Karolina Łudzińska

OD SPOŁECZNEJ ODPOWIEDZIALNOŚCI DO ESG W ZARZĄDZANIU

WYBRANE ASPEKTY



SWWZ
Sekcja Wydawnicza
Wydziału Zarządzania
Uniwersytetu Warszawskiego

WYDAWNICTWA UNIWERSYTETU WARSZAWSKIEGO
WUW

Karolina Łudzińska

Od społecznej odpowiedzialności do ESG w zarządzaniu

Wybrane aspekty

SWWZ
Sekcja Wydawnicza
Wydziału Zarządzania
Uniwersytetu Warszawskiego

Warszawa 2024

WYDAWNICTWA UNIWERSYTETU WARSZAWSKIEGO
WUW

Publikacja dofinansowana z subwencji na utrzymanie i rozwój potencjału badawczego na Wydziale Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego.

dr Karolina Łudzińska
Wydział Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego
ORCID: 0000-0002-0322-489X

Recenzenci:
dr hab. Sebastian Majewski, prof. US (Uniwersytet Szczeciński)
dr hab. Roman Sobiecki, prof. SGH (Szkoła Główna Handlowa w Warszawie)

Redakcja:
Anna Goryńska

Projekt okładki:
Agnieszka Miłaszewicz

© Copyright by Wydawnictwa Uniwersytetu Warszawskiego,
Sekcja Wydawnicza Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego,
Warszawa 2024

ISBN pdf 978-83-235-6498-0
DOI: 10.7172/978-83-235-6498-0.swwz.22



Opracowanie komputerowe:
Dom Wydawniczy ELIPSA
ul. Inflancka 15/198, 00-189 Warszawa
tel. 22 635 03 01
e-mail: elipsa@elipsa.pl, www.elipsa.pl

Spis treści

Podziękowanie 6

Wstęp 7

ROZDZIAŁ 1. Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw – rozwój i ramy teoretyczne 12
1.1. Wprowadzenie 12
1.2. Przesłanki zainteresowania ideą społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw 13
1.3. Rozwój koncepcji społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw 17
1.3.1. Podejście normatywne 17
1.3.2. Podejście konstruktywne 22
1.3.3. Podejście strategiczne 27
1.3.4. Podejście holistyczne 33
1.3.5. Współczesne koncepcje CSR – specjalizacja vs. dywersyfikacja 40
1.3.6. Kroki milowe w rozwoju koncepcji CSR 47
1.4. Argumenty zwolenników i przeciwników społecznej odpowiedzialności biznesu 51
1.5. Podsumowanie 57

ROZDZIAŁ 2. Kluczowe aspekty społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw 58
2.1. Wprowadzenie 58
2.2. Etyka biznesu 59
2.3. Teoria interesariuszy 70
2.4. Zrównoważony rozwój 77
2.5. Korporacyjna filantropia 86
2.6. Inicjatywy na rzecz CSR 92
2.7. Normy i standardy 99
2.8. Społeczna odpowiedzialność a wyniki finansowe i wartość przedsiębiorstw 104
2.9. Podsumowanie 115

ROZDZIAŁ 3. Wymiary ESG w zarządzaniu 116
3.1. Wprowadzenie 116
3.2. Od CSR do ESG – analiza retrospektywna 116
3.3. Wymiary ESG w zarządzaniu 128

3.3.1. Ekologia i ochrona środowiska naturalnego ... 128
3.3.2. Społeczne aspekty zarządzania ... 136
3.3.3. Governance i ład korporacyjny ... 147
3.4. Argumenty zwolenników i przeciwników uwzględniania czynników ESG w zarządzaniu ... 152
3.5. Podsumowanie ... 162

ROZDZIAŁ 4. Wymiary ESG na rynkach kapitałowych ... 163
4.1. Wprowadzenie ... 163
4.2. Rynek kapitałowy z perspektywy czynników ESG ... 164
4.2.1. Istota rynku kapitałowego ... 164
4.2.2. Rozwój inwestycji w aktywa finansowe ESG na świecie ... 169
4.3. Inwestowanie społecznie odpowiedzialne ... 173
4.4. Kluczowe instrumenty inwestycji ESG ... 183
4.5. Indeksy ESG ... 190
4.6. Raportowanie niefinansowe ... 198
4.7. Efektywność inwestowania społecznie odpowiedzialnego ... 218
4.8. Wartość przedsiębiorstw w kontekście czynników ESG ... 226
4.9. Podsumowanie ... 241

ROZDZIAŁ 5. ESG w zarządzaniu na rynku polskim ... 242
5.1. Wprowadzenie ... 242
5.2. Wkład myśli polskiej do nurtu badań nad zarządzaniem wartością przedsiębiorstw w kontekście czynników ESG ... 243
5.3. Wymiary ESG z perspektywy rynku polskiego ... 255
5.4. Indeksy ESG na polskim rynku kapitałowym ... 263
5.4.1. RESPECT Index ... 263
5.4.2. WIG–ESG Index ... 274
5.5. Rynek inwestycji społecznie odpowiedzialnych w Polsce ... 280
5.6. Efektywność inwestowania SRI na polskim rynku kapitałowym w świetle badań ... 292
5.7. Raportowanie niefinansowe w Polsce ... 299
5.7.1. Stan i wytyczne dotyczące sprawozdawczości niefinansowej ... 299
5.7.2. Raportowanie niefinansowe na rynku polskim ... 308
5.8. Podsumowanie ... 317

Wnioski końcowe i rekomendacje ... 319

Bibliografia ... 326

Spis rysunków ... 392

Spis tabel ... 394

Podziękowanie

Dziękuję Maksymilianowi Łudzińskiemu, studentowi Wydziału Ekonomii Uniwersytetu Cambridge, za pomoc w pracy badawczej, zebraniu niezbędnych materiałów, wyników badań oraz dostępnej literatury źródłowej, bez której powstanie niniejszej monografii nie byłoby możliwe.

