

Europejskie rynki finansowe w obliczu globalnego kryzysu

Justyna Przychodzeń

Globalny kryzys finansowy obnażył słabość rozwiązań instytucjonalnych w Europie i na świecie. Współczesne rynki kapitałowe w obliczu kryzysu nie sprostały oczekiwaniom inwestorów i prawodawców, generując olbrzymie koszty ekonomiczne i społeczne. Celem artykułu jest próba analizy skutków globalnego kryzysu finansowego na europejskich rynkach

1. Wstęp

Globalny kryzys finansowy, który na dobre rozpoczął się w 2008 r., po raz kolejny obnażył słabość rozwiązań instytucjonalnych w Europie i na świecie oraz niską efektywność przepływu informacji (Moshirian 2011). Nie bez znaczenia pozostaje również słabość ładu korporacyjnego w sektorze instytucji finansowych – korporacje ze znaczącym udziałem inwestorów instytucjonalnych w strukturze własnościowej charakteryzowały się większą ekspozycją na ryzyko finansowe (Erkens, Hung i Matos 2012).

Jakkolwiek występowanie kryzysów na rynkach finansowych jest zjawiskiem występującym dość regularnie, to jednak zawsze, gdy tylko wystąpi, zaskakuje prawie wszystkie podmioty życia gospodarczego. Ich opóźniona reakcja może wpływać na jeszcze większą destabilizację rynku (Feldman 2010), a także czas trwania i rozmiar kryzysu (Bowe i Domuta 2001). Współczesne rynki kapitałowe w obliczu kryzysu, pomimo doświadczeń z wcześniejszych kryzysów, po raz kolejny nie sprostały oczekiwaniom inwestorów i prawodawców, generując olbrzymie koszty ekonomiczne i społeczne¹.

Współczesne rynki finansowe trudno opisać za pomocą „tradycyjnych” modeli równowagi, gdyż radykalnie różnią się od opisywanych w ten sposób rynków dóbr. Jedynym dobrem na rynku finansowym jest inwestycja, a przedmiotem transakcji prawdopodobny zysk i związane z nim ryzyko. Decyzje inwestorów dotyczące kupna lub sprzedaży oparte są na subiektywnych przesłankach, niejednokrotnie podejmowanych na zasadzie „skoro inni tak robią, to my też”. Taki mechanizm powoduje sytuację dokładnie odwrotną niż na rynku dóbr – rosnące ceny powodują wzrost popytu. Nie występuje naturalne dążenie do równowagi.

Ponadto cechą charakterystyczną współczesnych rynków finansowych nie jest, wbrew powszechnej opinii, sprawiedliwy podział. Dążeniem inwe-

storów, podobnie jak na innych rynkach, jest przede wszystkim zdobycie przewagi nad innymi aktorami gry rynkowej i maksymalizacja stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału. Ważną cechą charakterystyczną współczesnych rynków finansowych jest także krótkowzroczność inwestorów, nastawienie na szybki zysk oraz tendencja do zachowań skrajnych – nadmiernego optymizmu w okresach dobrej koniunktury na rynku akcji i zbyt daleko posuniętego pesymizmu w okresach załamań giełdowych.

Współczesne rynki finansowe trudno także poddać się kontroli i regulacjom. Dynamiczny rozwój złożonych instrumentów finansowych, globalizacja i związane z tym coraz swobodniejsze możliwości inwestowania zagranicą sprawiają, że regulatorzy nie chcą albo nie są w stanie ich kontrolować. Jak zauważa Szymański „Globalizacja osłabia państwo oraz zmniejsza jego suwerenność i jednocześnie przyspiesza proces prywatyzacji i umiędzynarodowienia prywatnej własności. Wraz z podporządkowywaniem się państwa swobodnie przepływającemu kapitałowi przeobrażenia te prowadzą do przyspieszonego przesuwania władzy z sektora publicznego do sektora prywatnego” (Szymański 2007: 21).

