

# INTEGRACJA RYNKÓW FINANSOWYCH W UNII EUROPEJSKIEJ od A do Z

10

październik  
2007

Krzysztof Jackowicz

## Dyscyplina rynkowa na integrujących się rynkach finansowych UE

- Dyscyplina rynkowa i regulacyjna w systemie finansowym
- Przyczyny wzrostu zainteresowania wykorzystaniem rynkowych mechanizmów dyscyplinujących
- Inicjatywy zmierzające do wzmocnienia dyscypliny rynkowej w UE
- Związki dyscypliny rynkowej i integracji rynków finansowych





KRZYSZTOF JACKOWICZ

prof. nadzw. dr hab.  
**Krzysztof Jackowicz**  
Wyższa Szkoła  
Przedsiębiorczości  
i Zarządzania  
im. L. Koźmińskiego  
w Warszawie,  
Katedra Finansów

## Dyscyplina rynkowa na integrujących się rynkach finansowych UE<sup>1</sup>

Długoterminowy, stabilny rozwój gospodarki nie jest możliwy bez bezpiecznie i efektywnie działających pośredników finansowych, takich jak: banki, zakłady ubezpieczeń i fundusze inwestycyjne<sup>2</sup>. Podmioty te odgrywają bowiem niezwykle istotną rolę w mobilizowaniu oszczędności, alokowaniu kapitałów, a także zabezpieczaniu przed różnymi rodzajami ryzyka finansowego i gospodarczego. Stąd też wynika waga dobrego funkcjonowania mechanizmów dyscyplinujących działania pośredników finansowych. Wspomniane mechanizmy mogą być dwójakiej natury: **regulacyjnej** i **rynkowej**. Te ostatnie budzą obecnie coraz większe zainteresowanie.

Prezentowane opracowanie składa się z czterech części. Punktem wyjścia rozumowania będzie porównanie – w pierwszym podpunkcie – definicji dyscypliny rynkowej i regulacyjnej. Stworzy to podstawy do przedstawienia – w części dru-

<sup>1</sup> Opracowanie uwzględnia informacje dostępne do połowy 2007 r.

<sup>2</sup> W regulacjach UE nazywane instytucjami wspólnego inwestowania (UCITS).

giej – przyczyn wzrostu zainteresowania rynkowymi mechanizmami dyscyplinującymi. Wśród tych przyczyn ważne miejsce zajmują postępy procesów integracyjnych. Podpunkt trzeci przedstawia inicjatywy zmierzające do wzmocnienia dyscypliny rynkowej, podejmowane obecnie w UE i możliwe do podjęcia w przyszłości. Opracowanie kończy się podsumowaniem złożonych związków między dyscypliną rynkową a procesami integracji rynków finansowych.

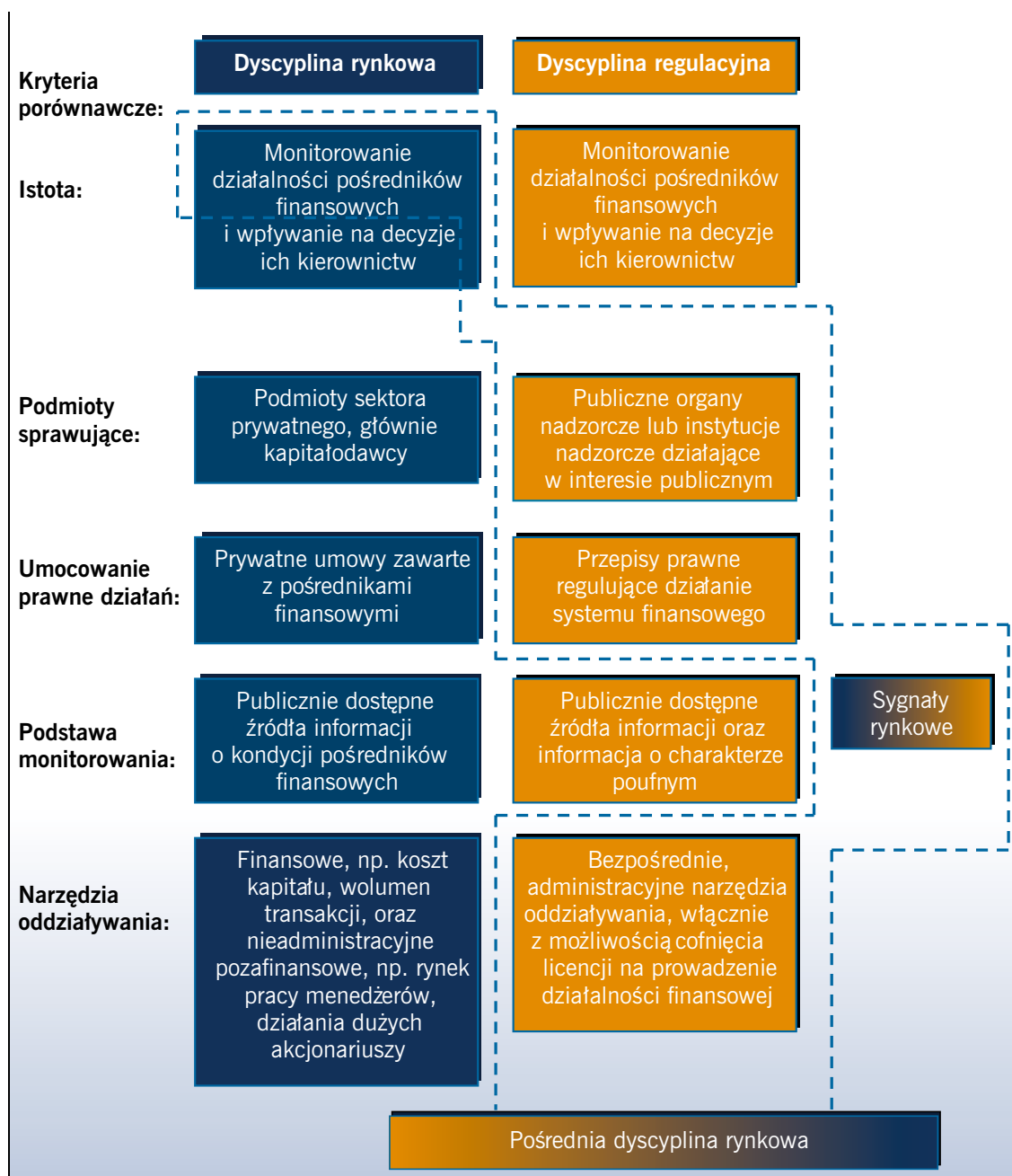
## 1. Definicja dyscypliny rynkowej i regulacyjnej

Najprostsza definicja dyscypliny rynkowej, jaką można sformułować, odwołuje się do powszechnie znanej metafory kija i marchewki. W tym ujęciu z funkcjonowaniem dyscypliny rynkowej mamy do czynienia wówczas, gdy rynki z jednej strony karzą za niepożądane zachowania, a z drugiej nagradzają za te kroki i decyzje, które są zgodne z interesami różnych grup uczestników rynków. Do wywierania dyscyplinującego wpływu nie zawsze jest przy tym potrzebne rzeczywiste użycie „kija”; często wystarcza świadomość jego obecności w odpowiednich rękach.

Bardziej precyzyjnie w sensie naukowym możemy stwierdzić, że na **dyscyplinę rynkową**, jak też **regulacyjną** w systemie finansowym składają się **dwa procesy: monitorowania** ryzyka działalności pośredników finansowych oraz **oddziaływania** na decyzje ich kierownictw. Różnice między rynkowymi a regulacyjnymi mechanizmami dyscyplinującymi w systemie finansowym dotyczą: rodzaju podmiotów monitorujących i wywierających wpływ, umocowania prawnego podejmowanych przez te podmioty działań, podstaw oceny przez nie ryzyka pośredników finansowych oraz pozostających do ich dyspozycji narzędzi oddziaływania na profil ryzyka. Wspomniane odmienności są dobrze widoczne na schemacie 1, porównującym dyscyplinę rynkową i regulacyjną.

**Dyscyplinę rynkową** sprawują głównie **kapitałodawcy**, np. deponenci, obligatariusze i inni niedepozytowi wierzyciele oraz akcjonariusze. Motywy działania wyliczonych grup kapitałodawców kształtują **prywatne umowy** zawierane z pośrednikami finansowymi, uzależniające bogactwo tych pierwszych od kondycji tych drugich. Do monitorowania rynkowego wykorzystuje się wyłącznie **publicz-**

schemat 1  **DISCYPLINA RYNKOWA I REGULACYJNA – porównanie**



Źródło: opracowanie własne.

