

dr hab. Agata Adamska, prof. SGH

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Finansjalizacja a zmiana matrycy instytucjonalnej

Wprowadzenie

Od zarania dziejów aktywność gospodarcza człowieka łączyła się z finansami. Początkowo tworzenie i upowszechnianie się instrumentów finansowych oraz wykształcanie się form pośrednictwa powiązanych ze świadczeniem usług finansowych stanowiły odpowiedź na potrzeby rolników, kupców, a w późniejszym okresie – przemysłowców. Systematyczny i nieprzerwany rozwój finansów doprowadził jednak z czasem do zmiany ich roli. Przestały one pełnić funkcję służebną wobec gospodarki realnej i stały się suwerenne, a w dalszej kolejności uzyskały status hegemonu, wpływającego mniej lub bardziej bezpośrednio na całą sferę ludzkiej aktywności. To zjawisko dominacji finansów i prowadzący do niego proces są określane mianem *financialization* (Epstein 2005), co na polski tłumaczone jest jako finansjalizacja (Wrzesiński 2014; Wiśniewski 2014), finansyzacja (Ratajczak 2014), finansjeryzacja (Ryć, Nowak, 2012) lub ufinansowanie (Aluchna 2014)¹.

W badaniach nad finansjalizacją zazwyczaj wykorzystuje się metodę opisową lub połączenie metody opisowej z elementami analizy statystycznej. Takie podejście pozwala na konstruowanie szerokiego obrazu zjawiska bądź na przedstawienie różnych jego przejawów. Utrudnia jednak odpowiedź na pytanie o głębokość zmian wywołanych finansjalizacją, co jest kluczowe z punktu widzenia oceny trwałości tego zjawiska. W artykule zaproponowano nowe spojrzenie i wykorzystanie w analizie finansjalizacji podejścia wypracowanego na gruncie nowej ekonomii instytucjonalnej. Matrycą instytucjonalną posłużono się w celu ustalenia, czy finansjalizacja stanowi zjawisko odwracalne, czy też związane z nią zmiany doprowadziły do tak daleko idących przekształceń w obrębie tej matrycy, że finansjalizację należy uznać za zjawisko trwałe. Artykuł ma przede wszystkim charakter koncepcyjny.

¹ W artykule, bez przesądzenia o poprawności któregośkolwiek z tłumaczeń, dla ujednocnienia wywodu przyjęto nazwę „finansjalizacja”.

1. Matryca instytucjonalna i jej zmiana

Institucje są kluczowym pojęciem w ramach ekonomii instytucjonalnej, co sprawia, że próby ich zdefiniowania podejmowało wielu autorów rozumiejących je w różny sposób – jako pojedyncze reguły postępowania lub całe ich systemy, leżące u podstaw powtarzalności zachowań ludzi i organizacji (Godłów-Legiędź, Legiędź 2009, s. 63). Institucje pełnią funkcję istotnego regulatora ludzkiej aktywności, „dostarczając stabilnej (choć niekoniecznie efektywnej) struktury do ludzkich interakcji” (North, 1990, s. 6). Na płaszczyźnie relacji ekonomicznych „pełnią one rozstrzygającą rolę w ustanawianiu oczekiwań w zakresie praw wykorzystywania zasobów do prowadzenia działalności gospodarczej oraz do podziału wypracowanych strumieni dochodów” (Ruttan, Hayami 1984, s. 3–4).

Istniejące w danym czasie i miejscu instytucje, zarówno formalne (*formal rules*), jak i nieformalne (*informal norms*), są ze sobą powiązane, tworząc matrycę instytucjonalną (North 1990, s. 7). Może być ona postrzegana jako układ, w którym instytucje podstawowe nakładają ograniczenia na instytucje bardziej szczegółowe, te zaś oddziałują na instytucje ogólniejsze na zasadzie sprzężenia zwrotnego. W takim ujęciu można wyróżnić cztery poziomy instytucji (Williamson 2000, s. 597):

- powstające spontanicznie instytucje nieformalne (tradycje, zwyczaje, normy, kultura, religia),
- otoczenie instytucjonalne tworzące formalne reguły gry (w tym prawa własności),
- instytucje zapewniające porządek strukturalny w ramach gry (budowanie struktur regulujących transakcje),
- instytucje tworzące krańcowe warunki działania (mechanizmy alokacyjne, w tym warunki rynkowe i czynniki motywacyjne).

