

Vplyv regulácie finančného trhu na rozhodovanie sa ekonomických subjektov

Marián Kočner¹, Ingrid Šabíková², Igor Turuk

Slovenská poľnohospodárska univerzita v Nitre¹
Fakulta ekonomiky a manažmentu, Katedra účtovníctva
Tr. A. Hlinku 2
Nitra, Slovenská republika

Ekonomická univerzita²
Národohospodárska fakulta, Katedra financií
Dolnozemska cesta 1
Bratislava, Slovenská republika
e-mail¹: marian.kocner@uniag.sk

Úvod

V období silnejúcej globalizácie a integrácie plní finančný trh nezastupiteľnú úlohu. Medzinárodnú ekonomickú integráciu možno vymedziť ako proces postupného vzájomného prepájania a zblížovania jednotlivých národných ekonomík, ich ekonomických štruktúr, proces prehlbovania závislosti medzi nimi a postupná transformácia národných ekonomických štruktúr na novú ekonomickú štruktúru. Ekonomické prostredie sa v posledných rokoch výrazne zmenilo. Tieto zmeny sú sprevádzané globalizáciou, rozvojom nových inovatívnych finančných prístupov a technickým pokrokom. Finančný trh je jedným z najdôležitejších segmentov ekonomiky, nakoľko slúži ako kanál, ktorým prúdia finančné prostriedky medzi jednotlivými ekonomickými subjektmi. Na finančnom trhu vystupujú veritelia, dlžníci, finanční sprostredkovatelia a inštitúcie finančného trhu. Finančný systém je súčasťou ekonomického systému. Pre ekonomický systém je dôležitá stabilita finančného sektora. V súčasnosti mnohí odborníci z oblasti finančného trhu vedú rozsiahle diskusie o stabilite finančného trhu Eurozóny. Článok je venovaný popisu regulátorneho a legislatívneho prostredia finančného trhu, teoretickým východiskám regulácie a popisuje situáciu na finančnom trhu v krátkodobom a dlhodobom horizonte z pohľadu rozhodovania sa ekonomických subjektov. Na základe metódy obsahovej analýzy a uvedenej literatúry sú sformulované teoretické a praktické závery a prínosy výskumu.

Teoretické východiská regulácie na finančnom trhu

V literatúre sa finančný systém definuje ako prostredie, ktoré slúži ako kanál na prenos finančných prostriedkov od tých ekonomických subjektov, ktoré vykazujú ich prebytok (sporitelia, veritelia) k tým ekonomickým subjektom, ktoré vykazujú ich nedostatok (dlžníci). Na finančnom trhu môžeme nájsť dva typy ekonomických subjektov, a to:

- ekonomické subjekty, ktoré nemiaňajú všetky finančné prostriedky a majú ich k dispozícii (veritelia),
- a tie ekonomické subjekty, ktoré miaňajú viac finančných prostriedkov ako majú k dispozícii (dlžníci).

Za posledných niekoľko rokov došlo na finančných trhoch k mnohým zmenám, ktoré podstatne ovplyvnili ich charakter. Kľúčovým trendom, ktorý sa netýka len oblasti finančných trhov, je globalizácia. Globalizácia v oblasti finančných trhov je úzko spätá s dvomi významnými faktormi, liberalizáciou svetového obchodu a devízových režimov, ktorá odstraňuje inštitucionálne bariéry obchodnej výmeny a kapitálových tokov, a finančnými

inováciami, ktoré sú podporované výrazným vývojom telekomunikačných a informačných technológií (Erbenová, 2005). S globalizáciou a integráciou finančných trhov vzrastá aj potreba regulácie finančných trhov na nadnárodnej úrovni. Zjednocovanie pravidiel na finančnom trhu sa dotýka oblasti poskytovania finančných služieb, eliminácie nelegálnych praktík vo finančnom systéme a dohliadania činností finančných inštitúcií. K súčasným trendom býva zaraďovaný aj trend deregulácie. Ide o proces odstraňovania striktných metód a nástrojov regulácie a ich nahradzovanie liberálnymi nástrojmi. Pri deregulácii dochádza k výraznému obmedzovaniu zásahov regulačných orgánov a uvoľneniu bariér pre pohyb kapitálu, finančných aj nefinančných inštitúcií. Regulácia predstavuje súbor pravidiel a noriem, ktoré upravujú fungovanie finančného trhu a finančných inštitúcií, ktorých hlavným cieľom je zvýšenie finančnej stability a ochrana klientov. Regulácia môže mať rôzne podoby, od informačných požiadaviek k prísny opatreniam, akými sú napríklad kapitálové požiadavky. Pod pojmom dohľad sa rozumie proces sledovania situácie vo finančných inštitúciách tak, aby sa zabezpečilo, že budú pravidlá a normy správne používané. V praxi sú regulácia a dohľad vzájomne prepojené.

Vives (2010) uvádza, že v nedávnej histórii finančného sektora môžeme rozlíšiť dve obdobia. Prvé obdobie je charakteristické prísnu reguláciou a stabilitou od 40-tych rokov do 70-tych rokov 20. storočia. V tomto období bola súťaživosť medzi finančnými inštitúciami značne obmedzená reguláciou ich aktivít, investícií, oddelením komerčného bankovníctva od poisťovních služieb a investičného bankovníctva (Glass-Steagallovo zákon z roku 1933 v USA). Stabilita tohto obdobia je v kontraste so zvýšeným počtom bankrotov v nasledujúcom období, ktoré je charakteristické liberalizáciou finančného sektora.

Pojem regulácie finančného trhu nebýva vždy chápaný jednotne a často dochádza k jeho zamieňaniu s pojmom dohľad nad finančným trhom. V teórii sú však tieto pojmy dôsledne rozlíšené. Pod reguláciou finančných trhov rozumieme stanovovanie pravidiel fungovania finančného trhu, pod dohľadom kontrolu dodržiavania stanovených pravidiel. Pojem regulácie finančných trhov však často býva chápaný v širšom zmysle ako komplexné stanovovanie pravidiel fungovania finančného trhu, kontrolu ich dodržiavania a dohliadanie nad činnosťou finančných inštitúcií.

Ak chápeme reguláciu finančných trhov ako stanovovanie pravidiel, je nutné povedať, že tieto pravidlá môžu byť právne alebo mimoprávne. Všeobecný legislatívny rámec je stanovený štátom. Ten môže byť dotváraný samoreguláciou organizácií, pravidlami nadnárodných organizácií alebo spoločenskou situáciou. Rozlišujeme reguláciu primárnu, vo forme zákonných predpisov a reguláciu sekundárnu vyskytujúcu sa vo forme vyhlášok, predpisov metodík a pod. Právne pravidlá sú záväzné a vymáhateľné, a preto predstavujú nevyhnutný prvok medzi regulačnými nástrojmi. Podstatné je však ich optimálne nastavenie. Príliš prísne pravidlá vytvárajú nadmerné náklady účastníkom trhu a tiež dohľadovým inštitúciám a zabraňujú vytvoreniu konkurenčného prostredia na trhu. Príliš mierne pravidlá, naopak, vedú k vzniku podvodov, nelegálnych transakcií alebo poškodzovaniu účastníkov finančného trhu.

