



Włodzimierz Rudny

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach
Wydział Zarządzania
Katedra Zarządzania Przedsiębiorstwem
rudnyw@ue.katowice.pl

WZROST ZNACZENIA SFERY FINANSÓW I KONSEKWENCJE TEGO ZJAWISKA

Streszczenie: Wzrost znaczenie sfery finansowej we wszystkich sferach aktywności gospodarczej określane jest mianem finansjalizacji (finansyzacji). Finansjalizacja to proces autonomizacji sfery finansowej w relacji do sfery realnej, a nawet uzyskiwania nadrzędności tej pierwszej w stosunku do drugiej. W wąskim rozumieniu finansjalizacja kojarzona jest z rosnącym znaczeniem działalności finansowej w aktywności ekonomicznej podmiotów niefinansowych. Kluczowym czynnikiem determinującym rozwój tego zjawiska był proces deregulacji i liberalizacji rynków krajów rozwiniętych, rozpoczęty w latach 70. XX w. Pojawiły się nowe, złożone instrumenty finansowe, wzrosła rola finansowych inwestorów instytucjonalnych. Finansjalizacja prowadzi do zasadniczych zmian w sferze zarządzania i własności dużych przedsiębiorstw. Narasta tendencja do skracania horyzontu czasowego podejmowanych decyzji inwestycyjnych, w analizie ekonomiczno-finansowej nadmiernemu wyeksponowaniu ulegają te uwzględniające przede wszystkim krótkookresową zyskowność. Złożoność problematyki finansjalizacji sprawia, iż jest ona identyfikowana i mierzona w sposób fragmentaryczny.

Słowa kluczowe: finansjalizacja, rynki finansowe, instrumenty finansowe.

JEL Classification: G32.

Wprowadzenie

Zgodnie z klasyczną definicją z *finansjalizacją gospodarki* mamy do czynienia, gdy rośnie udział sektora finansowego w gospodarce. W niektórych krajach może to oznaczać, że sektor finansowy staje się lokomotywą wzrostu gospodarczego. W większości rozwiniętych krajów w ciągu ostatnich 20 lat udział sektora finansowego w PKB prawie się podwoił. Zadanie, jakie spełnia system finansowy, to umożliwienie dokonywania płatności, alokacja oszczędności ren-

townych projektów inwestycyjnych i alokacja ryzyka. W ostatnich trzech dekadach szczególnie wzrosła rola tej ostatniej funkcji. Dzięki niej dokonuje się wycena ryzyka, istnieje możliwość handlowania nim i jego dywersyfikacji na poziomie indywidualnym. Należy dodać, iż systematycznie postępuje proces emancypowania się funkcji alokacji ryzyka, która stała się autonomiczna wobec funkcji alokacji oszczędności.

Niniejsze opracowanie, będące wynikiem studiów literaturowych, ma charakter teoriopoznawczy, a jego celem jest omówienie istoty, skali i wpływu finansjalizacji na rozwinięte systemy gospodarcze i podmioty w nich funkcjonujące.

1. Sektor finansowy w otoczeniu przedsiębiorstw

Słowo finansjalizacja jest odpowiednikiem angielskiego *financialization*. W polskiej literaturze można spotkać się także z terminem finansyzacja lub, sporadycznie z terminami pokrewnymi, takimi jak giełdyzacja, czy bankokracja. Jak zauważa Sawyer [2014, s. 5] geneza tego pojęcia jest niejednoznaczna. Częstotliwość jego pojawiania się w literaturze ekonomicznej zaczęła rosnąć w drugiej połowie lat 90. XX w. W szerokim i pierwotnym rozumieniu termin finansjalizacja odnosi się do obserwowanych w ostatnich 30 latach procesów transformacji systemu ekonomicznego, których istotą jest wzrost znaczenia sektora finansowego. W szerokim znaczeniu finansjalizacja to proces autonomizacji sfery finansowej w relacji do sfery realnej, a nawet uzyskiwania nadrzędności tej pierwszej w stosunku do drugiej. W wąskim rozumieniu finansjalizacja kojarzona jest z rosnącym znaczeniem działalności finansowej w aktywności ekonomicznej podmiotów niefinansowych. W konsekwencji w działalności tych podmiotów coraz większy udział mają dochody czerpane z działalności finansowej, a nie z tradycyjnie rozumianej działalności operacyjnej i inwestycyjnej.