Przyjęta hierarchia uwzględnia zakres oddziaływania instytucji, sposób ich kształtowania, a także podatność na zmiany w czasie. Zmiana instytucji nieformalnych wymaga długiego okresu, na zmianę reguł formalnych trzeba znacznie mniej czasu; dopasowanie struktur zarządzania zajmuje kilka lat, a mechanizmy alokacyjne podlegają ciągłemu przekształcaniu i dostosowywaniu. W analizie uwzględniającej poszczególne poziomy instytucji ważna jest nie tylko mniejsza lub większa elastyczność tych instytucji, ale także przyczyny, dla których podlegają one zmianom. Zmiany te mogą być wywoływane zarówno aktywnością ludzi czy organizacji, jak i oddziaływaniami innych instytucji, przy czym wpływ ten jest różny w odniesieniu do różnych poziomów instytucjonalnych. Na wyższych poziomach silniej oddziałują instytucje nadrzędne, a na niższych zachowania jednostek. Takie ujęcie wypukla ograniczenia w zakresie możliwości skutecznej ingerencji człowieka w kształt macierzy instytucjonalnej, zwłaszcza dokonywanej za pomocą regulacji, instytucje nieformalne tworzące kontekst dla wszystkich pozostałych formują się bowiem spontanicznie.

W kontekście relacji zachodzących między różnymi kategoriami instytucji można także przyjąć, że podstawowymi jednostkami są instytucje szczegółowe (protoinstytucje), z których dopiero powstają bardziej złożone układy współzależności. Przy takim założeniu podstawowymi instytucjami są prawo własności, prawo zwyczajowe i wspólne normy, a bardziej złożonymi – instytucje ułatwiające wymianę: rynki, kontrakty i kodeksy etyczne; jeszcze bardziej kompleksowe są struktury organizacyjne i zarządzanie nimi, dalszy wzrost złożoności wiąże się z kształtowaniem kapitału społecznego, a najwyższa złożoność występuje w przypadku organizacji państwa (Aoki 2001, s. 33).

W takim ujęciu konstrukcji matrycy instytucjonalnej nacisk – podobnie jak w podejściu przedstawionym wcześniej – jest położony na kwestię współzależności łączącej się z brakiem wyizolowania poszczególnych instytucji, które istnieją w otoczeniu i powiązaniu z innymi instytucjami. W konsekwencji zmiana jednych instytucji powoduje dostosowanie pozostałych. Analiza macierzy instytucjonalnej dokonywana przy założeniu powstawania instytucji od bardziej szczegółowych do ogólniejszych prowadzi również do konstatacji, że próba wprowadzenia instytucji formalnych, które nie opierają się na protoinstytucjach lub nie są z nimi zgodne, nie przyniesie oczekiwanych rezultatów. Potwierdza to, że możliwość dowolnego kształtowania struktury instytucjonalnej przez człowieka jest ograniczona.

Niezależnie od przyjętego sposobu analizy macierzy instytucjonalnej (od ogółu do szczegółu lub odwrotnie) wnioski z niej płynące wskazują, że zmiany dokonujące się w tej macierzy zazwyczaj mają charakter inkrementalny i są uzależnione od ścieżki rozwoju (*path dependence*). Instytucje podlegają raczej ewolucji, słabo poddając się celowej manipulacji, przybierającej postać rewolucji instytucjonalnej. Nie oznacza to jednak, że zależność łącząca instytucje z ludzkimi zachowaniami jest jednostronna i polega jedynie na oddziaływaniu pierwszych na drugie. Działania ludzi (i jako jednostek, i jako członków organizacji) mogą bowiem wywierać również wpływ na kształt instytucji (w większym stopniu formalnych niż nieformalnych). Dlatego „zmiana instytucjonalna jest zawsze konceptualizowana w ścisłym związku z ludzkim działaniem oraz procesami instytucjonalizacji” (Chmielewski 2011, s. 287). Próby wpływania na instytucje są podejmowane, ponieważ niezależnie od trudności, które się z nimi wiążą, ludzie starają się przekształcać układ instytucjonalny, tak aby odpowiadał aktualnym potrzebom społeczeństwa. „W tym celu są wprowadzane nowe instytucje formalne, są też modyfikowane instytucje istniejące” (Gruszewska 2013, s. 140). W rezultacie zmiany matrycy instytucjonalnej dokonują się zarówno spontanicznie, jak i do pewnego stopnia intencjonalnie.

Matryca instytucjonalna może jednak ulegać zmianom nie tylko z powodu czynników endogenicznych (wzajemny wpływ instytucji tworzących daną macierz i działania podmiotów funkcjonujących w społeczeństwie), ale również egzogenicznych. Zwiększający się przepływ ludzi, kapitału, idei między różnymi społeczeństwami każe zwrócić uwagę na te czynniki, gdyż wnosząc elementy do

tej pory obce danej macierzy instytucjonalnej, mogą wywoływać w niej zmiany adaptacyjne lub kompensacyjne.