**nie dostępne informacje.** Oddziaływanie na decyzje kierownictw pośredników finansowych odbywa się albo za pomocą **środków finansowych**: poprzez koszt pozyskania kapitału, jego dostępność, wolumen transakcji zawartych z pośrednikiem, liczbę nabytych produktów finansowych, albo za pomocą **nieadministracyjnych narzędzi pozafinansowych**: rynku pracy menedżerów, wrogich przejęć, działań dużych akcjonariuszy i ich instytucjonalnych reprezentantów oraz wykonania umownych klauzul zabezpieczających przed podwyższaniem ryzyka.

**Dyscyplinę regulacyjną** najczęściej sprawują **specjalne organy nadzoru finansowego**, ale także banki centralne i instytucje gwarantujące depozyty lub wypłacające inwestorom rekompensaty. Sposobu i zakresu ich działania nie wyznaczają umowy, ale **akty prawne**: przepisy prawa finansowego, normy ostrożnościowe, zasady licencjonowania, restrukturyzacji i likwidacji pośredników finansowych oraz, w mniejszym stopniu, reguły prowadzenia polityki konkurencji i kształtowania struktury własnościowej sektora finansowego. Monitorowanie w ramach dyscypliny regulacyjnej, w odróżnieniu od dyscypliny rynkowej, odbywa się zarówno na podstawie **informacji publicznie dostępnej**, jak też **poufnej**, zdobywanej np. podczas inspekcji na miejscu lub w wyniku zobowiązania pośredników finansowych do składania niejawnych raportów instytucjom nadzorującym. Narzędzia oddziaływania dyscypliny regulacyjnej mają charakter **administracyjny** i obejmują sankcje o różnej dolegliwości dla pośredników finansowych, z reguły łącznie z możliwością cofnięcia pozwolenia na prowadzenie określonego rodzaju działalności.

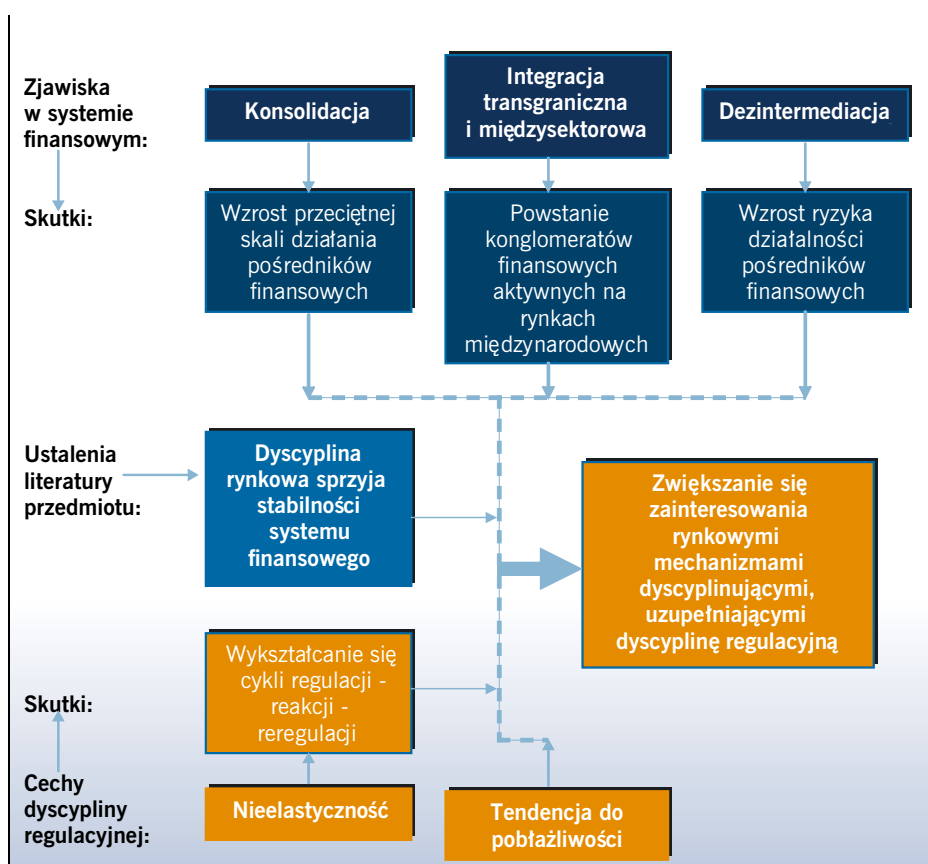
Pomiędzy zdefiniowanymi w ten sposób: dyscypliną rynkową i dyscypliną regulacyjną znajduje się tzw. **pośrednia dyscyplina rynkowa**, którą sprawują publiczne instytucje nadzorcze lub instytucje nadzorcze działające w interesie publicznym, ale na podstawie sygnałów płynących z rynków finansowych. Pośrednia dyscyplina rynkowa wykorzystuje zatem wyniki rynkowego monitorowania kondycji pośredników finansowych, w sferze oddziaływania na decyzje ich kierownictw posługuje się jednak narzędziami administracyjnymi, charakterystycznymi dla dyscypliny regulacyjnej (Jackowicz 2004, s. 15–24).

## 2. Przyczyny wzrostu zainteresowania dyscypliną rynkową

Wyraźny wzrost zainteresowania dyscypliną rynkową zarówno w teorii finansów, jak i w praktyce gospodarczej ma bardzo różne przyczyny. Można je jednak uporządkować, jak widać na schemacie 2, wyróżniając trzy grupy związane z:

- przemianami w systemie finansowym,
- niedoskonałościami regulacyjnych mechanizmów dyscyplinujących,
- korzystną dla dyscypliny rynkowej wymową wyników badań empirycznych.

schemat 2  PRZYZCZYNY WZROSTU zainteresowania dyscypliną rynkową w systemie finansowym



Źródło: opracowanie własne.

## 2.1. Przemiany w systemie finansowym

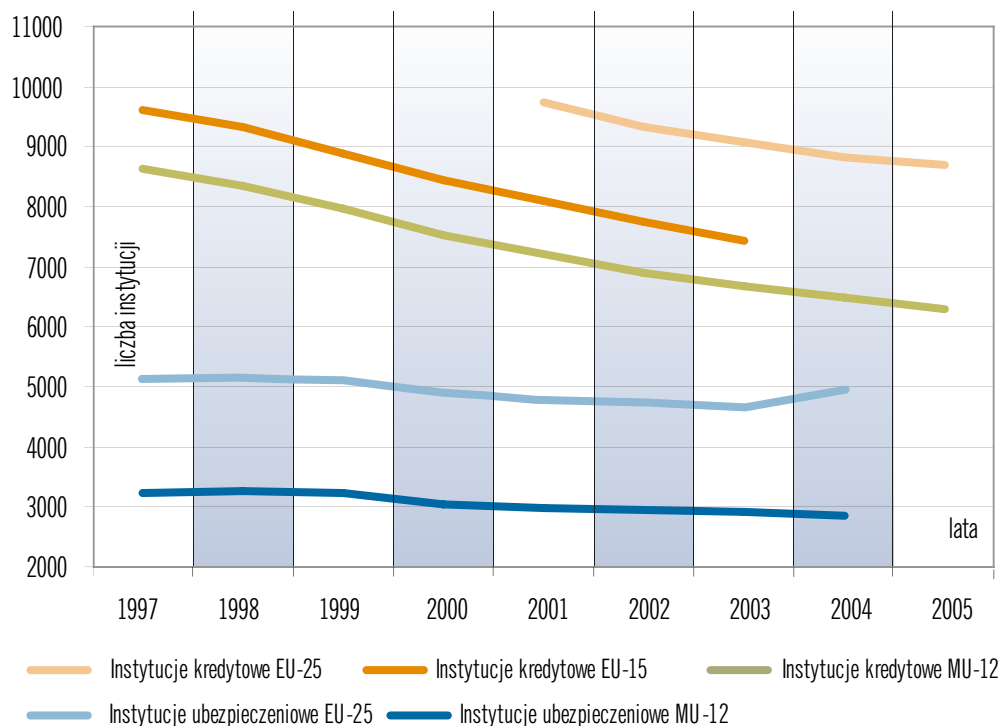
Zapotrzebowanie na sprawnie funkcjonującą dyscyplinę rynkową wynika z następujących procesów obserwowanych w europejskich systemach finansowych:

- **konsolidacji,**
- **integracji,**
- **dezintermediacji** (odpośredniczenia).