Definicje finansjalizacji akcentują zazwyczaj rosnącą rolę sfery finansowej i kryteriów finansowych w życiu ekonomicznym i społecznym. Dore [2000, s. 19] definiuje finansjalizację jako wzrost: branży finansowej w całokształcie działalności ekonomicznej, zbywalnych papierów wartościowych w ogólnej wartości aktywów finansowych, roli rynku kapitałowego w przebiegu cykli koniunkturalnych. Zdaniem K. Jajugi [2014, s. 148] finansjalizacja oznacza wzrost znaczenia motywów finansowych (głównie ryzyka i zysku) w procesie podejmowania decyzji gospodarczych i ich wpływu na efektywne funkcjonowanie podmiotów ekonomicznych oraz zachowania społeczne.

Najczęściej cytowana, a zarazem najszersza definicja tego pojęcia przypisywana jest Epsteinowi, który stwierdził, że finansjalizacja oznacza rosnącą rolę motywów finansowych, rynków finansowych, podmiotów i instytucji finansowych w funkcjonowaniu gospodarek krajowych i zagranicznych [Epstein, 2005, s. 3]. W bardziej szczegółowym podziale można wyróżnić kilka grup definicji. Do pierwszej grupy zaliczone zostały te, w których finansjalizacja rozumiana jest jako wykształcenie się koncepcji „wartości dla akcjonariuszy jako głównego modelu ładu korporacyjnego we współczesnej gospodarce”. Kolejna grupa autorów definiuje finansjalizację jako stopniowe ukształtowanie się dominacji rynków kapitałowych nad systemem bankowym jako głównym mechanizmem finansowania gospodarki. Do trzeciej grupy zaliczone zostały definicje finansjalizacji jako procesu wzrostu politycznego i ekonomicznego znaczenia klasy rentierskiej. W perspektywie mikroekonomicznej natomiast rozwój sektora finansowego oznacza dynamiczny wzrost skali transakcji na rynkach finansowych, głównie za sprawą rozwoju nowych klas instrumentów finansowych.

2. Czynniki determinujące rozwój finansjalizacji

Trudno wskazać na jedną konkretną przyczynę zapoczątkowania zjawiska finansjalizacji. Kluczowym czynnikiem, bez którego wspomniane zmiany nie byłyby możliwe, był proces deregulacji i liberalizacji rynków krajów rozwiniętych rozpoczęty w latach 70. XX w. Doprowadziło to do znaczącego wzrostu wolumenu międzynarodowych obrotów kapitałowych i rozwoju światowego systemu finansowego.

Istotnym elementem zmian w globalnym systemie finansowym było poszerzenie oferty nowych instrumentów dostępnych na rynku finansowym. Spadek realnych stóp procentowych przyczynił się do obniżenia rentowności sektora finansowego. W celu jej poprawy instytucje finansowe zaczęły wprowadzać coraz bardziej złożone produkty finansowe.

Gwałtowny rozwój dotyczy w szczególności instrumentów pochodnych. Zaakceptowane zostały przez rynek aktywa umożliwiające prowadzenie alokacji środków finansowych w ryzyko, co doprowadziło w konsekwencji do wystąpienia kryzysów o podłożu finansowym. Ograniczeniu uległ poziom nadzoru nad rynkami finansowymi w ujęciu międzynarodowym.

Rozwojowi finansjalizacji sprzyjał także wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych, banków inwestycyjnych i firm pożyczkowych stanowiących

konkurencję dla tradycyjnych banków. Towarzyszyły temu procesy koncentracji w sektorze finansowym.

Relatywnemu zmniejszeniu uległa rola banków komercyjnych jako pośredników finansowych, a zamiast tego wzrosło znaczenie niebankowych instytucji finansowych oraz inwestorów instytucjonalnych (takich jak towarzystwa ubezpieczeniowe, fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne).