Reasumując, można stwierdzić, że matryca instytucjonalna determinująca funkcjonowanie społeczeństwa, która jest specyficzna dla danego obszaru i czasu, a której kształt wynika z dotychczasowej ścieżki rozwoju, podlega ustawicznym zmianom przebiegającym zazwyczaj ewolucyjnie i mającym charakter zarówno spontaniczny, jak i wymuszony. To silne zakorzenienie lokalne instytucji sprawia, że na świecie występuje duże zróżnicowanie systemów instytucjonalnych. Badania tylko nad gospodarkami kapitalistycznymi doprowadziły do wyróżnienia kilku ich typów, różniących się między sobą pod względem uwarunkowań instytucjonalnych. W ramach nurtu *Varieties of Capitalism* (VoC) początkowo zidentyfikowano: gospodarki rynkowe oparte na koordynacji (*Coordinated Market Economies*, CME) i gospodarki liberalne (*Liberal Market Economies*, LME) (Hall, Soskice 2001), a później także gospodarki zależne (*Dependent Market Economies*, DME) (Bohle, Greskovits 2012). Do wyodrębnienia tych kategorii użyto kryteriów związanych z występującymi w poszczególnych krajach instytucjami lub ich grupami. Występowanie odmiennych matryc instytucjonalnych nie oznacza jednak, że różnią się one w każdym aspekcie i pod względem każdej dającej się zidentyfikować instytucji. W większości przypadków można wskazać pewne cechy wspólne – jedną z nich jest występowanie rynków finansowych, które jednak w obrębie wymienionych modeli kapitalizmu, a nawet w poszczególnych krajach odgrywają różną rolę, mają inne znaczenie w kontekście udziału w finansowaniu przedsiębiorstw i w mniejszym lub większym stopniu wpływają na działania ludzi.

2. Finansjalizacja – zakres zjawiska

Termin „finansjalizacja”, podobnie jak „instytucje”, jest niejednoznaczny. Dotychczas nie wypracowano powszechnie akceptowanej definicji określającej jego zakres znaczeniowy. Finansjalizacja bywa rozumiana wąsko – jako „rosnący udział branży finansowej w całokształcie działalności finansowej, kontrolerów finansowych w zarządzaniu korporacjami, aktywów finansowych w ogóle aktywów, a rynkowych papierów wartościowych (w szczególności kapitałowych) w aktywach finansowych, rynku akcji (rozumianego jako rynek kontroli) w strategiach korporacji oraz fluktuacji na rynku akcji w kształtowaniu cykli koniunkturalnych” (Dore 2000, s. 27) lub „proces autonomizacji sfery finansowej w relacji do sfery realnej, a nawet uzyskiwania nadrzędności tej pierwszej w stosunku do drugiej”. (Ratajczak 2014, s. 261). Finansjalizacji nadaje się też szerszy sens, wykraczający poza obszar *stricte* ekonomiczny – w tym przypadku finansjalizację traktuje się jako odzwierciedlenie wzmocnienia przez elity finansowe (*rentier class*) pozycji nie tylko ekonomicznej, ale i politycznej (Epstein 2005, s. 3). W zależności od sposobu definiowania różnie określane są również przejawy finansjalizacji. Zazwyczaj zwraca się uwagę na takie zjawiska i procesy, jak (Marszałek 2012; Mączyńska 2013; Małecki 2014):

- dynamiczny rozwój rynku finansowego wraz z towarzyszącym mu rosnącym zróżnicowaniem nowych instrumentów będących przedmiotem obrotu na tym rynku,
- zwiększające się znaczenie podmiotów finansowych i postępujący wzrost ich udziału w zyskach generowanych w gospodarce,
- wysoki poziom zadłużenia państw, przedsiębiorstw i gospodarstw domowych,
- coraz silniejsze przenikanie kryteriów finansowych do sfery decyzji nie tylko podmiotów gospodarczych, ale także organizacji społecznych czy gospodarstw domowych,
- autonomizacja całego sektora finansowego i skuteczne wywieranie przez jego przedstawicieli presji na kształt rozwiązań regulacyjnych, politykę gospodarczą i społeczną,
- skracanie się horyzontu czasowego podejmowanych decyzji i rozpatrywania ich skutków.

W dalszej części artykułu odniesiono się bardziej szczegółowo do niektórych z wymienionych zjawisk, wskazując na ich związek ze zmianami matrycy instytucjonalnej. Skoncentrowano się przede wszystkim na sferze ekonomicznej, chociaż zasygnalizowano również potrzebę rozpatrywania finansjalizacji w różnych jej przejawach w szerszym kontekście skutków, które może ono wywoływać w odniesieniu do zmian instytucji o charakterze społecznym i politycznym.