**Procesy konsolidacji** obejmują: fuzje, wrogie przejęcia oraz połączenia aranżowane przez władze nadzorcze. Dobre przybliżenie natężenia procesów konsolidacyjnych dają dane o liczbie działających pośredników finansowych w sytuacji, gdy liczba ich upadłości jest bliska zera – tak jak ma to miejsce w Europie w ostatnich latach. Wykres 1 przedstawia zmianę liczby instytucji kredytowych i ubezpieczeniowych w krajach strefy euro (MU-12), starej Unii Europejskiej (EU-15) oraz Unii Europejskiej po piątym w jej historii rozszerzeniu (z 2004 r.) o 6 państw Grupy Luksemburskiej i 4 państwa Grupy Helsińskiej (EU-25)<sup>3</sup>. Wynika z niego, że szybszym tempem konsolidacji cechują się europejskie sektory bankowe. Przykładowo w krajach strefy euro (MU-12) w latach 1997–2005 liczba instytucji kredytowych zmalała aż o blisko 27%. Tymczasem w okresie o rok krótszym ubyło niewiele ponad 12% instytucji ubezpieczeniowych. Biorąc pod uwagę, że wielkość majątku badanych sektorów stale rośnie, mamy zatem do czynienia w Europie z **systematycznym zwiększaniem się przeciętnej skali działania** obu analizowanych typów pośredników finansowych. Towarzyszy temu **wzrost koncentracji rynku bankowego i ubezpieczeniowego**. W państwach EU-25 wskaźnik koncentracji aktywów w gestii 5 największych podmiotów bankowych w latach 2001–2005 zwiększył się z 37,8% do 42,3% (ECB 2006, s. 54). W przypadku instytucji ubezpieczeń na życie analogiczny wskaźnik wyliczony dla zebranej przez nie składki wzrósł z 41,9% w 1993 r. do 57,9% w 2004 r., a w instytucjach ubezpieczeń majątkowych i pozostałych z 34% do 58,1% (CEA 2006, s. 47–48). Przedstawione zjawiska prowadzą do zwiększania się liczby pośredników finansowych **zbyt dużych lub zbyt ważnych, by pozwolić im na upadłość** (ang. *too big to fail* – TBTF,

<sup>3</sup> Grupa Luksemburska jest to pierwsza grupa państw EŚW, która rozpoczęła negocjacje akcesyjne w wyniku decyzji Rady Europejskiej obradującej w Luksemburgu w 1997 r. Kraje te rozpoczęły negocjacje w marcu 1988 r., a zakończyły w grudniu 2002 r. Grupę tę tworzą: Polska, Czechy, Węgry, Estonia, Słowenia, Cypr. Grupa Helsińska składa się z sześciu państw negocjujących członkostwo w UE od momentu uzyskania pozytywnej rekomendacji na szczycie Rady Europejskiej w grudniu 1999 r. Litwa, Łotwa, Słowacja i Malta zakończyły negocjacje w grudniu 2002 r., Bułgaria i Rumunia zaś dwa lata później.

wykr. 1 **LICZBA INSTYTUCJI** kredytowych i ubezpieczeniowych w Europie



*Uwaga: niewielki wzrost liczby instytucji ubezpieczeniowych w 2004 r. w grupie państw EU-25 wynika ze zmiany sposobu klasyfikacji podmiotów finansowych w Wielkiej Brytanii.*

*Źródło: opracowanie na podstawie: ECB (2006, s. 52; 2004, s. 33), CEA (2006, s. 46).*


*too important to fail* – TITF). Wraz ze wzrostem skali działania czołowych instytucji coraz realniejsze jest wykształcenie się jeszcze jednej grupy podmiotów systemu finansowego, które można określić – zgodnie z propozycją Sironiego (2002, s. 1085) – jako **zbyt duże do ratowania** (ang. *too big to rescue* – TBTR). Istnienie obu kategorii wielkich pośredników finansowych zwiększa zainteresowanie rynkowymi mechanizmami kontroli ich ryzyka, wspomagającymi dyscyplinę regulacyjną. Dyscyplina rynkowa jest w tym kontekście dodatkowym narzędziem minimalizacji prawdopodobieństwa konieczności sanacji pośredników finansowych lub obniżania oczekiwanej wartości niezbędnej pomocy publicznej.



**Integracja w systemie finansowym** może mieć dwa wymiary: **transgraniczny** i **międzysektorowy** (por. dodatek edukacyjny do nr. 1/2007 „Banku i Kredytu”). W pierwszym przypadku prowadzi do **rozszerzania geograficznego zasięgu działania** pośredników finansowych. W drugim powoduje **uniwersalizację** funkcjonujących w Europie grup finansowych. Obecnie najważniejszym sposobem pogłębiania integracji transgranicznej są międzynarodowe połączenia pośredników finansowych. Liczba tego rodzaju procesów konsolidacyjnych jest zróżnicowana w czasie i zależy od stopnia rozwoju gospodarek poszczególnych krajów. W okresie restrukturyzacji i prywatyzacji sektorów bankowych krajów, które przystąpiły do UE w 2004 r., zdecydowanie przeważały transakcje z udziałem inwestorów zagranicznych. Z kolei w państwach strefy euro w latach 2000–2004 ponadgraniczne połączenia średnio stanowiły zaledwie 14% wartości wszystkich procesów konsolidacyjnych. W latach 2005–2006 udział ten wzrósł jednak aż do 38% (ECB 2007, s. 34–35). Podobnie sytuacja kształtowała się w systemie ubezpieczeniowym. W latach 1999–2004 procesy konsolidacyjne w UE, obejmujące instytucje z różnych państw, stanowiły przeciętnie niecałe 15% wszystkich przeprowadzonych połączeń (European Commission 2006, s. 40–41).

Końcowym rezultatem integracji międzysektorowej jest powstawanie **konglomeratów finansowych**, a więc podmiotów łączących działalność bankową, inwestycyjną i ubezpieczeniową. Zagadnienie to poruszono w dodatku edukacyjnym do nr. 6/2007 „Banku i Kredytu”. Monitorowanie dużych, oferujących różnorodne produkty i usługi finansowe, działających w wielu krajach konglomeratów, wymaga znacznych zasobów ludzkich i finansowych. Racjonalne w tej sytuacji wydaje się przynajmniej dzielenie kosztów oceny kondycji tych podmiotów między sektor publiczny i prywatny. W przeciwnym razie już wkrótce nastąpi szybki przyrost kosztów sprawowania dyscypliny regulacyjnej.

Procesy **dezintermediacji** polegają na zmniejszaniu się roli banków i innych pośredników finansowych w procesie mobilizowania oszczędności, a następnie alokowania inwestycji. Konkurentem omawianej grupy podmiotów w sprawowaniu tej funkcji są tzw. otwarte rynki finansowe, np. rynki krótkoterminowych papierów dłużnych, obligacji i akcji przedsiębiorstw. Bezpośrednio odzwierciedloną w rachunku zysków i strat konsekwencją dezintermediacji jest zmniejszanie się znaczenia w kształtowaniu wyniku finansowego dochodów z tradycyjnego pośrednictwa między podmiotami nadwyżkowymi a deficytowymi w gospodarce. Naturalną reakcją na taki stan rzeczy interesującej nas grupy podmiotów jest poszukiwanie innych obszarów aktywności, w tym rozwijanie tzw. nowych form pośrednictwa finansowe-



go, czyli pośrednictwa między podmiotami zagrożonymi przeciwstawnymi skutkami różnych rodzajów ryzyka (Allen, Santomero 1997). Wspomniane nowe obszary aktywności często charakteryzują się dużą lub trudną do określenia wielkością zagrożeń. Stąd też zainteresowanie dodatkową, oprócz dyscypliny regulacyjnej, linią obrony przed narastaniem ryzyka w systemie finansowym.

## 2.2. Niedoskonałości regulacyjnych mechanizmów dyscyplinujących

Wady dyscypliny regulacyjnej w naturalny sposób powodują wzrost zainteresowania rynkowymi mechanizmami dyscyplinującymi. Najsilniej przyczyniają się do tego:

- **tendencja do wybierania strategii pobłażliwości przez władze nadzorcze i**
- **nieelastyczność dyscypliny regulacyjnej.**


**Strategia pobłażliwości** w działaniu organów nadzoru finansowego polega na świadomym odkładaniu w czasie niezbędnych kroków interwencyjnych w stosunku do objętych monitorowaniem podmiotów. Jej źródła są wielorakie. Po pierwsze, podjęcie zdecydowanych działań naprawczych oznacza upublicznienie informacji o popełnieniu błędów w zakresie wczesnego wykrywania zagrożeń, a więc także pogorszenie perspektyw zawodowych osób odpowiedzialnych za ten stan rzeczy. Po drugie, wyborowi strategii pobłażliwości sprzyjają: zbyt bliskie stosunki pomiędzy nadzorującymi a nadzorowanymi oraz przekonanie, że krótkookresowe straty mogą zostać skompensowane zyskami w dłuższej perspektywie. Doświadczenia historyczne uczą, że pobłażliwość nadzorcza była przyczyną pogłębienia wielu kryzysów finansowych i istotnego zwiększenia kosztu wychodzenia z nich. Dobrym przykładem jest kryzys japońskiego systemu bankowego. W przeciwieństwie do podmiotów sprawujących dyscyplinę regulacyjną kapitałodawcy pośredników finansowych (podmioty sprawujące dyscyplinę rynkową) nie mają interesu ekonomicznego w odkładaniu niezbędnych działań interwencyjnych. Wzmocnienie dyscypliny rynkowej ogranicza zatem możliwości stosowania przez władze nadzorcze strategii pobłażliwości (Jackowicz 2004, s. 28).