Thomas Palley wskazał trzy główne grupy przyczyn finansjalizacji [Palley, 2007, s. 11]:

1. Zmiany w strukturze i funkcjonowaniu rynków finansowych.
2. Zmiany w zachowaniu przedsiębiorstw niefinansowych.
3. Zmiany w zakresie polityki gospodarczej i społecznej krajów rozwiniętych polegające na ograniczaniu roli państwa w życiu gospodarczym, uelastycznianiu rynku pracy oraz preferowaniu w polityce ekonomicznej stabilności cen.

Ad 1. Najistotniejsze z punktu widzenia finansjalizacji zmiany na rynkach finansowych polegały na pojawieniu się nowych, często bardzo skomplikowanych instrumentów pochodnych i produktów ustrukturyzowanych, czemu sprzyjał rozwój nowoczesnych technologii informatycznych. Równolegle na rynku finansowym pojawiali się nowi pośrednicy, często nieobjęci państwowym nadzorem. Następowala też deregulacja działalności finansowej, związana z wchodzeniem na krajowe rynki finansowe zagranicznych podmiotów finansowych. Ważnym czynnikiem sprzyjającym finansjalizacji była też sekurytyzacja aktywów zamrożonych w bilansach podmiotów finansowych. Pozwoliła ona bankom i innym instytucjom finansowym zwiększyć płynność i akcję kredytową, a także przerzucić ryzyko na nabywców papierów wartościowych pochodzących z sekurytyzacji.

Ad 2. Wśród czynników stymulujących rozwój finansjalizacji występujących w sferze przedsiębiorstw niefinansowych na uwagę zasługuje oddzielenie w dużych firmach własności przedsiębiorstwa od zarządzania nim oraz silny nacisk akcjonariuszy na zarządzających, aby zapewнили uzyskanie wysokich stóp zwrotu. Tego rodzaju presja występuje szczególnie silnie w przedsiębiorstwach, w których udziałowcami są fundusze inwestycyjne zorientowane na osiągnięcie krótkoterminowych zysków.

Finansjalizacji sprzyjało również finansowanie firm długiem (kredyt, emisja obligacji) i spowodowany tym wzrost skali dźwigni finansowej. Dzięki temu firmy zwiększały korzyści z tytułu tarczy podatkowej, ale równocześnie zwiększały swoją ekspozycję na ryzyko. Zjawisko dużej dźwigni finansowej było szczególnie widoczne w przypadku instytucji finansowych [Gruszecki, 2012, s. 25].

Ad 3. Procesowi finansjalizacji w krajach rozwiniętych sprzyjały też takie działania rządów, jak: liberalizacja i deregulacja rynków finansowych, ograniczanie wydatków budżetowych poprzez redukcję wydatków socjalnych, liberalizacja prawa pracy [Marszałek, 2012, s. 223-225].

W tabeli 1 zestawiono podsumowanie dotyczące przyczyn finansjalizacji:

Tabela 1. Przyczyny finansjalizacji

Przyczyna ogólna	Przyczyny szczegółowe
Zmiany w strukturze i działaniu rynków finansowych	<ul style="list-style-type: none"> – pojawienie się nowych, złożonych instrumentów finansowych, – pojawienie się nowych typów pośredników finansowych, – wzrost roli i znaczenia finansowych inwestorów instytucjonalnych, – nakładanie się poszczególnych segmentów rynku finansowego, – deregulacja działalności finansowej, – gwałtowny wzrost płynności rynków finansowych, – postęp technologiczny i globalizacja rynków finansowych.
Zmiany w zachowaniu przedsiębiorstw niefinansowych	<ul style="list-style-type: none"> – wprowadzenie koncepcji zarządzania własnością dla właścicieli, – presja inwestorów na generowanie przez przedsiębiorstwa wysokich stóp zwrotu w krótkim okresie, – wykorzystanie na szeroką skalę innowacji finansowych, co uzależnia przedsiębiorstwo od instytucji finansowych i zwiększa ryzyko, – wzrost roli właścicieli finansowych, nieangażujących się aktywnie w długookresowy rozwój działalności przedsiębiorstw, – prowadzenie polityki kapitałowej niezgodnej z teorią hierarchii źródeł finansowania, polegające na upowszechnieniu się w przedsiębiorstwach finansowania zewnętrznego, opartego głównie na mniej bezpiecznym dźwigniu, – przeznaczanie wypracowanego kapitału wewnętrznego na wypłaty dywidend lub wykupy akcji.
Rozwiązania z zakresu polityki społeczno-gospodarczej	<ul style="list-style-type: none"> – polityka stymulowania globalizacji m.in. przez: zwiększenie swobody przepływów kapitałowych, – forsowanie koncepcji ograniczonego państwa, m.in. przez: odejście od doktryny państwa dobrobytu i interwencjonizmu gospodarczego, prywatyzację, zmiany w systemach emerytalnych, – wspieranie elastyczności rynku pracy, m.in. przez: osłabianie roli związków zawodowych, ograniczenia wysokości płacy minimalnej, zasiłków dla bezrobotnych, – nastawienie w polityce gospodarczej na stabilność cen, m.in. przez: skupienie się na procesach dezinflacji.

Źródło: Gołębiowski, Szczepankowski [2015, s. 201].

Podsumowując, finansjalizacja może być interpretowana jako swoisty agregat pojęciowy opisujący trwałe zmiany zachodzące w kształcie globalnej architektury finansowej. Zdaniem niektórych autorów przedstawione procesy zmieniły w ciągu ostatnich 30 lat finanse międzynarodowe w taki sposób, że ich opis przy użyciu aparatu pojęciowego z pierwszych dekad okresu powojennego nie jest praktycznie możliwy [Bilski, Janicka, Miziołek, 2016, s. 8].

3. Wpływ finansjalizacji na przedsiębiorstwa

Finansjalizacja prowadzi do zasadniczych zmian w sferze zarządzania i własności dużych przedsiębiorstw. W obszarze własności wiąże się to z coraz większą rolą właścicieli instytucjonalnych ze sfery finansowej, których charakteryzuje poszukiwanie nadzwyczajnych zysków w krótkim okresie. Właściciele ze sfery finansowej często traktują swój udział w sferze realnej przede wszystkim jako jedną z okresowych i alternatywnych form lokowania kapitału, a nie jako rzeczywiste długookresowe zaangażowanie się we własność z zamiarem rozwoju danej organizacji. Zdaniem krytyków zmian, które pod wpływem narastającej finansyzacji dokonują się na poziomie przedsiębiorstw, szczególnie wiele złego dokonało upowszechnienie się idei wartości dla akcjonariuszy (*shareholdervalue*, SHV) związane z przesuwaniem akcentów w dyskusji o zarządzaniu ze *stakeholderperspective* (perspektywa interesariuszy) na *shareholderperspective* (perspektywa udziałowców, akcjonariuszy) [Palley, 2007]. W połączeniu z narastającą tendencją do skracania horyzontu czasowego podejmowanych decyzji inwestycyjnych doprowadziło to do nadmiernego wyeksponowania w analizie ekonomiczno-finansowej całej grupy wskaźników uwzględniających przede wszystkim krótkookresową zyskowość, a nie długookresową stabilność rozwoju danego przedsięwzięcia.

Kolejny skutek finansjalizacji to rosnące znaczenie wartości dla akcjonariuszy. Bardzo ważnym zadaniem menedżerów stało się zwiększanie zysków dla tej grupy, co wymaga nieustannego dbania o wzrost notowań akcji. Wiele przedsiębiorstw w gospodarkach rozwiniętych nadmiernie skupia się na krótkoterminowych celach oraz korzyściach, mniejszą uwagę poświęcając budowaniu fundamentów pod długoterminowy rozwój.

W teorii i praktyce zarządzania odzwierciedleniem omówionych procesów było wypracowanie przez amerykańskich konsultantów koncepcji wartości dla akcjonariuszy (SHV). Koncepcja ta miała wskazać menedżerom sposób osiągnięcia szybkiego zwrotu z kapitału. Doprowadziło to do tzw. „finansjalizacji

systemów zarządzania”, która polega m.in. na wskazaniu możliwości i konieczności osiągnięcia dodatkowych dochodów przez jednostkę gospodarczą poza jej podstawową aktywnością operacyjną.

