WEI
WARSAW ENTERPRISE INSTITUTE

RAPORT

MARZEC
2022

DAMIAN OLKO

KAPITALIZM INTERESARIUSZY

WARSAW ENTERPRISE INSTITUTE

KAPITALIZM INTERESARIUSZY

„WIELKI RESET" W NASZYM INTERESIE CZY NIEBEZPIECZNA UTOPIA?

Damian Olko

Niezależny ekonomista i konsultant gospodarczy. Do 2020 r. manager w Deloitte, gdzie rozwijał usługi doradztwa ekonomicznego w Polsce i regionie Europy Środkowej. Zrealizował kilkadziesiąt projektów dla klientów z sektora prywatnego i publicznego, a także organizacji międzynarodowych. Specjalizuje się w analizach wpływu regulacji, polityk publicznych i innych zjawisk na gospodarkę, a także analizach ekonomicznych na potrzeby sporów lub postępowań przed organami państwa. Autor licznych analiz, artykułów i komentarzy w mediach. Członek Towarzystwa Ekonomistów Polskich.

Spis treści

Synteza 4
O raporcie 7
Wstęp 8
I. Kapitalizm interesariuszy – definicje, ramy teoretyczne, możliwe warianty, wskaźniki ESG 11
Definicje, ramy teoretyczne i dokumenty 12
Wielka niewiadoma i źródło niepewności: rola sektora publicznego w kapitalizmie interesariuszy 16
Dwa główne warianty modelu kapitalizmu interesariuszy – „wolnościowy" i „równościowy" 17
Wskaźniki ESG w modelu kapitalizmu interesariuszy 20
Podsumowanie 25
II. Korzyści i koszty związane z realizacją koncepcji kapitalizmu interesariuszy i ESG 26
Cele finansowe i pozafinansowe – czy da się je pogodzić? 27
Implikacje dla najważniejszych grup interesariuszy 32
Podsumowanie 35
Wnioski 36
Źródła 38

Synteza

Kontekst

Koncepcja społecznej odpowiedzialności biznesu (CSR) nie sprawdziła się w rzeczywistości gospodarczej, co ponad 50 lat temu przewidział Milton Friedman. Teraz część środowiska biznesowego, decydentów politycznych i NGO pokłada wielkie nadzieje we wdrożeniu modelu kapitalizmu interesariuszy, wspieranego przez kryteria ESG (Environmental, Social, Governance). Towarzyszy temu zmasowana krytyka modelu kapitalizmu akcjonariuszy. Jednak uważna lektura głośnego tekstu z 1970 r. o tytule „Doktryna Friedmana – społeczną odpowiedzialnością biznesu jest zwiększanie zysków" oraz analiza praktyki biznesowej falsyfikuje tezę, że kapitalizm akcjonariuszy wymaga maksymalizacji zysków bez uwzględnienia czynników w otoczeniu bądź interesariuszy.

Silnym bodźcem do promocji modelu kapitalizmu interesariuszy i generalnie krytyki gospodarki rynkowej stała się pandemia COVID-19, co budzi poważne wątpliwości, gdyż przyczyną tego kryzysu nie były procesy rynkowe. Wyniki globalnego badania Edelman Trust 2022 pokazują, że to rządy zmagają się z dużym kryzysem zaufania i są postrzegane jako niezdolne do rozwiązywania ważnych problemów społecznych i środowiskowych. Dodatkowo jedynie 33 proc. respondentów z 21 krajów uważa, że gospodarka centralnie planowana radzi sobie lepiej niż gospodarka rynkowa oraz 52 proc. respondentów ocenia, że kapitalizm w obecnym kształcie generuje więcej szkód niż korzyści. Interpretując te wyniki, nie sposób pominąć kontekstu, jakim jest dominujący od dekady dyskurs – generalnie niechętny kapitalizmowi i biznesowi.

Istota kapitalizmu interesariuszy

Nie istnieje jedna, powszechnie akceptowana definicja kapitalizmu interesariuszy czy też celu działalności przedsiębiorstwa. Oficjalne stanowiska środowisk biznesowych i politycznych również nie dają jasnej odpowiedzi, co konkretnie oznacza koncepcja kapitalizmu interesariuszy

i jak powinna być realizowana w praktyce. Różnice dotyczą przede wszystkim wykorzystywanych pojęć, hierarchii celów (cele finansowe kontra cele pozafinansowe) oraz ich wzajemnych powiązań. Chaos definicyjny i pojęciowy dotyczący kapitalizmu interesariuszy jest efektem braku solidnych fundamentów teoretycznych, odwołujących się do ról, odpowiedzialności, bodźców i procesów podejmowania decyzji w organizacjach, w tym godzenia odmiennych interesów. Teoria interesariuszy zaproponowana przez R. Freemana w 1984 r. była przedmiotem szerokiej krytyki w literaturze, a większość problemów teoretycznych i praktycznych nie została do dzisiaj rozwiązana, wskutek czego **koncepcja kapitalizmu interesariuszy nie ma solidnej podstawy naukowej i teoretycznej.**

Dwa warianty kapitalizmu interesariuszy – „wolnościowy" oraz „równościowy"

Na podstawie analizy udało się wyróżnić dwa podstawowe warianty kapitalizmu interesariuszy, które fundamentalnie różnią się od siebie:

1. **Wariant „wolnościowy" jest w praktyce lekko zmodyfikowaną wersją kapitalizmu akcjonariuszy,** gdyż uwzględnianie interesów różnych interesariuszy sprzyja zwiększaniu długoterminowej wartości bądź dobrobytu akcjonariuszy. Jedyna istotna różnica względem kapitalizmu akcjonariuszy może dotyczyć większego nacisku na długoterminowe budowanie wartości dla właścicieli. Generalnie ten wariant jest spójny z zasadami gospodarki rynko-

wej, na czele ze swobodą prowadzenia działalności gospodarczej i ochroną własności prywatnej;

2. **Wariant „równościowy" oznacza zasadniczą zmianę wobec modelu kapitalizmu akcjonariuszy,** gdyż zakłada realizację interesów różnych grup interesariuszy przez zarządzających firmą, w szczególności poprzez zmniejszenie wagi dla interesów właścicieli, oraz poświęcenie wyniku finansowego na rzecz wyników pozafinansowych. W efekcie realizacja tego wariantu będzie oznaczać bardzo daleko idącą i kosztowną ingerencję w wolność gospodarczą zarówno przedsiębiorców, inwestorów, jak i konsumentów.

Skutki realizacji kapitalizmu interesariuszy w wariancie „równościowym"

Analizy teoretyczne i empiryczne wskazują, że czynniki ESG mogą wspomóc podejmowanie optymalnych decyzji inwestycyjnych. Warunkiem jest to, że niosą wartość informacyjną, co jednak jest przedmiotem sporu wśród badaczy i praktyków. Mniej zastrzeżeń dotyczy wniosku, że **im większa preferencja względem wysokiej oceny ESG, tym gorszy wynik finansowy.** Konkluzje z analiz dla rynku kapitałowego można uogólnić na działalność gospodarczą, gdzie czynniki zysku i ryzyka mają równie fundamentalne znaczenie.

Kapitalizm interesariuszy w wariancie „wolnościowym" jest bardzo bliski dominującym obecnie rozwiązaniom, dlatego przeanalizowano skutki realizacji modelu kapitalizmu interesariuszy w wariancie „równościowym" w porównaniu z kontynuacją *business-as-usual.* Przyniesie on:

- **niższy wzrost gospodarczy**, a w konsekwencji niższe wynagrodzenia pracowników i zyski w sektorze firm oraz niższe wpływy z podatków,
- **wyższe ceny dóbr i usług** wskutek ogólnego wzrostu kosztów i ryzyka prowadzenia działalności gospodarczej,
- **zwiększenie zakresu władzy politycznej nad sektorem prywatnym,**
- **ryzyko dalszego wzrostu polaryzacji społecznej** wskutek upolitycznienia sektora przedsiębiorstw oraz wkraczania przez firmy w kwestie indywidualnego systemu wartości,
- **prawdopodobnie pewne korzyści w obszarze *zrównoważonego rozwoju* bądź ESG**, choć są one wysoce niepewne ze względu na ww. spodziewane skutki, które czynią model kapitalizmu interesariuszy w wersji „równościowej" *niezrównoważonym rozwiązaniem* w warunkach gospodarki rynkowej, demokracji i praworządności.

Idea kapitalizmu interesariuszy nie musi być skazana na niepowodzenie, jeśli byłby realizowany wariant „wolnościowy". Historia gospodarcza pokazuje, że ewolucje systemów ekonomicznych są naturalnym zjawiskiem i rezultatem różnych przemian technologicznych, kulturowych, społecznych, ale także decyzji politycznych. To oznacza, że nie należy z założenia kwestionować potrzeby dokonywania reform czy różnorakich zmian. Ewentualne reformy powinny brać pod uwagę różnorodność istniejących modeli kapitalizmu na świecie. Zwolennicy kapitalizmu interesariuszy w większości nie odnoszą się do konkretnych instytucji i norm wypracowanych przez dekady, a niekiedy stulecia, ignorując zgromadzone doświadczenia i wiedzę formalną oraz ukrytą. Nie biorą także pod uwagę ogromnych wewnętrznych zdolności do adaptacji w systemie kapitalistycznym. Zamiast tego promują koncept, który nie został dostatecznie zdefiniowany i przeanalizowany, ale co do którego są przekonani, że jest lepszy i niezbędny w obliczu globalnych wyzwań. Nie przedstawiają jednak żadnych dowodów za tymi twierdzeniami.

O raporcie

Głównym celem tego raportu jest przybliżenie koncepcji kapitalizmu interesariuszy oraz możliwych implikacji społeczno-ekonomicznych tej doktryny. Motywacją do powstania analizy była stwierdzona przez autora luka na polskim rynku – tj. niedostatek analiz ekonomicznych podejmujących tematykę kapitalizmu interesariuszy, zrównoważonego rozwoju i ESG (Environmental, Social, Governance), które w sposób niezależny odwoływałyby się do dostępnej wiedzy ekonomicznej i finansowej. W rezultacie, w debacie publicznej zbyt rzadko spotyka się pogłębione analizy, zwłaszcza w obiektywny sposób podejmujące kwestie kosztów i korzyści proponowanych zmian.

Szczegółowe cele są następujące:

1. Przeanalizowanie modelu kapitalizmu interesariuszy jako koncepcji, występujących definicji, wariantów tego modelu, ram teoretycznych i proponowanych wskaźników;
2. Określenie zależności między realizacją celów finansowych i pozafinansowych na podstawie dostępnej wiedzy i badań oraz określenie skutków realizacji kapitalizmu interesariuszy w wariancie oznaczającym zakwestionowanie fundamentów gospodarki rynkowej.

Na potrzeby raportu autor przeprowadził wywiady pogłębione z przedstawicielami sektora finansowego i NGO.

Zastrzeżenie

Analiza odzwierciedla tylko i wyłącznie osobiste poglądy autora i nie może być wiązana z żadnymi podmiotami trzecimi, z którymi autor współpracuje. Treść powyższej analizy nie stanowi rekomendacji w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych lub ich emitentów. (Dz.U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715). Raport nie może służyć jako podstawa do dokonywania inwestycji w jakiekolwiek aktywa, w tym papiery wartościowe, w związku z czym autor nie odpowiada za skutki jakichkolwiek decyzji podjętych na podstawie informacji lub opinii zawartych w tym raporcie.

Wstęp

- **Kapitalizm, a zwłaszcza jego model nazywany kapitalizmem akcjonariuszy (*shareholder capitalism*) jest przedmiotem coraz większej krytyki.**
- **Światowe Forum Ekonomiczne nawołuje do „Wielkiego Resetu".**

O ile postulaty odejścia od systemu kapitalistycznego pozostają wciąż na marginesie debaty, o tyle do mainstreamu przebija się dynamicznie pogląd, iż należy porzucić model kapitalizmu, który oparty jest na maksymalizacji zysku i w zamian wprowadzić model kapitalizmu interesariuszy (*stakeholder capitalism*). Jak dotąd nie ma konsensusu, jakie konkretnie cele ma realizować proponowany model, poza abstrakcyjnie definiowaną wartością dla wszystkich interesariuszy – zwolennicy zgadzają się jedynie, że należy zerwać z prymatem akcjonariuszy.