Cieľom regulácie finančných trhov a dohľadu je vytváranie dlhodobej stability a podmienok efektívneho fungovania a transparentnosti finančného systému a bezpečného fungovania finančného trhu. Úlohou regulácie finančných trhov je zabezpečiť rovné podmienky na trhu, eliminovať riziká spojené s finančnými trhmi (Sivák, 2006) a v neposlednom rade posilniť dôveryhodnosť finančných trhov v očiach verejnosti. Zaisťovanie zdravého finančného systému je dosahované prostredníctvom rôznych nástrojov a opatrení, ktoré sa líšia v každej krajine. Vo všeobecnosti môžeme medzi najvýznamnejšie zaradiť informačné povinnosti, ktoré sú povinní emitenti a ďalšie určené subjekty splniť v lehotách stanovených zákonodarcom alebo regulačnými orgánmi (Veselá, 2011).

Právna regulácia finančných trhov nie je jednotná a v každej krajine sa objavujú rozdiely, prameniace z odlišnej štruktúry trhu, odlišných zámerov a cieľov, ktoré zákonodarcovia plánujú dosiahnuť. Podiel na súčasnej regulácii má určite jej historický vývoj a tiež to, aký je v krajine zaužívaný právny systém. Obdobie po druhej svetovej vojne je obdobím, kedy predstava zjednotenej Európy nabrala reálnu podobu. Myšlienka politického a ekonomického zjednotenia bola podporená úsilím o vylúčenie európskych vojnových konfliktov do budúcnosti, snahami o vytvorenie európskej politickej veľmoci, zvýšenie efektívnosti európskych ekonomík a tiež snahou o vytvorenie veľkého hospodárskeho celku schopného konkurovať na svetovom trhu.

Legislatívne východiská regulácie finančného trhu

Regulácia a dohľad finančného trhu prebiehajú na dvoch úrovniach, a to na národnej (zabezpečujú ju národné organizácie, v mnohých prípadoch centrálné banky) a na medzinárodnej. Medzinárodná regulácia finančných služieb sa týka hlavne troch oblastí finančného trhu:

- bankovníctva (medzinárodná poradná inštitúcia – Bazilejský výbor pre bankový dohľad,
- poisťovníctva (medzinárodná poradná organizácia IAIS – International Association of Insurance Supervisors a IADI – International Association of Deposit Insurers),
- cenných papierov (medzinárodná poradná organizácia IOSCO – International Organization of Securities Commissions).

Pod záštitou Bazilejského výboru pre bankový dohľad, IAIS a IOSCO vzniklo Spoločné fórum, ktoré sa zaoberá spoločnými otázkami týkajúcimi sa bankovníctva, poisťovníctva a oblastí cenných papierov, vrátane regulácie finančných konglomerátov.

Ostatná finančná a hospodárska kríza poukázala na nedostatky a slabé stránky regulácie a dohľadu finančného systému. Možno tvrdiť, že jej výzvou v súčasnosti je to, ako urobiť finančný systém odolnejší voči krízam a viac stabilnejším bez toho, aby sa obmedzil jeho rozvoj.

Dohľad a stabilitu nad finančným trhom v SR vykonáva Národná banka Slovenska. Slovenská republika sa tak zaradila medzi krajiny, ktoré z inštitucionálneho hľadiska usporiadania dohľadu využili možnosť vzniku integrovaného regulátora (Zákon č. 747/2001 Z.z.).

Hlavným dôvodom, prečo NBS dohliada na aktivity všetkých subjektov, je prelínanie činností jednotlivých subjektov finančného trhu a vznik finančných konglomerátov.

V súčasnosti NBS vykonáva:

- Dohľad nad bankovníctvom,
- Dohľad nad platobnými inštitúciami,
- Dohľad nad inštitúciami elektronických peňazí,
- Dohľad nad trhom cenných papierov,
- Dohľad nad poisťovníctvom,
- Dohľad nad dôchodkovým sporením,
- Dohľad nad finančným sprostredkovaním a finančným poradenstvom,
- Devízový dohľad

- Od 1.1. 2015 prebrala Národná banka Slovenska dohľad nad ochranou spotrebiteľov.

Na Slovensku sa zaviedol nový rámec prevencie a riešenia možných krízových situácií na finančnom trhu (Zákon č. 371/2014). Vznikla rada pre riešenie krízových situácií a národný fond na zhromažďovanie peňažných príspevkov vybraných inštitúcií.

Stupeň ochrany finančných spotrebiteľov je jedným z najvýznamnejších indikátorov vyspelosti finančného trhu EÚ (Európskej únie). Dôvera spotrebiteľa je v mnohých členských krajinách značne rôznorodá. Veľký počet poskytovateľov finančných služieb spôsobuje u bežného spotrebiteľa problém pri zorientovaní sa v inovatívnych, často komplikovaných finančných produktoch a službách. Po rozšírení Európskej únie sa v nej nachádzajú milióny rovnocenných spotrebiteľov európskeho spoločenstva. K poškodzovaniu spotrebiteľa dochádza najčastejšie v dôsledku manipulácie na finančnom trhu.

Pod vplyvom hospodárskej krízy Európska komisia zamerala svoje kroky predovšetkým na prísnejšiu kontrolu finančných inštitúcií, ktoré sú regulované národnými orgánmi. V októbri 2008 bola vymenovaná Európskou Komisiou skupina vedená Jacquesom de Larosierom, ktorá bola zameraná na vytvorenie efektívnejšieho, integrovaného a udržateľného európskeho systému regulácie a dohľadu a vylepšenie spolupráce medzi jednotlivými európskymi orgánmi dohľadu. Jednotlivé body reformy regulácie boli navrhnuté v tzv. Larosierovej správe vydané v roku 2009. Správa sa venuje náprave dohody BASEL II, kde požaduje zvyšovanie kapitálových požiadaviek, zavedenie prísnejších pravidiel pre mimosúvahové položky a lepšie postupy v zavádzaní a vyhodnocovaní vnútorných kontrol. Správa sa tiež zaoberá úlohou ratingových agentúr vo finančnom sektore a odporúča ich reguláciu zveriť Výboru pre európsku reguláciu cenných papierov (CESR). Nové pravidlá sa dotýkajú oblasti paralelného bankovníctva, dochádza k úprave medzinárodných štandardov smerom k posilneniu transparentnosti oceňovania aktív a pozornosť je venovaná aj vnútornému sledovaniu rizík a jeho riadeniu. Skupina taktiež navrhuje rozšírenie právomocí orgánov dohľadu a sprísnenie sankcionovania. Prvými opatreniami, ktoré boli v reakcii na hospodársku krízu prijaté bola revízia smernice o systémoch ochrany vkladov a smernice o kapitálových požiadavkách. Taktiež bolo prijaté nariadenie o ratingových agentúrach, ktorým bola zavedená povinnosť registrácie všetkých ratingových agentúr fungujúcich na území EÚ. Súčasť balíka opatrení nápravy regulácie finančných trhov tvorili dva základné body:

- Regulácia na makroprudenciálnej úrovni bude vykonávaná novým orgánom, Európskym výborom pre systémové riziká (ESRC) pod dohľadom Európskej centrálnej banky.
- Regulácia na mikroprudenciálnej úrovni bude v rukách kolégií supervízorov pre každú medzištátnu skupinu, nad ktorými budú dohliadať tri nové európske kontrolné inštitúcie, Európsky orgán pre bankovníctvo (EBA), Európsky orgán pre cenné papiere a trhy (ESMA), Európsky orgán pre poisťovníctvo a dôchodkové poistenie zamestnancov (EIOPA).