Jednym z efektów koncepcji SHV była ewolucja polityki inwestycyjnej przedsiębiorstw. Polityka „zachowaj zyski i inwestuj” została w wielu przypadkach zastąpiona działaniami typu „ogranicz inwestycje i rozprowadzaj dochody”. Finansjalizacyjnym skutkiem SHV jest zatem niewykorzystywanie przez zarządzających przedsiębiorstwami zysków dla długoterminowego finansowania inwestycji, a coraz częstsze realizowanie płatności z zysków na rzecz kapitałodawców oraz finansowanie procesu odkupywania akcji czy udziałów w celu podniesienia wartości rynkowej przedsiębiorstw.

W literaturze podkreślany jest również związek między strukturą własności przedsiębiorstw i stopniem finansjalizacji ich działalności gospodarczej, określany jako nowa koncepcja kontroli. Wzrost udziału inwestorów instytucjonalnych w strukturze własnościowej skutkuje większą skłonnością do akumulacji finansowej i szerokiej skali transakcji fuzji i przejęć.

Zgodnie z badaniami Fligsteina [2001] finansjalizacja jako efekt wdrażania koncepcji SHV zachodziła w dwóch fazach. Korporacje zaczęły być najpierw wyceniane przez wartość osiągniętych przepływów pieniężnych, które mogą być ponownie zaangażowane w celu zapewnienia możliwie najwyższej stopy zwrotu z kapitałów. Druga faza objawiła się silną tendencją do wykorzystania wszelkich środków organizacyjnych i czynników ekonomicznych w celu realizacji wzrostu wielkości akumulacji finansowej i w konsekwencji wartości przedsiębiorstwa na rynku.

4. Konsekwencje finansjalizacji

Przejawy finansjalizacji najlepiej widać na przykładzie Stanów Zjednoczonych. W latach 1980-2000 zyski amerykańskiego sektora finansowego wzrosły z 32 mld do prawie 200 mld dolarów. Czyli prawie siedem razy! W tym samym czasie udział zysków sektora finansowego w zyskach gospodarki urósł z 19 do 29%. Jeszcze w 1983 r. Citibank – największy wówczas bank USA – miał aktywa warte ok. 3,2% amerykańskiego PKB. Obecnie aktywa Bank of America stanowią równowartość ok. 16% dochodu narodowego USA. W przypadku JP Morgan Chase jest to ok. 15%, a dla Citigroup ok. 13%.

Jeżeli poszerzyć finanse o blisko powiązane z nimi sektory ubezpieczeń i nieruchomości, to wzrost znaczenia sektora finansowego jest jeszcze bardziej

widoczny. W 1970 r. udział finansów, ubezpieczeń i nieruchomości wynosił ok. 35% tej części amerykańskiego PKB, którą generuje tzw. branża produkująca, czyli przemysł, rolnictwo, budownictwo i transport razem wzięte. Około 1990 r. ten wskaźnik doszedł do 50%. Dziś wynosi ok. 90%. Podobna tendencja, aczkolwiek na mniejszą skalę, jest widoczna we wszystkich krajach rozwiniętych.

Trudno jest dostrzec pozytywną stronę finansjalizacji. W literaturze przedmiotu częściej eksponowane są głównie negatywne skutki tego zjawiska. Zdaniem większości badaczy finansjalizacja stanowiła istotny czynnik sprawczy kryzysu finansowego w latach 2007-2008. Finansjalizacja jest również analizowana w kontekście późniejszej pomocy rządów w postaci dokapitalizowania, pożyczek i gwarancji dla banków i zakładów ubezpieczeń, których nadmierne ryzykowna działalność doprowadziła do kryzysu. Ostateczny ciężar tej pomocy ponieśli podatnicy. Spadek PKB i wzrost bezrobocia w krajach objętych kryzysem dotknęły głównie osoby spoza sektora finansowego.