Wokół pojęcia kapitalizmu akcjonariuszy, w tym bardzo donośnego artykułu Miltona Friedmana z 1970 r. o tytule „Doktryna Friedmana – społeczną odpowiedzialnością biznesu jest zwiększanie zysków"[1] narosło wiele nieporozumień i błędnych wniosków[2]. Choć celem tego raportu nie jest szczegółowa analiza tez sformułowanych przez Friedmana oraz argumentów krytyków, to jeden z fragmentów tekstu sprzed ponad 50 lat zasługuje na uwagę w obecnym kontekście:

> „W długofalowym interesie korporacji, która jest głównym pracodawcą w małej społeczności, może leżeć poświęcenie zasobów na zapewnienie udogodnień tej społeczności lub poprawę jej rządu. Może to ułatwić pozyskiwanie pożądanych pracowników, obniżyć koszty wynagrodzeń, zmniejszyć straty wynikające z kradzieży i sabotażu lub mieć inne wartościowe efekty".
>
> **Milton Friedman**

[1] Friedman, M. (1970), *A Friedman doctrine – The Social Responsibility Of Business Is to Increase Its Profits.*

[2] Wiele artykułów analizujących tzw. doktrynę Friedmana zawiera publikacja Stigler Center (2020), *Milton Friedman. 50 Years Later.*

Nie jest zatem prawdą, że kapitalizm akcjonariuszy polega na tym, że firmy ograniczają się tylko do generowania krótkoterminowych zysków i nie biorą pod uwagę czynników w otoczeniu, które wpływają na ich długoterminowe perspektywy. Inny przykład to budowanie marki, co jest procesem długofalowym wymagającym inwestycji na wielu polach, ale także odpowiedzialności względem głównych interesariuszy[3]. Poza rolą firm jako organizacji, Friedman zwracał przede wszystkim uwagę na podmiotowość jednostek – w tym akcjonariuszy – którzy mogą swoje prywatne środki przeznaczać na dowolne cele społeczne czy środowiskowe, zgodne z ich własnymi przekonaniami. Wykazał, że firmy nie mają przewagi konkurencyjnej w działalności charytatywnej nad jednostkami[4]. Faktyczna porażka koncepcji Corporate Social Responsibility (CSR) była spowodowana m.in. tym, że firmy koncentrowały się na filantropii zamiast na zmianach w swoich modelach biznesowych. Dlatego zaczęto poszukiwać, a następnie lobbować za nowymi ideami.

Silnym bodźcem do promocji modelu kapitalizmu interesariuszy i generalnie krytyki gospodarki rynkowej stała się pandemia COVID-19, co jest o tyle zaskakujące, że przyczyną tego kryzysu nie były procesy rynkowe – tylko czynnik w pełni zewnętrzny wobec gospodarki. Towarzyszy temu hasło „Wielkiego Resetu". To, czego dowiodła pandemia i wywołana przez nią głęboka recesja to fakt, że gospodarka rynkowa jest w stanie bardzo szybko się odrodzić i to znacznie szybciej niż zakładało większość decydentów politycznych i gospodarczych. Na dynamikę odbicia duży wpływ miała bez wątpienia pomoc finansowa ze strony sektora publicznego, w wielu przypadkach nawet przeskalowana, wskutek czego świat zmaga się z najwyższą od dekad inflacją. Podkreślmy, że wspomniane wsparcie publiczne było potrzebne w obliczu działań administracyjnych (lockdowny i inne), które często były wprowadzane bez odpowiedniego uzasadnienia, analizy kosztów i korzyści, a także niezgodnie z obowiązującymi przepisami. Jeśli do tego doda się fakt, że na całym świecie zmarło tysiące ludzi z powodu niewłaściwych decyzji politycznych, administracyjnych oraz nieefektywności w zdominowanej przez sektor publiczny ochronie zdrowia, to nie sposób postawić pytania – czy faktycznie pandemia pokazała, że to kapitalizm jest w kryzysie?

Ciekawe wyniki w kontekście tego pytania przynosi globalne badanie Edelman Trust Barometer 2022[5]. Okazuje się, że:

- **po wybuchu pandemii zaufanie do rządów 27 krajów wyraźnie spadło z 65 punktów w 2020 r. do 52 punktów w 2022 r.** Na tym tle zaufanie do biznesu wygląda dobrze, bo obniżyło się tylko o 1 punkt z 62 do 61;
- rządy uzyskały również niższe oceny niż sektor firm w obszarze „radzenia sobie z pandemią" oraz „możliwości rozwiązywania społecznych problemów";
- **jedynie 33 proc. respondentów z 21 krajów uważa, że gospodarka centralnie planowana radzi sobie lepiej niż gospodarka rynkowa; 52 proc. respondentów ocenia, że kapitalizm w obecnym kształcie generuje więcej szkód niż korzyści;**
- respondenci oczekują większego zaangażowania ze strony biznesu m.in. w kwestie zmian klimatu, nierówności ekonomicznych i przekwalifikowania pracowników. Badani widzą w firmach

[3] Prof. Alex Edmans w trakcie debaty: London Business School (2020), *Stakeholder Capitalism: The Case For and Against.*
[4] Prof. Oliver Hart dla: Business Insider (2018), *Shareholders Care About More Than Just Profits.*
[5] Edelman (2022), *Edelman Trust Barometer 2022.*

oraz NGO (organizacjach pozarządowych) najważniejszych aktorów, którzymogą przynieść pozytywne zmiany, w przeciwieństwie do władzy politycznej.

Biorąc pod uwagę dominujący od co najmniej dekady niechętny kapitalizmowi i biznesowi dyskurs (duży udział mają tu politycy, media, środowisko naukowe i NGO) powyższe wyniki należy postrzegać raczej jako optymistyczne, zwłaszcza że w pamięci wielu ludzi jest jeszcze kryzys finansowy z lat 2008–2009 i kryzys w strefie euro. Kwestia oczekiwań, by biznes w większym stopniu rozwiązywał problemy społeczne i środowiskowe jest jednym z najważniejszych argumentów zwolenników przejścia na model kapitalizmu interesariuszy. Jak zostanie pokazanie w raporcie, brakuje dowodów, że istnieje konieczność wprowadzenia *stakeholder capitalism*, by owe problemy móc lepiej rozwiązywać, ani że jest to optymalne rozwiązanie względem dostępnych alternatyw.

I. Kapitalizm interesariuszy – definicje, ramy teoretyczne, możliwe warianty, wskaźniki ESG

Obecnie nikt już nie mówi o społecznej odpowiedzialnej biznesu (CSR), za to coraz większy wpływ wywiera koncepcja kapitalizmu interesariuszy oraz kryteria ESG (Environmental, Social, Governance). Według części ekspertów, CSR jako koncepcja została niewłaściwie zrozumiana i wykorzystana przez biznes, gdyż służyła głównie celom PR oraz filantropii, natomiast nie przyczyniła się do zmiany w zakresie zarządzania wpływem organizacji na otoczenie społeczne, ekonomiczne i środowiskowe[6]. Stało się tak, jak przewidywał M. Friedman. Teraz część środowiska biznesowego, decydentów politycznych i NGO pokłada wielkie nadzieje we wdrożeniu modelu kapitalizmu interesariuszy, wspieranego przez ESG.

[6] Wobec pojawiających się często twierdzeń o końcu „prymatu akcjonariuszy" tj. idei M. Friedmana, można nieco złośliwie zauważyć, że brakuje ze strony tych samych kręgów refleksji o porównywalnej skali i wyrazistości twierdzeń wobec przyczyn porażki koncepcji CSR (poza wskazywaniem na ciągły wpływ idei M. Friedmana jako przyczynę porażki CSR, co jest sprzeczne z rzekomą śmiercią idei kapitalizmu akcjonariuszy). Tego typu analiza i debata niewątpliwie zwiększyłaby szanse powodzenia promowanej obecnie koncepcji *stakeholder capitalism*.

„Musimy odejść od społeczeństwa, w którym biznes i rząd mają oddzielne role, do społeczeństwa, w którym działają ręka w rękę"

Klaus Schwab, Światowe Forum Ekonomiczne*

„Akcjonariusze mają swoje społeczne preferencje i poglądy, więc będą chcieli, by firmy, w które inwestują, też były zainteresowane nie tylko wynikiem finansowym"

Oliver Hart, Harvard University**

„Robienie z menedżerów lub zarządów firm kogoś w rodzaju społecznych planistów, którzy mają balansować interesy różnych interesariuszy – to nie ma szans zadziałać, bo menedżerowie i zarządy nie mają odpowiednich bodźców"

Lucian Bebchuk, Harvard Law School***

* Schwab, K. (2021), *Stakeholder Capitalism: Building the Future, World Economic Forum.*

** Business Insider (2018), *Shareholders Care About More Than Just Profits.*

*** Bebchuk, L. (2020), *Capitalism The Great Debate - Stakeholder v Shareholder.*

Definicje, ramy teoretyczne i dokumenty

Nie istnieje jedna, powszechnie akceptowana definicja kapitalizmu interesariuszy czy też celu działalności przedsiębiorstwa. Różnice dotyczą przede wszystkim wykorzystywanych pojęć, hierarchii celów oraz ich powiązań. Warto wyróżnić kilka zaproponowanych niedawno definicji bądź postulatów odnoszących się do celu przedsiębiorstw, biorąc pod uwagę szeroko rozumiany wpływ autorów bądź dorobku naukowego w tym obszarze:

- *Kapitalizm interesariuszy jest formą kapitalizmu, w której przedsiębiorstwa nie tylko optymalizują krótkoterminowe zyski dla akcjonariuszy, ale dążą do tworzenia długoterminowej wartości, biorąc pod uwagę potrzeby wszystkich swoich interesariuszy i ogółu społeczeństwa* (Światowe Forum Ekonomiczne, 2021)[7];
- *Celem biznesu jest tworzenie wartości dla wszystkich interesariuszy: pracowników, klientów, dostawców, społeczności, środowiska naturalnego i udziałowców* (World Business Council for Sustainable Development, 2022)[8];
- *Kapitalizm interesariuszy dąży do tworzenia dobrobytu akcjonariuszy tylko poprzez tworzenie dobrobytu interesariuszy* (A. Edmans, 2020)[9];
- *Maksymalizacja dobrobytu akcjonariuszy powinna zastąpić maksymalizację wartości rynkowej przedsiębiorstwa jako właściwy cel przedsiębiorstwa* (O. Hart i L. Zingales, 2017)[10];
- *Celem biznesu nie jest generowanie zysków. Celem biznesu jest tworzenie zyskownych rozwiązań dla problemów ludzi oraz planety* (C. Mayer, 2019)[11].

Chaos definicyjny i pojęciowy dotyczący kapitalizmu interesariuszy jest efektem braku solidnych fundamentów teoretycznych, odwołujących się do ról, odpowiedzialności, bodźców i procesów podejmowania decyzji w organizacjach.

7 Schwab, K and Vanham, P. (2021), *What is stakeholder capitalism?,* World Economic Forum.
8 WBCSD (2022), *What does stakeholder capitalism mean for business.*
9 Edmans, A., (2020), *Stakeholder Capitalism: The Case For and Against.*
10 Hart, O. & Zingales, L. (2017), *Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value.*
11 W przypadku C. Mayera należy zastrzec, że nie jest on jednoznacznym zwolennikiem nurtu *stakeholder capitalism*. Opowiada się za tym, by przedsiębiorstwo maksymalizowało realizację wybranego przez siebie celu (*purpose*), którym nie może być zysk. Jednocześnie jest mu zdecydowanie bliżej do tego modelu niż do *shareholder capitalism*. Zob. Oxford Martin School (2019), *The future of the Corporation, Economy and Society with Prof. Colin Mayer & Sir Paul Collier.*

Teoria interesariuszy zaproponowana przez R. Freemana w 1984 r.[12], będąca podstawą modelu kapitalizmu interesariuszy, była przedmiotem szerokiej krytyki w literaturze, gdyż m.in. nie pozwala wyjaśnić działań poszczególnych interesariuszy oraz przedsiębiorstwa[13], a samo pojęcie interesariusza jest niejednoznaczne[14]. Część badaczy uważa, że teoria interesariuszy jest bardziej „produktem" ideologicznym niż naukowym[15], a aspiracje zastąpienia teorii kapitalistycznych były bezpodstawne, gdyż nie jest możliwe tworzenie wartości dla wszystkich interesariuszy w jakikolwiek równy sposób[16]. Mimo rosnącego zainteresowania ze strony badaczy oraz biznesu w ostatnich latach, wiele problemów w teorii interesariuszy wciąż czeka na rozwiązanie[17]:

- procesy podejmowania decyzji skoncentrowane na interesariuszach (których należy wybrać?),
- jaka struktura organizacyjna (zarządzania) jest odpowiednia do skupienia się na interesariuszach,
- rola pośredników w relacjach z interesariuszami,
- rzeczywista legitymizacja interesariuszy.

W związku z tym, że kapitalizm interesariuszy jest koncepcją promowaną głównie w kręgach polityczno-biznesowych, analiza publikacji o charakterze deklaracji czy stanowisk jest równie istotna co kwestie teoretyczne. Nie jest niespodzianką, że w toczącej się debacie publicznej widać odmienne rozumienie koncepcji *stakeholder capitalism* przez ważnych przedstawicieli biznesu i polityki.

Manifest z Davos z 2020 r. pozostawia więcej pytań niż odpowiedzi odnośnie do rekomendowanych zmian określanych mianem kapitalizmu interesariuszy[18]. Został on opublikowany przez Światowe Forum Ekonomiczne (World Economic Forum – WEF), jedną z najważniejszych organizacji promujących tę koncepcję. WEF nie przedstawia również wysokiej jakości analiz naukowych, które uzasadniałyby potrzebę zmian w rekomendowanym przez nich kierunku. Sam Manifest raczej nie zawiera treści, które byłyby niespójne z obecnym modelem gospodarki rynkowej (bądź kapitalizmem akcjonariuszy), ale dość ogólny wydźwięk nie pozwala tego jednoznacznie potwierdzić.

