

Roli i shtetit në tregjet financiare

Teuta Ismaili **MUHARREMI**¹

Abstrakt: Ky punim ekzaminon arkitekturën e tregjeve financiare duke u fokusuar në komponentin që ka të bëjë me rolin e shtetit në tregun financiar. Pas një pasqyrimi të shkurtër të koncepteve themelore të tregjeve financiare bashkëkohore, punimi ofron një rishikim të literaturës mbi rolin e shtetit në tregun financiar duke theksuar në veçanti evolimin e këtij roli si rrjedhojë e krizës së fundit financiare globale. Duke nënvizuar rolin shumëdimensional të shtetit në tregjet financiare, punimi konstaton se asnjë treg financiar nuk mund të zhvillohet në mënyrë të qëndrueshme pa një rol aktiv direkt dhe indirekt të shtetit si dhe pa një nivel adekuat të zhvillimit ekonomik. Në këtë kontekst, punimi nxjerr në pah rolin e shtetit si garanci e zvogëlimit të asimetrisë së informacionit dhe sigurimit të shëndetshmerisë së institucioneve që kanë reperkusione sistemike për sektorin financiar në veçanti dhe ekonominë e vendit në përgjithësi.

Fjalë kyçe: Tregjet financiare, tregu i kapitalit, roli i shtetit, kriza financiare globale, Ballkani Perëndimor

Abstract: This paper examines the architecture of financial markets focusing on the component which deals with the role of the state in the financial market. After a brief overview of basic concepts of modern financial markets, the paper provides a review of literature on the role of state in the financial market by emphasizing in particular the evolution of this role as a result of recent global financial crisis. Underscoring the multifaceted role of the state in financial markets, the paper concludes that no financial market can develop in the sustainable manner without an active direct and indirect role of the state and without an adequate level of the economic development. In this context, the paper highlights the role of

¹ Doktorante pranë Universitetit Europian të Tiranës dhe statisticiene pranë Bankës Qendrore të Republikës së Kosovës

the state as a guarantee in reducing asymmetry of information and in securing the soundness of the institutions that have systemic repercussions for the financial sector in particular and the country's economy in general.

Key words: *Financial markets, capital market, role of the state, global financial crisis, Western Balkans.*

1. Hyrje

Para se të elaborojmë më thellësisht mbi rolin e shtetit në tregjet financiare le të rikujtojmë definicionin themelor mbi tregun financiar. Në esencë, tregu financiar është treg ku bëhët shitblerja e instrumenteve financiare dhe varësisht prej asetëve dhe instrumenteve që tregtohen aty dallojmë tregjet financiare si bursat, tregun e obligacioneve, tregun e këmbimit valuator, tregun e borxhit, tregun e ekuitetit, etj. Investopedia e definon tregun financiar si një vend ku shitësit dhe blerësit tregtojnë asetet financiare, siç janë letrat me vlerë (bonot e thesarit, obligacionet, derivativet financiar, etj.), ndërsa kryesisht tregjet financiare definojnë në mënyrë tipike duke u bazuar në transparencën e çmimit të tyre, rregullat themelore të tregtimit, koston dhe provizionet si dhe forcat e tregut që e përcaktojnë çmimin e letrave me vlerë që tregtohen.

Tregjet financiare nuk mund të imagjinohen pa involvimin e shtetit dhe institucioneve si dhe agjencive përkatëse të tij. Në fakt, tregjet financiare njihen si tregjet më të rregulluara dhe kjo flet së pari, për rolin e shtetit në zhvillimin e tyre dhe së dyti, për rëndësinë që këto tregje kanë për ekonominë e një vendi.

Në mënyrë të veçantë shteti e demonstroi rolin e tij në zhvillimin e tregjeve financiare duke siguruar:

- Infrastrukturën adekuate ligjore
- Infrastrukturën adekuate teknologjike
- Rregullimin adekuat
- Mbikëqyrjen adekuate

Natyrisht që shtetet dallojnë prej njëri-tjetrit në ofrimin e infrastrukturës dhe rregullimit si dhe cilësinë e mbikëqyrjes së tregjeve financiare, por në përgjithësi tregjet financiare i karakterizojnë një platformë teknologjike, rregullim dhe mbikëqyrje përafërsisht e njëjtë e që në fakt ndërlihet me implementimin e standardeve të dakorduara ndërkombëtarisht, siç janë për shembull, në rrafshin e rregullimit dhe të mbikëqyrjes financiare standardet e Bazelit.