Inwestowanie na integrujących się rynkach finansowych jest obciążone coraz większym ryzykiem – ceny akcji w coraz mniejszym stopniu zależą od wyników analizy technicznej czy fundamentalnej. Dywersyfikacja portfela w coraz mniejszym stopniu obniża ryzyko inwestycyjne – stopy zwrotu z akcji są coraz silniej skorelowane pomiędzy poszczególnymi rynkami kapitałowymi, a wariancja dziennych stóp zwrotu z akcji zwiększa się (Elert 2009). Wycena instrumentów finansowych często jest wynikiem splotu szeregu czynników, takich jak: sytuacja na innych giełdach, przelotne mody, niepełna informacja, preferencje inwestorów, zachowania stadne itp.

W tym miejscu warto zauważyć, że pośrednicy oferujący swoje usługi na współczesnym rynku finansowym często ulegają także pokusie nadużycia (ang. *moral hazard*), poprzez: sprzedawanie produktów finansowych, którymi klient często nie jest zainteresowany; pobieranie ponadprzeciętnych prowizji w zamian za zarządzanie portfelem klienta; podejmowanie nadmiernego ryzyka, którego konsekwencje będzie ponosił klient (Dowd 2009).

Nieefektywna kontrola nad współczesnymi rynkami finansowymi umożliwia tworzenie quasi-instytucji finansowych, których celem najczęściej jest transfer ryzyka, oraz kreację tak wysoce złożonych instrumentów finansowych, że inwestorzy nie są w stanie zrozumieć i prawidłowo przewidzieć ryzyka z nimi związanego. Przykładem tych ostatnich są wspomniane już wcześniej instrumenty pochodne, służące przenoszeniu ryzyka kredytowego, jak Credit Default Swaps (CDS) czy Collateralized Debt Obligations (CDO)² – w przypadku tych pierwszych wypłata dla inwestora zależy od dotrzymania bądź nie umowy kredytowej, w przypadku tych drugich przedmiotem transakcji są obligacje, których wartość zależy od kredytu hipotecznego. Prawidłowa wycena obydwu instrumentów wymaga nie tylko zastosowania wysoce skomplikowanych modeli ekonometrycznych, ale także właściwego

oszacowania stopnia prawdopodobieństwa wystąpienia trudności w spłaceniu umowy kredytowej.

W 1986 r. wartość derywatów na światowym rynku wynosiła 1 bilion USD, w roku 2006 liczba ta wzrosła aż do 684 bilionów USA, co daje średnioroczny wzrost wartości w wysokości 35% w ciągu ostatnich 22 lat. Według szacunków BIS (Bank for International Settlement listopad 2008, maj 2009) wartość kontraktów terminowych (forward, future, opcji i swapów) na stopy procentowe wzrosła z 75,8 miliardów USD w 2001 r. do 458,3 miliardów USD w 2008 r., natomiast wartość instrumentów pochodnych służących przenoszeniu ryzyka kredytowego (np. Credit Default Swaps) wzrosła odpowiednio z 1 miliarda USD do 57,3 miliardów USD w analogicznym okresie.

2. Europejski rynek finansowy w obliczu kryzysu

Istotny wpływ na kształt, działalność i efektywność europejskich rynków finansowych mają tzw. reguły bazylejskie dotyczące struktury oceny adekwatności kapitałowej instytucji finansowych, opracowane przez Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego w 1988 r., zrewidowane po raz pierwszy w 2004 r. (Bazylea II) oraz po raz drugi w 2011 r. (Bazylea III). Reguły bazylejskie dotyczą banków i towarzystw inwestycyjnych w następujących obszarach: szacowania sumy minimalnych wymogów kapitałowych z tytułu ryzyka kredytowego, rynkowego i operacyjnego, zdefiniowania roli nadzoru bankowego oraz zobowiązania banków do zachowania odpowiedniej dyscypliny rynkowej, upoważniając je do ujawniania informacji na temat ich profilu ryzyka oraz poziomu kapitalizacji (Stefański 2006). Przestrzeganie przez banki zasad przyjętych w Bazylei II nie tylko nie zmniejszyło strat powstałych w ostatnim kryzysie, ale w dużej mierze stały się przyczyną powstałego chaosu.