12 Freeman, R.E. (1984), *Strategic Management: A Stakeholder Approach.*
13 Key, S. (1999), *Toward a new theory of the firm: a critique of stakeholder "theory".*
14 Jones, T. and Wicks, A. (1999), *Convergent stakeholder theory.*
15 Antonacopoulou, E. and Me´ric, J. (2005), *A critique of stake-holder theory: management science or a sophisticated ideology of control?*
16 Stieb, J. (2009), *Assessing Freeman's stakeholder theory.*
17 Mainardes, Emerson & Alves, Helena & Raposo, Mario. (2011). *Stakeholder theory: Issues to resolve.*
18 Schwab, K. (2019), *Davos Manifesto 2020: The Universal Purpose of a Company in the Fourth Industrial Revolution.*

Ramka 1. Manifest z Davos: *Uniwersalny cel przedsiębiorstwa w dobie czwartej rewolucji przemysłowej*

A. Celem przedsiębiorstwa jest zaangażowanie wszystkich jego interesariuszy we wspólne i trwałe tworzenie wartości. Tworząc taką wartość, przedsiębiorstwo służy nie tylko swoim akcjonariuszom, ale wszystkim interesariuszom – pracownikom, klientom, dostawcom, społecznościom lokalnym i ogółowi społeczeństwa. Najlepszym sposobem zrozumienia i zharmonizowania rozbieżnych interesów wszystkich interesariuszy jest wspólne zaangażowanie w polityki i decyzje, które wzmacniają długoterminowy dobrobyt przedsiębiorstwa.

- **Przedsiębiorstwo służy swoim klientom, dostarczając propozycję wartości, która najlepiej odpowiada ich potrzebom. Akceptuje i wspiera uczciwą konkurencję oraz równe szanse. Ma zerową tolerancję wobec korupcji. Utrzymuje cyfrowy ekosystem, w którym działa, w stanie niezawodnym i godnym zaufania. Daje klientom pełną świadomość funkcjonalności swoich produktów i usług, w tym negatywnych skutków lub negatywnych efektów zewnętrznych.**
- **Przedsiębiorstwo traktuje swoich ludzi z godnością i szacunkiem. Szanuje różnorodność i dąży do ciągłej poprawy warunków pracy i dobrostanu pracowników. W świecie szybkich zmian przedsiębiorstwo wspiera ciągłość zatrudnienia poprzez regularne podnoszenie kwalifikacji i przekwalifikowywanie.**
- **Przedsiębiorstwo postrzega swoich dostawców za prawdziwych partnerów w tworzeniu wartości. Daje uczciwą szansę nowym podmiotom wchodzącym na rynek. Uwzględnia poszanowanie praw człowieka w całym łańcuchu dostaw.**
- **Przedsiębiorstwo służy społeczeństwu poprzez swoją działalność, wspiera społeczności, w których działa i płaci sprawiedliwą część podatków. Zapewnia bezpieczne, etyczne i efektywne wykorzystanie danych. Działa jako zarządca przestrzeni środowiskowej i materialnej dla przyszłych pokoleń. Świadomie chroni naszą biosferę i promuje gospodarkę obiegu zamkniętego, współdzieloną i odnawialną. Nieustannie poszerza granice wiedzy, innowacji i technologii, aby poprawić samopoczucie ludzi.**
- **Przedsiębiorstwo zapewnia akcjonariuszom zwrot z inwestycji, który uwzględnia ponoszone ryzyko przedsiębiorcze oraz potrzebę ciągłej innowacji i trwałych inwestycji. Odpowiedzialnie zarządza tworzeniem krótko-, średnio- i długoterminowej wartości w dążeniu do zrównoważonych zwrotów dla akcjonariuszy, które nie poświęcają przyszłości dla teraźniejszości.**

B. Przedsiębiorstwo to coś więcej niż jednostka gospodarcza generująca bogactwo. Spełnia ludzkie i społeczne aspiracje jako część szerszego systemu społecznego. Wyniki należy mierzyć nie tylko na podstawie zwrotu dla akcjonariuszy, ale także sposobu, w jaki osiąga się cele środowiskowe, społeczne i dobrego zarządzania. Wynagrodzenie kadry kierowniczej powinno odzwierciedlać odpowiedzialność względem interesariuszy.

C. Przedsiębiorstwo, które ma międzynarodowy zakres działalności, nie tylko służy wszystkim bezpośrednio zaangażowanym interesariuszom, ale samo działa jako interesariusz – wraz z rządami i społeczeństwem obywatelskim – naszej globalnej przyszłości. Globalne obywatelstwo korporacyjne wymaga od przedsiębiorstwa wykorzystania swoich podstawowych kompetencji, przedsiębiorczości, umiejętności i odpowiednich zasobów we współpracy z innymi firmami i interesariuszami w celu poprawy stanu świata.

Źródło: Schwab, K. (2019), *Davos Manifesto 2020: The Universal Purpose of a Company in the Fourth Industrial Revolution*

Stanowisko Business Roundtable z 2019 r.[19], forum grupującego największe amerykańskie korporacje, również nie daje konkretnych wskazówek, jak rozumieć model kapitalizmu interesariuszy, a zwłaszcza jak będzie realizowany w praktyce. Deklaracja o zaangażowaniu na rzecz wszystkich interesariuszy i budowania na ich rzecz wartości nie rozstrzyga, w jakich proporcjach to zaangażowanie firm będzie się rozkładać i jakie cele (bądź grupy interesariuszy) będą priorytetowe w sytuacjach konfliktowych. Warto jednak podkreślić, że sygnatariusze tego stanowiska deklarują, że system wolnorynkowy jest najlepszym mechanizmem tworzenia miejsc pracy, innowacji, budowy silnej i zrównoważonej gospodarki oraz ekonomicznych możliwości dla wszystkich.

[19] Business Roundtable (2019), *Statement on the Purpose of a Corporation.*

Ramka 2. Stanowisko Business Roundtable w sprawie celu działalności korporacji

Amerykanie zasługują na gospodarkę, która pozwala każdemu odnieść sukces dzięki ciężkiej pracy i kreatywności, i prowadzić życie pełne sensu i godności. Wierzymy, że system wolnorynkowy jest najlepszym sposobem tworzenia dobrych miejsc pracy, silnej i zrównoważonej gospodarki, innowacyjności, zdrowego środowiska oraz szans ekonomicznych dla wszystkich.

Przedsiębiorstwa odgrywają istotną rolę w gospodarce poprzez tworzenie miejsc pracy, wspieranie innowacji i dostarczanie podstawowych towarów i usług. Firmy wytwarzają i sprzedają produkty konsumenckie, produkują sprzęt i pojazdy, wspierają obronę narodową, uprawiają i produkują żywność, zapewniają opiekę zdrowotną, generują i dostarczają energię, oferują usługi finansowe, komunikacyjne i inne, które stanowią podstawę wzrostu gospodarczego.

Chociaż każda z naszych indywidualnych firm służy własnemu celowi korporacyjnemu, łączy nas jedno fundamentalne zobowiązane wobec wszystkich naszych interesariuszy. Zobowiązujemy się do:

- **Dostarczania wartości naszym klientom. Będziemy kontynuować tradycję amerykańskich firm przodujących w spełnianiu lub przekraczaniu oczekiwań klientów.**
- **Inwestowania w naszych pracowników. Zaczyna się to od sprawiedliwego ich wynagradzania i zapewnienia ważnych korzyści. Obejmuje to również wspieranie ich poprzez szkolenia i edukację, które pomagają rozwijać nowe umiejętności w szybko zmieniającym się świecie. Promujemy różnorodność i integrację, godność i szacunek.**
- **Postępowania w sposób uczciwy i etyczny z naszymi dostawcami. Naszym celem jest służenie jako dobrzy partnerzy dla innych firm, dużych i małych, które pomagają nam w realizacji naszych misji.**
- **Wspierania społeczności, w których pracujemy. Szanujemy ludzi w naszych społecznościach i chronimy środowisko, stosując zrównoważone praktyki we wszystkich naszych firmach.**
- **Generowania długoterminowej wartości dla akcjonariuszy, którzy dostarczają kapitał umożliwiający firmom inwestowanie, rozwijanie się i wprowadzanie innowacji. Zależy nam na przejrzystości i skutecznym zaangażowaniu w sprawy udziałowców.**

Każdy z naszych interesariuszy jest niezbędny. Zobowiązujemy się dostarczać im wszystkim wartość dla przyszłego sukcesu naszych firm, naszych społeczności i naszego kraju.

Źródło: Business Roundtable (2019), *Statement on the Purpose of a Corporation*

Wielka niewiadoma i źródło niepewności: rola sektora publicznego w kapitalizmie interesariuszy

Sporadyczne odwołania do roli sektora publicznego, który w większości krajów rozwiniętych odpowiada za wydatki o równowartości 30–55 proc. PKB i silnie reguluje pozostałą część gospodarki, istotnie utrudniają zrozumienie koncepcji kapitalizmu interesariuszy. Stanowisko Business Roundtable nie zawiera żadnego odniesienia do bardzo ważnego interesariusza, jakim jest rząd i cały sektor publiczny. Również w Manifeście z Davos nie wymieniono rządu jako istotnego, odrębnego gracza, wskazując jedynie na potrzebę współpracy i płacenie „sprawiedliwej" wielkości podatków. Problem braku opisu relacji między sektorem firm a rządem w omawianym modelu dostrzega m.in. M. Mazzucato, która krytykuje pogląd, według którego wartość powstaje jedynie w sektorze przedsiębiorstw we współpracy z pozostałymi interesariuszami, wskazując na istotną rolę państwa (promując jednocześnie swoją koncepcję tzw. „przedsiębiorczego państwa", która może, ale nie musi być realizowana razem z modelem kapitalizmu interesariuszy)[20].

Brak szczegółowej analizy relacji między sektorem prywatnym a publicznym w promowanym modelu kapitalizmu interesariuszy nie tylko utrudnia rzetelną analizę tej koncepcji, ale może też zmniejszać zaufanie i poparcie społeczne wobec postulowanej zmiany[21]. Co ciekawe, koncepcja kapitalizmu interesariuszy wzbudza nieufność zarówno niektórych zwolenników, jak i krytyków kapitalizmu:

- Pierwsza grupa obawia się dalszej ekspansji rządów w życie gospodarcze i społeczne bądź też takiego ograniczenia swobody przedsiębiorczości i prawa własności, że firmy staną się *de facto* podmiotami wykonującymi dyrektywy ze strony władz (które są najbardziej wpływowym interesariuszem) oraz będą doświadczać niekończących się nacisków ze strony różnych aktywistów, także w sferze, która dotyczy osobistego systemu wartości czy światopoglądu[22,23].
- Druga grupa obawia się, że *stakeloder capitalism* jest „przykrywką" do samoregulacji przez sektor przedsiębiorstw ważnych obszarów z perspektywy wywierania wpływu na społeczeństwo i środowisko, co może być wykorzystane jako argument do ograniczenia interwencji państwa w tych sferach (w formie regulacji bądź polityk publicznych), czego efektem będzie zwiększone oddziaływanie mechanizmów rynkowych bądź też oddolnych procesów społecznych, ale tylko tych promowanych lub wspieranych przez sektor firm[24,25].

Ostry spór o istotę i cele kapitalizmu interesariuszy toczy się również w gronie zwolenników tej koncepcji. Przykładem może być coroczny list CEO BlackRock do zarządów firm, w którym odpowiadał na obawy bądź zarzuty części – *nomen omen* – interesariuszy[26]. Krytyka ze strony M. Mazzucato oraz przedstawione różnice w definicjach pokazują, że nie ma konsensusu wśród zwolenników *stakeholder capitalism* i nie wiadomo, na czym dokładnie miałaby polegać ta zmiana[27].

---

20 Harvard Business Review (2021), *What is Stakeholder Capitalism? Here's a Definition, and 4 Ways to Make It a Reality.*

21 Abstrahując w tym miejscu od oceny, czy jest to słuszna koncepcja i w związku z tym czy zasługuje na poparcie, czy nie.

22 Husock, H. (2013), *The Dangers of Quasi-Capitalism.*

23 Gasparino, Ch. (2021), *How corporations surrendered to hard-left wokeness.*

24 Bakalan, J. (2020), *If the good-cause capitalism of the "benefit corporation" sounds too good to be true, that's because it is.*

25 Global Returns Project (2021), *Is ESG Greenwash?,* S. Beslik, T. Fancy, H. Lamb, D. Helm Sir.

26 Co ciekawe, tegoroczny list został zatytułowany „Siła Kapitalizmu". Zob. BlackRock (2022), *Larry Fink's 2022 Letter to CEOs: The Power of Capitalism.*

27 Mazzucato, M. (2022), *Larry Fink's Capitalist Shell Game.*

„W kapitalizmie interesariuszy nie chodzi o politykę. Nie jest to program społeczny ani ideologiczny. Nie jest »woke«. To kapitalizm, napędzany przez wzajemnie korzystne relacje między Tobą a pracownikami, klientami, dostawcami i społecznościami, na których opiera się Twoja firma, aby prosperować. To jest siła kapitalizmu".

Larry Fink, CEO, BlackRock

„Wersja kapitalizmu interesariuszy Finka opiera się na konceptualnej sztuczce. Ostatecznie jego poparcie dla interesariuszy jest uwarunkowane bezpiecznym strumieniem zysków dla akcjonariuszy, co oznacza, że wartość dla akcjonariuszy pozostaje najważniejsza. Wartość dla interesariuszy staje się jedynie środkiem do celu – z korzyścią dla akcjonariuszy na dłuższą metę. Jest to zatem zdrada prawdziwej intencji kapitalizmu interesariuszy: tworzenia wartości dla pożytku publicznego".

Mariana Mazzucato, University College London

Podsumowując, wielość definicji i możliwych interpretacji modelu kapitalizmu interesariuszy wywołuje niepewność odnośnie do rzeczywistej istoty i zakresu zmian, jaka jest rekomendowana przez zwolenników tej koncepcji.