2. Arkitektura e tregut financiar, konceptet themelore

Për sa i përket arkitekturës së tregut financiar shkurtimisht po fillojmë me ndarjen e përgjithshme të tregjeve financiare si tregje të borxhit dhe tregje të ekuitetit (stoqe të përbashkëta), për të vazhduar me ndarjen e radhës e cila njihet si tregu i parasë dhe tregu i kapitalit. Në esencë ndarja e fundit përcaktohet kryesisht nga afati i maturimit të asetëve financiare, kështu që maturitetet nën një vit futen në kuadër të tregut të parasë, ndërsa ato mbi një vit në atë të kapitalit.

Ekziston edhe një ndarje e tretë e tregjeve financiare, në treg primar (letrat me vlerë të lëshuara shiten te blerësit fillestarë, bankat investive garantojnë letrat me vlerë) dhe treg sekundar (letrat me vlerë të emetuara më parë blihen dhe shiten nga agentët dhe tregtarët).

Sa i përket instrumenteve të tregut, vlen të ceket se instrumentet e tregut të borxhit i

përkasin tregut të parasë ose kapitalit, varësisht prej maturitetit të tyre. Tregu i ekuitetit është një pjesë e tregut të kapitalit (maturiteti i të cilit mund të jetë pa kufi). Instrumentet e tregut të parasë kanë të bëjnë me bono thesari që lëshohen nga 3 deri në 6 muaj dhe 12 muaj maturitet për të financuar borxhin e qeverisë. Certifikatat e depozitimit janë instrumente borxhi që shiten nga bankat te depozituesit që paguajnë interes vjetor. Letrat komerciale janë letra afatshkurtra, instrumente borxhi të emetuara nga bankat e mëdha dhe korporatat. U prezantuan në vitet '60 dhe u bënë të njohura me rritjen e fondit të përbashkët të investitorëve. 'Repot' ose riblerja me marrëveshje janë instrumente ku një korporatë bie dakord për të blerë bono thesari tani dhe për t'i shitur ato përsëri në një bankë komerciale. Fondet Federale (FED), kreditë njëditore midis bankave për depozitat e tyre në FED. Bankat janë të kërkuara të mbajnë shumta të caktuara të depozitave në FED me normë interesi që quhet "FEDERAL FUNDS RATE". EURO DOLLARS = U.S. Dollarë të depozituar në bankat e huaja. Këto shpesh huazohen nga bankat amerikane dhe përdoren shpesh për kreditë në SHBA. Më poshtë po japim listën e instrumenteve kryesore të tregut të kapitalit:

- Aksionet
- Hipotekat rezidenciale
- Hipotekat komerciale
- Letrat me vlerë të qeverisë
- Fletobligacionet e korporatave
- Kreditë komerciale
- Kreditë konsumatore

Sa i përket funksioneve kryesore të tregjeve financiare ato mund të përmbliidhen si në vijim:

- Huamarrja dhe Kreditimi
- Përcaktimi i çmimit
- Grumbullimi i informacionit dhe koordinimit
- Ndarja e rrezikut
- Likuiditeti
- Efikasiteti

Huamarrja dhe Kreditimi: tregjet financiare lejojnë transferimin e fondeve (fuqia blerëse) nga një agjent në një tjetër ose për investime ose për qëllime konsumi. Përcaktimi i çmimit: tregjet financiare sigurojnë mjete nga të cilat çmimet janë vendosur për mjetet financiare të emetuara rishtazi dhe për aksionet ekzistuese të mjeteve financiare. Grumbullimi i informacionit dhe koordinimit: tregjet financiare veprojnë si mbledhës dhe grumbullues të informacionit rreth vlerave të mjeteve financiare dhe rrjedha e fondeve nga huadhënësit te huamarrësit. Ndarja e rrezikut: tregjet financiare lejojnë një transferim të rrezikut nga ata që ndërmarrin investime te ata që japin fonde për këto investime. Likuiditeti: tregjet financiare i ofrojnë poseduesit të mjeteve financiare një shans për të rishitur ose likuiduar këto asete. Efikasiteti: tregjet financiare reduktojnë shpenzimet e transaksionit dhe shpenzimet e informacionit. Në përpjekje për të karakterizuar rrugën tregu financiar vepron, duke konsideruar të dyja llojet e ndryshme të institucioneve financiare që marrin pjesë në këto tregje dhe mënyrat e ndryshme në të cilat këto tregje janë të strukturuar.