Autori Hanson, Kashyap a Stein (2011) vo svojej štúdii uvádzajú možnú víziu makroprudenciálneho dohľadu v globálnom kontexte. Zdôrazňujú, že Teórie finančnej regulácie vychádzajú z mikro a makroprudenciálnej regulácie. Úlohou mikroprudenciálneho dohľadu je zabezpečenie ochrany fondu na ochranu vkladov, prevencia pred morálnym hazardom, ako i snaha o internalizáciu strát. Podľa autorov (Peretz a Schroedel, 2009) recesiou na finančnom trhu prehĺbili tieto formy rizika:

- konfliktnosť cieľov – príliš veľa regulácie robí odvetvie menej efektívnym a oslabuje konkurenčnú pozíciu podnikateľských subjektov,

- morálny hazard – vlády často podceňujú morálny hazard počas vzostupu ekonomiky. Politici a regulačné orgány prijímajú potrebné opatrenia až v prípade núdze,
- neregulované spoločnosti – jedným z problémov sú neregulované, či slabo regulované časti finančného trhu. Nárast neregulovaných aktivít nechal nepovšimnutú časť finančného trhu,
- finančné inovácie na jednej strane prinášajú benefity a zároveň zvyšujú riziko.

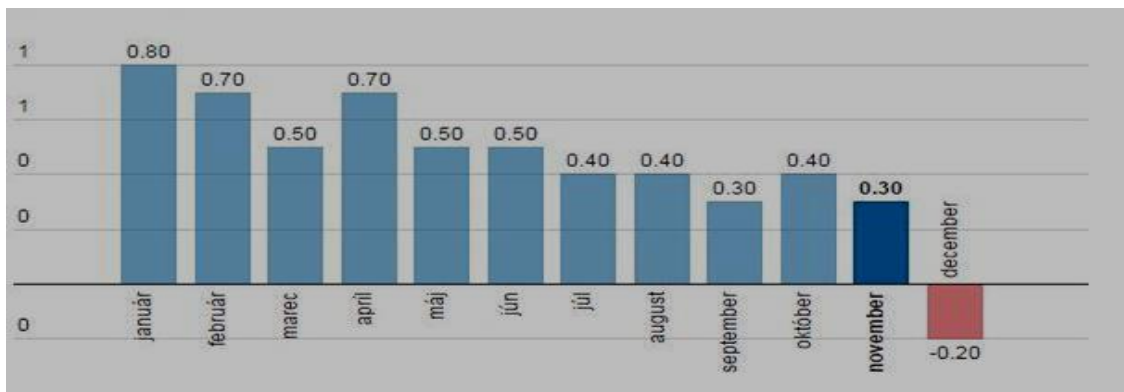
Ak je neregulovaný finančný trh veľký, existuje špirálové riziko a vznikajú veľké straty. Stratégia menovej politiky Európskej centrálnej banky sa zakladá na dvoch analytických pilieroch – ekonomickom a monetárnom piliere. Ekonomický pilier je zameraný na fiškálne ciele (t.j. analýzu hospodárskeho rastu, zamestnanosti, cenového vývoja, kurzového vývoja a zahraničného obchodu). Monetárny pilier sa zameriava na dlhšie obdobie ako ekonomický pilier. Menová analýza v podstate čerpá zo širokej palety menových, finančných a hospodárskych údajov a využíva celý rad doplnkových nástrojov a techník. Všeobecne akceptovaným názorom je, že udržiavaním cenovej stability môže menová politika najviac prispieť k hospodárskemu blahobytu (cieľom je udržať mieru inflácie meranú ako medziročný nárast harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien (ďalej HICP) v strednodobom období v blízkosti 2 % úrovne a rast menového agregátu M3 na úrovni 4,5 % ročne).

Regulácia finančného sektora z pohľadu inštitúcií a infraštruktúry EÚ a Eurozóny

Rozvoj medzinárodných a nadnárodných integračných vzťahov, postupná globalizácia a harmonizácia jednotného európskeho finančného trhu sú jednou z najvýznamnejších črt, ktoré ovplyvňujú medzinárodné podnikanie. Situácia na finančných trhoch je charakteristická prebiehajúcimi inštitucionálnymi zmenami vo väčšine európskych krajín. Kapitola popisuje súčasné zmeny na finančnom trhu Eurozóny z pohľadu ich subjektov a inštitúcií EÚ. Rozsiahle zmeny si vyžiadali náročný legislatívny proces, ktorý redefinoval postavenie subjektov a inštitúcií pôsobiacich na finančnom trhu EÚ a Eurozóny. Stabilita finančného systému EÚ sa zabezpečuje na makroprudenciálnej úrovni, ktorý vykonáva Európsky výbor pre systémové riziká (URL1). Úlohou ESRB je prispievať k predchádzaniu alebo zmierňovaniu systémových rizík pre finančnú stabilitu v EÚ. Ďalej európsky výbor zabezpečuje spoluprácu s ostatnými orgánmi ESFS, medzinárodnými a národnými inštitúciami (Čillíková a Pénzeš, 2013). Dôležitou úlohou ESRF je analyzovať a monitorovať prepojenia medzi jednotlivými krajinami a finančnými inštitúciami, monitorovať kanály pre šírenie otrasov z jedného regiónu do iného, spoločné správanie sa účastníkov trhu a spoločné predchádzanie voči rizikám. Európska centrálna banka (ECB), v rámci prípravy prechodu na jednotný mechanizmus dohľadu, od novembra 2013 spustila komplexné hodnotenie najväčších bankových skupín (URL2). Krízový manažment v bankovom sektore rieši smernica pre ozdravenie a riešenie krízových situácií bánk - BRRD. Od novembra 2014 ECB vykonáva dohľad nad najväčšími bankovými skupinami v eurozóne v rámci jednotného mechanizmu dohľadu. Komplexné hodnotenie pozostáva z hodnotenia rizík, preskúmania kvality aktív a záťažového testu. Banky sa už v roku 2014 zaisťovali pred komplexným hodnotením. Odkedy ECB avizovala spustenie komplexného hodnotenia banky celkovo navýšili svoje vlastné zdroje o viac než 30 mld. €. Do komplexného hodnotenia sú zapojené aj tri najväčšie slovenské banky (Slovenská sporiteľňa, VÚB banka, Tatra banka), ktoré od novembra 2014 prešli pod dohľad ECB. Slovenské banky obstáli v záťažových testoch. Za bezpečnosťou slovenských bánk stoja vysoké dosahované zisky z bankových poplatkov a vysoké úroky hlavne pri spotrebných úveroch. V súčasnosti ECB pristúpila ku

kvantitatívne uvoľňovaniu masy peňazí do obehu, nakoľko v Eurozóne je dlhodobým problémom nízka inflácia resp. deflácia, ktorú znázorňuje graf 1.