3. Finansjalizacja w kontekście zmian instytucjonalnych

Zjawisko finansjalizacji może być rozpatrywane jako zmiana na różnych poziomach matrycy instytucjonalnej, obejmująca zarówno przewartościowanie instytucji nieformalnych, jak i przekształcenia dokonujące się bądź dokonywane w obrębie instytucji formalnych. Jednym z przejawów kształtowania się nowych reguł gry jest zmiana relacji między rynkiem finansowym a innymi rynkami. Wszyscy badacze problematyki finansjalizacji podkreślają rosnące znaczenie rynku finansowego w gospodarce światowej, czego najbardziej widocznym wyrazem jest ogromna skala operacji dokonywanych codziennie przez jego uczestników. Na dynamiczny wzrost wartości obrotów na tym rynku wpływa zarówno systematyczne zwiększanie się liczby i zróżnicowania instrumentów finansowych, jak i rosnąca aktywność uczestników rynku. Intensyfikacja obrotu instrumentami istniejącymi od dość dawna (np. towarowymi instrumentami pochodnymi) oraz pojawienie się nowych (np. CDO – *Collateralized Debt Obligation*) powodują wzmocnienie wpływu sytuacji na rynku finansowym na koniunkturę na innych rynkach, np. rynku nieruchomości czy towarowym.

Aby uzmysłowić sobie, jak istotna zmiana się dokonała, wystarczy zauważyć, że jeszcze w roku 1980 podstawowe aktywa finansowe (głównie depozyty zgromadzone w bankach oraz wyemitowane przez różne podmioty akcje i obligacje) stanowiły około 120% globalnego PKB, a już w 2005 r. aktywa te wraz z instrumentami

pochodnymi pod względem nominalnej wartości wynosiły aż jedenastokrotność światowego PKB, by w roku 2007 osiągnąć jego trzynastokrotność (Orłowski 2009, s. 7–15). Za ten gwałtowny wzrost w dużej mierze odpowiada dynamiczny rozwój instrumentów pochodnych. Łączna nominalna wartość instrumentów, którymi obracano na rynku w 1998 r., to 72 bln USD. W strukturze obrotów dominowały wówczas swapy walutowe, zdecydowanie mniejszy udział miały swapy stóp procentowych. W ciągu 10 lat – do roku 2008 – wartość nominalna instrumentów pochodnych wzrosła niemal dziesięciokrotnie, do 683 bln USD. Pogłębiła się dominacja swapów walutowych, zmalał udział swapów stóp procentowych, równocześnie zdecydowanie zwiększył się odsetek rozwijających się od końca lat 90. ubiegłego wieku instrumentów CDS – *Credit Default Swap*. W okresie lat 2002–2007 wartość rynku instrumentów pochodnych co dwa lata niemal się podwajała (Orłowski 2009, s. 7).

Inny przejaw zmian matrycy instytucjonalnej związany z finansjalizacją można wskazać w obrębie organizacji samego rynku finansowego. Długofalową tendencją w funkcjonowaniu tego rynku jest zacieranie się granic między poszczególnymi jego segmentami, tradycyjnie wyodrębnianymi na podstawie kryteriów czasu i stopnia zaawansowania instrumentów finansowych. Tradycyjnie wyróżniano rynek pieniężny i kapitałowy oraz rynek instrumentów pochodnych i walutowy (Sławiński 2006). Obecnie coraz częściej podstawą segmentacji rynku finansowego jest kapitał wiedzy, którym dysponuje dany uczestnik rynku (Solarz 2012, s. 180). To nowe podejście zostało usankcjonowane m.in. w europejskiej dyrektywie o rynkach instrumentów finansowych (Parlament Europejski i Rada, 2004, Dz. U. L 145/1), w której klientów instytucji finansowych podzielono na trzy grupy: klientów detalicznych, branżowych oraz uprawnionych kontrahentów. Grupy te stanowią odrębne segmenty rynku. Kształtowanie się nowego podziału rynku finansowego to niejedyna zmiana dotycząca jego funkcjonowania. Następuje także geograficzna koncentracja transakcji w dwóch centrach (w Londynie i Nowym Jorku), będąca konsekwencją niskich barier przeniesienia operacji z rynków lokalnych, przy czym brexit może doprowadzić do dalszego skupienia i zdominowania operacji przez nowojorski ośrodek finansowy. Geograficznej koncentracji operacji towarzyszy zmiana kanałów pośrednictwa finansowego z banków i rynków regulowanych na fundusze prywatne i rynki niepubliczne (Davies, Green 2010, s. 14).