Dwa główne warianty modelu kapitalizmu interesariuszy – „wolnościowy" i „równościowy"

Mimo dużej różnorodności w ramach tej koncepcji oraz problemów teoretycznych związanych z kapitalizmem interesariuszy można wyróżnić dwie podstawowe grupy definicji i zarazem warianty realizacji tego modelu[28]:

1. **Kapitalizm interesariuszy w wariancie „wolnościowym", pomijając szum narracyjno-marketingowy, jest w praktyce lekko zmodyfikowaną wersją kapitalizmu akcjonariuszy,** gdyż uwzględnianie interesów różnych interesariuszy sprzyja zwiększaniu długoterminowej wartości bądź dobrobytu akcjonariuszy. Jedyna istotna różnica względem kapitalizmu akcjonariuszy może dotyczyć większego nacisku na

[28] Częściowo na bazie prezentacji: Bebchuk, L. (2020), *Stakeholder Capitalism: The Case For and Against | London Business School.*

długoterminowe budowanie wartości dla właścicieli;

2. **Kapitalizm interesariuszy w wariancie „równościowym" oznacza zasadniczą zmianę wobec modelu kapitalizmu akcjonariuszy,** gdyż zakłada faktyczne balansowanie interesów różnych grup interesariuszy przez zarządzających firmą, w szczególności poprzez zmniejszenie wagi dla interesów właścicieli. Dobrobyt interesariuszy innych niż akcjonariusze nie jest w tym wariancie środkiem do optymalizacji dobrobytu akcjonariuszy, ale staje się równoważnym, niezależnym celem działalności firmy.

Powyższy podział ma bardzo istotne znaczenie w kontekście skutków i możliwości realizacji koncepcji kapitalizmu interesariuszy:

1. **Pierwsza grupa tj. wariant „wolnościowy" to definicje i takie rozumienie kapitalizmu interesariuszy, które jest spójne z zasadami gospodarki rynkowej,** na czele ze swobodą prowadzenia działalności gospodarczej i ochroną własności prywatnej[29]. Nie ma istotnych przeszkód w postaci braku sprawdzonych ram teoretycznych i przetestowanych, skalowalnych modeli biznesowych na drodze ewolucji sektora prywatnego ku temu modelowi, pod warunkiem istnienia odpowiednich preferencji społecznych i subsydiarnych rozwiązań instytucjonalnych. Jedyne istotne zastrzeżenie dotyczy niedookreślonej roli państwa – odpowiedzi w tym zakresie należy domagać się od zwolenników tego modelu. Można jednocześnie argumentować, że bliskie temu wariantowi modele kapitalizmu są od dawna realizowane np. w krajach skandynawskich czy Niemczech, gdzie istnieją dobrze rozwinięte instytucje i praktyka dialogu między kluczowymi interesariuszami (zwłaszcza pracodawcami i związkami zawodowymi)[30].
2. **W przypadku wariantu „równościowego", realizacja tak zdefiniowanego kapitalizmu interesariuszy będzie oznaczać bardzo daleko idącą i kosztowną ingerencję w wolność gospodarczą, zarówno przedsiębiorców, inwestorów, jak i konsumentów,** ponieważ trudno zakładać, że nastąpi samoistnie postulowana przez WEF głęboka „zmiana sposobów myślenia"[31]. Co więcej, samo *mindset change* jest niewystarczające wobec braku solidnych ram teoretycznych i braku sprawdzonych na dużą skalę modeli biznesowych działających zgodnie z tym postulatem. W efekcie, nie jest możliwe określenie przez decydentów i przedsiębiorców dokładnego zakresu potrzebnych zmian prawnych i organizacyjnych do efektywnej realizacji *stakeholder capitalism* w wariancie „równościowym", które byłyby spójne z rynkowymi bodźcami i ogólnie gospodarką rynkową. I wreszcie, na podstawie twierdzenia K. Arrowa[32] wiemy od dawna, że nie jest możliwe godzenie odmiennych preferencji ze strony różnych interesariuszy bez poświęcania interesów (bądź wartości) przynajmniej jednej

[29] Bliską alternatywą wobec „wolnościowego" wariantu kapitalizmu interesariuszy jest koncepcja wspólnej wartości M. Portera (*The Concept of Shared Value*), która nie zakłada równoważenia interesów poszczególnych interesariuszy. Zob. Porter, M. (2011), *Creating Shared Value: Redefining Capitalism and the Role of the Corporation in Society.*

[30] Rozważanie, czy te istniejące modele i rozwiązania instytucjonalne należy wprowadzać w innych krajach, wykracza poza zakres tej analizy.

[31] Według K. Schwaba: „zmiana sposobu myślenia jest kluczowa, jeśli chcemy przejść od świata, który jest oparty tylko na materialnych celach jak PKB itd., do świata, który jest znacznie bardziej świadomy, jeśli chodzi o dobrostan ludzi". Zob. Schwab, K. (2021), *Stakeholder Capitalism: Building the Future, World Economic Forum.*

[32] Arrow, K.J. (1950), *A Difficulty in the Concept of Social Welfare.*

grupy (analogiczny problem dotyczy wyboru społecznego, czyli „agregacji" preferencji społecznych w demokracji). Wariant „równościowy" kapitalizmu interesariuszy jest zatem utopią, której realizacja nie doprowadzi do równego uwzględniania interesów wszystkich interesariuszy i jednocześnie przyniesie ogromne koszty społeczno-ekonomiczne, w tym ograniczenie swobód gospodarczych.

Większość przedstawicieli sektora biznesu, w tym sektora finansowego, opowiada się – przynajmniej w oficjalnych wystąpieniach – za „wolnościowym" wariantem kapitalizmu interesariuszy. Nie zawsze jest to jednoznaczne lub wyraźne opowiedzenie się, co może wynikać z przedstawionych wcześniej problemów związanych z tym modelem bądź też pozamerytorycznych względów. Przykładem takiej wypowiedzi może być przedmowa B. Moynihana z International Business Council (IBC): *„Widać rosnący konsensus wśród firm dotyczący tego, że długoterminowa wartość jest najefektywniej budowana przez dbanie o interesy wszystkich interesariuszy"*[33]. Choć przewodniczący IBC wspomina o dbaniu o interesy wszystkich interesariuszy, to nie oznacza to równoważności ich interesów, a ponadto – działanie na rzecz wszystkich interesariuszy jest w tej wypowiedzi środkiem prowadzącym do celu w postaci budowania długoterminowej wartości.

Właściciele ryzykują najwięcej, dlatego ich pozycja nie może być zrównana z innymi interesariuszami w warunkach gospodarki rynkowej. W systemie kapitalistycznym roszczenia innych interesariuszy niż właściciele do wytworzonej wartości ekonomicznej wynikają z obowiązującego prawa (np. płacone podatki) lub zawartych umów (dostawcy, pracownicy itd.). Właściciele z kolei poprzez fakt ponoszenia całościowego ryzyka biznesowego mają możliwość istotnego zwiększenia swojego majątku w przypadku wzrostu wartości firmy, ale mogą również stracić cały zainwestowany kapitał i pozostać z koniecznością spłaty długów, po tym, jak spłacono zobowiązania wobec praowników i państwa. To istotna, fundamentalna różnica, która wyklucza możliwość zrównania statusu właścicieli i innych interesariuszy[34].

33 World Economic Forum (2020), *Measuring Stakeholder Capitalism: Towards Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation.*

34 Chyba że nastąpi odejście od ochrony własności prywatnej i swobody przedsiębiorczości, ale taki system nie będzie już kapitalizmem, niezależnie od nadanej mu nowej nazwy.

Wskaźniki ESG w modelu kapitalizmu interesariuszy

Światowe Forum Ekonomiczne w ramach IBC opracowało zestaw wskaźników oraz treści ujawnień informacji finansowych, a także dotyczących zarządzania, spraw społecznych i ochrony środowiska. Według autorów, celem tego projektu jest „poprawa sposobu mierzenia i raportowania przez firmy ich wkładu w budowanie prosperujących społeczeństw i bardziej zrównoważonych relacji z planetą"[35]. Jedną z przesłanek do opracowania nowego zestawu wskaźników dla kapitalizmu interesariuszy były problemy związane z istnieniem wielu alternatywnych ram raportowania czynników ESG, co utrudniało i wciąż utrudnia spójne porównywanie wyników między firmami.

Opublikowany raport zawiera 21 podstawowych wskaźników (*core metrics*) i 34 rozszerzone (*expanded metrics*), zebrane z różnych źródeł i ram analitycznych dla 4 filarów kapitalizmu interesariuszy: Zasady zarządzania, Planeta, Ludzie i Dobrobyt. W szczególności, zaproponowane wskaźniki pozwalają raportować wyniki firmy względem kryteriów ESG, które mają coraz większe znaczenie, zwłaszcza na rynku finansowym. Zgodnie z treścią raportu, zaproponowane ramy raportowania wykraczają jednak poza typowy zakres ESG, gdyż zawierają filar Dobrobytu, z metrykami odnoszącymi się do kwestii ekonomicznych, istotnych dla wzrostu gospodarczego i sytuacji materialnej jednostek.

Tabele 1–4 zawierają krótką charakterystykę obszarów, wskaźników i treści raportowanych informacji dla wspomnianych 4 filarów.

35 World Economic Forum (2020), *Measuring Stakeholder Capitalism: Towards Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation.*

Tabela 1. Zasady zarządzania [org. *Principles of Governance*] – wskaźniki i zakres raportowanych informacji

Obszar	Wskaźnik i zakres raportowanych informacji
Cel zarządzania	**Ustalanie celu** Określony cel firmy, jako zestaw środków, za pomocą których firma proponuje rozwiązania problemów ekonomicznych, środowiskowych i społecznych. Cel przedsiębiorstwa powinien tworzyć wartość dla wszystkich interesariuszy, w tym udziałowców.
Jakość organu zarządzającego	**Skład organu zarządzającego** Skład najwyższego organu nadzorczego i jego komitetów według cech: kompetencji związanych z zagadnieniami ekonomicznymi, środowiskowymi i społecznymi; wykonawczy lub niewykonawczy; niezależność; kadencja w organie zarządzającym; liczba innych znaczących stanowisk i zobowiązań każdej osoby oraz charakter zobowiązań; płeć; przynależność do niedostatecznie reprezentowanych grup społecznych; reprezentacja interesariuszy.
Zaangażowanie interesariuszy	**Istotne czynniki wpływające na interesariuszy** Lista tematów, które są istotne dla kluczowych interesariuszy i firmy, w jaki sposób zidentyfikowano tematy i jak zaangażowano interesariuszy.
Etyczne zachowanie	**Działania antykorupcyjne** 1. Całkowity odsetek członków organu zarządzającego, pracowników i partnerów biznesowych, którzy zostali przeszkoleni w zakresie polityki i procedur antykorupcyjnych organizacji, w podziale na regiony. a) całkowita liczba i charakter przypadków korupcji potwierdzonych w bieżącym roku, ale powiązanych do poprzednich lat; b) całkowita liczba i charakter przypadków korupcji potwierdzonych w bieżącym roku, związanych z bieżącym rokiem. 2. Omówienie inicjatyw i zaangażowania interesariuszy w poprawę szerszego środowiska i kultury, w celu zwalczania korupcji. **Porady w zakresie etyki i mechanizmy raportowania** Opis mechanizmów wewnętrznych i zewnętrznych dla: 1. Szukania porad na temat etycznego i zgodnego z prawem zachowania oraz uczciwości organizacyjnej; 2. Zgłaszania obaw dotyczących nieetycznego lub niezgodnego z prawem zachowania oraz braku uczciwości organizacyjnej.
Nadzór nad ryzykiem i szansami	**Uwzględnienie ryzyka i szans w procesach biznesowych** Informacje o czynnikach ryzyka firmy i możliwościach, które jasno określają główne istotne ryzyka i szanse, przed którymi stoi firma (w przeciwieństwie do ogólnych ryzyk sektorowych), apetyt firmy na te ryzyka, sposób, w jaki te ryzyka i możliwości zmieniały się w czasie oraz reakcja na te zmiany. Te szanse i zagrożenia powinny obejmować istotne kwestie gospodarcze, środowiskowe i społeczne, w tym zmiany klimatyczne i zarządzanie danymi.

Źródło: World Economic Forum (2020), *Measuring Stakeholder Capitalism: Towards Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation*

Tabela 2. Planeta – wskaźniki i zakres raportowanych informacji

Obszar	Wskaźnik i zakres raportowanych informacji
Zmiana klimatu	**Emisje gazów cieplarnianych (GHG)** W przypadku wszystkich odpowiednich gazów cieplarnianych (np. dwutlenku węgla, metanu, podtlenku azotu, F-gazów itp.) podać w tonach metrycznych ekwiwalentu dwutlenku węgla (tCO_2e) emisje gazów cieplarnianych według Protokołu z Zakresu 1 i Zakresu 2. Oszacuj i raportuj istotne emisje w górę i w dół łańcucha wartości (Zakres 3 Protokołu GHG), w stosownych przypadkach. **Implementacja TCFD** Pełne wdrożenie zaleceń grupy zadaniowej ds. ujawniania informacji finansowych związanych z klimatem (TCFD). W razie potrzeby przedstaw termin pełnego wdrożenia wynoszący maksymalnie trzy lata. Ujawnij, czy wyznaczyłeś lub zobowiązałeś się do wyznaczenia celów w zakresie emisji gazów cieplarnianych, które są zgodne z celami Porozumienia Paryskiego – ograniczenie globalnego ocieplenia do znacznie poniżej 2°C powyżej poziomu sprzed epoki przemysłowej i kontynuowanie wysiłków na rzecz ograniczenia ocieplenia do 1,5°C – oraz osiągnięcie zerowej emisji netto przed 2050 r.
Straty w środowisku naturalnym	**Wykorzystanie gruntów i wrażliwość ekologiczna** Raportowanie liczby i powierzchni (w hektarach) posiadanych, dzierżawionych lub zarządzanych terenów na obszarach chronionych i/lub kluczowych obszarach bioróżnorodności (KBA) lub sąsiadujących z nimi.
Dostępność wody	**Zużycie wody i czerpanie w obszarach niedoborów wody** Raportowanie dla operacji, w których istotne są: megalitry pobranej wody, megalitry zużytej wody i odsetek każdego z nich w regionach o wysokim lub bardzo wysokim niedoborze wody, zgodnie z narzędziem atlasu ryzyka wodnego WRI Aqueduct. Oszacuj i zgłaszaj te same informacje dla całego łańcucha wartości (w górę i w dół), w stosownych przypadkach.