Institucionet e mirëfillta që i vënë në lëvizje tregjet financiare janë si vijon:

- Brokeret
- Dileret
- Bankat Investive
- Bursat
- Bankat komerciale dhe Ndërmjetësuesit e tjerë financiarë

Broker është një pjesëmarrës i autorizuar në treg i cili tregton për llogari të tij. Diler quhet një pjesëmarrës i autorizuar në treg që tregton për llogari të tij dhe të të tjerëve.

Bankat Investive -Një bankë investimi ndihmon në shitjen e letrave me vlerë fillestare të lëshuara rishtazi (p.sh., në ofertat fillestare publike) duke u angazhuar në një numër aktivitete të ndryshme. Këshillojnë korporatat nëse duhet të lëshojë obligacione ose aksione, dhe për çështjet e obligacioneve, për lloje të veçanta të pagesave ofrojnë oraret për këto letra me vlerë etj. Bursa e letrave me vlerë është një treg posaçërisht i themeluar dhe i organizuar për të ballafaquar flukset e kërkesave dhe ofertave për letra me vlerë të pasurive të luajtshme (mobiliare), të emetuara nga shoqëri aksionare, nga shteti dhe nga ente të tjera publike. Bankat komerciale dhe Ndërmjetësuesit e tjerë financiarë

Ndryshe nga agjentët dhe tregtarët, ndërmjetësit financiarë në mënyre tipike mbajnë mjetet financiare si pjesë e një investimi portofoli sesa si një inventar për rishitje. Në krye për të bërë fitime në portofolet e tyre investuese, ndërmjetësit financiarë bëjnë fitime nga tarifimi relativisht i lartë.

3. Rishikim i literaturës

Një rishikim i literaturës mbi rolin e shtetit në tregjet financiare na tregon se vëllimi i studimeve dhe analizës shkencore e profesionale është rritur zakonisht pasi ka ndodhur ndonjë krizë serioze regionale ose globale. Në fakt, është bërë si rregull që zakonisht pas çdo krize serioze të tregjeve financiare të bëhen thirrje për më tepër rregullim ose të zbulohet se rregullimi joadekuat ka qenë gjenerues i krizave në fjalë.

Duke marrë parasysh kompleksitetin e produkteve dhe internacionalizimin e tregjeve, Barry (2009) nënvizon rolin e pazëvendësueshëm të rregullatorëve shtetëror në zhvillimin e tregjeve financiare. Në anën tjetër, Benito (2011) thekson se kriza e fundit ka dëshmuar se tregjet financiare me infrastrukturë tregtimi më të besueshme dhe më transparente janë shumë më rezistentë në krahasim me segmentet e tjera të tregjeve financiare të cilave u mungon infrastruktura themelore dhe primare. Për këtë arsye, tregu i derivativave ishte në fokus të rregullatorëve për shkak se menaxhimi bilateral i rrezikut nuk funksiononte ashtu si duhej dhe për shkak se nuk kishte transparencë të mjaftueshme.

Kështu, Subbarao (2011) me të drejtë konstaton se kriza globale e vitit 2008 erdhi kryesisht si rezultat i mungesës së rregullimit. Pra, derisa infrastruktura teknike ka përparuar shumë falë globalizimit, rregullimi i tregjeve financiare ka ngecur paksa dhe kjo ka nxitur edhe krizën e fundit globale. I njëjti autor elaboron edhe mbi dilemat se deri në çfarë niveli është i dobishëm zhvillimi i sektorit financiar, pastaj me çfarë kostosh duhen rregulluar tregjet financiare si dhe si të shpërndahet kjo kosto në rrafshin global.

Mirëpo, ka pasur edhe autorë që kanë alarmuar për krizat e mundshme si rezultat i neglizhencës së rregullimit të tregjeve financiare. Në fakt, një dekadë para krizës globale, Picciotto dhe Haines (1999) kanë tërhequr vërejtjen mbi mundësinë që rregullimi jo i drejtë i tregjeve financiare në globalizim e sipër është joadekuat për të parandaluar efektet destabilizuese të financave globale në ekonominë botërore. Më vonë, White (2011) duke analizuar atë çfarë ndodhi në tregjet financiare të SHBA-ve në vitet 2007 -2009 vetëm sa konfirmon se pa rregullim prudencial të të gjitha institucioneve financiare krizat mund të përsëriten sërish.