Analiza zjawiska finansjalizacji rozpatrywanego na różnych poziomach – począwszy od wzrostu znaczenia rynku finansowego, przez zmiany w sposobie jego zorganizowania, aż po ewolucję uczestników tego rynku – prowadzi do pytania o aktualną zdolność wypełniania przez rynek finansowy jego tradycyjnych funkcji. Dotychczas uważano bowiem, że „główną funkcją rynku finansowego jest pośrednictwo w transferze funduszy od podmiotów (uczestników rynku), które je posiadają, do tych, które zgłaszają na nie popyt” (Banaszczak-Soroka *et al.* 2014, s. 16), zatem rynek pełnił bezpośrednio funkcję alokacyjną, mobilizacji kapitału i finansowania inwestycji, a pośrednio służył wycenie kapitału. Finansjalizacja pociąga za sobą stopniowe odrywanie się rynku finansowego od sfery gospodarki

realnej, a dominującą jego funkcją wydaje się nieprzerwany transfer środków między uczestnikami tego rynku, przybierający postać ustawicznej spekulacji.

Ponadto finansjalizacja przejawia się w zachowaniach graczy – uczestników rynku finansowego. Przede wszystkim rośnie znaczenie instytucji finansowych (organizacji), które występują zarówno w roli pośredników czy wręcz organizatorów obrotu, jak i uczestników rynku (zarządzających aktywami, inwestorów i emitentów). Wewnątrz tej grupy podmiotów nastąpiła silna koncentracja. Powstanie globalnych konglomeratów finansowych doprowadziło do zdominowania rynku przez niewielką liczbę silnych graczy. Skalę tego zjawiska obrazują wskaźniki koncentracji aktywów i obrotu. Na przykład już na początku XXI w. w USA 100 największych funduszy zbiorowego inwestowania miało w swoich portfelach 52% wszystkich akcji spółek publicznych (Bogle 2005, s. 60), a na światowym rynku walutowym (*forex*) w 2013 r. za 50% obrotów odpowiadały cztery podmioty finansowe (Euromoney 2013). W tym ujęciu finansjalizacja oznacza zatem wzrost wpływu nielicznych podmiotów finansowych na funkcjonowanie całego rynku.

Jedną z konsekwencji koncentracji kapitału jest pojawienie się nowej kategorii – inwestorów globalnych, którzy w portfelach mają wszystkie dostępne klasy aktywów, instrumenty notowane na wszystkich rynkach i we wszystkich krajach (Hawley, Williams 2000). Na skalę globalną lub niewiele mniejszą (Gospel, Pendleton 2014, s. 3) działają państwowe fundusze majątkowe, niektóre fundusze *private equity*, fundusze hedgingowe oraz inne instytucje zbiorowego inwestowania. Skutkiem działalności tej grupy inwestorów jest dokonująca się na większości rynków kapitałowych zmiana struktur własnościowych przedsiębiorstw (w tym spółek publicznych), w których znacząco spada udział tradycyjnie dominujących grup inwestorów na rzecz różnorodnych instytucji zbiorowego inwestowania, zarówno krajowych, jak i zagranicznych (Adamska 2013, s. 57–68). Zmiany własnościowe wpływają z kolei na ład korporacyjny na poszczególnych rynkach oraz w przedsiębiorstwach będących przedmiotem inwestycji.

Finansjalizacja spowodowała także modyfikację zachowań innych organizacji, w tym przedsiębiorstw ze sfery realnej, które w coraz większym stopniu wykorzystują zróżnicowane instrumenty finansowe w swojej działalności operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej. Wywołuje to zmiany wewnątrz tych przedsiębiorstw: wzrasta zatrudnienie w ich działach finansowych, większą wagę przywiązuje się do finansowych mierników osiągnięć, na których opierają się systemy motywacyjne, skraca się horyzont czasowy – zaczyna dominować podejście krótkookresowe. Ten aspekt finansjalizacji skutkuje silniejszym włączeniem przedsiębiorstw sfery realnej w orbitę oddziaływania rynku finansowego. Bieżąca sytuacja na tym rynku zaczyna bowiem istotnie determinować wyniki przedsiębiorstw, niezależnie od branży. Odnosi się to nawet do tych podmiotów, które dotychczas z rynkiem finansowym były związane jedynie pośrednio. W rezultacie przedsiębiorstwa takie, nawet jeśli nie stają się bezpośrednimi uczestnikami rynku finansowego, to mogą być traktowane jako jego interesariusze.