Wśród największych błędów przyjętej umowy wskazuje się (Steil 2009; Jelejko i Kishakewychz 2010):

- niedopasowanie wymaganego stopnia rezerwy kapitałowej do faktycznych potrzeb banków;
- procykliczny charakter wymogów kapitałowych wobec banków;
- delegowanie oceny ryzyka kredytowego do instytucji niebankowych jak agencje ratingowe;
- umożliwienie pośrednikom finansowym wytransferowanie z bilansów transakcji o najwyższym ryzyku.

Ostatni kryzys obnażył szereg problemów rynków finansowych jak: nadmierny udział toksycznych aktywów w bilansach banków, zbyt niskie wymogi kapitałowe wobec banków, brak spójności w prawie finansowym na szczeblu międzynarodowym, nieefektywność istniejących procesów sekurytyzacji, brak niezależnych źródeł wyceny instrumentów finansowych, niski stopień zabezpieczenia interesów depozytariuszy i udziałowców, brak efektywnego i obiektywnego sposobu wynagradzania kadry menedżerskiej instytucji finansowych.

2.1. Nadmierny udział toksycznych aktywów w bilansach banków

Instytucje finansowe niechętnie ujawniają wysokość toksycznych aktywów, czyli złych kredytów i derywatów kredytowych, w swoich bilansach, gdyż odpowiednie zarządzanie nimi warunkuje ich wiarygodność na rynku finansowym. Ponadto część toksycznych aktywów, np. instrumenty finansowe CDS czy CDO, jest obiektem handlu. Zgodnie z szacunkami ze stycznia 2010 r. na skutek kryzysu banki oraz firmy ubezpieczeniowe odnotowały w skali globalnej straty z tytułu niespłaconych pożyczek i kredytów oraz odpisów toksycznych aktywów w wysokości 1 491 mld USD. W Europie banki odnotowały straty w wysokości 489 mld USD, a firmy ubezpieczeniowe 62,3 mld USD. W Stanach Zjednoczonych straty wynosiły w analogicznym okresie odpowiednio 678,8 mld USD i 188,9 mld USD (OECD 2011). Wartość odpisów toksycznych aktywów największych firm ubezpieczeniowych na świecie na styczeń 2010 przedstawiono w tabeli 1.

Firma ubezpieczeniowa	Odpisy toksycznych aktywów (w mld USD)
American International Group (AIG)	98,2
ING Groep N.V.	18,6
Ambac Financial Group Inc.	12,0
Aegon NV	10,7
Hartford Financial SCVS GRP	9,7
Fortis	9,3
Swiss Re	8,5
Metlife Inc	7,2
Allianz SE	7,0
Allstate Corp	6,6
Prudential Financial Inc.	6,6
MBIA Inc.	5,7
Aflac Inc.	5,2
Genworth Financial Inc – CLA	4,8
XL Capital	4,0
CNA Financial Corp	3,1
Zurich Financial	3,1
Inne	40,7
Suma	261,0

Tab. 1. Toksyczne aktywa w wybranych firmach ubezpieczeniowych. Źródło: Bloomberg.

2.2. Zbyt niskie wymogi kapitałowe banków

Zgodnie z umową bazylejską II opublikowaną w 2004 r. banki zobowiązane były do utrzymania współczynnika kapitału własnego na poziomie 2% oraz współczynnika kapitałowego kapitału Tier I (czyli fundusze podstawowe, z których najważniejszy jest w pełni opłacony kapitał akcyjny) na poziomie 4% wartości aktywów ważonych ryzykiem³. Pakiet ten nie przewidywał dodatkowych buforów kapitałowych zabezpieczających czy antycyklicznych – funkcjonowanie systemu finansowego nierozłącznie wiąże się z pewnym stopniem procykliczności, gdzie w czasach prosperity występuje tendencja do niedoszacowywania ryzyka, a w czasach kryzysu odpowiednio jego przeszacowywania. W umowie tej nie wprowadzono obowiązkowych wskaźników płynności wymagających od banku utrzymywania aktywów płynnych wysokiej jakości czy kwot stabilnego finansowania w odpowiedniej wysokości.