Graf 1: Vývoj inflácie Eurozóny v % roku 2014

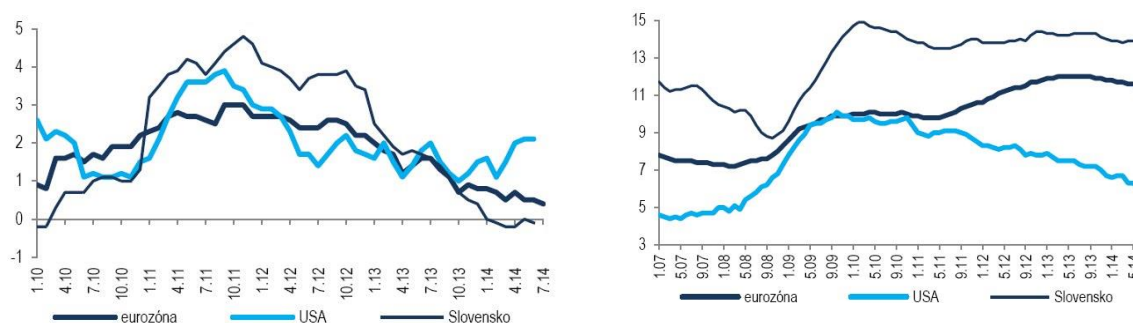


Zdroj: NBS na základe indikátorov obozretnosti na makroúrovni, december 2014.

Na základe údajov grafu 1, spotrebiteľské ceny medziročne klesli do mínusu (-0,2 %) a eurozóna sa tak prvýkrát od roku 2009 dostala do deflácie. Pritom ideálna situácia je dvojpercentná inflácia, ktorej dosiahnutie je jedným zo základných cieľov ECB.

Kvantitatívne uvoľňovanie masy resp. tlačenie peňazí do ekonomiky prebieha od marca 2015 do septembra 2016 a jeho konečná podoba dosiahne hodnotu 1,14 bilióna eur. Kvantitatívne uvoľňovanie menovej politiky (QE) predstavuje stratégiu európskej centrálnej banky, pomocou ktorej sa snaží stimulovať domácu ekonomiku v situácii, keď drží úrokové sadzby na nulovej úrovni. Európska centrálna banka začne nakupovať od komerčných bánk (a iných finančných inštitúcií) cenné papiere za účelom zvyšovania množstva peňazí v ekonomike. ECB tento krok robí, aby povzbudila banky v úverovaní, čím prispeje k rýchlejšiemu úverovaniu. Úvery budú smerovať hlavne do podnikateľskej sféry, ktorá povedie k rýchlejšiemu tempu hospodárskeho zotavenia. Následne viac pracovných príležitostí podporí aj spotrebu domácností a zaženie definitívne defláciu v eurozóne. Čiže tlačenie peňazí do ekonomiky môže spôsobiť dva scenáre, a sice podporu podnikateľskej aktivity alebo útlm podnikateľskej aktivity. Ekonomická teória uvádza, že zdravý ekonomický rast prichádza iba vtedy, keď podnikatelia efektívne uspokojujú potreby svojich zákazníkov. Situácia na trhu je však opačná, nakoľko na trhu existuje obrovské množstvo regulácií a vysoké dane. V súčasnej dobe znižovanie daní a znižovanie regulačného zaťaženia môže prispieť k udržateľnému rastu. Rozhodnutie ECB o vháňaní peňazí do ekonomiky mnohí ekonómi prirovnávajú k regulačnému opatreniu Federálneho rezervného systému v USA. Regulačné ciele ECB spochybnil aj ekonóm Bank of England Nick Butt, nakoľko v Británii kvantitatívne uvoľňovanie nevedlo k väčšiemu úverovaniu (URL3). Dopad regulačného ciele ECB v ekonomike môže vyvolať dva scenáre, a sice podporu podnikateľských aktivít alebo útlm podnikateľských aktivít. *Avšak zásadným problémom eurozóny (URL4) je skutočnosť, že podnikatelia sú na rozdiel od amerického trhu extrémne závislí na bankách - osem z desiatich eur, ktoré si požičali firmy, pochádzajú z bánk, zvyšok sú peniaze z kapitálového trhu. V USA je to naopak – osem z desiatich eur, ktoré si požičali firmy, pochádzajú z kapitálového trhu. Celý úspech programu ECB tak bude závisieť od ochoty podnikateľov a spotrebiteľov.* Ďalším problémom Eurozóny v porovnaní s ekonomikou USA je odlišný vývoj oboch ekonomík za sledované obdobie, ktorý je znázornený pomocou vývoja kriviek inflácie a nezamestnanosti. *Odlišný je aj obrat v cykle menovej politiky v USA. Federálny rezervný systém postupne utlmuje kvantitatívne uvoľňovanie peňazí do obehu, s cieľom zvýšenia základnej úrokovej sadzby.*

Graf 2: Porovnanie priebehu inflácie a nezamestnanosti eurozóny a USA



Zdroj: spracovanie na základe indikátorov obozretnosti na makroúrovni k júnu 2014 NBS.

Z porovnania priebehu kriviek nezamestnanosti je vidieť, že trh práce ostáva jedným z najväznejších problémov pre eurozónu. Taktiež dlhodobé zotrvanie inflácie na nízkej úrovni resp. nástup deflácie, by mal negatívny dopad na reálnu ekonomiku, finančný sektor eurozóny nevynímajúc. Podľa ekonomickej teórie – deflácia znamená pokles cien a zamestnanosti. Ak by ľudia nemali prácu, nemali by z čoho platiť úvery. Zároveň by klesali aj ceny nehnuteľností. V priebehu roka 2014 ECB regulačným opatrením znížila základnú úrokovú sadzbu z 0,25 % na 0,05 %. Tabuľka 1 znázorňuje vplyv poklesu základnej úrokovej sadzby na vybrané ukazovatele.