Źródło: World Economic Forum (2020), *Measuring Stakeholder Capitalism: Towards Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation*

Tabela 3. Ludzie – wskaźniki i zakres raportowanych informacji

Obszar	Wskaźnik i zakres raportowanych informacji
Godność i równość	**Różnorodność i włączanie (%)** Odsetek pracowników według kategorii pracowników, według grup wiekowych, płci i innych wskaźników różnorodności (np. pochodzenia etnicznego). **Równość płacowa (%)** Stosunek wynagrodzenia zasadniczego i wynagrodzenia dla każdej kategorii pracowników według istotnych lokalizacji działalności dla priorytetowych obszarów równości: kobiet do mężczyzn, mniejszości do dużych grup etnicznych i innych istotnych obszarów równości. **Poziom płac (%)** Stosunek standardowego wynagrodzenia na poziomie podstawowym [w org. *entry level*] według płci w porównaniu z lokalną płacą minimalną. Stosunek rocznego całkowitego wynagrodzenia CEO do mediany rocznego całkowitego wynagrodzenia wszystkich jego pracowników, z wyjątkiem CEO. **Ryzyko związane z pracą nieletnich i pracą przymusową** Wyjaśnienie działalności i dostawców uznanych za stwarzających znaczne ryzyko przypadków pracy dzieci, pracy przymusowej lub obowiązkowej. Takie zagrożenia mogą pojawić się w związku z 1) rodzajem działalności (np. zakład produkcyjny) i rodzajem dostawcy; 2) krajów lub obszarów geograficznych, w których operacje i dostawcy są uważani za zagrożonych.
Zdrowie i dobrostan	**Zdrowie i bezpieczeństwo w miejscu pracy (%)** Liczba i wskaźnik ofiar śmiertelnych w wyniku obrażeń związanych z pracą; urazy związane z pracą o poważnych konsekwencjach (z wyłączeniem ofiar śmiertelnych); urazy związane z pracą, które można zarejestrować; główne rodzaje urazów związanych z pracą; liczba przepracowanych godzin. Wyjaśnienie, w jaki sposób organizacja ułatwia pracownikom dostęp do niezawodowych usług medycznych i opieki zdrowotnej oraz zakres dostępu zapewnianego pracownikom i pracodawcom.
Umiejętności na potrzeby przyszłości	**Zapewnione szkolenia (liczba, koszt)** Średnia liczba godzin szkoleń na osobę, które pracownicy organizacji odbyli w okresie sprawozdawczym, według płci i kategorii pracowników (całkowita liczba godzin szkoleń dla pracowników podzielona przez liczbę pracowników). Średnie wydatki na szkolenia i rozwój na pracownika pełnoetatowego (całkowity koszt szkoleń dla pracowników podzielony przez liczbę pracowników).

Źródło: World Economic Forum (2020), *Measuring Stakeholder Capitalism: Towards Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation*

Tabela 4. Dobrobyt – wskaźniki i zakres raportowanych informacji

Obszar	Wskaźnik i zakres raportowanych informacji
Zatrudnienie i tworzenie zasobności	**Liczba zatrudnionych i wskaźniki zatrudnienia** 1. Całkowita liczba i wskaźnik nowo zatrudnionych pracowników w okresie sprawozdawczym według grup wiekowych, płci, innych wskaźników różnorodności i regionu. 2. Całkowita liczba i wskaźnik rotacji pracowników w okresie sprawozdawczym, według grup wiekowych, płci, innych wskaźników różnorodności i regionu. **Wkład ekonomiczny** Bezpośrednia wartość ekonomiczna generowana i dystrybuowana (EVG&D), na zasadzie memoriałowej, obejmująca podstawowe komponenty dla globalnych operacji organizacji, najlepiej podzielona według: • Przychodów; • Kosztów operacyjnych; • Wynagrodzeń i świadczeń pracowników; • Płatności na rzecz dostawców kapitału; • Płatności na rzecz rządu; • Inwestycji wspólnotowych. Pomoc finansowa otrzymana od rządu: całkowita wartość pieniężna pomocy finansowej otrzymanej przez organizację od dowolnego rządu w okresie sprawozdawczym. **Finansowe nakłady inwestycyjne** 1. Całkowite nakłady kapitałowe (CAPEX) minus amortyzacja, poparte narracją opisującą strategię inwestycyjną firmy. 2. Skup akcji plus wypłata dywidendy, poparte narracją opisującą strategię firmy w zakresie zwrotu kapitału dla akcjonariuszy.
Innowacje w produktach i usługach	**Łączne wydatki na działalność badawczo-rozwojową** Całkowite koszty związane z badaniami i rozwojem.
Społeczność	**Łączne zapłacone podatki** Całkowity globalny podatek ponoszony przez firmę, w tym podatki dochodowe od osób prawnych, podatki od nieruchomości, podatek VAT niepodlegający zaliczeniu i inne podatki od sprzedaży, podatki od wynagrodzeń opłacanych przez pracodawcę oraz inne podatki stanowiące koszty dla firmy, według kategorii podatków.

Źródło: World Economic Forum (2020), *Measuring Stakeholder Capitalism: Towards Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation*

Zaproponowane przez WEF podstawowe wskaźniki dla kapitalizmu interesariuszy są w większości mierzalne, możliwe do raportowania i uwzględniania w procesach biznesowych. Potrzebny koszt i wysiłek po stronie organizacji może się różnić w zależności od jej wielkości i innych cech specyficznych dla sektora lub firmy. Zaproponowane wskaźniki spełniają również kryterium uniwersalności dla różnych sektorów i modeli biznesowych, które było brane pod uwagę w trakcie ich selekcji.

Raport WEF nie zawiera jednak uzasadnienia, że wszystkie z zaproponowanych wskaźników mają istotne znaczenie dla budowania wartości firmy w długim okresie, a to stanowi istotę kapitalizmu interesariuszy, przynajmniej w wariancie „wolnościowym". W szczególności autorzy nie przedstawili związków przyczynowo-skutkowych w postaci ram teoretycznych oraz wyników badań empirycznych, które uzasadniałyby – przynajmniej w niektórych przypadkach – przyjęcie hipotez o pozytywnym wpływie na długoterminową wartość. Co więcej, w przypadku niektórych wskaźników zależność może zachodzić w drugą stronę, niż postulują autorzy (np. wielkość płaconych podatków czy wielkość zatrudnienia zależy od bieżącej skali działalności i oczekiwanej wartości firmy przez inwestorów, którzy decydują o wielkości wydatków na różne cele).

Podsumowanie

Brak solidnych ram teoretycznych pozwalających rozumieć i weryfikować wpływ poszczególnych czynników ESG na długoterminową wartość firmy jest słabością wszystkich ram do raportowania czynników pozafinansowych. Raport WEF niestety powiela te słabości. Brak jasnej struktury przyczynowo-skutkowej sprawia, że ramy do raportowania ESG są w praktyce mniej lub bardziej uznaniową selekcją i prezentacją różnych wskaźników, których część ma charakter nakładu, część ma charakter efektów, a jeszcze inne mają charakter procesowy. Te problemy logiczne i analityczne wynikają z braku solidnych podstaw naukowych dla teorii interesariuszy, jak i niejednoznacznych wyników badań empirycznych odnośnie do niektórych zależności. Nie można też zapominać o różnych społecznych preferencjach i poglądach na to, co jest „dobre" bądź „zrównoważone" – np. jaka wielkość nierówności dochodowych w firmie czy gospodarce. Zwolennicy tego typu ram do raportowania zdają się zupełnie ignorować wskazane wyżej problemy, mimo że wielu z nich nie da się rozwiązać z przyczyn obiektywnych.

II. Korzyści i koszty związane z realizacją koncepcji kapitalizmu interesariuszy i ESG

Ocena konsekwencji realizacji kapitalizmu interesariuszy wraz z ESG bazuje częściowo na ocenie tej koncepcji w Rozdziale I. Zostanie ona jednak wzbogacona o dodatkowe elementy, takie jak zależność między realizacją celu w postaci zysku finansowego a celami pozafinansowymi, mierzonymi ratingami ESG.

Z perspektywy oceny kosztów i korzyści fundamentalne znaczenie ma to, jaki wariant kapitalizmu interesariuszy będzie realizowany – „wolnościowy" czy „równościowy". W przypadku tego pierwszego, właściciele mają możliwość wyboru, jaki cel optymalizują i traktują jako nadrzędny, choć należy oczekiwać, że zdecydowana większość będzie się kierować przede wszystkim zyskiem. W przypadku tego drugiego, firmy preferują bądź mają narzucone odejście od prymatu zysku na rzecz celów pozafinansowych.

„Jednym z największych błędów jest sądzenie programów politycznych i rządowych na podstawie ich zamiarów, a nie rezultatów".

Milton Friedman*

„Jak każdy zarządzający aktywami mamy obowiązek działać w interesie naszych klientów i naszym celem jest generowanie konkurencyjnych stóp zwrotu dla naszych klientów, więc ESG ma grać istotną rolę w tym, w przeciwnym wypadku nie inkorporowalibyśmy ESG".

Christian McCormick, Allianz Global Investors**

„Niektórzy promotorzy ESG upierają się, że ESG może być tylko dobre, że jest cudowne dla świata i musi jednocześnie maksymalizować stopę zwrotu i Sharpe ratio, uważam, że to nie jest prawda i upieranie się przy czymś, co jest poza ekonomiczną logiką i poza czymś co wspierają dane empiryczne w rzeczywistości szkodzi sprawie *sustainability*".

Lasse Pedersen, Copenhagen Business School i New York University***

* WSJ (2015), *Notable & Quotable: Milton Friedman.*

** CNBC Television (2020), *Two experts debate the pros and cons of ESG.*

*** London Business School (2020), *The ESG-Efficient Frontier.*

Cele finansowe i pozafinansowe – czy da się je pogodzić?

ESG może wspomagać funkcjonowanie rynku kapitałowego poprzez dostarczanie nowych informacji, pod warunkiem, że są one wartościowe. Badania empiryczne dotyczące wpływu czynników ESG na wyniki inwestycyjne nie są zgodne, chociaż wyłania się pewien konsensus pokazujący, że ESG może przede wszystkim korzystnie wpływać na poziom ryzyka, zwłaszcza ograniczając straty w czasie kryzysów lub innych zewnętrznych szoków[36]. Niemniej jednak istnieje duży problem z mierzeniem czynników ESG oraz niezgodnością ratingów ESG, którego nie rozwiązuje nawet zwiększenie zakresu raportowania – są nawet dowody, że im więcej ujawnień informacji ESG, tym większa niezgodność ratingów ESG[37]. Pomijając w tym miejscu dalsze rozważania nad zaletami i wadami raportowania ESG[38] oraz ratingów[39], w przypadku rynku finansowego te wskaźniki mogą być wykorzystywane na dwa główne sposoby:

- jako dodatkowa informacja, którą inwestorzy mogą wykorzystać do optymalizacji stopy zwrotu dostosowanej o ryzyko w swoim portfelu (w tym przypadku inwestorzy traktują ESG neutralnie, jako jedną z wielu dostępnych informacji);
- jako kluczowa informacja pozwalająca im optymalizować swoje portfele pod kątem osiąganych ratingów ESG (w tym przypadku inwestorzy preferują spółki z wysoką oceną ESG)[40].