Wzrost znaczenia sektora finansowego sprawia, że przedsiębiorstwa niefinansowe wolniej się rozwijają, co prowadzi do osłabienia procesów wzrostu gospodarczego. Oczekiwanie ciągłych i szybkich zysków wywiera presję na menedżerów, zmuszając ich do podejmowania ryzykownych przedsięwzięć i skracania perspektywy podejmowanych decyzji.

Finansjalizacja stwarza bodźce dla państwa, przedsiębiorstw i osób prywatnych do nadmiernego zadłużania się na rynku finansowym. Rządy większości krajów, ze względu na konieczność obsługi starych długów i finansowania bieżących potrzeb, poddają się swoistemu dyktatowi banków, często postępując według doktryny „too big to fail”, co generuje po stronie banków wzmoczoną pokusę nadużycia [Marszałek, 2012, s. 226-227].

Od początku XXI w. dostrzegane jest także zjawisko finansjalizacji rynków towarowych. Jest to konsekwencja wzrostu zainteresowania inwestorów portfelowych ekspozycją na ryzyko rynków towarowych. Celem jest dywersyfikacja ryzyka. W praktyce jednak jest to tylko jeden z motywów uczestnictwa w tym rynku. Wielu inwestorów instytucjonalnych zawiera transakcje wyłącznie w celach spekulacyjnych. Zdaniem części badaczy może to być jedna z przyczyn wzrostu cen artykułów rolnych na rynku spot.

Wyróżnione skutki finansjalizacji znajdują odzwierciedlenie w trzech zjawiskach: w osłabieniu wzrostu gospodarczego, zmianie kształtu i przebiegu cyklu koniunkturalnego oraz w rosnącej podatności gospodarek na kryzysy finansowe [Marszałek, 2012, s. 227].

E. Gostomski [2014, s. 308-309] zauważa, iż „system finansowy w wyniku deregulacji stał się jednym z głównych centrów aktywności redystrybucyjnej dokonywanej na drodze spekulacji, drapieżnictwa, oszustw i złodziejstwa. Sztuczne nakręcanie cen akcji, piramidy finansowe, огоłacanie przedsiębiorstw z ich aktywów w następstwie fuzji i przejęć, upowszechnienie się wysokich poziomów zadłużenia (...) – wszystko to na stałe weszło do pejzażu kapitalistycznego systemu finansowego”.

Zagrożenia związane z finansjalizacją sprawiają, iż podejmowane są działania na rzecz budowy nowego systemu funkcjonowania sektora bankowego. Przykładowo w Stanach Zjednoczonych przyjęto w 2010 r. ustawę Dodd-Franka, która wprowadziła szereg ograniczeń dla banków [Gostomski, 2014, s. 310]:

- mogą one inwestować w fundusze hedgingowe i private equity maksymalnie do 3% kapitałów własnych,
- nie mogą kontrolować więcej niż 3% jednostek udziałowych poszczególnych funduszy inwestycyjnych,
- nie mogą być powiązane kapitałowo z funduszami, w które lokują środki,
- mają zakaz zawierania transakcji skutkujących istotnym wzrostem ekspozycji na ryzykowne aktywa lub ryzykowne strategie inwestycyjne.

Prace nad regulacją globalnych rynków finansowych podejmowane są również na kolejnych szczytach G20. Dotyczą one m.in. międzynarodowych standardów rachunkowości, wymogów kapitałowych dla banków, bankowości równoległej, pozagiełdowych instrumentów pochodnych. Celem jest ograniczenie zjawiska finansjalizacji w gospodarce światowej.