W sferę oddziaływania rynku finansowego wciągane są nie tylko przedsiębiorstwa. Coraz bardziej „ufinansowane” stają się uczelnie. Miarą ich osiągnięć staje się wartość funduszy pozyskanych z czesnego, grantów, darowizn, komercjalizacji innowacji itp. Niektóre placówki zaczynają nawet na bazie zgromadzonych środków tworzyć portfele inwestycyjne, w których znajdują się papiery wartościowe i inne instrumenty finansowe. Na przykład Harvard University już w 1974 roku powołał do życia własny fundusz inwestycyjny, mający obecnie wartość szacowaną na ponad 37 mld USD (www1). Zmieniają się także relacje szkół wyższych i studentów, którzy przestają być traktowani jak wychowankowie – stają się klientami, a nawet przedsiębiorcami inwestującymi w rozwój kapitału ludzkiego. Oferta programowa jest produktem, który musi zaspokoić popyt zgłaszany przez studentów, a ci z kolei przy wyborze kierunków studiów kierują się relacją kosztów do oczekiwanej wartości przyszłych zarobków (Beverungen *et al.* 2012).

Zmianom instytucjonalnym w strukturze i funkcjonowaniu rynku finansowego oraz zachowaniach inwestorów i innych podmiotów towarzyszą głębsze przeobrażenia dokonujące się w sferze wartości. Nie chodzi tu tylko o wycenę każdego zachowania w kategoriach kosztów i korzyści, jak np. w przedstawionym podejściu studentów do edukacji. Istotniejsze jest przyjęcie założenia, że dostęp do usług finansowych jest prawem każdego człowieka. Wykluczenie finansowe uznaje się za element wykluczenia społecznego (Szopa, Szopa 2011), a pojęcie to stało się popularne w połowie lat 90. XX (Iwanicz-Drozdowska 2008). Chociaż doczekało się wielu definicji, to najczęściej oznacza pozbawienie grup defaworyzowanych dostępu do usług finansowych. Katalog tych podstawowych usług został określony przez World Bank jako: transakcje bankowe, oszczędności, kredyt i ubezpieczenia (Dziawgo 2013). Zaspokojenie potrzeb finansowych w tym zakresie włączono więc do kanonu stanów społecznie pożądaných.

Oprócz przekształceń ewolucyjnych, dokonujących się mniej lub bardziej spontanicznie, na matrycę instytucjonalną wpływają także zmiany intencjonalne. Regulatorzy różnych szczebli (lokalnych, krajowych, międzynarodowych), wprowadzając regulacje, starają się oddziaływać na kształt i funkcjonowanie rynku finansowego, podmiotów finansowych, a także innych jego uczestników. Zazwyczaj regulatorzy podejmują działania na skutek kryzysów i skandali obnażających nieefektywność istniejącej matrycy instytucjonalnej. Afery z początku XXI w. (Enron, WorldCom itd.) spowodowały na całym świecie dość radykalne zmiany w rozwiązaniach z zakresu *corporate governance*. W Stanach Zjednoczonych w 2002 r. uchwalono Sarbanes–Oxley Act oraz wprowadzono nowe standardy dla spółek notowanych na NYSE. W tym samym roku zmieniono też regulacje prawne w Niemczech oraz Japonii, a w 2003 r. w Wielkiej Brytanii i we Francji (Ugeux 2004).

Podobna sytuacja wystąpiła pod koniec pierwszej dekady XXI w. Ponieważ „przyczyn kryzysu finansowego lat 2008–2010 i destabilizacji światowej gospodarki poszukuje się przede wszystkim w nadmiernym rozwoju innowacji finansowych

oraz silnej deregulacji systemu finansowego” (Szczepankowski 2015, s. 501), regulatorzy podjęli kroki zmierzające do wzmocnienia nadzoru nad rynkiem derywatów, głównie w segmencie OTC. Aby wymusić zmniejszenie niepewności generowanej na rynku instrumentów pochodnych, wprowadzono liczne rozwiązania mające charakter instytucji formalnych. W USA w 2010 r. uchwalono ustawę Dodd–Franka, a w Europie oprócz rozporządzenia EMIR (Parlament Europejski i Rada 2012) powołano nowe organy: ESMA – Europejski Organ Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych, EBA – Europejski Organ Nadzoru Bankowego, oraz EIOPA – Europejski Organ Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych, wspólnie zwane ESAs, czyli European Supervisory Authorities (Ziółkowska 2015, s. 111).