Zmiana sposobu działania dyscypliny regulacyjnej wymaga nowelizacji aktów prawnych różnej rangi, co powoduje, że tego rodzaju mechanizmy dyscyplinujące mało elastycznie reagują na zjawiska zachodzące w rzeczywistości gospodarczej. Prowadzi to do wykształcenia się, jak zauważa R. DeYoung (2000, s. 164), **spirali cykliów: regulacji – reakcji – reregulacji**<sup>4</sup>. Ich powstawanie opiszemy dokładniej na przykładzie sektora bankowego. W celu ochrony drobnych deponentów lub zapobiegania niekontrolowanemu przenoszeniu problemów finansowych ustanawia się systemy gwarantowania części środków ulokowanych w bankach przez kapitałodawców. Dzięki temu banki mają dostęp do znaczących pod względem wolumenu, niewrażliwych na ryzyko źródeł kapitału. Mogą więc w miarę bezkarnie podnosić poziom ryzyka w swojej działalności. Związane z tym zagrożenia określamy w teorii finansów mianem pokusy nadużycia lub ryzyka moralnego (ang. *moral hazard*). Odpowiedzią na wynikające z pokusy nadużycia zmniejszenie bezpieczeństwa systemu bankowego są zwykle regulacje w zakresie adekwatności kapitałowej. Są one dotkliwe zarówno dla menedżerów, jak i właścicieli. Pierwszym nie pozwalają na niekontrolowane powiększanie skali działania zarządzanych przez nich instytucji i podnoszenia w ten sposób swojego prestiżu. Drugim ograniczają możliwości maksymalizowania wartości posiadanych akcji. Stąd wynikają zachęty do obchodzenia norm ostrożnościowych lub przynajmniej zmniejszania ich dolegliwości. Im skuteczniejsza jest reakcja banków na próbę regulacji, tym szybciej występuje potrzeba reregulacji, np. w postaci udoskonalenia norm adekwatności kapitałowej. Reregulacja spotka się oczywiście z odpowiedzią ze strony nadzorowanych instytucji i cały opisany cykl znów się powtórzy. Liczba powtórzeń tego rodzaju cykliów jest zatem teoretycznie nieograniczona. Szansą na osłabienie spirali cykliów regulacji – reakcji – reregulacji lub przynajmniej zmniejszenie liczby cykliów w określonym czasie jest wzmocnienie dyscypliny rynkowej. Jest ona z natury niesformalizowana i dzięki temu elastycznie reaguje na zmiany warunków działania podmiotów gospodarczych i obieranych przez nie strategii postępowania.

### 2.3. Wyniki badań empirycznych potwierdzających pozytywny wpływ dyscypliny rynkowej na bezpieczeństwo systemu finansowego

Badania empiryczne dotyczące istnienia i skutków funkcjonowania dyscypliny rynkowej dotyczą praktycznie wyłącznie banków. W literaturze przedmiotu bar-

<sup>4</sup> W literaturze przedmiotu zjawisko to określa się też mianem dialektyki regulacyjnej.



dzo rzadko pojawiają się dociekania wykorzystujące dane o innych rodzajach pośredników finansowych (Harrington 2004). Dlatego o wpływie rynkowych mechanizmów dyscyplinujących na bezpieczeństwo systemu finansowego będziemy wnioskować na podstawie literatury bankowej. Wskazuje ona w chwili obecnej wyraźnie, że **dyscyplina rynkowa sprzyja stabilności systemu bankowego**. Dowody na to mają dwójaki charakter i odnoszą się do kondycji pojedynczych banków oraz kryzysów doświadczanych przez całe systemy bankowe.


Argumentów **na poziomie mikroekonomicznym** dostarczają badania Niera i Baumann. Nier (2004) przeanalizował, jaka jest zależność między prawdopodobieństwem występowania poważnych problemów finansowych, odzwierciedlonych w cenach akcji instytucji bankowych, a przejrzystością sytuacji finansowej *ex ante* – sprzyjającej sprawowaniu wobec nich dyscypliny rynkowej. Oszacowanie modelu probitowego na bazie danych o 550 bankach giełdowych wywodzących się z 32 krajów (rozwinętych i rozwijających się) pokazało, że banki prowadzące bardziej otwartą politykę informacyjną cechują się statystycznie istotnie niższym prawdopodobieństwem popadnięcia w kłopoty finansowe. Baumann i Nier (2003, 2006) zaobserwowali z kolei, że istnieniu czynników wzmacniających dyscyplinę rynkową towarzyszą statystycznie istotnie wyższe poziomy wyposażenia kapitałowego banków. W uwzględnionej przez nich próbie 729 instytucji, wywodzących się ponownie z 32 krajów, podnoszeniu wartości ilorazu kapitałów własnych i zobowiązań sprzyjały bowiem: niższy poziom sformalizowanych gwarancji depozytów, mniejszy zakres oczekiwanej pomocy dla banków, wyższy udział depozytów międzybankowych w strukturze finansowania oraz lepsze standardy informacyjne.

**Poznanie związków między zjawiskiem kryzysu bankowego a funkcjonowaniem dyscypliny rynkowej** ułatwiają rezultaty dociekań Tadesse oraz zestawienie wyników badań wpływu rozwiązań budujących sieć bezpieczeństwa w systemie bankowym na odpowiednio: możliwość jego generalnej destabilizacji i siłę działających w nim rynkowych mechanizmów dyscyplinujących. Przedmiotem zainteresowania Tadesse (2005; 2006) było oddziaływanie obowiązków informacyjnych spoczywających na bankach na prawdopodobieństwo wystąpienia kryzysu bankowego. Analiza ekonometryczna danych o 49 krajach i 22 przypadkach kryzysu bankowego pozwoliła stwierdzić, że mniej podatne na zjawiska kryzysowe są systemy, w których przepisy wymagają: szybkiego publikowania różnorodnych informacji, podawania istotnych dla inwestorów danych, np. o pozycjach pozabi-

lansowych i jakości portfela kredytowego, oraz rygorystycznego audytu sprawozdań finansowych. Prawdopodobieństwo kryzysu było zatem tym niższe, im łatwiejsze było rynkowe monitorowanie kondycji banków. Do interesujących wniosków prowadzi też, jak już wspominaliśmy, porównanie rezultatów referowanych w pracach poświęconych wpływowi głównego elementu siatki bezpieczeństwa w systemie bankowym, tj. ubezpieczenia depozytów, na: (1) siłę dyscypliny rynkowej i (2) stabilność systemu bankowego. Demirgüç-Kunt i Huizinga (2004), wykorzystując dane z 30 krajów, zgodnie z oczekiwaniami uzyskali potwierdzenie, że ochrona środków ulokowanych przez deponentów generalnie zmniejsza wrażliwość premii za ryzyko zawartych w stopach oprocentowania depozytów na miary ryzyka działania banków. Negatywny wpływ gwarantowania depozytów był przy tym silniej zaznaczony w przypadku sfinansowania *ex ante* ze środków publicznych funduszu ubezpieczającego depozyty oraz szerszego podmiotowego i wartościowego zakresu ubezpieczenia, słabiej zaś, gdy system ubezpieczenia depozytów był wspólnie zarządzany przez władze publiczne i sektor prywatny oraz przewidywał niepełną gwarancję wartości nominalnej depozytów (ang. *co-insurance*). Badanie oddziaływania siatki bezpieczeństwa na stabilność systemu bankowego przeprowadzone przez Hoggartha et al. (2005) dowiodło, że praktycznie te same czynniki powodują osłabienie dyscypliny rynkowej (zjawisko udokumentowane powyżej) i zwiększenie prawdopodobieństwa wystąpienia kryzysu bankowego. W grupie 29 państw objętych analizą najwyższe prawdopodobieństwo generalnej destabilizacji systemu bankowego notowano bowiem w krajach z Nielimitowanymi gwarancjami depozytów, a następnie tam, gdzie nie było sformalizowanego systemu ochrony deponentów, co w praktyce często oznacza występowanie szeroko rozciągniętych gwarancji domyślnych. Najniższe prawdopodobieństwo wystąpienia kryzysu cechowało kraje, w których funkcjonował sformalizowany i ograniczony wartościowo system ubezpieczenia depozytów, zwłaszcza gdy przestrzegano w nich zasady udziału deponentów w stratach spowodowanych upadłością banku.