2.3. Brak spójności w prawie finansowym na szczeblu międzynarodowym

Obowiązujące rozporządzenia i reguły nie były w wystarczającym stopniu zharmonizowane – brakowało jednolitych wymogów ostrożnościowych w odniesieniu do kapitału w całej Unii Europejskiej na podstawie rzeczywiście jednolitego zestawu przepisów. Obowiązujące wymogi w poszczególnych państwach członkowskich różnią się między sobą pod względem rygoru, co powodowało przenoszenie podstawowych ekspozycji i ryzyka do równoległego systemu bankowego z jednego państwa członkowskiego UE do drugiego.

2.4. Nieefektywność istniejących procesów sekurytyzacji

Rządy poszczególnych krajów członkowskich nie potrafią w wystarczającym stopniu przewidzieć nadciągających kłopotów w sektorze finansowym. Planowanie finansowe, zarządzanie budżetem i bilansem płatniczym często podlega doraźnym potrzebom politycznym, co w znaczącym stopniu utrudnia prowadzenie polityki fiskalnej i monetarnej w dłuższej niż cztery lata perspektywie czasowej. W takiej sytuacji niezwykle trudno jest zidentyfikować sygnały wyprzedzające nadciągający kryzys finansowy.

2.5. Brak niezależnych źródeł wyceny instrumentów finansowych

Instytucje finansowe nie podlegały żadnym sankcjom za naruszenie wymogów unijnych, a w ocenie ryzyka polegały wyłącznie na zewnętrznych instytucjach ratingowych, nie przeprowadzając własnych, wewnętrznych ocen wiarygodności kredytowej. Inwestorzy nie mieli dostępu do dodatkowych informacji udostępnianych rynkowi przez agencje ratingowe oraz emitentów strukturyzowanych instrumentów finansowych. Agencje ratingowe nie miały obowiązku ujawniania informacji o stosowanych metodach wystawiania ocen

i założeń, na których się przy tym opierały. Stosowane metody nie podlegały żadnej krytyce ani zmianom ze strony inwestorów lub innych podmiotów zewnętrznych wobec agencji. Nie istniała możliwość porównywania ratingów, gdyż ich skale różnią się w zależności od agencji je wystawiających. Emitenci strukturyzowanych instrumentów finansowych przedstawiali rynkowi wyłącznie ogólne informacje dotyczące ich produktów. Niemożliwe było na ich podstawie obiektywne określenie jakości kredytowej oraz wyników poszczególnych aktywów bazowych, z którymi były one powiązane. Ponadto niejasna była sama struktura transakcji instrumentami pochodnymi, przepływów gotówkowych oraz wszelkich zabezpieczeń wspierających ekspozycję sekurytyzacyjną.

2.6. Niski stopień zabezpieczenia interesów udziałowców – błędne wykonywanie funkcji zarządczych przez organy nadzorcze instytucji finansowych

Kolejnym problemem rynków finansowych obnażonym w czasie ostatniego kryzysu jest nieumiejętność prawidłowego pełnienia funkcji organów zarządczych instytucji finansowych. Wśród przyczyn tej porażki wskazuje się przede wszystkim nierzetelność członków zarządu w wykonywaniu swoich obowiązków oraz ich bezkrytyczność wobec zdania dyrektora generalnego. Kolejną słabością zarządów był brak zróżnicowania członków zarządu pod względem płci, pochodzenia społecznego, przynależności kulturowej oraz wykształcenia. Organy zarządcze nie przeprowadzały również dogłębnej analizy podejmowanych decyzji, przede wszystkim pod względem ich ryzyka i konsekwencji finansowych (Komisja Europejska 2010).