Lloyd dhe Turbe (2010) theksojnë se jotransparenca në çmim si dhe menaxhimi joadekuat i rrezikut në tregun shumëtrilionësh të derivativëve financiarë kanë bërë që tregu i derivativëve të kërcënojë seriozisht tregun global financiar dhe nisur nga kjo thërrasin për rregullim më të

mirë të këtij tregu. Sipas autorëve të njëjtë, ky avancim i rregullativës do duhej të rezultonte në tregtimin e derivativëve drejt një tregu me kontrata më të standardizuara, pastaj drejt një vëllimi më të madh dhe një transparence më të madhe në çmim. Krejt kjo do t'u mundësonte menaxherëve të aseteve dhe investimeve që të shfrytëzojnë këtë pasqyrim më të qartë të çmimeve të instrumentëve të ndryshëm për të kuptuar më mirë rreziqet që përmbajnë këto tregje dhe për të pasur instrumente më likuid përbrenda portofolit të tyre.

Edhe sa i përket tregut financiar në Europë, Di Giorgio *et al* (2000) shumë herët kanë shtruar nevojën për një Sistem Evropian të Mbikëqyrjes Financiare, temë kjo e cila u aktualizua vitet e fundit sidomos me paraqitjen e krizës financiare në shtetet e Eurozonës.

Rrjedhimisht, Zufferey (2011) me të drejtë konkludon se shpërndarja e autoritetit midis agjencive të ndryshme mbikëqyrëse dhe mjetet për koordinimin e aktiviteteve midis tyre kanë nevojë të rishikohen. Në veçanti autori thekson nevojën për imponim të kërkesave të duhura prudenciale dhe rishikim të rolit adekuat që i duhet ndarë bankave qendrore, pra për një qartësi më të madhe në rolin e tyre në zhvillimin e tregjeve financiare. Statman (2009) thekson se përvoja na mëson se ekziston një tendencë për drammatizim dhe rrjedhimisht ndikim të legjislativi dhe ekzekutivi qeveritar që të shkohet drejt një lloj paternalizmi rregullativ kur jemi të frikësuar nga kriza dhe njëkohësisht drejt një liberalizmi kur jemi të entuziazmuar me ecuritë pozitive të tregjeve financiare. I njëjti autor tërheq vërejtjen se ekziston rreziku jo vetëm që të ecet më shumë sesa duhet në njërin apo në tjetrin drejtim, por edhe që të mos ecet sa duhet, apo fare.

Kjo shtron nevojën, siç konkludon Cole dhe Slade (1998) për vlerësim gjithëpërfshirës në gjetjen e modeleve standarde për reformim të sektorit financiar. Natyrisht se këtu poenta është në të qenurit proaktiv sa i përket infrastrukturës ligjore dhe rregullative, sepse sikundër thekson Cerny (1994) ndryshimet teknologjike mbesin një variabël e pavarur dhe si të tilla sfidojnë shtetet që mbesin prapa në aspektin e avancimit të infrastrukturës së tyre ligjore dhe të mbikëqyrjes së tregjeve financiare.

Padyshim, kriza globale financiare e viteve 2007-2009 dhe kriza aktuale në eurozonë janë shembulli më i mirë për shpjegimin e rolit të shtetit në tregjet financiare. Një përmbledhje konkrete të mësimëve të nxjerra nga kriza globale financiare dhe sfidat për industrinë financiare dhe politikbërësit e gjejmë në studimin e Wehinger (2008) i cili duke analizuar shkaqet dhe masat e propozuara nga industria financiare, autoritetet zyrtare dhe institucionet për vënie të standardeve, thërret për përforsim të mekanizmave kundër krizave financiare dhe avancim të vëzhgimit global multilateral me qëllim të sigurimit të sistemit financiar më rezistent, më të shëndoshë dhe eficient.

4. Roli i shtetit në tregjet financiare është crucial dhe shumëdimensional

Vendet dallojnë prej njëri-tjetrit për nga niveli i zhvillimit të tregjeve të tyre financiare jo vetëm si rezultat i kualitetit të rolit të shtetit në tregjet financiare, por edhe si rezultat i nivelit të zhvillimit të përgjithshëm ekonomik të vendeve përkatëse.