\* \* \*

Silnie obecnie odczuwana potrzeba przesunięcia akcentów w obszarze dyscyplinowania działań pośredników finansowych w kierunku mechanizmów rynkowych wynika z nałożenia się kilku czynników. Procesy konsolidacji, integracji i dezintermediacji w systemach finansowych doprowadziły do wzrostu przeciętnej skali działania tej grupy podmiotów, umożliwiły jej wyjście poza granice tradycyjnie



obsługiwanego rynku w sensie geograficznym oraz rodzaju oferowanych produktów i usług finansowych. Przemiany te uwydatniły **nieadekwatność środków, którymi dysponuje dyscyplina regulacyjna, uczyniły też bardziej niebezpiecznymi jej wady**: nieelastyczność i tendencję do opóźniania niezbędnych działań interwencyjnych. Jednocześnie **coraz liczniejsze i bardziej przekonujące były dowody na duży potencjał dyscypliny rynkowej w zakresie kontrolowania ryzyka pojedynczych podmiotów oraz sprzyjania stabilności całego systemu.**

### 3. Inicjatywy zmierzające do wzmocnienia dyscypliny rynkowej

Propozycje wzmocnienia dyscypliny rynkowej w systemie finansowym są bardzo różnorodne. Istnieje zatem potrzeba ich usystematyzowania. Wydaje się, że **najlepszym kryterium porządkującym jest przewidywany mechanizm oddziaływania**. Patrząc z tej perspektywy, możemy wyodrębnić – jak pokazuje schemat 3 – dwie zasadnicze grupy inicjatyw, których celem jest:

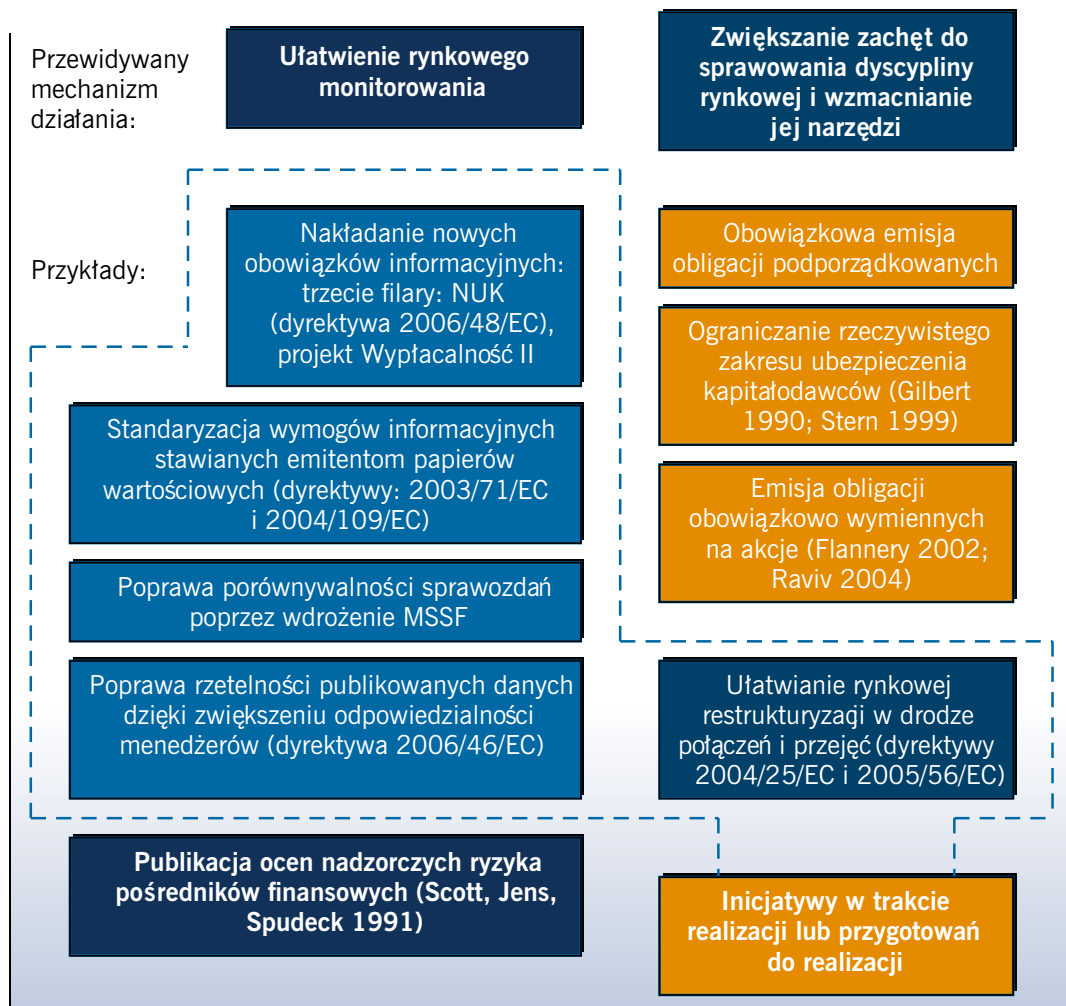
- **ułatwianie procesów rynkowego monitorowania,**
- **zachęcanie do sprawowania dyscypliny rynkowej i wyposażanie podmiotów sektora prywatnego w silniejsze narzędzia oddziaływania.**

Podział ten pokrywa się z grubsza, jak widać na schemacie 3, z rozróżnieniem na inicjatywy wprowadzane w życie i propozycje funkcjonujące jedynie na kartach pozycji literatury przedmiotu. W zakresie poprawy informacyjnych podstaw monitorowania sytuacji pośredników finansowych podjęto w UE wiele konkretnych kroków, natomiast bardzo niewiele zrobiono, by wzmocnić siłę rynkowych mechanizmów dyscyplinujących.

#### 3.1. Inicjatywy ułatwiające proces rynkowego monitorowania

Ze względu na ograniczoną objętość tego opracowania nie można szczegółowo omówić wszystkich, dość licznych, inicjatyw tego rodzaju. Konieczna jest zatem


schemat 3 ➤ **INICJATYWY** zmierzające do wzmocnienia dyscypliny rynkowej



Źródło: opracowanie własne.

ich selekcja. W moim przekonaniu za najważniejsze można uznać **uregulowania: trzeciego filaru Nowej Umowy Kapitałowej (NUK) w bankowości<sup>5</sup> i części trzeciego filaru projektu** noszącego roboczą nazwę **Wypłatność II** opracowanego dla sektora ubezpieczeń, a ponadto postanowienia **Dyrektywy dotyczącej przej-**

<sup>5</sup> W krajach Unii Europejskiej regulacjami tymi objęto także firmy inwestycyjne.



rzystości z 2004 r. Pozostałe realizowane i projektowane inicjatywy zostaną jedynie zasygnalizowane.

**Trzecie filary Nowej Umowy Kapitałowej i projektu Wyptalność II łączy wiele cech.** Nie jest to przypadkiem. NUK dla bankowości, opracowana jako pierwsza, była wzorcem podczas prac nad zmodyfikowanymi regulacjami dla sektora ubezpieczeniowego. Nie bez znaczenia były także wzrost roli grup bankowo-ubezpieczeniowych i związana z tym konieczność ujednoczenia mechanizmów regulacyjnych w dwóch analizowanych sektorach. **Podstawowe podobieństwo sprowadza się do tego, że oba dokumenty dążą do ułatwienia rynkowego monitorowania poprzez dostarczenie z jednej strony informacji o wyposażeniu kapitałowym danego podmiotu i jego zagrożeniu różnymi rodzajami ryzyka, a z drugiej o stosowanych przez niego metodach identyfikacji, pomiaru i kształtowania ryzyka.** Oczywiście na poziomie szczegółowych rozwiązań istnieją różnice, wynikające ze specyfiki działalności bankowej i ubezpieczeniowej. Przykładowo w NUK bardziej rozbudowane są wymagania informacyjne dotyczące ryzyka kredytowego i technik jego redukcji. Z kolei jedynie w projekcie Wyptalność II pojawia się obowiązek udostępniania danych pozwalających ocenić wysokość rezerw technicznych i ryzyko pokrywających je składników aktywów. Obie regulacje starają się uzupełniać, a nie dublować wymagania informacyjne wynikające z przepisów rachunkowych i o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Przestrzegają tych samych generalnych zasad:

- materialności, tj. publikowania jedynie tych informacji, których pominięcie może wpłynąć na sądy i decyzje adresatów przekazu,
- proporcjonalności, a więc dostosowania wymagań informacyjnych do skali i stopnia skomplikowania działalności prowadzonej przez dany podmiot,
- nierozpowszechniania informacji poufnych lub warunkujących utrzymanie pozycji konkurencyjnej.

Przewidują też generalną zasadę publikowania informacji raz do roku, z możliwością zwiększenia częstości raportowania w uzasadnionych przypadkach.