Kolejną przyczyną niskiego stopnia zabezpieczenia interesów udziałowców jest pojawienie się nowej kategorii akcjonariuszy instytucjonalnych o krótkim horyzoncie inwestycyjnym i ogólnego braku zainteresowania efektywnym ładem korporacyjnym przez poszczególne instytucje. Wśród przyczyn takiego stanu rzeczy wskazuje się (Gaspar, Massa i Matos 2005) zbyt wysoką złożoność portfeli inwestycyjnych, wysokie koszty aktywnego angażowania się w zarządzanie firm, zwłaszcza gdy posiadane udziały są małe, brak rzeczywistych uprawnień do wykonywania kontroli czy brak wystarczających informacji.

2.7. Brak efektywnego i obiektywnego sposobu wynagradzania kadry menedżerskiej instytucji finansowych

Niewątpliwie poważnym problemem rynków finansowych, szczególnie obnażonym w czasie ostatniego kryzysu, jest brak efektywnego i obiektywnego sposobu wynagradzania kadry menedżerskiej instytucji finansowych. Niewłaściwa polityka wynagrodzeń i źle opracowane systemy motywacyjne w branży usług finansowych przyczyniły się do podejmowania nadmiernego ryzyka w krótkim horyzoncie inwestycyjnym, bez należytego wglądu w wyniki instytucji finansowych w długim okresie.

Przykładem jest premia w wysokości 10mln USD dla Johna Thaina, byłego szefa Merrill Lynch. W czasie, gdy był on dyrektorem generalnym, firma straciła 80% swojej wartości i została ostatecznie sprzedana Bank of America.

Obowiązujące zalecenia i przepisy prawne nie wymagają, aby wynagrodzenie kadr zarządzających było zgodne z długookresowym interesem właścicieli. W tym miejscu należy zauważyć, że problem nie dotyczy poziomu wynagrodzeń dyrektorów, lecz rozbieżności pomiędzy wynagrodzeniami a wynikami, a zwłaszcza wypłacania premii i nagród za niepowodzenie. Wśród przyczyn takiego stanu rzeczy można wskazać (Komisja Wspólnot Europejskich 2009) błędną konstrukcję wynagrodzeń, w których czynnik zmienny nie jest powiązany z długoterminowymi wynikami, niewystarczający nadzór nad procedurą przyznawania odpraw i wynagrodzeń, w tym zwłaszcza brak zainteresowania ze strony akcjonariuszy.

3. Europejskie rynki finansowe w poszukiwaniu nowego paradygmatu rozwoju

Ostatni kryzys finansowy obnażył szereg problemów europejskich rynków kapitałowych. Wyzwaniem dla wszystkich aktorów owych rynków jest nie tylko ich naprawienie, ale także wdrożenie takich rozwiązań, aby skutki przyszłych kryzysów były mniej kosztowne zarówno dla rynków finansowych, jak i gospodarki realnej.

Dotychczasowe problemy dotyczące zbyt niskich wymogów kapitałowych banków czy braku spójności w prawie finansowym na szczeblu międzynarodowym mają zostać rozwiązane za pomocą nowych regulacji przygotowanych przez Komitet Bazylejski, nazwanych Bazyleą III. Zgodnie z tą umową dwukrotnie podwyższone zostały wymogi kapitałowe oraz wprowadzono instytucję buforu kapitałowego absorbującego straty w okresie kryzysów oraz buforu antycyklicznego. Niewątpliwie proponowane rozwiązania są słuszne i mają na celu zabezpieczenie wypłacalności, a przez to ochronę klientów oraz samych banków przed stratami czy bankructwem.

Naturalnie regulacje te będą efektywne wyłącznie wówczas, gdy zostaną wdrożone na szczeblu międzynarodowym, co przy niechęci niektórych państw do ingerencji w narodowe systemy bankowe może stać się niemożliwe. Jeśli tylko wybrane kraje przyjmą regulacje bazylejskie, to zgodnie z zasadami wolnego rynku będzie istniało zagrożenie przerzucania przez banki ryzykownych operacji z wykorzystaniem instrumentów pochodnych na banki działających według regulacji prawnych nierespektujących zaleceń bazylejskich.