Tabuľka 1: Vplyv sadzby ECB na vybrané ukazovatele

Ukazovateľ	Začiatok roka 2014	Koniec roka k 16.12. 2014	Zmena v % resp. p.b.
Základná sadzba ECB	0,25%	0,05 %	- 0,20 p.b.
12M Euribor	0,56 %	0,33 %	- 0,23 p.b.
Výnos z 5Y SK ŠD	1,62 %	0,40 %	- 1,22 p.b.
EURUSD	1,3763	1,2511	- 9,1 p.b.
Zlato (USD/unca)	1 206	1 197	- 0,7 %
Striebro (USD/unca)	19,4	15,7	- 19,0 %

Zdroj: spracovanie autora podľa údajov ECB

Zníženie základnej úrokovej sadzby ECB na hodnotu 0,05% sa premietlo v znížení všetkých vybraných ukazovateľov. Sadzba ECB sa premietla aj do nižších úrokových sadzieb na medzibankovom trhu v roku 2014. Zníženie úrokovej sadzby sa premietlo i v oslabovaní eura voči okolitým menám. Nízke úrokové sadzby vyvolávajú tlak na vznik tzv. rizikového apetítu. Investori čoraz viac zameriavajú na rizikovejšie aktíva so zámerom vylepšiť výnosnosť svojich portfólií, tzn. podstupujú zvýšené riziko - kreditné, likvidné, či produktové riziko (Sivák a Gertler, 2006). Navyše financovanie nákupu rizikovejších aktív je pri nízkych úrokových sadzbách lacné, čo vedie k nárastu tzv. rizikového apetítu. Tento trend sa premieta aj na globálnych finančných trhoch. Najmä v USA sa na finančných trhoch presadzujú kreditné nástroje, ktoré boli často používané práve na vrchole cyklu pred vypuknutím krízy. Príkladom sú tzv. „cov-lite“ úvery – úvery s menším stupňom ochrany pre veriteľov (Správa o finančnej stabilite, 2014). Avšak na druhej strane pre Eurozónu by boli vyššie úrokové sadzby problémom aj z pohľadu reálnej ekonomiky. Na jednej strane by sa zmenšil dopyt po úveroch, čo by negatívne vplývalo na investičný dopyt. Zároveň zvýšené úrokové bremeno by mohlo priviesť časť podnikov do finančných ťažkostí a spustiť vlnu úverových zlyhaní.

Infraštruktúra finančného trhu na Slovensku

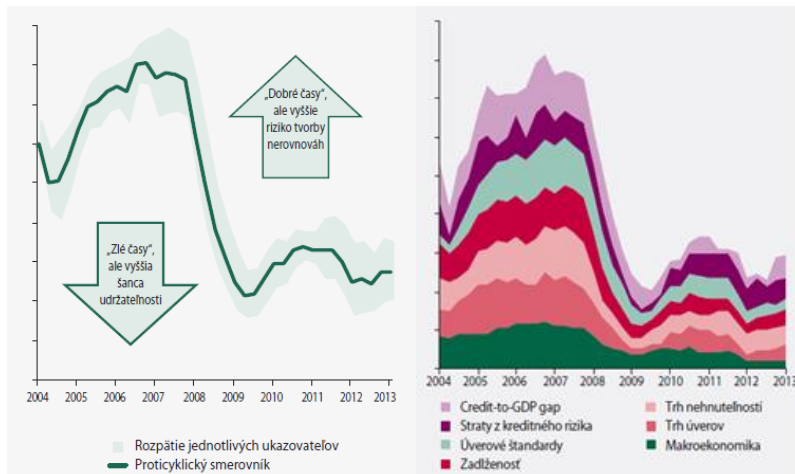
Slovenská republika sa vyznačuje bankovo orientovanou ekonomikou, nakoľko na finančnom trhu majú dominantné zastúpenie banky. Na finančnom trhu vznikajú nové inovatívne finančné nástroje, ktoré zneprehľadňujú finančné toky a spôsobujú vznik nových rizík na finančných trhoch, ktoré sa premietajú i v oslabovaní výkonnosti podnikov. Infraštruktúru finančného trhu tvorí Burza cenných papierov a Centrálny depozitár cenných papierov, ktorí vykonávajú úlohu finančného sprostredkovateľa medzi bankami, poisťovňami, obchodníkmi s cennými papiermi, finančnými poradcami, správčovskými spoločnosťami a dôchodkovými správčovskými spoločnosťami. V rámci infraštruktúry finančného trhu sú osobitnými typmi inštitúcií Fond ochrany vkladov a Garančný fond investícií. Finančný trh na Slovensku je regulovaný a integrovaný dohľad vykonáva Národná banka Slovenska. V Národnej banke Slovenska bol zriadený útvar dohľadu nad finančným trhom, ktorý okrem dohliadacej a povoľovacej činnosti riadi a reguluje riziká, ktoré vznikajú na finančnom trhu. Hlavným dôvodom, prečo NBS dohliada na aktivity všetkých subjektov sú riziká trhu a vznik finančných konglomerátov. Vznikom silných finančných skupín sa úloha regulátora stáva podstatne zložitejšou (Šabíková, 2013). Finančné konglomeráty predstavujú rozsiahle finančné domy, ktoré na trhu ponúkajú kombináciu širokej škály bankových, investičných a poisťných produktov. Príkladom finančnej konglomerácie je komerčná banka predstavujúca jadro holdingu, ktorá rozširuje svoje podnikateľské aktivity do obchodovania s cennými papiermi kolektívneho investovania alebo poisťovníctva. Iným príkladom je poisťovňa, ktorá využíva svoju sieť aj na bankové operácie, alebo vstupuje do kolektívneho investovania a obchodovania s cennými papiermi. Výnimku už nepredstavujú ani holdingy s pôsobnosťou na celom spektre aktivít finančného trhu. Ich veľkostný rozmer spôsobuje neprehľadné toky medzi jednotlivými dcérskymi spoločnosťami, ako aj medzi dcérskou spoločnosťou a materskou entitou. S existenciou finančných konglomerátov je spojený vznik morálneho rizika na finančných trhoch (Šabíková, 2013). Finančné skupiny inklinujú k morálnemu hazardu vtedy, keď sa vďaka svojej veľkosti cítia neohrozene (tzn. too big to fail). Z pohľadu transparentnosti finančného trhu Slovenská republika implementovala do národnej legislatívy smernice EÚ. Potreba vypracovania smernice o zneužívaní trhu vznikla z dôvodu stále nových finančných a technických trendov zvyšujúcich príležitosti na zneužívanie trhu, pomocou nových technológií a zvýšených cezhraničných aktivít. Finančné inštitúcie a banky na financovanie projektov zvyčajne využívajú cudzie finančné prostriedky. Banka sa vystavuje riziku, že investícia sa nevydarí a peniaze sa banke nevrátia. Avšak pri použití vysokého pomeru cudzích peňazí (30:1, resp. 40:1) sa do problémov nedostane len jedna banka, ale aj ďalšie finančné inštitúcie, ktorých peniaze použila. Spustí sa reťazová reakcia. A ak sa objem týchto zlých investícií či úverov nahromadí, stabilita finančného trhu je ohrozená. Podľa francúzskeho profesora ekonómie Bruno Colmant „zdravá banka disponuje vkladmi svojich klientov a kapitálom od akcionárov. Práve tento balík je akýsi vankúš – bezpečnostná rezerva banky. V prípade ekonomického šoku by vytvorený vankúš poslužil na stmenie nárazu“ (URL5). I napriek implementovaným smerniciam a zriadenia regulátora na finančnom trhu vznikajú v súčasnosti na trhu nové riziká. Nové riziká na trhu spôsobili rozdelenie finančného trhu na dve skupiny. Na trh, ktorý podlieha dohľadu prísneho regulátora a na finančný trh, ktorý nepodlieha prísny reguláčným pravidlám.