**NUK w bankowości i projekt Wyptalność II dla sektora ubezpieczeń dzielą na poziomie ogólnym dwie różnice.** Po pierwsze, NUK jest już wprowadzana w ży-



cie. Podstawą tych działań w odniesieniu do jej trzeciego filaru jest załącznik XII do Dyrektywy 2006/48/EC<sup>6</sup> o podejmowaniu i prowadzeniu działalności przez instytucje kredytowe. Jego odzwierciedleniem w polskim systemie prawnym jest Uchwała nr 6/2007 Komisji Nadzoru Bankowego z 13 marca 2007 r.<sup>7</sup> Przyjęcie dyrektywy ramowej dla projektu Wyfłacalność II planuje się natomiast obecnie dopiero na lata 2008–2009. Podstawą dyskusji o III filarze w ubezpieczeniach jest dokument konsultacyjny opatrzony numerem 15, opracowany w listopadzie 2006 r. przez Europejski Komitet Nadzorców Ubezpieczeń i Pracowniczych Funduszy Emerytalnych (CEIOPS 2006). Po drugie, o ile III filar Nowej Umowy Kapitałowej dotyczy tylko informacji publicznie dostępnej, o tyle III filar projektu Wyfłacalność II zawiera też regulacje dotyczące raportowania instytucjom nadzorującym działalność ubezpieczeniową.

Zasadniczym celem **Dyrektywy dotyczącej przejrzystości**<sup>8</sup> (2004/109/EC) jest harmonizacja warunków stawianych emitentom papierów wartościowych, a przez to zniesienie barier między rynkami krajów UE. Dyrektywa ta zawiera jednak kilka zapisów, które mogą być istotne z punktu widzenia dyscypliny rynkowej. Dostępność informacji dla inwestorów poprawia wymóg publikowania rocznych i półrocznych raportów nie tylko przez emitentów akcji, ale także dłużnych papierów wartościowych. Podnoszeniu jakości informacji sprzyja obowiązek certyfikacji rocznych i półrocznych sprawozdań finansowych przez menedżerów. Obniżeniu kosztu pozyskania informacji służy natomiast postulat organizowania w krajach członkowskich scentralizowanych, elektronicznych systemów przechowywania raportowanej informacji, udostępniających ją na niedyskryminacyjnych zasadach i według cen akceptowalnych dla inwestorów detalicznych.


Działanie Dyrektywy o przejrzystości w zakresie zwiększania rzetelności publikowanych danych wzmacnia Dyrektywa 2006/46/EC<sup>9</sup>, podkreślająca wspólną od-

<sup>6</sup> Directive 2006/48/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 relating to the Taking up and Pursuit of the Business of Credit Institutions.

<sup>7</sup> Uchwała nr 6/2007 Komisji Nadzoru Bankowego z dnia 13 marca 2007 roku w sprawie szczegółowych zasad i sposobu ogłaszania przez banki informacji o charakterze jakościowym i ilościowym dotyczących adekwatności kapitałowej oraz zakresu informacji podlegających ogłszaniu.

<sup>8</sup> Directive 2004/109/EC of the European Parliament and of the Council of 15 December 2004 on the Harmonisation of Transparency Requirements in Relation to Information about Issuers whose Securities Are Admitted to Trading on a Regulated Market.

<sup>9</sup> Directive 2006/46/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 amending Council Directives 78/660/EEC on the Annual Accounts of Certain Types of Companies, 83/349/EEC on Consolidated Accounts, 86/635/EEC on the Annual Accounts and Consolidated Accounts of Banks and Other Financial Institutions and 91/674/EEC on the Annual Accounts and Consolidated Accounts of Insurance Undertakings.



powiedzialność zarządu i rady nadzorczej za publikowane sprawozdania finansowe. Do wzrostu porównywalności danych finansowych w UE przyczynia się także, wprowadzony regulacjami z 2002 r., obowiązek sporządzania skonsolidowanych sprawozdań przez podmioty, które wprowadziły akcje do obrotu giełdowego (w tym banki i ubezpieczycieli) według Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej (począwszy od 2005 r.). Uproszczeniu rynkowego monitorowania służy również Dyrektywa dotycząca prospektów emisyjnych (2003/71/EC). Harmonizuje ona minimalne wymogi informacyjne stawiane przy okazji emisji akcji, obligacji i instrumentów pochodnych<sup>10</sup>.

\* \* \*

Oceniając łącznie grupę inicjatyw zmierzających do ułatwienia procesów rynkowego monitorowania w drodze: rozszerzenia obowiązków informacyjnych, standaryzacji publikowanych raportów, obniżania kosztu dostępu do nich i zwiększania rzetelności udostępnianych danych finansowych, należy przede wszystkim wskazać, że **ich realizacja jedynie w umiarkowany sposób wzmacnia dyscyplinę rynkową**. Dzieje się tak, ponieważ udoskonalenie informacyjnych podstaw monitorowania w przypadku omawianej grupy inicjatyw nie idzie w parze ze zwiększaniem zainteresowania kapitałodawców sprawowaniem dyscypliny rynkowej oraz wyposażaniem ich w skuteczne narzędzia oddziaływania. Powstaje zatem pytanie, czy realizacja takich inicjatyw, jak trzecie filary Nowej Umowy Kapitałowej i projektu Wypłatność II, jest pożyteczna. W moim przekonaniu, mimo zasygnalizowanej fundamentalnej ich wady, odpowiedź jest twierdząca. Wynika to z przesłanek natury zarówno teoretycznej, jak i empirycznej.

Na gruncie teoretycznym wskazuje się, że występowanie **efektów zewnętrznych** przy udostępnianiu informacji finansowej i **problemów agencyjnych** między menedżerami a właścicielami może prowadzić do sytuacji, w której dobrowolnie obierane standardy informacyjne są skromniejsze niż określone mianem społecznie optymalnych. Zauważmy, że pośrednicy finansowi, produkując informację, ponoszą pełne koszty tego procesu, natomiast nie kontrolują wszystkich korzyści. Przykładowo porównując informacje z opublikowanych raportów, konkurenci mogą znaleźć obszary występowania rezerw efektywności. Udostępnianie informacji finansowej jest zatem typowym źródłem dobrze znanych z ekonomii

<sup>10</sup> Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the Prospectus To Be Published when Securities Are Offered to the Public or Admitted to Trading.

pozytywnych efektów zewnętrznych (Hannes 2004). Ponadto osoby kierujące pośrednikami finansowymi z reguły mają wyraźnie krótszy oczekiwany okres pozostawania interesariuszami niż właściciele. Wolą więc stosować w polityce informacyjnej rozwiązania zapewniające im maksymalną elastyczność, a więc umożliwiające np. unikanie raportowania niewielkich strat, wyrównywanie wyniku finansowego w czasie, łączenie wiadomości złych z dobrymi, ukrywanie znacznych zagrożeń o niskim prawdopodobieństwie materializacji. Elastyczność ta jest tym większa, im mniejszy jest zakres standardowo publikowanych informacji (Jackowicz, Kuryłek 2005).


**Argumentów na korzyść rozwiązań ułatwiających rynkowe monitorowanie dostarczają też wyniki badań empirycznych.** Z punktu 2.3 wiemy już, że bardziej rygorystyczne standardy informacyjne sprzyjają podnoszeniu przez banki wyposażenia kapitałowego i zmniejszają prawdopodobieństwo wystąpienia kryzysu w systemie bankowym. Obecnie możemy dodać dwie kolejne obserwacje empiryczne. Baumann i Nier (2004) stwierdzili, że bardziej otwarta polityka informacyjna obniża statystycznie istotnie zmienność cen akcji banków. Park (1991) udowodnił zaś, że dostarczenie rzetelnej informacji o sytuacji banków skutecznie zapobiega rozprzestrzenianiu się paniki bankowej.

### 3.2. Inicjatywy wzmacniające zachęty do sprawowania dyscypliny rynkowej i zwiększające siłę jej oddziaływania

Inicjatywy koncentrujące się na zachętach do sprawowania dyscypliny rynkowej i narzędziach oddziaływania pozostają w doskonałej większości wciąż w sferze projektów. Wyjątkiem są **dyrektywy UE o przejęciach**<sup>11</sup> (2004/25/EC) **oraz międzynarodowych połączeniach**<sup>12</sup> (2005/56/EC). Dzięki ułatwieniu dokonywanej na zasadach rynkowych restrukturyzacji w systemie finansowym powinny one istotnie wzmacniać rolę rynkowych mechanizmów dyscyplinujących. Opcje przysługujące państwu członkowskiemu na podstawie pierwszej ze wspomnianych dyrektyw i możliwości dokonywania wyjątków sprawiają jednak, że bariery na europejskim rynku przejęć wciąż pozostają wysokie (European Commission 2007). Termin przeniesienia do ustawodawstwa krajowego drugiej z dyrektyw mija zaś dopiero w końcu 2007 r.

<sup>11</sup> Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on Takeover Bids.

<sup>12</sup> Directive 2005/56/EC of the European Parliament and of the Council of 26 October 2005 on Cross-border Mergers of Limited Liability Companies.