Kështu për shembull, vendet e Ballkanit Perëndimor në përgjithësi, ndërsa Kosova dhe Shqipëria në veçanti, kanë ende tregje financiare të thjeshta. Ato konsistojnë kryesisht nga sektori bankar, ndërmjetësues të tjerë financiar dhe tregu i letrave me vlerë të qeverisë. Në praktikë, ka raste kur shteti ka demonstruar rolin e tij në zhvillimin e tregjeve financiare, mirëpo për shkak të nivelit të zhvillimit ekonomik dhe faktorëve të tjerë një treg i tillë nuk është

funksionalizuar. Për shembull, në rastin e Shqipërisë kemi pasur një proaktivitet të shtetit sa i përket themelimit të Bursës së Tiranës, mirëpo është fakt se që nga koha e themelimit të këtij tregu financiar në Shqipëri nuk kemi ende asnjë ndërmarrje të listuar në këtë treg financiar. Kjo padyshim tregon se niveli aktual i zhvillimit ekonomik nuk gjeneron aktorë dhe motiv të mjaftueshëm për të vënë në lëvizje këtë lloj të tregut financiar, bursën.

Në anën tjetër, kemi rastin e Kosovës ku shteti është vonuar me rolin e tij për të zhvilluar një segment të tregjeve financiare, tregun e letrave me vlerë të qeverisë (tregun e parasë), në kohën kur me vite të tëra Kosova ka plasuar pjesën dërmuese të mjeteve të saj financiare jashtë vendit duke investuar në tregjet ndërkombëtare financiare të letrave me vlerë. Përndryshe, Kosova ka lançuar tregun e letrave me vlerë të qeverisë duke filluar nga janari i vitit 2012. Ky projekt ka demonstruar në mënyrë praktike se roli i shtetit në zhvillimin edhe të këtij tregu financiar mbetet gjithmone crucial. Kështu, shteti ka siguruar infrastrukturën teknologjike (platforma elektronike për tregtimin e letrave me vlerë), ka siguruar infrastrukturën ligjore (ka aprovuar rregulloren për tregun primar dhe sekondar) si dhe ka ofruar trajnimin për aktorët primar të këtij tregu. Në këtë mënyrë shteti ka luajtur rol direkt në zhvillimin e këtij tregu, mirëpo ka edhe shumë fusha të tjera ku shteti në mënyrë indirekte luan rol në zhvillimin e tregjeve financiare. Ta marrim për shembull tregun e kapitalit si pjesë me rëndësi e tregut financiar. Kur jemi në Ballkanin Perëndimor, Nuhiu dhe Hoti (2011) japin këtë përmbledhje të problemeve me të cilat ballafaqohen këto vende në zhvillimin e tregut të kapitalit:

- Niveli relativisht i ulët i kapitalizimit të tregut të letrave me vlerë;
- Perspektiva e kufizuar për investime të përbashkëta dhe investime private;
- Vëllimin e vogël të transakcioneve, gjë që rezulton me kosto të lartë të transakcioneve;
- Numri shumë i vogël i pjesëmarrësve në treg (pjesëmarrësit kryesorë janë qeveritë dhe disa kompani të mëdha publike, shumë pak kompanitë private);
- Informacioni mbi investimet dhe huamarrjet nuk është lehtë i disponueshëm si në tregjet e zhvilluara dhe është relativisht me kosto të lartë;
- Informacioni bazë mbi mundësitë për investime dhe normat e kthimit janë imperfekt;
- Diversifikimi i portofolit të investimeve është relativisht i shtrenjtë;
- Prezenca e lartë e ekonomisë joformale.

Nga shembujt e përmendur si dhe problemet e listuara më lart del se roli i shtetit në zhvillimin e tregjeve financiare është shumëdimensional dhe fundamental. Asnjë treg financiar nuk mund të zhvillohet dhe performojë pa një rol aktiv direkt dhe indirekt të shtetit si dhe pa një nivel adekuat të zhvillimit ekonomik. Në fakt, Stiglitz *et al* (1993) duke analizuar rolin e shtetit në tregjet financiare identifikon shtatë dështime kryesore të tregjeve financiare që paraqesin bazë për intervenim të shtetit:

- *Monitorimi si një e mirë publike* (mungesa e monitorimit adekuat shpie në keqmenaxhim dhe zhvlerësim të aseteve financiare);
- *Eksternalitetet e monitorimit, seleksionimit dhe huadhënies* (nëse bëhet përzgjedhje e dobët apo e gabuar në rastin e huadhënies sërisht rrezikohet vlera e mjeteve financiare);
- *Eksternalitetet e çrregullimeve financiare* (dështimi madje i vetëm një institucioni financiar mund të ketë efekte sinjifikante);
- *Tregjet jokomplete dhe inekzistente* (për shembull, në shumicën e vendeve tregjet e ekuitetit janë të dobëta);
- *Konkurrenca imperfekte* (një klient që ka evidencë të gjatë me një bankë mund të jetë i panjohur për bankën tjetër që dmth. se edhe nëse janë dhjetë banka që japin kredi nuk do të thotë se secili klient e ka mundësinë tek të dhjetë bankat);