Zakładając, że czynniki ESG niosą wartość informacyjną dla inwestorów, mogą one wspomóc podejmowanie optymalnych decyzji inwestycyjnych, biorąc pod uwagę oczekiwaną stopę zwrotu dostosowaną o ryzyko. Tak wynika z obszernej pracy teoretycznej i empirycznej Pedersen i in. (2021),

36 London Business School (2020), *ESG Investing: The Academic Perspective.*

37 Lashitew, A. (2020), *Stakeholder capitalism arrives at Davos.*

38 Christensen, D. i in. (2019), *Why is Corporate Virtue in the Eye of The Beholder? The Case of ESG Ratings.*

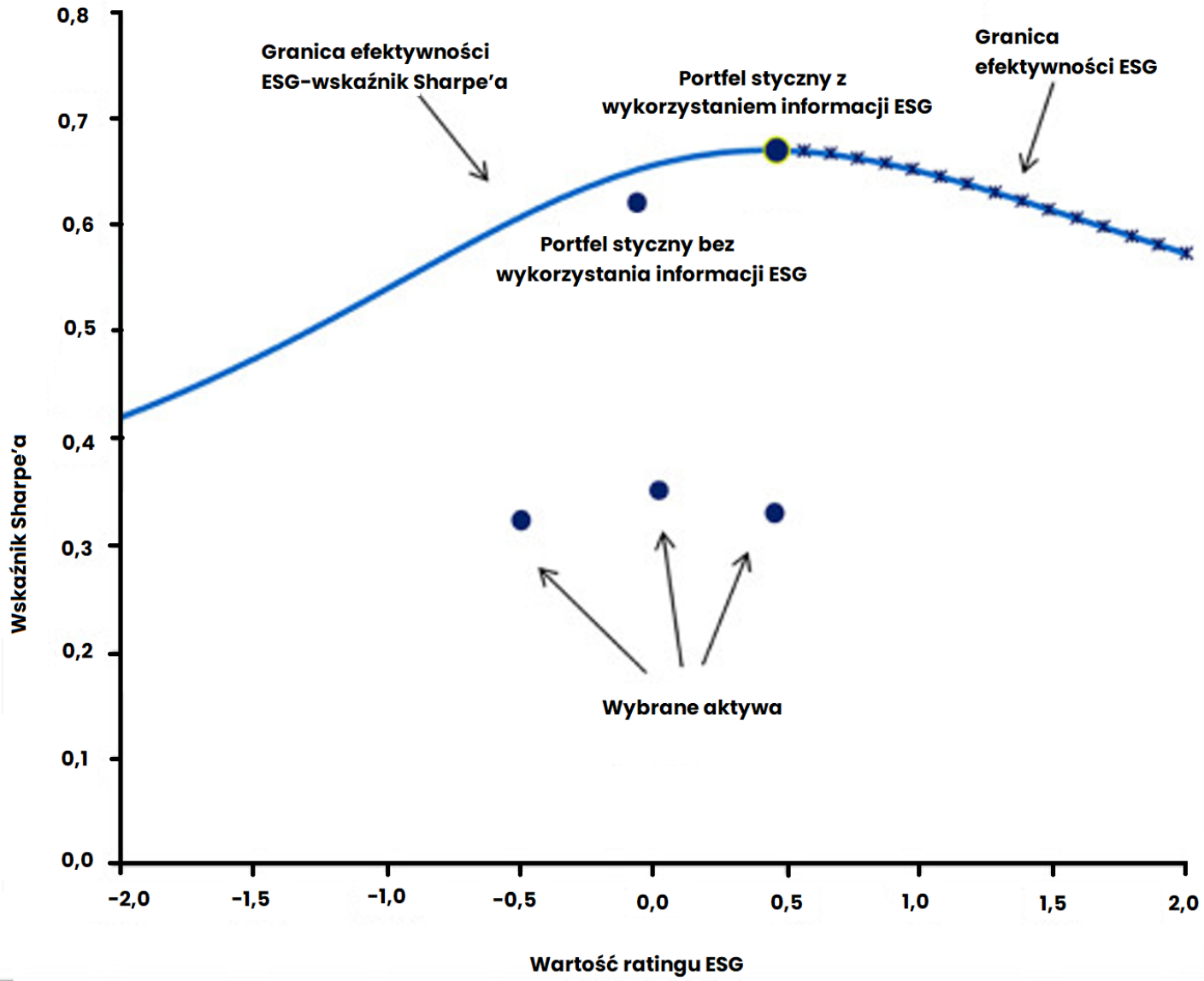
39 Częściowo te problemy zostały wskazane na podstawie analizy raportu WEF w poprzednim rozdziale, niemniej jest to złożony temat, który wymagałby osobnej analizy.

40 Poza tymi dwoma podstawowymi grupami inwestorów można wyróżnić także trzecią grupę, która ignoruje kryteria ESG, zarówno świadomie, jak i nieświadomie. Ale to nie oznacza, że nie bierze pod uwagę czynników fundamentalnych istotnych dla oceny, w tym interesariuszy.

którzy opracowali ramy analityczne pozwalające optymalizować inwestorom decyzje przy uwzględnieniu ratingów ESG. Drugim bardzo ważnym wnioskiem autorów jest to, że wykorzystywanie ESG jako dodatkowej informacji wraz z preferowaniem aktywów o wysokiej ocenie ESG sprawia, że inwestorzy osiągają niższą oczekiwaną stopę zwrotu dostosowaną o ryzyko. Innymi słowy, im większa preferencja względem wysokiej oceny ESG, tym niższa oczekiwana relacja zysku do ryzyka[41].

[41] Spójny z tym wniosek sformułował prof. Henri Servales, który ocenia, że aktywa o niskim ratingu ESG mogą charakteryzować się niższymi cenami, czyli oferować wyższą oczekiwaną stopę zwrotu. Zob. London Business School (2020), *ESG Investing: The Academic Perspective.*

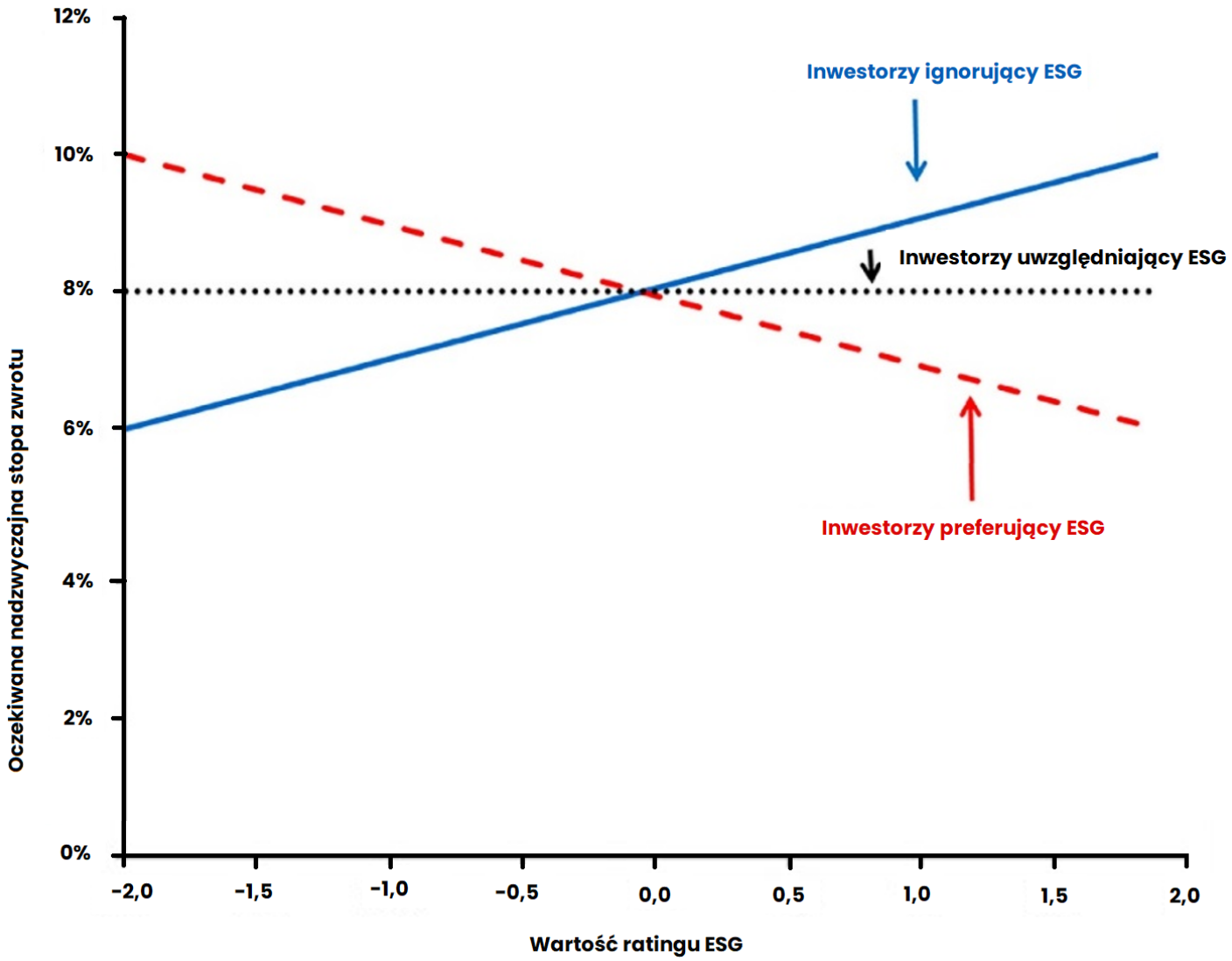
Rysunek 1. Krzywa efektywności na rynku kapitałowym uwzględniająca czynniki ESG



Źródło: Pedersen, L. i in. (2021), *Responsible investing: The ESG-efficient frontier*

Dominujące podejście inwestorów do informacji ESG ma również wpływ na to, czy oczekiwana nadzwyczajna stopa zwrotu (EER) jest związana z wysokością ratingu ESG. Im więcej inwestorów preferuje wysoką ocenę ESG, co można rozumieć jako preferencję wobec kwestii pozafinansowych, tym niższa EER z takiego aktywa (zob. Rys. 2 – czerwona linia). Z kolei dominacja inwestorów ignorujących informacje ESG (pod warunkiem ich istotności) prowadzi do sytuacji, w której aktywa o wysokim ratingu ESG mają niższą cenę rynkową, co pozwala osiągnąć wyższą EER (zob. Rys. 2 – niebieska linia). Wreszcie, w przypadku dominacji inwestorów nie wykazujących preferencji wobec wysokich ratingów ESG, ale także nieignorujących tych informacji, nie ma zależności między ratingiem ESG a EER.

Rysunek 2. Model CAPM dostosowany o kryteria ESG – predykcje



Źródło: Pedersen, L. i in. (2021), *Responsible investing: The ESG-efficient frontier*

Część zwolenników kapitalizmu interesariuszy oraz ESG popełnia co najmniej dwa fundamentalne błędy, uzasadniając korzyści tego podejścia. Są to następujące tezy:

- Inwestorzy kierując się celami pozafinansowymi, mogą osiągnąć wyższą stopę zwrotu z aktywów o wysokiej ocenie ESG i jednocześnie takie spółki będą miały tańsze finansowanie na rynku (jednakże wyższa stopa zwrotu dla inwestora w przypadku emisji akcji oznacza, że spółka sprzedała relatywnie tanio swoje akcje, a więc pozyskała kapitał relatywnie drogo)[42];
- Inwestorzy nakładając na swoją alokację kapitału ograniczenia związane z kryteriami ESG mogą dzięki temu osiągnąć wyższą stopę zwrotu dostosowaną o ryzyko (jednakże na gruncie matematyki nie jest możliwe, by optymalizacja z ograniczeniami pozwoliła osiągnąć wyższą wartość niż optymalizacja bez ograniczeń na tym samym zbiorze)[43,44].

Wnioski dotyczące zależności między oceną ESG a stopą zwrotu dostosowaną o ryzyko mają zastosowanie także do działalności gospodarczej i inwestycyjnej ogółem. Stopa zwrotu z kapitału i ryzyko to kluczowe charakterystyki wpływające na decyzje w każdym biznesie i w efekcie – na procesy rozwojowe[45]. Tabela 5 (na następnej stronie) podsumowuje, jak przy danych założeniach różne modele kapitalizmu w połączeniu z ESG przekładają się na możliwy zysk i ryzyko w działalności gospodarczej bądź inwestycyjnej w przypadku aktywa o wysokiej ocenie ESG[46].

42 London Business School (2020), *The ESG-Efficient Frontier.*

43 Damodaran, A. (2020), *Doing good or Sounding Good: A Skeptical Look at ESG!*

44 Nawet jeśli odrzuci się hipotezę o efektywności rynku kapitałowego (*capital market efficiency*) i istnieją okazje inwestycyjne, których rynek nie wycenia prawidłowo, nie dowodzi to tezy, że to kryteria ESG pozwalają odkryć te okazje. Niska jakość ratingów ESG i wysoka rozbieżność ocen dla tych samych spółek stwarza jednocześnie możliwość, że uda się znaleźć jeden z wielu ratingów (bądź taki zestaw wskaźników), który okazał się być *ex post* dobrym czynnikiem prognozującym stopę zwrotu – ale równie dobrze można próbować szukać wyjaśnienia w innych czynnikach fundamentalnych „nie-ESG". W przypadku inwestorów istotne znaczenie ma porównanie korzyści krańcowej z kosztem krańcowym pozyskiwania dodatkowych informacji – przy niskiej jakości ratingów ESG ta korzyść krańcowa jest bardzo niska.

45 W związku z tym słowo „inwestor" w Tabeli 5 można zastąpić słowem „przedsiębiorca".

46 Zakładamy, że w przypadku kapitalizmu akcjonariuszy lub kapitalizmu interesariuszy w wariancie „wolnościowym" istnieje możliwość wyboru, czy korzysta się z informacji ESG bądź innych czynników fundamentalnych. Nie ma jednak obowiązku korzystania z tych informacji ani tym bardziej narzuconego celu działalności gospodarczej lub inwestycyjnej. Mogą to być cele finansowe, pozafinansowe lub ich dowolna kombinacja, ale (prawdopodobnie) dominować będą cele finansowe. Analogicznie zakładamy, że w przypadku kapitalizmu interesariuszy w wariancie „równościowym" nie tylko nakładane są obowiązki korzystania z ESG, ale sektor prywatny w większości preferuje cele pozafinansowe kosztem finansowych (co jest mało prawdopodobne) lub są one wymuszane na sektorze prywatnym (bardziej prawdopodobne).