Ze zbioru niezrealizowanych propozycji wzmocnienia zachęt do sprawowania dyscypliny rynkowej i siły jej wpływu – widocznych na schemacie 3 – przedstawimy bliżej tylko **plany obowiązkowej emisji obligacji podporządkowanych przez pośredników finansowych, a zwłaszcza banki**. W przypadku upadłości instrumenty te są spłacane po zaspokojeniu wszystkich roszczeń zwykłych (niepodporządkowanych) wierzycieli. Projekty omawianego rodzaju różnią się: podmiotowym zakresem obowiązku emisyjnego, wymaganą wielkością i częstością emisji oraz proponowanym stopniem standaryzacji emitowanych instrumentów. Wszystkie zmierzają jednak do realizacji **jednego celu, a mianowicie stworzenia grupy wierzycieli profesjonalnie przygotowanych do oceny ryzyka, w sposób wiarygodny nieobjętych siecią bezpieczeństwa funkcjonującą w systemie finansowym**. Dzięki temu można wzmocnić dyscyplinę rynkową na dwa sposoby. Z jednej strony rynek pierwotny dyscyplinowałby podejmowanie ryzyka poprzez konieczność okresowego emitowania instrumentów podporządkowanych. Z drugiej strony rynek wtórny dostarczałby cennych sygnałów o kondycji emitentów w postaci zmian cen i wymaganych stóp dochodu.

Do roli narzędzia wzmocnienia dyscypliny rynkowej w systemie finansowym predestynuje obligacje podporządkowane przynajmniej sześć czynników. Po pierwsze, zobowiązania podporządkowane, w przeciwieństwie np. do depozytów, są stabilnym źródłem finansowania, nie mogą być bowiem wycofane w sytuacji pogorszenia się kondycji danego podmiotu. Po drugie, posiadacze obligacji podporządkowanych są narażeni na straty podobnie jak akcjonariusze, jednak nie partycypują w zyskach płynących z ryzyka podjętego przez emitenta. Interesy ekonomiczne nabywców obligacji podporządkowanych są zatem zbieżne z interesami deponentów i instytucji nadzoru. Po trzecie, obligatoryjna emisja obligacji podporządkowanych w połączeniu z chęcią utrzymania niskiego kosztu finansowania zmuszałaby pośredników finansowych do stosowania bardziej otwartej polityki informacyjnej. Prowadziłaby zatem do oddolnego doskonalenia standardów informacyjnych. Po czwarte, obowiązkowa emisja obligacji podporządkowanych ograniczyłaby możliwość unikania przez pośredników finansowych dyscyplinującego wpływu rynkowego. Obecnie podmioty o pogarszającej się kondycji mogą bowiem zastępować nieubezpieczone kapitały źródłami finansowania gwarantowanymi na różne sposoby. Po piąte, obowiązkowa emisja obligacji podporządkowanych jest znacznie łatwiejsza do zaakceptowania pod względem politycznym niż np. ograniczenie zakresu ubezpieczenia deponentów lub inwestorów. Po szóste, możliwe jest wkomponowanie obowiązku emisji obligacji podporządkowanych do obecnie obowiązujących przepisów dotyczących adekwatności kapitałowej banków.

Zdecydowana większość **analiz empirycznych dyscyplinującego potencjału obligacji podporządkowanych** została przeprowadzona na podstawie danych z rynku amerykańskiego o dobrowolnych emisjach banków. Badania te potwierdzają, że **ceny, stopy dochodu i premie za ryzyko dobrze odzwierciedlają dostępną informację o ryzyku działalności banków** (Jackowicz 2004, s. 213–229). Zbliżone rezultaty uzyskał Sironi (2001; 2002), weryfikując tezę o występowaniu w Europie dyscypliny rynkowej na rynku pierwotnym obligacji podporządkowanych. Okazało się bowiem, że wymagane premie za ryzyko rosły statystycznie istotnie wraz z pogarszaniem się ocen ratingowych emitentów. Obserwacja ta dotyczyła jednak wyłącznie banków znajdujących się w rękach prywatnych właścicieli. Dowody monitorowania europejskich banków przez nabywców obligacji podporządkowanych występowały ponadto przede wszystkim w drugiej połowie przyjętego okresu badania, tj. w latach 1997–2000.


Mimo licznych zalet obligacji podporządkowanych jako narzędzia wzmocnienia dyscypliny rynkowej w systemie finansowym i korzystnej wymowy badań empirycznych perspektywa wprowadzenia programów ich obowiązkowej emisji wydaje się dziś odległa.



## 4. Podsumowanie – zależności procesu integracji i dyscypliny rynkowej

**Zależności łączące procesy integracyjne** na rynkach finansowych **z dyscypliną rynkową** sprawowaną przez zainteresowane podmioty w stosunku do pośredników finansowych **mają**, jak pokazuje schemat 4, **skomplikowany i dwukierunkowy charakter**. Znaczna ich część została już przedstawiona lub zasygnalizowana w poprzednich podpunktach opracowania. Niektóre jednak zostaną omówione po raz pierwszy.

Po pierwsze, jak uzasadnialiśmy w drugim podpunkcie, integracja transgraniczna i międzysektorowa, prowadząca do wykształcenia się konglomeratów finansowych o szerokim geograficznym zasięgu działania, zwiększa zainteresowanie dyscypliną rynkową jako narzędziem: uzupełniającym dyscyplinę regulacyjną i weryfikującym dokonane w ramach tej ostatniej oceny bezpieczeństwa funk-

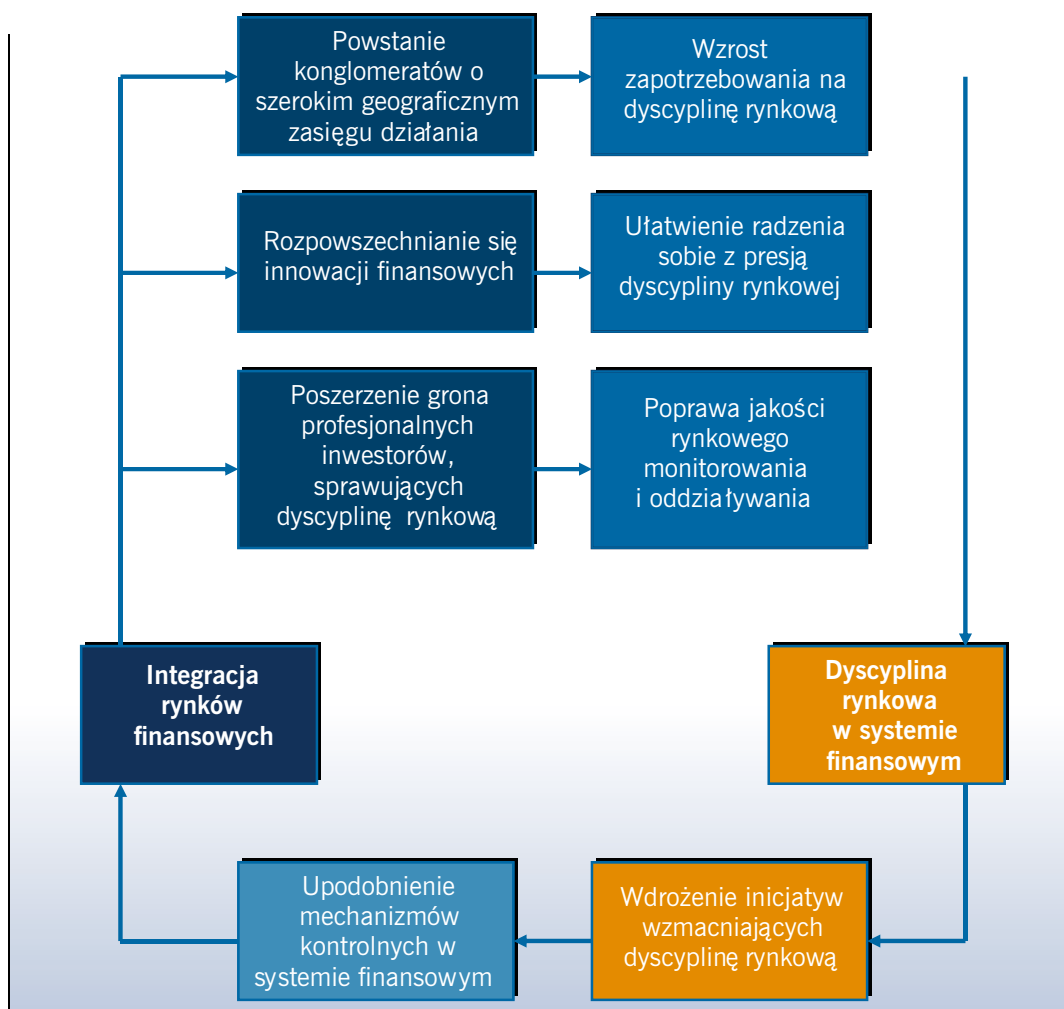


cjonowania pośredników finansowych. Integracja powoduje bowiem, że sprawowanie dyscypliny regulacyjnej staje się coraz trudniejsze i droższe, a zapewnienie bezpieczeństwa systemu finansowego wyłącznie środkami administracyjnymi – coraz mniej prawdopodobne.