Reakcia ekonomických subjektov na reguláciu na finančnom trhu

Dôležitou súčasťou makroprudenciálnej politiky je proticyklický kapitálový vankúš. Úlohou tohto nástroja je v čase rastu ekonomiky a úverového trhu zabezpečiť vytvorenie kapitálového vankúša dostatočného pre absorbovanie strát v čase krízy. V čase neistoty na finančnom trhu, ktorá pramení i z nepriaznivého makroekonomického vývoja štátov EÚ, význam tvorby

proticyklického kapitálového vankúša narastá. Vankúš sa tvorí ako percento z rizikových váh na všetky dlhy s výnimkou verejnej správy. Pre použitie proticyklického kapitálového vankúša je potrebné popísať celkový finančný cyklus. Jedným zo spôsobov popisu finančného cyklu je koncept proticyklického smerovníka – Cyklogramu, ktorý je súhrnným indikátorom vybraných makroekonomických a finančných ukazovateľov. Základnou myšlienkou proticyklického smerovníka je porovnávanie hodnôt jednotlivých ukazovateľov s hodnotami, ktoré tieto ukazovatele dosahovali v posledných desiatich rokoch (Rychtárik, 2014).

Graf 3: Priebeh a rozklad Cyklogramu (proticyklického smerovníka)



Zdroj. Správa o finančnej stabilite k máju 2014, s. 47

Z grafu 3 za sledované obdobie rokov 2004 - 2013 je vidieť klesajúci priebeh krivky cyklogramu. Z dostupných údajov Národnej banky Slovenska, medzi hlavné faktory stagnácie proticyklického smerovníka spočíval v poklese úverov podnikom od domácich bánk vo väčšine odvetví, relatívne nízkej úrovni cien nehnuteľností, konzervatívnejšieho nastavenia úverových štandardov, ako aj pretrvávajúcich problémov na trhu práce, spojené s pomalým rastom ekonomiky.

Na základe podrobného rozkladu cyklogramu a priebehu jednotlivých kriviek (graf 3), je vidieť, že krivka priebehu makroekonomického vývoja má v rokoch 2012 a 2013 nepatrný priebeh, pričom všetky ostatné krivky majú strmý nárast. Strmost' nárastu kriviek je vidieť aj na krivke zadlženosti, ktorá bola spôsobená nárastom zahraničného dlhu podnikov a vývojom v sektore retailu (spotrebiteľov). Napriek nízkej úrovni finančného cyklu je vývoj v sektore retailu veľmi dynamický. Rast úverov na bývanie spôsobil nárast zadlžovania sa domácností - t.j. celkový dlh sektora domácností rástol rýchlejšie ako ich disponibilné príjmy. Podľa nositeľa nobelovej ceny za ekonómiu Erica Maskina, hlavným problémom Eurozóny, ktorý oslabuje i stabilitu finančného sektora, je nízka produkcia meraná rastom HDP a vysoká nezamestnanosť. Podľa Erica Maskina znižovanie verejných výdavkov v EÚ sa stáva kontraproduktívne. Má tendenciu utlmiť ekonomiku a keď ekonomická aktivita klesá, znižujú sa daňové príjmy a rastú dlhy. Táto situácia platí najmä v čase recesie. Správny čas na znižovanie dlhov a zvyšovanie daní je vtedy, keď je ekonomika na vrchole. Politika štátu má byť proticyklická. To znamená, zvyšovať dane a znižovať výdavky je potrebné vtedy, keď je ekonomika na vrchole. A naopak, dane znižovať a míňať viac, keď sa ekonomike nedarí. Finančná kríza nepostihne len banky. Banky sú zdrojom financií mnohých firiem, podnikov a finančných spotrebiteľov. Kríza má potom tendenciu pokračovať ďalej smerom k prepúšťaniu a bankrotom podnikov a spotrebiteľov.

Dopad vplyvu regulácie smernice ECB na zvyšovanie úrokových sadzieb národných bánk

Podnik ako ekonomický subjekt vstupuje na finančný trh. V súčasnosti európske banky (prísnu reguláciou na finančnom trhu), musia spĺňať prísne kapitálové požiadavky na kapitálovú primeranosť bánk (tabuľka 2).

Tabuľka 2: Kapitálové požiadavky bánk

Roky	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
KP pre Core Tier 1	2,0	3,5	4,0	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Kapitálový konzervatívny vankúš	-	-	-	-	0,625	1,25	1,875	2,5
Core Tier 1 + kapitálový konzervatívny vankúš	2,0	3,5	4,0	4,5	5,125	5,75	6,375	7,0
Kapitálová požiadavka Tier 1 (vlastný kapitál banky)	4,0	4,5	5,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Požiadavky na vlastný kapitál bez konzervatívneho buffera	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0	8,0
Požiadavky na vlastný kapitál + kapitálový konzervatívny vankúš	8,0	8,0	8,0	8,0	8,625	9,25	9,875	10,5

Zdroj: The basel III accord / www.basel-iii-accord.com

Regulačná smernica Basel Capital Accord (Basel I) stanovila pre banky kapitálové požiadavky k úverovému riziku vo výške minimálne 8 %. Na finančných trhoch dochádzalo k vzniku nových druhov rizík (operačné riziko), preto sa zaviedli nové metódy merania trhových rizík a smernica Basel I bola nahradená smernicou Basel II (NBCA – New Basel Capital Accord). Smernica Basel II sa v čase finančnej krízy neosvedčila, preto sa implementovala smernica Basel III. Aby banky nemali problém s likviditou a s dostatočným kapitálom, zaviedli sa do praxe kapitálový konzervatívny vankúš, proticyklický kapitálový vankúš a v prípade systémovo dôležitých bánk sa kapitálová požiadavka na kapitálovú primeranosť zvýši. Kapitálový konzervatívny vankúš vo výške 2,5 % budú banky vytvárať pre prípadné budúce nepriaznivé udalosti. Proticyklický kapitálový buffer (vankúš) sa začne aplikovať na úrovni 0,625 % od roku 2016. Tvorba proticyklického vankúša sa bude vyžadovať len v krajine s nadmernými rizikami. V prípade uplatnenia proticyklického vankúša vo výške 2,5 % sa celková kapitálová požiadavka vyšplhá až na 13% kapitálu banky.

Celková kapitálová požiadavka podľa Basel III je nasledovná:

$$CKP = KP + KKB + PKB + KSDB$$

CKP – celková kapitálová požiadavka,

KP – kapitálová požiadavka podľa rámca Basel II,

KKB – kapitálový konzervatívny buffer (vankúš),

PKB – proticyklický kapitálový buffer,

KSDB – kapitál vyhradený pre systematicky dôležité banky.