Tabela 5. Podsumowanie wpływu różnych modeli kapitalizmu w połączeniu z ESG na wyniki inwestycyjne oraz koszt kapitału

Model kapitalizmu	Charakterystyka dominującego inwestora	Cel, który inwestor optymalizuje	Wpływ wysokiego ratingu ESG na oczekiwaną nadzwyczajną stopę zwrotu	Wpływ na koszty kapitału akc. spółki z wysokim ratingiem ESG
Kapitalizm akcjonariuszy lub Kapitalizm interesariuszy – wariant „wolnościowy”	Inwestor nie wykorzystuje informacji ESG	Stopa zwrotu dostosowana o ryzyko finansowe (Sharpe ratio)	Relatywnie niski popyt na aktywo z wysokim ratingiem ESG ➔ Relatywnie niższa cena aktywa z wysokim ratingiem ESG ➔ Wyższa nadzwyczajna stopa zwrotu aktywa z wysokim ratingiem ESG ➔ Pod warunkiem, że wysoki rating ESG jest predyktorem wysokich zysków w przyszłości, a inwestorzy to ignorują	Relatywnie wyższy koszt kapitału, biorąc pod uwagę czynniki fundamentalne tj. zysk i ryzyko
Kapitalizm akcjonariuszy lub Kapitalizm interesariuszy – wariant „wolnościowy”	Inwestor wykorzystuje ESG	Stopa zwrotu dostosowana o ryzyko finansowe i ryzyko ESG (Sharpe ratio)	Popyt na aktywo z wysokim ratingiem ESG odzwierciedla oczekiwane przez inwestorów zyski w przyszłości ➔ Brak związku między wysokością ratingu ESG a nadzwyczajną stopą zwrotu	Koszt kapitału na poziomie rynkowym, biorąc pod uwagę czynniki fundamentalne tj. zysk i ryzyko
Kapitalizm interesariuszy – wariant „równościowy”	Inwestor wykorzystuje informacje ESG + preferuje lub musi preferować aktywa o wysokim ratingu ESG	Optymalny kompromis między stopą zwrotu, ryzykiem finansowym a ryzykiem ESG oraz średnim ratingiem ESG w portfelu (wybór między Sharpe ratio a ratingiem ESG)	Relatywnie wyższy popyt na aktywo z wysokim ratingiem ESG ➔ Relatywnie wyższa cena aktywa z wysokim ratingiem ESG ➔ Niższa nadzwyczajna stopa zwrotu aktywa z wysokim ratingiem ESG Pod warunkiem, że inwestorzy preferują lub muszą „doważać” w portfelu aktywa o wysokim ratingu ESG, tzn. akceptują niższą stopę zwrotu na rzecz wyższej oceny ESG	Relatywnie niższy koszt kapitału, biorąc pod uwagę czynniki fundamentalne tj. zysk i ryzyko

Źródło: opracowanie własne na bazie Pedersen, L. i in. (2021), *Responsible investing: The ESG-efficient frontier*

Implikacje dla najważniejszych grup interesariuszy

Z uwagi na to, że wariant „wolnościowy" kapitalizmu interesariuszy jest bliski obecnej rzeczywistości gospodarczej w krajach rozwiniętych, większej uwagi wymaga ewentualna realizacja wariantu „równościowego". Konsekwencje jego wdrożenia w postaci potencjalnych kosztów i korzyści zostały ocenione w porównaniu ze status quo, na podstawie dostępnych publicznie informacji oraz opinii na temat niektórych aspektów kapitalizmu interesariuszy[47].

Bilans kosztów i korzyści związanych z realizacją wariantu „równościowego" kapitalizmu interesariuszy jest uzależniony od indywidualnego systemu wartości, a więc preferencji względem różnych stanów rzeczywistości. Musimy przy tym pamiętać, że tej ocenie podlega pewien model i zestaw postulatów, który być może nie ma szans na pełną realizację w przyszłości, czy to ze względu na wspomniane społeczne preferencje, czy też wewnętrzne sprzeczności, polegające na dekompozycji relacji wewnątrz organizacji, jak i między organizacjami, dezorganizacji obrotu gospodarczego i podważeniu kształtowanych w długim okresie norm prawnych, które mogą czynić go modelem niezrównoważonym. Te wszystkie tarcia – które bardzo trudno uwzględnić w jakichkolwiek modelach analitycznych czy nawet analizach jakościowych – sprawiają, że każda próba opisu tej zmiany nie będzie w stanie zidentyfikować wszystkich efektów, kosztów i korzyści.

[47] Należy podkreślić, że wskutek wielości definicji i różnych interpretacji tej koncepcji, każda tego typu analiza może wzbudzić dyskusję czy też wątpliwości. Warto jednak przeprowadzić takie ćwiczenie intelektualne, by wykonać pierwszy krok w postaci uchwycenia głównych konsekwencji kapitalizmu interesariuszy na najważniejsze grupy produktów.

„Ciężko sprzeciwiać się koncepcji, która obiecuje samo dobro wszystkim (...). Sprzeciwianie się ESG bywa postrzegane jako oznaka jakichś moralnych ułomności, braków".

Aswath Damodaran, New York University*

* Damodaran, A. (2020), *Doing good or Sounding Good: A Skeptical Look at ESG!*

Tabela 6. Kapitalizm interesariuszy w wariancie „równościowym" – różnica względem kontynuacji business-as-usual w krajach rozwiniętych

Konsekwencje dla poszczególnych interesariuszy	Kapitalizm interesariuszy w wariancie „równościowym" – różnica względem *status quo* w krajach rozwiniętych
	C (cost) – potencjalny koszt **B (benefit)** – potencjalna korzyść
Konsumenci	**C:** wzrost cen wskutek zniekształcenia i ograniczenia konkurencji w sektorze firm, dodatkowe koszty np. „usług ekosystemów" i inne obciążenia nałożone na firmy (szczegóły niżej)[1]. **C:** ograniczenie wyboru dóbr i usług oraz zniekształcenie struktury konsumpcji przez regulacje i „korporacyjny aktywizm" – tzn. konsumpcja niektórych dóbr i marek stanie się manifestacją polityczną lub ideologiczną. **B:** większe ograniczenie śladu węglowego i innych środowiskowych kosztów związanych z konsumpcją (*ceteris paribus*). **B:** większe możliwości oddziaływana na firmy poprzez NGO i organizacje konsumenckie, większa dostępność informacji ESG o produktach i usługach.
Przedsiębiorstwa	**C:** wzrost kosztów dóbr i usług na potrzeby produkcji ze względu na ograniczenie konkurencji i dodatkowe koszty w całym łańcuchu wartości (np. koszty przestrzegania przepisów wspierających pozycje różnych interesariuszy, koszty związane z ustawodawstwem środowiskowym i socjalnym, dodatkowe koszty np. „usług ekosystemów" ryzyka związane ze wzmocnieniem interesariuszy innych niż właściciele)[2]. **C:** podporządkowanie/instrumentalizacja roli przedsiębiorstw wobec polityki państwa, ryzyko i niepewność związana z działaniami różnych interesariuszy oraz innych firm w łańcuchu dostaw, w przypadku kierowania się uznaniowymi kryteriami ESG[3]. **B:** niższy koszt finansowania z kapitału akcyjnego, większe ograniczenie śladu węglowego i innych środowiskowych kosztów związanych z produkcją (*ceteris paribus*). **B:** dla firm o wysokim ratingu ESG możliwy łatwiejszy dostęp finansowania ze środków publicznych (co jest również zniekształceniem konkurencji) oraz ze strony instytucji finansowych działających w obszarze *sustainable finance.*
Rząd i instytucje rządowe	**C:** spadek dynamiki wpływów podatkowych wskutek niższego wzrostu gospodarczego m.in. jako efekt zniekształceń rynków i zmniejszenia bodźców rynkowych do generowania zysków[9]. **C:** firmy mogą stosować argument „dbania o wszystkich interesariuszy" lub „odejścia od prymatu zysku" przeciwko potrzebnym reformom strukturalnym np. wspierającym konkurencję rynkową czy też innym reformom dotyczącym kwestii społecznych[10]. **B:** zwiększenie uznaniowej władzy politycznej oraz ze strony biurokracji wskutek ograniczenia prawa własności i swobody przedsiębiorczości, a także możliwych zmian w przepisach regulujących odpowiedzialność w spółkach (tak by zarządy mogły realizować różne pozafinansowe cele), prawo konkurencji itp. **B:** możliwość „lewarowania" swojego wpływu na sektor prywatny i realizacji celów politycznych poprzez różnych interesariuszy, poprzez narzędzia finansowe (granty) bądź samą zbieżność celów politycznych.

Pracownicy	**C:** spadek zyskowności lub dynamiki wzrostu firmy będzie oddziaływać negatywnie na płace, jeśli poświęci ona te cele na rzecz realizacji celów pozafinansowych. **C:** ryzyko podsycania sporów światopoglądowych i polaryzacji społecznej z powodu tzw. korporacyjnego aktywizmu, faworyzowania wybranych grup w rekrutacji i wewnątrz organizacji. **B:** prawdopodobnie wyższa ochrona zatrudnienia w połączeniu z szerokim wachlarzem świadczeń pozapłacowych (benefitów) będzie korzyścią dla pracowników, dla których bezpieczeństwo jest priorytetem. **B:** możliwość bardziej świadomego wyboru pracodawcy w odniesieniu do czynników ESG i kultury organizacyjnej.
Kadra zarządzająca w sektorze firm	**C:** słabsza pozycja wobec decydentów politycznych i niektórych interesariuszy (np. NGO i aktywistów), niższe płace w połączeniu z wyższą ochroną zatrudnienia mogą negatywnie wpłynąć na produktywność pracowników. **C:** faworyzowanie osób o wybranych uznaniowo cechach w procesach rekrutacji lub awansowania do kadry zarządzającej, które nie są związane z kompetencjami i doświadczeniem kandydata[6]. **B:** silniejsza pozycja względem akcjonariuszy, dodatkowa władza w odniesieniu do wyborów o charakterze etycznym lub światopoglądowym, co umożliwia m.in. budowanie wpływów politycznych[7]. **B:** rozmycie odpowiedzialności w sytuacji dbania o wszystkich interesariuszy i większa szansa na uniknięcie konsekwencji ze strony właścicieli[8].
Inwestorzy, akcjonariusze, właściciele, przedsiębiorcy	**C:** niższa stopa zwrotu z aktywów o wysokim ratingu ESG, ogółem niższa zyskowność firm w gospodarce. **C:** ograniczenie ochrony prawa własności i ryzyko podporządkowania pozostałym interesariuszom w spółkach, słabsza kontrola nad kadrą zarządzającą[4]. **B:** prawdopodobnie możliwość większej kontrybucji do realizacji celów pozafinansowych, zwłaszcza wskutek wsparcia publicznego i oferty instytucji finansowych w obszarze *sustainable finance*. **B:** większy wybór aktywów o wysokim ratingu ESG, wskutek zwiększonego popytu, ale także aktywów anti-ESG[5].

[1] Andrade, N. (2022), *Stakeholder capitalism: an idea whose time should be—but has not yet come, Global Business Policy Council;* CNBC (2021), *Saudi Aramco CEO warns of social unrest if new investment in fossil fuels ends too quickly.*

[2] National Center for Public Policy Research (2021), *Stakeholder capotalism: A license for lawsuits.*

[3] Andrade, N. (2022), *Stakeholder capitalism: an idea whose time should be—but has not yet come;* KPMG (2020), *The politics of ESG.*

[4] Council of Institutional Investors (2019), *Council of Institutional Investors Responds to Business Roundtable Statement on Corporate Purpose.*

[5] InvestmentNews (2021), *Anti-woke strategies emerge as flip side of ESG.*

[6] Ballotpedia News (2021), *Lawsuit challenges California's board diversity mandate.*

[7] RIABiz (2021), *Suddenly Vanguard, BlackRock, State Street not only have the assets but the power of ESG mandates, which make them a growing threat to shareholder democracy, critics say.*

[8] Denning, S. (2020), *Why Stakeholder Capitalism Will Fail.*

[9] Andrade, N. (2022), *Stakeholder capitalism: an idea whose time should be—but has not yet come.*

[10] Quaglio, L. (2021), *The Pros and Cons of Stakeholder Capitalism.*

Jak zawsze największą niewiadomą w kontekście oceny skutków tego typu przełomowych zmian jest reakcja ludzi – uczestników rynku, wyborców i społeczeństwa obywatelskiego. Być może dlatego zwolennicy kapitalizmu interesariuszy, zwłaszcza jego radykalnej odmiany, tak często odwołują się do koniecznej zmiany sposobu myślenia i wartości wyznawanych przez ludzi – co z jednej strony pokazuje bezradność intelektualną promotorów tego typu rozwiązań, a z drugiej – kojarzy się z narracjami antyliberalnych i antydemokratycznych sił w XX wieku.

Podsumowanie

Idea kapitalizmu interesariuszy nie musi być skazana na niepowodzenie, jeśli będzie realizowany wariant „wolnościowy", wychodząc od istniejących różnych modeli kapitalizmu na świecie. Różnią się one m.in rozwiązaniami instytucjonalnymi, udziałem własności prywatnej i politykami publicznymi. Zwolennicy kapitalizmu interesariuszy w większości nie odnoszą się do tych konkretnych instytucji i norm wypracowanych przez dekady, a niekiedy stulecia, ignorując zgromadzone doświadczenia i wiedzę formalną oraz ukrytą. Zamiast tego promują koncept, który nie został dostatecznie zdefiniowany i przeanalizowany, ale co do którego są przekonani, że jest nie tylko dobry, ale niezbędny w obliczu globalnych wyzwań.