Po drugie, integracja rynków sprzyja rozpowszechnianiu się innowacji finansowych. Dla efektywnego działania dyscypliny rynkowej szczególne znaczenie ma zwiększenie dostępności nowoczesnych narzędzi kształtowania ryzyka kredytowego, takich jak: sekurytyzacja należności kredytowych i derywaty kredytowe. Postęp, jaki dokonał się w tej mierze w ostatnich latach na rynkach europejskich i światowych, jest ogromny. Wolumen rocznych emisji dłużnych papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami wzrósł w Europie z niecałych 50 mld euro w 1998 r. do 320 mld euro w 2005 r. (ECB 2006, s. 48). Jeszcze bardziej spektakularny był rozwój rynku pochodnych instrumentów kredytowych. W 2006 r. jego rozmiary szacowano na około 20–26 bln USD, podczas gdy do połowy lat 90. XX w. wartość nominalna zawartych kontraktów nie przekraczała 50 mld USD (Chambers 2006). W rezultacie integracji menedżerowie instytucji pośrednictwa finansowego zyskują narzędzia, które pomagają im radzić sobie z presją rynkową. Są to narzędzia do szybkiej restrukturyzacji nie tylko zagrożenia rynkowymi rodzajami ryzyka finansowego (np. ryzykiem stopy procentowej i ryzykiem walutowym), ale także zagrożenia ryzykiem kredytowym. W miarę postępu integracji tracą zatem na znaczeniu argumenty przeciwko wzmocnieniu dyscypliny rynkowej, wykorzystujące obawy przed jej destabilizującym wpływem w sytuacji, gdy menedżerowie nie są w stanie odpowiednio szybko i efektywnie zareagować na sygnały rynkowe.


Po trzecie, znoszenie barier pomiędzy krajowymi rynkami prowadzi do poprawy jakości dyscypliny rynkowej. W ślad za rozszerzaniem się geograficznego zasięgu dostępności instrumentów finansowych istotnie powiększa się grono profesjonalnych inwestorów oceniających ryzyko działalności podmiotów finansowych, zwłaszcza tych największych. Dodatkowo do formułowania ocen rynkowych używane są bardziej różnorodne narzędzia przetwarzania dostępnej informacji. Dzięki temu oceny rynkowe, wyrażone w kategoriach cen, stóp dochodu lub wolumenów transakcji, są bardziej precyzyjne.

schemat 4  ZALEŻNOŚCI procesu integracji i dyscypliny rynkowej



Źródło: opracowanie własne.

Po czwarte, wprowadzenie w życie inicjatyw zmierzających do wzmocnienia dyscypliny rynkowej pogłębia integrację rynków finansowych. Wynika to stąd, że zasadnicze mechanizmy działania dyscypliny rynkowej są jednakowe we wszystkich krajach. Wzrostowi roli dyscypliny rynkowej towarzyszy zatem upodobnianie się mechanizmów kontrolnych w różnych systemach finansowych, co ułatwia dalszą integrację.



Sądzę, że przedstawione argumenty przemawiają na korzyść tezy o złożonym i dwukierunkowym charakterze zależności między dyscypliną rynkową a procesami integracji. Integracja zwiększa zapotrzebowanie na rynkowe mechanizmy dyscyplinujące, ale jest też warunkiem możliwości ich poprawnego funkcjonowania. Wzmacnianie dyscypliny rynkowej, poprzez upodobnianie mechanizmów kontrolnych, jest z kolei istotnym bodźcem do pogłębiania integracji rynków finansowych.



## Bibliografia

Allen F., Santomero A.M. (1997), *The Theory of Financial Intermediation*, "Journal of Banking and Finance", Vol. 21, No. 11–12, s. 1461–1485.

Baumann U., Nier E. (2003), *Market Discipline and Financial Stability: Some Empirical Evidence*, "Financial Stability Review", June, s. 131–141.

Baumann U., Nier E. (2004), *Disclosure, Volatility, and Transparency: An Empirical Investigation into the Value of Bank Disclosure*, "Economic Policy Review", Vol. 10. No. 2, s. 31–45.

Baumann U., Nier E. (2006), *Market Discipline, Disclosure and Moral Hazard in Banking*, "Journal of Financial Intermediation", Vol. 15, No. 3, s. 332–361.

CEA (2006), *European Insurance in Figures*, No. 24, June, Comité Européen des Assurances, Paris.

Chambers A. (2006), *Credit Derivatives: BBA and ISDA Report Explosive Growth*, "Euromoney", October, s. 1.

CEIOPS (2006), *Draft Advice to the European Commission on Supervisory Reporting and Public Disclosure in the Framework of the Solvency II Project*, November, Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors.

Demirgüç-Kunt A., Huizinga H. (2004), *Market Discipline and Deposit Insurance*, "Journal of Monetary Economics", Vol. 51, No. 7, s. 375–399.



DeYoung R. (2000), *Comment*, w: G.G. Kaufman (red.), *Bank Fragility and Regulation: Evidence from Different Countries*, JAI Elsevier Science, Amsterdam.

ECB (2004), *Report on EU Banking Structures*, November, Frankfurt.

ECB (2006), *EU Banking Structures*, October, Frankfurt.

ECB (2007), *Financial Integration in Europe*, March, Frankfurt.

ECB (2006), *Financial Integration Monitor 2006. Background Document*, July Frankfurt.

European Commission (2007), *Report on the Implementation of the Directive on Takeover Bids*, "Commission Staff Working Document", SEC(2007) 268, Brussels.

Flannery M.J. (2002), *No Pain, No Gain? Effecting Market Discipline via "Reverse Convertible Debentures"*, "Working Paper", May, Graduate School of Business Administration, University of Florida.

Hannes S. (2004), *Comparisons Among Firms: (When) Do They Justify Mandatory Disclosures?*, "Journal of Corporation Law", Vol. 29, No. 4, s. 699–717.

Harrington S.E. (2004), *Market Discipline in Insurance and Reinsurance*, w: C. Borio, W.C. Hunter, G. Kaufman, K. Tsatsaronis (red.), *Market Discipline Across Countries and Industries*, The MIT Press, Cambridge.

Hoggarth G., Jackson P., Nier E. (2005), *Banking Crises and the Design of Safety Nets*, "Journal of Banking and Finance", Vol. 29, No. 1, s. 143–159.

Jackowicz K. (2004), *Dyscyplina rynkowa w bankowości. Rodzaje i możliwości zastosowania*, Wydawnictwo WSPiZ im. L. Koźmińskiego, Warszawa.

Jackowicz K., Kuryłek W. (2005), *Unikanie raportowania strat przez banki komercyjne działające w Polsce*, „Studia i prace KZiF SGH”, Zeszyt naukowy 64, s. 63–84.



Nier E. (2004), *Bank Stability and Transparency*, "Financial Stability Review", December, s. 112–118.

Park S. (1991), *Bank Failure Contagion in Historical Perspective*, "Journal of Monetary Economics", Vol. 28, No. 2, s. 271–286.

Raviv A. (2004), *Bank Stability and Market Discipline: Debt-for-Equity Swap versus Subordinated Notes*, "Working Paper", Hebrew University of Jerusalem, Jerusalem School of Business Administration, <http://ssrn.com/abstract=575862>.

Scott D.F., Jens W.G., Spudeck R.F. (1991), *Give Public Access to Taxpayer-Funded Secret Bank Ratings System*, "Challenge", November – December, s. 58–60.

Sironi A. (2001), *Testing for Market Discipline in the European Banking Industry: Evidence from Subordinated Debt Issues*, "37th Conference on Bank Structure and Competition: The Financial Net: Costs, Benefits, and Implications for Regulation, Proceedings", Federal Reserve Bank of Chicago, May, Chicago.

Sironi A. (2002), *Strengthening Banks' Market Discipline and Leveling the Playing Field: Are the Two Compatible?*, "Journal of Banking and Finance", Vol. 26, No. 5, s. 1065–1091.

Stern G.H. (1999), *Managing Moral Hazard With Market Signals: How Regulation Should Change With Banking*, "The Region", June, s. 28–31, 60–62.

Tadesse S. (2005), *Banking Fragility and Disclosure: International Evidence*, "Working Paper", No. 748, William Davidson Institute.

Tadesse S. (2006), *The Economic Value of Regulated Disclosure: Evidence from the Banking Sector*, "Journal of Accounting and Public Policy", Vol. 25, No. 1, s. 32–70.



**NBP**

Narodowy Bank Polski