Zakończenie

Zmiany związane z finansjalizacją zachodzą na różnych poziomach matrycy instytucjonalnej. Na szczeblu najniższym przejawiają się zaburzeniami w funkcjonowaniu ceny jako mechanizmu alokacyjnego, wynikającymi z odrywania się zdominowanego przez spekulację rynku finansowego od sfery gospodarki realnej, czy deformacją struktury bodźców w przedsiębiorstwach z tej sfery oraz innych organizacjach niemających charakteru *stricte* gospodarczego. Na niższym poziomie dokonują się przekształcenia struktur zarządzania. Z jednej strony wzrosła rola rynku jako mechanizmu koordynacyjnego, łączącego biorców i dawców kapitału, z drugiej jednak nastąpił rozwój konglomeratów finansowych działających w różnych segmentach rynku, co doprowadziło do koncentracji aktywów i obrotu oraz zmian w strukturach własnościowych przedsiębiorstw (w tym spółek publicznych). W związku ze spontanicznymi ewolucyjnymi zmianami struktur zarządzania wprowadza się zmiany regulacyjne. Ich celem jest stworzenie nowej architektury reguł gry, dzięki którym działania jej uczestników byłyby bardziej przejrzyste, a cały system bezpieczniejszy. Zmiany w obrębie tych instytucji formalnych następują dość wolno i z dużymi oporami, w niewielkim zakresie modyfikując zachowania głównych graczy. Na najwyższym poziomie matrycy instytucjonalnej widoczne są zmiany w normach i sferze wartości. Wzrosło znaczenie wartości materialnych, zwiększyła się waga korzyści finansowych jako podstawy podejmowania decyzji w różnych obszarach życia osobistego, a prawo do zaspokojenia potrzeb finansowych zostało usankcjonowane społecznie.

Głębokość przeobrażeń, które zaszły w matrycy instytucjonalnej, wskazuje, że finansjalizacja stanowi zjawisko trwałe. Poczyniwszy tę konstatację, należy wszakże zwrócić uwagę, że w poszczególnych grupach krajów przebiega ona w różnym tempie (Gospel, Pendleton 2014; Gołębiowski, Szczepankowski 2015), co jest związane z charakterystyczną dla nich ścieżką rozwoju. W rezultacie również zmiany w matrycy instytucjonalnej mogą mieć, i mają, różny zasięg. Otwarte pozostaje natomiast pytanie o to, w jakim stopniu finansjalizacja jako zjawisko

globalne będzie wpływała na przyszłe (choćby częściowe) ujednocianie się matryc instytucjonalnych w poszczególnych krajach. To zagadnienie powinno stać się jednak przedmiotem odrębnej analizy.

Bibliografia

- Adamska, A., *Własność i kontrola. Perspektywa akcjonariuszy spółek publicznych*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2013.
- Aluchna, M., *Reforms corporate governance po kryzysie finansowym*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2014, nr 358.
- Aoki, M., *Toward a Comparative Institutional Analysis*, The MIT Press, Cambridge–London 2001.
- Banaszcak-Soroka, U. et al., *Rynki finansowe. Organizacja, instytucje, uczestnicy*, C.H. Beck, Warszawa 2014.
- Beverungen, A., Dunne S., Hoedemaekers C., *The financialisation of business ethics*, „Business Ethics: A European Review” 2013, t. 22, nr 1, doi: <http://dx.doi.org/10.1111/beer.12011>.
- Bogle, J.C., *The Battle for the Soul of Capitalism*, Yale University Press. New Haven 2005.
- Bohle, D., Greskovits B., *Capitalist Diversity on Europe's Periphery*, Cornell Studies in Political Economy, Cornell University Press, New York 2012.
- Chmielewski, P., *Homo agens. Instytucjonalizm w naukach społecznych*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2011.
- Davies, H., Green, D., *Globalny nadzór i regulacja sektora finansowego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2010.
- Dore, R., *Stock Market Capitalism: Welfare Capitalism; Japan and Germany versus the Anglo-Saxons*, Oxford University Press, Oxford 2000.
- Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG ze zm. (Dz. U. L 145/1 z dn. 30.4.2004).
- Dziawgo, D., *Obsługa klienta masowego*, w: *Bankowość*, red. M. Zaleska, C.H. Beck, Warszawa 2013.
- Epstein, G.A., *Introduction. Financialization and the World Economy*, w: *Financialization and the World Economy*, red. G.A. Epstein, Edward Elgar Publishing, Cheltenham–Northampton 2005.
- Euromoney FX Survey 2013, <http://www.euromoney.com/Article/3200845/FX-survey-2013-Deutsche-clings-on-despite-Citis-resurgence.html> (data dostępu 27.06.2016).
- Godłów-Legiędź, J., Legiędź, T., *Interakcja instytucji formalnych i nieformalnych w procesie transformacji od planu do rynku*, w: *Instytucje i transformacja*, red. J. Godłów-Legiędź, Wydawnictwo Adam Marszałek, Toruń 2009.
- Gołębiowski, G., Szczepankowski, P., *Finansyzacja gospodarki krajów Europy Środkowo-Wschodniej*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2015, t. 75, nr 5.

