av en institusjon. Krisen som fulgte var imidlertid så alvorlig at myndighetene ikke vil risikere tilsvarende igjen.

Systemviktige finansinstitusjoners (SVFI) bør reguleres direkte. Et regelverk som legger restriksjoner på SVFIs virksomhet reduserer idiosynkratisk eksponering. Et eksempel er [Paul] Volcker-regelen, den begrenser egenhandel, hedging, verdipapirisering samt fusjoner og oppkjøp. På den annen side vil resolusjonsmyndighet som kan treffe vedtak om offentlig administrasjon «tvinge» systemviktige finansinstitusjoner (SVFI) til å reise kapital og avstå fra overdreven risiko i frykt for offentlig overtakelse og de kostnadene en slik intervensjon påfører institusjonen og aksjonærene.

Det er blitt hevdet at selve fundamentet for moralsk risiko kan spores tilbake til spredningen av konseptet *begrenset ansvar*. Adam Smith var blant de mest høyrøstede kritikere av denne «selskapsformen». I så fall representerer moralsk risiko et strukturelt problem og ikke en anomali som kan forklares av individuelle handlinger. Belønning og straff av individuelle aktører løser ikke strukturelle problem og derfor ikke fundamental moralsk risiko.

Referanseliste

- Acharya, Viral V, Denis Gromb, og Tanju Yorulmazer. «Imperfect competition in the interbank market for liquidity as a rationale for central banking.» *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2012.
- Barrow, Janice M., og Steven W. Smalt. «A case for banking oversight reform in crises mitigation.» *Economics, Management, and Financial Markets*, 2013.
- Bernstein, William J. «Perspectives: Of laws, lending and limbic systems.» *Financial Analysts Journal*, 2010.
- Buvik, Arnt, og Otto Andersen. «The effect of multiple sourcing and bilateral dependency on buyer control in industrial buyer-seller relationships.» *International Journal of Procurement Management*, 2015.
- Calomiris, Charles W. «Banking crises yesterday and today.» *Financial History Review*, 2010.
- Chen, Jo-Hui, og Chih-Sean Chen. «The study of contagious paces of financial crises.» *Quantity and Quality: International Journal of Methodology*, 2012.
- Chu, Kam Hon. «Deposit insurance and banking stability.» *The Cato Journal*, 2011.
- Cloke, Jon. «An economic wonderland: Derivative castles built on sand.» *Critical Perspectives on International Business*, 2009.
- Colander, David, Hans Föllmer, Armin Haas, Michael Goldberg, Katarina Juselius, Alan Kirman, Thomas Lux, og Birgitte Sloth. «The financial crises and the systemic failure of academic economics.» *Ideas*, 2009.
- Congleton, Roger D. «On the political economy and limits of crises insurance: The case of the 2008-11 bailouts.» *Public Choice*, 2012.
- Davis, Kathy, Nick Drey, og Dinah Gould. «What are scooping studies? A review of nursing literature.» *International Journal of Nursing Studies*, 2009.
- Djelic, Marie-Laure, og Bothello Joel. «Limited liability and its moral hazard implications: The systemic inscription of instability in contemporary capitalism.» *Theory and Society*, 2013.
- Douma, Sytse, og Hein Schreuder. *Economic approaches to organizations*. London: Pearson Education Limited, 2013.
- Dowd, Kevin. «Moral hazard and the financial crises.» *The Cato Journal*, 2009.
- Duran, Miguel A., og Ana Lozano-Vivas. «How do risky banks finance their assets?» *International Advances in Economic Research*, 2012.

- Finanstilsynet. «Godtgjørelsesordninger i finansinstitusjoner, verdipapirforetak og forvaltningsselskaper for verdipapirfond.» Rundskriv, 2014.
- Gan, Li, og Grace W.Y. Wang. «Partial deposit insurance and moral hazard in banking.» *International Journal of Commerce and Management*, 2013.
- Giustiniani, Alessandro, og John Thornton. «Post-crises financial reform: Where do we stand?» *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 2011.
- Grønmo, Sigmund. *Samfunnsvitenskaplige metoder*. Bergen: Fagbokforlaget, 2016.
- Gregory, Katina, og Gerhard Hambusch. «Factors driving risk in the US banking industry: The role of capital, franchise value and lobbying.» *International Journal of Managerial Finance*, 2015.
- Gruenewald, Seraina N. «Financial crises containment and its governance implications.» *Journal of Banking Regulation*, 2010.
- Herring, Richard John. «How financial oversight failed & what it may portend for the future of regulation.» *Atlantic Economic Journal*, 2010.
- Hogan, Thomas, og Kristine Johnsen. «Alternatives to the federal deposit insurance corporation.» *The Independent Review*, 2016.
- Kau, James, Donald C. Keenan, Constantin Lyubimov, og V. Carlos Slawson. «Assymmetric information in the subprime mortgage market.» *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 2012.
- Kensil, Sean, og Kaitlin Margraf. «The advantage of failing first: Bear Stearns vs. Lehman Brothers.» *Journal of Applied Finance*, 2012.
- Knott, Jack H. «The President, congress, and the financial crises: Ideology and moral hazard in economic governance.» *Presidential Studies Quarterly*, 2012.
- Krugman, Paul. *Finanskriser og depresjonsøkonomi: Og hva kan gjøres med finanskrisen*. Oslo: Hegnar Media, 2009.
- Lang, William, og Julapa Jagtiani. «The mortgage and financial crises: The role of credit risk management and corporate governance.» *Atlantic Economic Journal*, 2010.
- Lim, Jamus Jerome, og Terrence Tan. «Endogenous transactions costs and institutions in the 2007/08 financial crises.» *Journal of Regulatory Economics*, 2016.
- Llewellyn, David T. «The Northern Rock crises: A multi-dimensional problem waiting to happen.» *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 2008.
- Lovdata. Mai 2017. https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2015-04-10-17/kapittel_19.
- Miron, Jeffrey A. «Should policy attempt to avoid financial crises.» *Cato Journal*, 2013.

- Mishkin, Frederic S. «Over the cliff: From the subprime to the global financial crises.» *Journal of Economic Perspectives*, 2011.
- Morelli, Pierluigi, Giovanni B. Pittaluga, og Elena Seghezza. «The role of the Federal Reserve as an international lender of last resort during the 2007-2008 financial crises.» *International Economics and Economic Policy*, 2015.
- NSD, Norsk senter for forskningsdata. *Norsk publiseringsindikator*. 3 Februar 2016.
<https://npi.nsd.no/informasjon#fagfelle vurdering>.
- Poole, William. «Moral hazard: The long-lasting legacy of bailouts.» *Financial Analysts Journal*, 2009.
- Shlomo, Jonathan Ben, Wolfgang Eggert, og Tristan Nguyen. «Regulation of remuneration policy in the financial sector: Evaluation on recent reforms in Europe.» *Qualitative Research in Financial Markets*, 2013.
- Skowron, Lukasz, og Kai Kristensen. «The impact of the recent banking crises on customer loyalty in the banking sector: Developing versus developed countries.» *The TQM Journal*, 2012.
- Smith, Adam. *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*. New York: Random House Inc., 1937.
- Stolbov, Mikhail. «Anatomy of international banking crises at the onset of the Great Recession.» *International Economics and Economic Policy*, 2015.
- Tranøy, Bent Sofus. «Poor governance in a very rich and advanced (micro)state: Reflections from political science.» *European Political Science*, 2011.
- Tuckman, Bruce. «Federal liquidity options: Containing runs on deposit like assets without bailouts and moral hazard.» *Journal of Applied Finance*, 2012.