Wytyczne Rady Stabilności Finansowej (Financial Stability Board) z października 2010 r. jednoznacznie wskazują na konieczność usunięcia z międzynarodowych i krajowych przepisów prawnych obowiązku opierania się wyłącznie na zewnętrznych rankingach w ocenie wiarygodności kredyto-

wej. Postuluje się zastąpienie tych ocen alternatywnymi standardami oraz przeprowadzanie własnych ocen wiarygodności kredytowej. Brak niezależnych źródeł wyceny instrumentów finansowych ma być rozwiązany poprzez europejski indeks ratingowy (EURIX), który będzie przygotowywany przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (EUNGiPW) i będzie zawierał ujednolicone skale ratingu.

Walka z nadmiernym udziałem toksycznych aktywów w bilansach banków to kolejny element niezbędny do reformy europejskiego rynku finansowego. Komisja Europejska opracowuje przepisy mające umożliwić poszczególnym bankom bankructwa bez efektu domina dla całego systemu. Wśród planowanych środków jest wprowadzenie stałej obecności inspektorów do „podejrzanych” banków oraz coroczne testy wytrzymałościowe (ang. *stress tests*), koncentrujące się na mało prawdopodobnych, lecz potężnych zagrożeniach na rynkach finansowych.

Kolejnym elementem udoskonalenia rynków finansowych jest konieczność poprawy funkcjonowania organów zarządczych instytucji finansowych, a przez to zwiększenie stopnia zabezpieczenia interesów udziałowców. Jednym z elementów tej reformy powinna być zmiana sposobu wynagradzania kadry menedżerskiej. Nowe przepisy powinny ustalać limity wielkości odpraw, jak i uwzględniać możliwość braku odprawy w przypadku doprowadzenia do bankructwa instytucji. Wynagrodzenie powinno być ściśle związane z uprzednio określonymi i mierzalnymi kryteriami wynikowymi w długim okresie. Nie bez znaczenia jest także zwiększenie transparentności i rzetelności ujawniania informacji akcjonariuszom oraz zwiększenie zainteresowania akcjonariuszy, szczególnie inwestorów instytucjonalnych, w zakresie kontrolowania wynagrodzeń dyrektorów. Polityka wynagrodzeń powinna być wewnętrznie przejrzysta, jasna, odpowiednio udokumentowana i powinna zawierać środki pozwalające unikać konfliktu interesów. Nie bez znaczenia jest także konieczność zróżnicowania rad nadzorczych pod względem płci, pochodzenia społecznego, przynależności kulturowej oraz wykształcenia członków zarządu.

Poprawa istniejących procesów sekurytyzacji wydaje się najtrudniejszym celem do osiągnięcia. Zmiana mentalności decydentów politycznych i przekonanie ich do planowania finansowego w dłuższym niż czteroletni horyzoncie czasowym wydaje się w obecnej sytuacji niemożliwe do osiągnięcia. Nie bez znaczenia jest brak chęci do współpracy z organami rządowymi ze strony ekspertów finansowych. Z jednej strony mamy tutaj stosunkowo nieatrakcyjny poziom wynagradzania inżynierów finansowych w porównaniu z sektorem prywatnym, a z drugiej strony silną tendencję do dobierania pracowników wyłącznie według sympatii politycznych, a nie faktycznie posiadanej wiedzy merytorycznej. Innym problemem jest nieumiejętność przekonania opinii publicznej do konieczności wdrożenia niepopularnych reform oraz niechęć do podejmowania decyzji związanych z koniecznością restrukturyzacji wydatków publicznych.