Na základe údajov NBS, banky pôsobiace na Slovensku v súčasnosti spĺňajú kapitálovú požiadavku podľa rámca Basel II. Postupne do roku 2019 sa implementuje nový koncept Basel III, ktorý spôsobí postupné zvyšovanie kapitálovej primeranosti banky. Sprísnené požiadavky na zvyšovanie kapitálovej primeranosti bánk spôsobia, že banky si navyšovanie kapitálu premietnu do ceny úveru. Úvery pre podniky sa tým stanú drahšími resp. nedostupnejšími a spôsobia opačný efekt pre rozvoj podnikateľských aktivít. *Na základe uvedených údajov sa domnievame, že prísne regulačné opatrenia ECB a centrálnych národných bánk môžu pravdepodobne v ekonomickom sektore vyvolať dva scenáre, a sice zotrvanie komerčných bánk na finančnom trhu s navýšením dostatočného kapitálu a vytváraním tzv. vankúšov. Alebo komerčné banky prísny tlak regulačných opatrení nebudú ochotné akceptovať a svoje finančné aktivity začnú presúvať do tzv. tieňového bankovníctva, čo v konečnom dôsledku môže vyvolať prehlbovanie nestability na finančnom trhu.*

V prípade ukazovateľa celkovej kapitálovej požiadavky (CKP) je potrebné uviesť skutočnosť, že v súčasnosti existujú a dostávajú sa do popredia nové riziká, ktoré nie je možné kvantifikovať. Neodvratným problémom sú globálne riziká, riziká súvisiace s informačnými technológiami (počítačová kriminalita), riziká vyplývajúce zo zmeny klímy a starnutia populácie (Sivák, Ochoťnický a Čambalová, 2011), ktoré budú vplývať na všetky ekonomické subjekty (podniky, spotrebiteľov, banky) a v neposlednom rade ovplyvnia resp. narušia stabilitu celého ekonomického systému, finančného systému nevynímajúc. Z dlhodobého horizontu bude zaujímavé sledovať rozhodovanie sa regulátorov trhu. Nakoľko centrálna národná banka Eurozóny sa v mnohých názoroch rozchádzajú. Azda v každej centrálnej banke tradične existujú dva prúdy (t.j. názorové skupiny). Jednou sú takzvaní jastrabi, ktorí sú skôr zástancami vyšších sadzieb a prísnejšej menovej politiky. Druhou skupinou sú holubice, a teda centrálni bankári naklonení nižším sadzbám, voľnej menovej politike či monetárnym stimulom.

Z dlhodobého hľadiska je stabilita finančného sektora eurozóny otázna. Avšak nevyhnutným predpokladom pre zabezpečenie stability finančného sektora bude dosahovanie priaznivého ekonomického vývoju eurozóny v strednodobom a dlhodobom horizonte.

Na základe obsahovej analýzy a uvedených výsledkov - riziká z pohľadu stability finančného trhu sú nasledovné (Správa o finančnej stabilite):

- splácanie naakumulovaného dlhu Grécka štátmi EÚ,
- riziko z rastu objemu investícií do rizikovejších aktív na globálnych trhoch, ktoré zvýši vznik rizika nárastu rizikovej averzie investorov,
- riziko nízkej výnosnosti aktív v poisťovniach a vo fondoch (riziko nízkych úrokových sadzieb),
- riziko zhoršenia makroekonomického vývoja podnieti nárast nákladov na kreditné riziko v prípade nepriaznivého makroekonomického vývoja,
- riziko zhoršenia vývoja na finančnom trhu sa premietne vo vyššej citlivosti bánk na nepriaznivý vývoj finančného trhu,
- riziko oslabovania ziskovosti finančných inštitúcií v prípade zvýšenia daňovej resp. odvodovej povinnosti. Banky popri bankovom odvode spätne platia do Fondu ochrany vkladov. Navyše banková únia pripravuje nový odvod do rezolučného fondu a zvýši poplatky za výkon dohľadu,
- problémom eurozóny je skutočnosť, že podnikatelia sú na rozdiel od amerického trhu extrémne závislí na bankách. V USA je situácia opačná, osem z desiatich eur, ktoré si požičali firmy, pochádzajú z kapitálového trhu. V prípade vzniku nestability na

finančnom trhu existuje predpoklad, že vzniknuté riziká vyplývajúce z nestability finančného sektora sa premietnu aj do navýšenia ceny úverov pre podnikateľskú sféru, čo následne môže vplývať na obmedzenie úverov a podnikateľských aktivít,

- bankový sektor sa spája so vznikom morálneho hazardu. Je založený na dôvere, kvôli čomu v mnohých prípadoch existuje verejný záujem o zachovanie činnosti banky, aj keď sa táto dostane do krízovej situácie. Vzniká tak morálny hazard, že jednotlivé štáty zachránia banky v problémoch poskytnutím štátnej pomoci. Hlavným cieľom je minimalizácia dopadov bankových kríz na spoločnosť ako celok vrátane daňovníkov v záujme zachovania finančnej stability ako celku,
- riziká vyplývajúce z makroekonomických nerovnováh eurozóny. Znižovanie deficitov rozpočtov verejnej správy je nepostačujúce kvôli nízkemu hospodárskemu rastu. Pomalé zvyšovanie ekonomického rastu a súčasne nízka inflácia, ktorá prešla do deflácie sú indikátorom rastu verejného dlhu i v strednodobom horizonte. Obdobie veľmi nízkej inflácie je nebezpečné i pre stabilitu finančného trhu,
- kvantitatívne uvoľňovanie masy peňazí Európskou centrálnou bankou, od marca 2015 do septembra 2016, sa empiricky spája so vznikom rizík ako nafukovanie bublín, prehrievanie ekonomiky a väčších rizík pre banky,
- udržanie stability finančného systému bude náročné, nakoľko banková únia predstavuje záchrannú sieť pre nespočetne veľké množstvo subjektov, ako obchod a samotné banky, ale najmä pre 500 miliónov občanov EÚ,
- banková únia stojí na troch pilierov. Nosným z nich je jednotný mechanizmus dohľadu, ktorý dáva centrálnej banke kontrolnú právomoc nad vyše 150 najväčšími bankami v EÚ. Pod jednotným mechanizmom riešenia krízových situácií sa rozumejú záchranné nástroje a fond, ktorý v súčasnosti predstavuje 55 miliárd eur. Tretím pilierom je systém ochrany vkladov až do výšky 100-tisíc eur. Na záchranu krachujúcich bánk použili členské štáty od roku 2011 už 1,6 bilióna eur (URL5).

Záver

Poukázali sme na špecifiká regulácie finančného trhu EÚ v čase krízy a posúdili sme vplyv regulácie finančného trhu na správanie sa ekonomických subjektov. V čase neistoty sú rizikovými faktormi – silnejúca globalizácia, oslabovanie európskej meny Euro a produktová orientácia podnikov. V čase globalizácie sa podniky snažia zvýšiť svoju konkurencieschopnosť novými inovatívnymi prístupmi. Významným nástrojom sa stáva reinžiniering (Hamscher, 1994), prostredníctvom ktorého je možné zvýšiť efektívnosť podniku a zároveň eliminovať vznikajúce riziká na finančnom trhu. Napriek tomu, že v Európskej únii ochrana finančných spotrebiteľov je právne upravená, finančné trhy v investičných službách a produktoch sú značne fragmentované (roztrieštené). Na finančnom trhu sa zaviedol nový rámec prevencie a riešenia možných krízových situácií na finančnom trhu. Vznikla rada pre riešenie krízových situácií a národný fond na zhromažďovanie peňažných príspevkov vybraných inštitúcií. Od 1.1. 2015 prebrala NBS dohľad aj nad ochranou finančných spotrebiteľov. Finančné inštitúcie, najmä banky, v súčasnosti podstupujú určité riziká, čo je v podstate prospešné pre rozvoj investícií a technológií. Banky na financovanie projektov zvyčajne využívajú cudzie finančné prostriedky. Nebezpečným javom je, ak finančné inštitúcie v praxi využívajú pákový efekt – tzn. pomer cudzieho kapitálu k vlastnému kapitálu prekračuje vysoké hodnoty (30:1 resp. 40:1). A ak sa objem týchto zlých investícií či úverov nahromadí, finančná stabilita finančných inštitúcií je ohrozená. Slovenský bankový sektor je z krátkodobého horizontu (t.j. nasledujúcich troch rokov) stabilný. Z dlhodobého hľadiska