Podsumowanie

Finansjalizacja jest procesem, który od około trzydziestu lat zmienia funkcjonowanie systemu społeczno-ekonomicznego na różnych jego poziomach. Wpływ tego procesu na funkcjonowanie gospodarek, a także podmiotów (przedsiębiorstwa, instytucje, osoby fizyczne) powszechnie odbierany jest jako negatywny. Finansjalizacja jest zjawiskiem obserwowanym w szczególności w krajach wysoko rozwiniętych. W Polsce problemy, o których traktuje niniejszy artykuł, są odczuwalne w mniejszym stopniu, aczkolwiek globalizacja gospodarki światowej sprawia, iż zjawiska o charakterze kryzysowym nie pozostają bez wpływu na funkcjonowanie zarówno gospodarki, jak i poszczególnych przedsiębiorstw. W literaturze polskiej pierwsze opracowania dotyczące finansjalizacji pojawiły się na początku bieżącej dekady i dotyczyły analizy tego zjawiska w skali makro

w krajach rozwiniętych. Finansjalizacja przedsiębiorstw jest niemal niezauważalna we współczesnych studiach teoretyczno-empirycznych. W warunkach polskich jest to wynikiem przekonania, że silna koncentracja własności i w konsekwencji nieznaczny udział krótkoterminowych inwestorów instytucjonalnych w aktywach spółek nie sprzyjają ukierunkowywaniu strategii spółek na realizację zasad związanych z koncepcją wartości dla akcjonariuszy.

Literatura

- Bilski J., Janicka M., Miziołek T. (2016), *Międzynarodowy system finansowy*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
- Dore R. (2000), *Stock Market Capitalism: Welfare Capitalism. Japan and Germany Versus the Anglo-Saxons*, Oxford University Press, Oxford.
- Epstein G. (2005), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA.
- Fasianos A., Guevera D., Pierros C., *Have We Been Here Before? Phases of Financialization Within the 20th Century in the United States*, Working Paper No. 869, Levy Economics Institute, Annadale-On-Hudson.
- Fligstein N. (2001), *The Architecture of Markets*, Princeton University Press, Princeton.
- Froud J., Johal S., Williams K. (2000), *Shareholder Value and Financialization: Consultancy Promises, Management Moves*, „Economy and Society”, Vol. 29, No. 1.
- Gołębiewski G., Szczepankowski P. (2015), *Finansyzacja gospodarki krajów Europy Środkowo-Wschodniej*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny”, z. 4.
- Gostomski E. (2014), *Finansyzacja w gospodarce światowej*, „International Business and Global Economy”, No. 33.
- Gruszecki T. (2012), *Współczesne problemy pieniądza papierowego* [w:] J. Bednarczyk, M. Sobol (red.), *System finansowy wobec wyzwań rozwojowych*, Instytut Naukowo-Wydawniczy „Spatium”, Radom.
- Jajuga K. (2014), *W poszukiwaniu miar ryzyka finansowego* [w:] J. Czekał, J. Owsiak (red.), *Finanse w rozwoju gospodarczym i społecznym*, PWE, Warszawa.
- Krippner G. (2005), *The Financialization of the American Economy*, „Socio-Economic Review”, Vol. 3, Issue 2.
- Marszałek P. (2012), *Finansyzacja – problemy i kontrowersje*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu. Finanse publiczne”, nr 247.
- Palley T. (2007), *Financialization, What It Is and Why It Matters*, Levy Economics Institute, Working Paper No. 525, Annadale-On-Hudson.
- Sawyer M. (2014), *What Is Financialization?* „International Journal of Political Economy”, Vol. 42, No. 4.

-
- Szczepankiewicz P. (2014), *Wpływ zarządzania wartością na finansjalizację przedsiębiorstw*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”, nr 854.
- Van der Zwan N. (2014), *Making Sense of Financialization*, „Socio-Economic Review”, Vol. 12, Issue 1.
- Wiśniewski P. (2014), *Nowe miary finansjalizacji* [w:] J. Ostaszewski, E. Kosycarz (red.), *Rozwój nauki o finansach. Stan obecny i pożądane kierunki jej ewolucji*, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa.

THE GROWING IMPORTANCE OF FINANCIAL SECTOR IN THE ECONOMY

Summary: The phenomenon of growing importance of financial sector is called financialization. This term refers to autonomization of financial services industry from the real economy. In the narrow sense it reflects the fact that proceeds from activities in financial markets constitute increasingly higher share of non-financial companies income. The key factor behind financialization is deregulation and liberalization of economies started in the seventies. Financialization leads to short-term goals dominating in the management of companies.

Keywords: financialization, financial markets, financial instruments.