Informacje o autorce

Dr Justyna Przychodzeń – Katedra Finansów, Akademia Leona Koźmińskiego w Warszawie. E-mail: justynap@alk.edu.pl

Przypisy

- ¹ Historia pięciu największych kryzysów finansowych, które miały miejsce na świecie w ciągu ostatnich 80 lat (wielki kryzys lat 1929–33; upadek kas oszczędnościowo-pożyczkowych w latach 80. XX wieku, kryzys kredytowy w Ameryce Łacińskiej w latach 80. XX wieku; upadek funduszu inwestycyjnego *Long Term Capital Management* w 1997 r., globalny kryzys finansowy lat 2007–2009), jest tego najlepszym przykładem.
- ² W tym miejscu należy zauważyć, że przedstawiciele najwyższego kierownictwa instytucji finansowych świadomi byli natury tychże instrumentów. Ponosili oni jednakże związane z nimi ryzyko, gdyż zabezpieczeni byli zasadą ograniczonej odpowiedzialności oraz mieli nadzieję na jego wytransferowanie na innych uczestników rynku.
- ³ Obliczając mianownik, wykorzystuje się wagi ryzyka przyporządkowane poszczególnym klasom aktywów. Zakłada się tutaj, że im wyższe prawdopodobieństwo spłacenia kredytu, tym niższa waga ryzyka. Wagi ryzyka kredytowego można znaleźć na przykład w: Heffernan 2007.

Bibliografia

- Bowe, M. i D. Domuta 2001. Foreign Investor Behaviour and the Asian Financial Crisis. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, nr 3–4 (11), s. 395–422. DOI: 10.1016/S1042-4431(01)00037-3.
- Dowd, K. 2009. Moral Hazard and the Financial Crisis. *Cato Journal*, nr 1 (29), s. 141–166.
- Ellert, J. 2009. The Year We Lived Dangerously. *IMD Working Paper*, Lausanne: IMD.
- Erkens, D.H., Hung, M. i P. Matos 2012. Corporate Governance in the 2007–2008 Financial Crisis: Evidence from Financial Institutions Worldwide. *Journal of Corporate Finance*, nr 2 (18), s. 389–411, DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2012.01.005.
- Feldman, T. 2010. Portfolio Manager Behavior and Global Financial Crises. *Journal of Economic Behavior & Organization*, nr 2 (75), s. 192–202. DOI: 10.1016/j.jebo.2010.03.014.
- Gaspar, J.M., Massa, M. i P. Matos 2005. Shareholder Investment Horizon and the Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics*, nr 76, s. 135–165. DOI: 10.1016/j.jfineco.2004.10.002.
- Heffernan, Sh. 2007. *Nowoczesna bankowość*, Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Jelejko, W. i B. Kishakewych 2010. Implementation of Basel II in the Light of the World Financial Crisis. *Studia i Materiały. Miscellanea Oeconomica*, nr 2, s. 29–36.
- Komisja Europejska 2010. *Zielona Księga. Ład korporacyjny w instytucjach finansowych oraz polityka wynagrodzeń*.
- Komisja Wspólnot Europejskich 2009. *Dokument roboczy służb komisji, uzupełniający zalecenie Komisji uzupełniające zalecenia 2004/913/WE i 2005/162/WE w sprawie systemu wynagrodzeń dyrektorów spółek notowanych na rynku regulowanym oraz zalecenie Komisji w sprawie polityki wynagrodzeń w sektorze usług finansowych*, Bruksela.
- Moshirian, F. 2011, The Global Financial Crisis and the Evolution of Markets, Institutions and Regulation. *Journal of Banking & Finance*, nr 3 (35), s. 502–511. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2010.08.010.

- OECD 2011. *The Impact of the Financial Crisis on the Insurance Sector and Policy Responses*.
- Stefański, M. 2006. Nowe regulacje dotyczące wymagań kapitałowych wobec banków. *Materiały i Studia*, nr 212, Warszawa: NBP.
- Steil, B. 2009. Lessons of the Financial Crisis, w: *Council Special Report*, nr 45, Center for Geoeconomic Studies, Council on Foreign Relations.
- Szymański, W. 2007. *Czy globalizacja musi być irracjonalna?* Warszawa: Szkoła Główna Handlowa.