je stabilita finančného sektora eurozóny otázná. Rozhodujúcu úlohu tu budú zohrávať prísne regulačné opatrenia zo stany ECB ako i rozhodnutia národných centrálnych bánk eurozóny, ktoré sa následne premietnu do rozhodovania sa komerčných bánk, podnikov ako i spotrebiteľov. Avšak nevyhnutným predpokladom pre zabezpečenie stability finančného sektora bude dosahovanie priaznivého ekonomického vývoja eurozóny v strednodobom a dlhodobom horizonte. Stabilita a regulácia finančného sektora Eurozóny v strednodobom a dlhodobom horizonte bude závislá od vývoja a priebehu fiškálnej konsolidácie a štrukturálnych reforiem. Zásadným problémom Eurozóny je nedodržanie 2% úrovne inflácie a rast dlhov verejnej správy. Kardinálnym problémom je trh práce, jednak z pohľadu pretrvávajúcej nezamestnanosti hlavne mladých ľudí a z pohľadu samotného zdanenia práce (vysoké zdanenie práce). Zásadným problémom je i pretrvávajúci trend rastu dlhov domácností, podnikov, vlády a samospráv. Z dlhodobého horizontu je možné uviesť, že finančný sektor bude stabilný, ak bude schopný plynule plniť svoje základné funkcie aj pri negatívnych šokoch v externom alebo domácom finančnom a ekonomickom prostredí. Stabilita finančného sektora je nevyhnutným predpokladom pre zdravé fungovanie reálnej ekonomiky.

Literatúra

- [1] BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS: Basel committee: Proposal to issue a supplement to the Basel Capital Accord to cover market risks. [online]. Dostupné na: <http://www.bis.org/publ/bcbs15.htm>
- [2] ČILLÍKOVÁ, J. - PÉNZEŠ, P. [2013] K niektorým otvoreným otázkam jednotného mechanizmu dohľadu v EÚ. Biatec 1/2013, Bratislava, ISSN 1335-0900
- [3] ERBENOVÁ, Michaela. Globalizace finančních trhů a integrace dozoru nad finančním trhem České republiky. In Aktuální vývoj finančních trhů, jejich regulace a dozor [online] 2005 [cit. 05-02-2012] Dostupné na:
- [4] <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vys_toupeni_projevy/download/erbenova_20050614_regulator_konference_VSFS_prednaska.pdf>.
- [5] HAMSCHER, W. 1994. AI in business-process reengineering. AI Magazine. Winter 1994, Zv. 15, 4.
- [6] HANSON, S.G. - KASHYAP, A.K. - STEIN, J. C. 2011. A Macroprudential Approach to Financial Regulation. In Journal of Economic Perspectives. 2011, roč. 25, č. 1, s. 3-28. ISSN 08953309.
- [7] MASKIN, E.: Prečo vznikajú finančné krízy a ako ich riešiť. Sympóziu Nadácie Tatra banky, dňa 25.04.2013 Bratislava.
- [8] PERETZ, P. - SCHROEDEL, J. R. 2009. PAR Symposium on the Financial Crisis: Financial Regulation in the United States: Lessons from History. In Public Administration Review. 2009, roč. 69, č. 4, s. 603-612. ISSN 00333352
- [9] RYCHTÁRIK, Š.: 2014 Analytical background for the counter-cyclical capital buffer decisions in Slovakia. Biatec, 4/2014. ISSN 1335-0900
- [10] SIVÁK, R. - GERTLER, E.: Teória a prax vybraných druhov finančných rizík : kreditné, trhové, operačné. - Bratislava : Sprint v.fra, 2006. - 248 s. : diag., grafy, sch., tab. - ISBN 80-89085-56-3
- [11] SIVÁK, R. - OCHOTNICKÝ, P. - ČAMBALOVÁ, A.: Fiškálna udržateľnosť penzijných systémov. In Politická ekonomie : teorie, modelování, aplikace. - Praha : Vysoká škola ekonomická, 2011. - ISSN 0032-3233. - Roč. 59, č. 6 (2011), s. 723-742. (2011).
- [12] ŠABÍKOVÁ, I.: Finančný trh v kontexte podnikateľskej sféry. In Financie a riziko: elektronický zborník príspevkov z XV. ročníka medzinárodnej vedeckej konferencie. - Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2013. - ISBN 978-80-225-3765-0.
- [13] VESELÁ, Jitka. Investování na kapitálových trzích. 2., aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011. 789 s. ISBN 9788073576479.
- [14] VIVES, Xavier. 2010. La crisis financiera y la regulación. Occasional Paper OP-179. September 2010. IESE Business School Universidad de Navarra, 17 s.

- [15] Správa o finančnej stabilite. Máj 2014, Národná banka Slovenska. ISSN 1338-6123.
- [16] URL1: Európske noviny. Brusel – Štrasburg – Bratislava. Finančné trhy: Pohľad späť na rok 2014 a náš výhľad na ten aktuálny. Uverejnené dňa 9. 1. 2015.
- [17] Dostupné na: <http://www.europskenoviny.sk/2015/01/09/financne-trhy-pohlad-spat-na-rok-2014-nas-vyhľad-na-ten-aktualny/>
- [18] URL2: Európske noviny. Brusel – Štrasburg – Bratislava. ECB nechce dovoliť ďalšie zrušenie bánk eurozóny, testuje ich výdrž. Uverejnené dňa 14. 1. 2015. Dostupné na: <http://www.europskenoviny.sk/2015/01/14/ecb-nechce-dovolit-dalsie-zrutenie-bank-eurozony-testuje-ich-vydrz/>
- [19] URL3: <http://www.etrend.sk/ekonomika/ecb-po-vzore-usa-schvalila-miliardove-injekcie-do-ekonomiky.html>
- [20] URL4: Podľa denníka The Financial Times <http://www.etrend.sk/ekonomika/ecb-po-vzore-usa-schvalila-miliardove-injekcie-do-ekonomiky.html>
- [21] URL5: Európske noviny. Brusel – Štrasburg – Bratislava. Banková únia postavila na nohy 110 krachujúcich bánk. Uverejnené dňa 9.6. 2014. Dostupné na: <http://www.europskenoviny.sk/2014/06/09/bankova-unia-postavila-na-nohy-110-krachujucich-bank/>
- [22] Zákon č. 371/2014 o riešení krízových situácií na finančnom trhu.
- [23] Zákon č. 747/2004 Z. z. o dohľade nad finančným trhom