Wnioski

- Powszechność i intensywność promocji modelu *stakeholder capitalism* jest zaskakująca w kontekście braku istnienia solidnych ram teoretycznych oraz przekonujących dowodów empirycznych. Nie ma więc argumentów uzasadniających, że wdrożenie tego modelu jest konieczne bądź jest optymalnym rozwiązaniem.
- Nie istnieje jedna, powszechnie akceptowana definicja kapitalizmu interesariuszy czy też celu działalności przedsiębiorstwa. Oficjalne stanowiska środowisk biznesowych i politycznych również nie dają jasnej odpowiedzi, co konkretnie oznacza koncepcja kapitalizmu interesariuszy i jak powinna być realizowana w praktyce.
- Na podstawie analizy udało się wyróżnić dwa podstawowe warianty kapitalizmu interesariuszy, które fundamentalnie różnią się od siebie:

1. **wariant „wolnościowy" jest w praktyce lekko zmodyfikowaną wersją kapitalizmu akcjonariuszy,** gdyż uwzględnianie interesów różnych interesariuszy sprzyja zwiększaniu długoterminowej wartości bądź dobrobytu akcjonariuszy. Jedyna istotna różnica względem kapitalizmu akcjonariuszy może dotyczyć większego nacisku na długoterminowe budowanie wartości dla właścicieli. Generalnie ten wariant jest spójny z zasadami gospodarki rynkowej, na czele ze swobodą prowadzenia działalności gospodarczej i ochroną własności prywatnej;
2. **wariant „równościowy" oznacza zasadniczą zmianę wobec modelu kapitalizmu akcjonariuszy**, gdyż zakłada realizację interesów różnych grup interesariuszy przez zarządzających firmą, w szczególności poprzez zmniejszenie wagi dla interesów właścicieli oraz poświęcenie wyniku finansowego na rzecz wyników pozafinansowych. W efekcie realizacja tego wariantu będzie oznaczać bardzo daleko idącą i kosztowną ingerencję w wolność gospodarczą, zarówno przedsiębiorców, inwestorów, jak i konsumentów.

- **Najważniejsze skutki realizacji modelu kapitalizmu interesariuszy w wariancie „równościowym" w porównaniu z kontynuacją *business-as-usual*:**

1. **niższy wzrost gospodarczy**, a w konsekwencji niższe wynagrodzenia pracowników i zyski w sektorze firm oraz niższe wpływy podatkowe;
2. **wyższe ceny dóbr i usług** wskutek ogólnego wzrostu kosztów i ryzyka prowadzenia działalności gospodarczej, ograniczenia bodźców rynkowych sprzyjających efektywnemu wykorzystaniu zasobów oraz osłabieniu ochrony własności, zasad równej konkurencji i swobody działalności gospodarczej;
3. **zwiększenie zakresu władzy politycznej nad sektorem prywatnym**, zarówno w sposób bezpośredni wskutek osłabienia sektora prywatnego, jak i przez „lewarowanie" się decydentów politycznych poprzez wykorzystywanie innych interesariuszy do realizacji celów politycznych;
4. **stworzenie warunków do zwiększenia zakresu i siły niejasnych powiązań między sektorem prywatnym, publicznym a innymi interesariuszami,** co może zwiększyć dysfunkcje, łącznie z łamaniem przepisów prawa w procesie tworzenia aktów prawnych i wyda-

waniu decyzji przez organy publiczne,

5. **ryzyko dalszego wzrostu polaryzacji społecznej** wskutek upolitycznienia sektora przedsiębiorstw oraz scedowania (przynajmniej części) decyzji dotyczących kwestii etycznych i światopoglądowych z poziomu jednostek (konsumentów, inwestorów, wyborców itd.) w ręce organów zarządzających firmami i wpływowych interesariuszy w tych firmach,
6. **potencjalne korzyści w obszarze zrównoważonego rozwoju bądź ESG, aczkolwiek są one wysoce niepewne ze względu na ww. spodziewane skutki,** który czynią model kapitalizmu interesariuszy w wersji „równościowej" niezrównoważonym rozwiązaniem w warunkach gospodarki rynkowej, demokracji i praworządności z subsydiarną rolą państwa.

➤ **Idea kapitalizmu interesariuszy nie musi być skazana na niepowodzenie, jeśli byłby realizowany wariant „wolnościowy".** Historia gospodarcza pokazuje, że ewolucje systemów ekonomicznych są naturalnym zjawiskiem i efektem różnych przemian technologicznych, kulturowych, społecznych, ale także decyzji politycznych. To oznacza, że nie należy z założenia kwestionować potrzeby dokonywania reform czy różnorakich zmian. Ewentualne reformy powinny brać pod uwagę różnorodność istniejących modeli kapitalizmu na świecie. Zwolennicy kapitalizmu interesariuszy w większości nie odnoszą się do konkretnych instytucji i norm wypracowanych przez dekady, a niekiedy stulecia, ignorując zgromadzone doświadczenia i wiedzę formalną oraz ukrytą. Nie biorą także pod uwagę ogromnych wewnętrznych zdolności do adaptacji w systemie kapitalistycznym.

Źródła

1. Andrade, N. (2022), *Stakeholder capitalism: an idea whose time should be—but has not yet come,* „Global Business Policy Council", **[LINK]**.
2. Antonacopoulou, E. and Me´ric, J. (2005), *A critique of stake-holder theory: management science or a sophisticated ideology of control?,* „Corporate Governance", Vol. 5 No. 2, pp. 22–33.
3. Arrow, K.J. (1950), *A Difficulty in the Concept of Social Welfare*, „The Journal of Political Economy", Vol. 58, No. 4. (Aug., 1950), pp. 328–346, **[LINK]**.
4. Bakalan, J. (2020), *If the good-cause capitalism of the "benefit corporation" sounds too good to be true, that's because it is,* „Toronto Star", **[LINK]**, data dostępu: 11.02.2022.
5. Ballotpedia News (2021), *Lawsuit challenges California's board diversity mandate*, **[LINK]**, data dostępu: 14.02.2022.
6. Bebchuk, L. (2020), (uczestnik debaty), C*apitalism The Great Debate - Stakeholder v Shareholder*, Saïd Business School, University of Oxford, **[LINK]**, data dostępu: 11.02.2022.
7. Bebchuk, L. (2020), (uczestnik debaty), *Stakeholder Capitalism: The Case For and Against*, London Business School, **[LINK]**, data dostępu: 12.02.2022.
8. BlackRock (2022), *Larry Fink's 2022 Letter to CEOs: The Power of Capitalism*, **[LINK]**, data dostępu: 13.02.2022.
9. Business Insider (2018), *Shareholders Care About More Than Just Profits*, **[LINK]**, data dostępu: 11.02.2022.
10. Business Roundtable (2019), *Statement on the Purpose of a Corporation*, **[LINK]**, data dostępu: 13.02.2022.
11. Christensen, D. & Seraferim, G. & Sikochi A. (2019), *Why is Corporate Virtue in the Eye of The Beholder? The Case of ESG Ratings*, Working Paper 20-084, Harvard Business School, **[LINK]**.
12. CNBC (2021), *Saudi Aramco CEO warns of social unrest if new investment in fossil fuels ends too quickly*, **[LINK]**, data dostępu: 14.02.2022.
13. CNBC Television (2020), *Two experts debate the pros and cons of ESG*, **[LINK]**, data dostępu: 12.02.2022.
14. Council of Institutional Investors (2019), *Council of Institutional Investors Responds to Business Roundtable Statement on Corporate Purpose*, **[LINK]**, data dostępu: 14.02.2022.
15. Damodaran, A. (2020), *Doing good or Sounding Good: A Skeptical Look at ESG!*, **[LINK]**, data dostępu: 11.02.2022.
16. Denning, S. (2020), *Why Stakeholder Capitalism Will Fail*, „Forbes", **[LINK]**, data dostępu: 11.02.2022.
17. Edelman (2022), *Edelman Trust Barometer 2022*, „Global report", **[LINK]**.
18. Edmans, A. (2020), (uczestnik debaty), *Stakeholder Capitalism: The Case For and Against,* London Business School, **[LINK]**, data dostępu: 12.02.2022.
19. Freeman, R.E. (1984), *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Pitman Publishing.

20. Friedman, M. (1970), *A Friedman doctrine – The Social Responsibility Of Business Is to Increase Its Profits*, „The New York Times", **[LINK]**.
21. Gasparino, Ch. (2021), How corporations surrendered to hard-left wokeness, New York Post, **[LINK]**, data dostępu: 10.02.2022.
22. Global Returns Project (2021), *Is ESG Greenwash?, Sasja Beslik, Tariq Fancy, Harriet Lamb*, Sir Dieter Helm, 12/10/21, **[LINK]**, data dostępu: 10.02.2022.
23. Harvard Business Review (2021), *What is Stakeholder Capitalism? Here's a Definition, and 4 Ways to Make It a Reality*, **[LINK]**.
24. Hart, O. & Zingales, L. (2017), *Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value*, „Journal of Law, Finance, and Accounting", 2017, 2: 247–274, **[LINK]**.
25. Husock, H. (2013), *The Dangers of Quasi-Capitalism*, „National Affairs", Number 50, Winter 2020, **[LINK]**, data dostępu: 10.02.2022.
26. InvestmentNews (2021), *Anti-woke strategies emerge as flip side of ESG*, **[LINK]**, data dostępu: 14.02.2022.
27. Jones, T. and Wicks, A. (1999), *Convergent stakeholder theory*, „Academy of Management Review", Vol. 24 No. 2, pp. 206–21.
28. JUST Capital (2020), *10 Bold Statements on Advancing Stakeholder Capitalism in 2020*, **[LINK]**, data dostępu: 13.02.2022.
29. Key, S. (1999), *Toward a new theory of the firm: a critique of stakeholder "theory"*, „Management Decision", Vol. 37, No. 4, pp. 317–36.
30. KPMG (2020), *The politics of ESG*, **[LINK]**, data dostępu: 13.02.2022.
31. Lashitew, A. (2020), *Stakeholder capitalism arrives at Davos*, Brookings, **[LINK]**.
32. London Business School (2020), *The ESG-Efficient Frontier*, London Business School, **[LINK]**, data dostępu: 13.02.2022
33. London Business School (2020), ESG Investing: The Academic Perspective, London Business School, **[LINK]**, data dostępu: 13.02.2022
34. Mainardes, Emerson & Alves, Helena & Raposo, Mario. (2011), *Stakeholder theory: Issues to resolve,* „Management Decision", 49, pp. 226–252. 10.1108/00251741111109133.
35. Mazzucato, M. (2022), *Larry Fink's Capitalist Shell Game*, Project Syndicate, **[LINK]**.
36. National Center for Public Policy Research (2021), *Stakeholder capitalism: A license for lawsuits,* **[LINK]**, data dostępu: 13.02.2022.
37. Oxford Martin School (2019), *The future of the Corporation, Economy and Society-with Prof Colin Mayer & Sir Paul Collier,* Oxford Martin School, **[LINK]**, data dostępu: 13.02.2022.
38. Pedersen, L. H., Fitzgibbons, S., Pomorski, L. (2021), *Responsible investing: The ESG--efficient frontier*, „Journal of Financial Economics", Volume 142, Issue 2, November 2021, pp. 572–597, **[LINK]**.
39. Porter, M. (2011), *Creating Shared Value: Redefining Capitalism and the Role of the Corporation in Society*, FSG CSV Leadership Summit, **[LINK]**.
40. RIABiz (2021), *Suddenly Vanguard, BlackRock, State Street not only have the assets but the power of ESG mandates, which make them a growing threat to shareholder democracy, critics say*, **[LINK]**, data dostępu: 13.02.2022.
41. Quaglio, L. (2021), *The Pros and Cons of Stakeholder Capitalism*, **[LINK]**, data dostępu: 13.02.2022.
42. Schwab, K. (2019), *Davos Manifesto 2020: The Universal Purpose of a Company in the Fourth Industrial Revolution*, World Economic Forum, **[LINK]**.
43. Schwab, K. (2021), (uczestnik debaty): *Stakeholder Capitalism: Building the Future*, DAVOS AGENDA 2021, World Economic Forum, **[LINK]**, data dostępu: 11.02.2022.

44. Schwab, K. and Vanham, P. (2021), *What is stakeholder capitalism?*, World Economic Forum, **[LINK]**, data dostępu: 13.02.2022.
45. Stieb, J. (2009), *Assessing Freeman's stakeholder theory*, „Journal of Business Ethics", Vol. 87, No. 1, pp. 401–14.
46. Stigler Center (2020), *Milton Friedman. 50 Years Later*, **[LINK]**.
47. WBCSD (2022), *What does stakeholder capitalism mean for business*, **[LINK]**, data dostępu: 13.02.2022.
48. World Economic Forum (2020), *Measuring Stakeholder Capitalism: Towards Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation, White Paper*, September 2020, prepared in collaboration with Deloitte, EY, KPMG and PwC, **[LINK]**.
49. WSJ (2015), *Notable & Quotable: Milton Friedman*, **[LINK]**, data dostępu: 14.02.2022.

Autorka składu:
Anna Śleszyńska

Zdjęcia: Canva.com

Użyto czcionek:
Poppins, Staatliches

Warsaw Enterprise Institute
Al. Jerozolimskie 30/7
00-024 Warszawa