- *Pareto Ineficiencia e tregjeve konkurruese* (grumbullimi i informacionit është një prej funksioneve esenciale të tregjeve financiare, këmbimi dhe transferimi i rrezikut është një çështje tjetër, shumë rreziqe mbesin të pasiguruara për shkak se tregjet financiare nuk janë komplete);
- *Investitorët e painformuar* (ndërlidhet si me nivelin e edukimit financiar të ofruesit ashtu edhe me shfrytëzuesit e produkteve financiare)

5. Konkluzion

Arsyet për involvim të shtetit mund të rrumbullaksohen në dy aspekte kryesore për rregullimin e tregjeve financiare:

- Me qëllim të rritjes së informacionit për investitorët që në esencë ka të bëjë me zvoglimin e seleksionimit negativ.
- Sigurimin e shëndetshmerisë së ndërmjetësuesve financiarë, krejt kjo me qëllim të preventivës nga çfarëdo paniku financiar, përkatësisht sigurimin e stabilitetit të tregjeve financiare.

Shembulli më i freskët i involvimit për motivet e lartpërmendura është ajo që po shohim sot në tregun financiar evropian ku si rezultat i intervenimit institucional kemi sot agjenci të veçanta për preventivë nga jostabiliteti siç janë; Bordi Evropian i Rrezikut Sistemor dhe Autoriteti Bankar Evropian (Sapir, 2011).

Bibliografia

- Barry, R. W. (2009) Partnerships may help SEC prevent next major fraud, *njbiz*, 22(19), p17.
- Benito, J. (2011) The role of market infrastructures in OTC derivatives markets, *Journal of Securities Operations & Custody*, 4(4), p.346 – 357
- BIS Papers 62: Inaugural address by Dr Duvvuri Subbarao, Governor, Reserve Bank of India at the First CAFRAL-BIS international conference on “Financial sector regulation for growth, equity and stability in the post-crisis world”, Mumbai, 15 November, 2011.
- Cerny, Ph. G (1994). The dynamics of financial globalization: TEChnology, market structure, and policy response, *Policy Sciences*, 27(4), p319-342.
- Cole, D. C and Slade, B.F (1998) The Crisis and Financial Sector Reform, *ASEAN Economic Bulletin*, 15(3), pp. 338-46.
- Di Giorgio et al (2000) Financial Market Regulation: The Case of Italy and a Proposal for the Euro Area, Wharton Financial Institutions Center Working Paper 00-24.
- Lloyd, A and Turbe, N. (2010) Periodical Divining the Rules of Derivatives. *Securities Industry News*, 22(2), p23-23.
- Nuhiu, R.A. dhe Hoti, H.A (2011) Effects of Capital Markets Development on Economic Growth of Western Balkan Countries. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, Issue 43, p.88 – 98.
- Picciotto, S. and Haines, J. (1999), Regulating Global Financial Markets, *Journal of Law and Society*, 26(3), p.351-368.
- Sapir, A. (2011) Europe after the crisis: less or more role for nation states in money and finance? *Oxford Review of Economic Policy*, 27(4), pp. 608-619
- Stiglitz et al (1993) The role of the state in financial markets, *World Bank Research Observer*, Annual Conference on Development Economics Supplement.

- Statman, M (2009) Regulating Financial Markets: ProTECting Us from Ourselves and Others, *Financial Analysts Journal*, 65(3), p1-10.
- Zingales, L. (2004), The Costs and Benefits of Financial Market Regulation, Law Working Paper No.21/2004, University of Chicago, NBER, CEPR and ECGI.
- Zufferey, Jean-Baptiste (2011) Regulating Financial Markets in Times of Stress is a Fundamentally Human Undertaking, *European Company & Financial Law Review*. 8(2), p259-275.
- White, J.L. (2011) Preventing Bubbles: what role for financial regulation? *Cato Journal*, 31(3), p.603-619.
- Wehinger, G. (2008) Lessons from the Financial Market Turmoil: Challenges ahead for the Financial Industry and Policy Makers, *OECD Journal Financial Market Trends*, 2008(2), p33-72