- Gospel, H., Pendleton, A., *Financialization, New Investment Funds, and Labour*, w: *Financialization, New Investment Funds, and Labour. An International Comparison*, red. H. Gospel, A. Pendleton, S. Vitols, Oxford University Press, Oxford 2014.
- Gruszewska, E., *Instytucje a proces tworzenia kapitału w Polsce*, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2013.
- Hawley, J.P., Williams, A.T., *The rise of fiduciary capitalism: How institutional investors can make corporate America more democratic*, University of Pennsylvania Press, Philadelphia 2000.
- Iwanicz-Drozdowska, M., *Wykluczenie finansowe – poważny problem społeczny*, „MBA” 2008, nr 1.
- Małecki, W., *Przemiany sektora bankowego i ich konsekwencje*, „Ekonomista” 2014, nr 4.
- Marszałek, P., *Finansyzacja w Polsce – ciekawostka teoretyczna czy realny problem?*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” nr 306, „Finanse publiczne”, 2013.
- Mączyńska, E., *Lamane obietnice jako syndrom nieładu instytucjonalnego*, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, nr 62, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” 2013, nr 766.
- North, D.C., *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, Cambridge 1990.
- Orłowski, W.M., *Dziesięć przyczyn kryzysu i ich analiza*, w: *Globalny kryzys finansowy i jego konsekwencje w opiniach ekonomistów polskich*, red. J. Szambelańczyk, Związek Banków Polskich, Warszawa 2009.
- Ratajczak, M., *Ekonomia w dobie finansyzacji gospodarki*, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny” 2014, t. 74, nr 2.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (Dz. U. L 201, 27.07.2012).
- Ruttan, V.W., Hayami, Y., *Toward a theory of induced institutional innovation*, Center for Economic Research Department of Economics University of Minnesota, Discussion Paper 1984, nr 200.
- Ryć, K., Nowak, A.Z., *Polityka gospodarcza po kryzysie*, w: *Aktualne problemy zarządzania – teoria i praktyka*, red. A.P. Wiatrak, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2012.
- Sławiński, A., *Rynki finansowe*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006.
- Solarz, J.K., *Nanofinanse. Codzienność zmienia świat*, C.H. Beck, Warszawa 2012.
- Szczepankowski, P., *Wpływ zarządzania wartością na finansjalizację przedsiębiorstw*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego” nr 854, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2015, nr 73.
- Szopa, B., Szopa, A., *Wykluczenie finansowe a wykluczenie społeczne*, „Zeszyty Naukowe Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego” 2011, nr 11.
- Ugeux, G., *Towards global convergence in corporate governance: An assessment of the current situation*, „International Journal of Disclosure and Governance” 2004, t. 1, nr 4, doi: <http://dx.doi.org/10.1057/palgrave.jdg.2040035>.
- Varieties of Capitalism: the Institutional Foundations of Comparative Advantage*, red. P.A. Hall, D. Soskice, Oxford University Press, Oxford 2001.

- Williamson, O.E., *The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead*, „Journal of Economic Literature” 2000, t. 38, nr 3, doi: <http://dx.doi.org/10.1257/jel.38.3.595>.
- Wiśniewski, P., *Nowe miary finansjalizacji*, w: *Rozwój nauki o finansach. Stan obecny i pożądane kierunki jej ewolucji*, red. J. Ostaszewski, E. Kosycarz, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2014.
- Wrzesiński, M., *Finansjalizacja gospodarki – fakty czy mity?*, w: *Rozwój nauki o finansach. Stan obecny i pożądane kierunki jej ewolucji*, red. J. Ostaszewski, E. Kosycarz, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2014.
- www1 – <http://www.harvard.edu/about-harvard/harvard-glance/endowment> (data dostępu 5.09.2016).
- Ziółkowska, K., *EMIR jako regulacja rynku derywatów OTC*, w: *Inwestowanie. Rynki, instrumenty, decyzje*, red. A. Adamska, A. Fierla, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2015.

Słowa kluczowe: nowa ekonomia instytucjonalna, instytucja, zmiana, finansyzacja, finansjeryzacja, ufinansowanie, rynek finansowy

Financialization and change of institutional matrix

Summary

The article focuses on the problem of so called “financialization”. The applied method of analysis of this issue is rarely used in finance – the mechanism of the institutional changes that has been used is the one elaborated in the field of the New Institutional Economics (NIE). The starting point of this article is the short recapitulation of very different and broad meanings of the two essential categories: the institutional matrix and its change, and the financialization itself, which can be found in the literature. Another part of the article is the study of the most important trends which are both the causes and the consequences of changes that have been affecting the process of financialization in recent decades. The findings of the analysis lead to the conclusion that financialization means not only change in behaviour of financial market participants, but that is the stable element of social life.

Keywords: new institutional economics, institution, change, financialization, financial market