Wstęp

Od kilkudziesięciu lat w wielu środowiskach toczy się debata dotycząca definicji, zakresu i roli społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw (ang. *corporate social responsibility*, CSR). Na początku lat 90. XX wieku zyskała ona globalny wymiar, gdy problematyka CSR przyciągnęła uwagę nie tylko lokalnych i międzynarodowych organizacji, lecz także opinii publicznej oraz wielu korporacji i przedsiębiorstw. To zainteresowanie stało się zalążkiem dynamicznego rozwoju koncepcji CSR, a następnie kryteriów ESG analizujących działania przedsiębiorstw w obszarze ekologicznym, społecznym oraz zarządczym.

Niniejsza monografia poświęcona jest problematyce społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw z perspektywy teorii i praktyki zarządzania uwzględniającego kryteria ESG. Jej główny problem badawczy koncentruje się wokół pytania, czy oczekiwania różnych grup interesariuszy wobec miejsca, roli i sposobów działania przedsiębiorstw są konkurencyjne czy komplementarne, a używając języka matematyki – czy ich wspólnym mianownikiem może być tworzenie wartości? Te rozważania rodzą kolejne pytania: czy przedsiębiorstwa i organizacje działające w interesie nie tylko właścicieli, lecz także pracowników, dostawców, klientów, społeczności lokalnej czy środowiska naturalnego mogą budować wartość w sposób trwały i zrównoważony, przyczyniając się do osiągania celów ekonomicznych, ale również społecznych i środowiskowych? Czy realizowanie koncepcji społecznej odpowiedzialności wspiera tworzenie wartości dla wszystkich interesariuszy? W jaki sposób działania te integrują uwzględnianie kryteriów ESG w działalności przedsiębiorstw i organizacji?

Celem powstania publikacji była próba odpowiedzi na powyższe pytania poprzez dogłębne zbadanie i przeanalizowanie rozwoju koncepcji CSR i ESG oraz ukazanie bieżących zagadnień i wyzwań związanych z zarządzaniem w kontekście wymiaru ekologicznego, społecznego i związanego z ładem korporacyjnym. Publikacja przedstawia aktualne informacje, analizy dotych-

czasowych wyników badań czy najnowsze wytyczne dotyczące raportowania niefinansowego. Jednak przede wszystkim publikacja prezentuje autorską analizę ewolucji integracji czynników ESG na rynku polskim, inwestowania społecznie odpowiedzialnego i jego efektywności w świetle badań, wprowadzenia indeksów ESG na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie oraz stanu i wytycznych raportowania niefinansowego w Polsce. Stanowi ona jednocześnie kompendium wiedzy na temat społecznej odpowiedzialności oraz wymiarów ESG w zarządzaniu, w szczególności na rynkach kapitałowych.

Problematyka relacji przedsiębiorstwa z otoczeniem zawsze pozostawała w obszarze zainteresowań nauk o zarządzaniu, a dziś stała się ich istotną częścią (Płoszajski, 2012). Ważny i aktualny staje się nurt zarządzania humanistycznego (Kostera, 2010), a także zarządzania respektującego wartości, które zwiększa wiarygodność i efektywność organizacji, odpowiada współczesnym potrzebom i oczekiwaniom wszystkich interesariuszy, sprzyja integracji ludzi w organizacji oraz ułatwia zarządzanie kapitałem ludzkim (Herman, 2016). We współczesnej gospodarce obserwujemy konieczność uwzględniania uwarunkowań historycznych, kulturowych, społecznych czy ekologicznych w analizach zjawisk i tym samym podejmowania interdyscyplinarnych badań procesów zarządczych, będących przejawem postępu i rozwoju nauki.

W ostatnich dekadach byliśmy świadkami dynamicznego rozwoju nowych technologii, a wraz z nimi – światowej gospodarki. Obok wzrostu wskaźników PKB i poprawy jakości życia wielu społeczeństw procesowi temu towarzyszyły również niekorzystne zjawiska, między innymi wzrost nierówności społecznych, degradacja środowiska naturalnego oraz ocieplenie klimatu, grożące w nieodległej perspektywie katastrofalnymi konsekwencjami dla naszej planety. W ich efekcie wzrosły oczekiwania środowisk ustawodawczych i regulacyjnych, teoretyków i praktyków zarządzania, właścicieli i akcjonariuszy przedsiębiorstw, pracowników, klientów i konsumentów oraz szeroko rozumianej opinii publicznej wobec społecznego i ekologicznego kontekstu działania przedsiębiorstw[1].

Analizując wyniki badań z różnych krajów, przeglądając publicznie dostępne raporty oraz obserwując media, wyraźnie dostrzegamy, że ludzkość stoi obecnie przed poważnymi, globalnymi, ekologicznymi i społecz-

[1] Więcej na ten temat w *The Millenium Poll on Corporate Social Responsibility*, badaniu opinii publicznej nt. zmieniających się oczekiwań wobec przedsiębiorstw, zrealizowanym wśród ponad 25 000 osób w 23 krajach, w 1999 r. przez GlobScan Inc., The Prince of Wales Business Leaders Forum oraz The Conference Board (zob. Environics International Ltd., 1999).

nymi wyzwaniami. Wymagają one zorganizowanego działania i współpracy państw, ale i społeczeństw, aby zapobiec ich nieuchronnym skutkom zarówno dla planety, jak i dla jej mieszkańców.

Jak podaje Bank Światowy około 700 mln obywateli świata żyje w ekstremalnym ubóstwie, utrzymując się za mniej niż 2,15 USD dziennie[2]. Jednocześnie według cyklicznych badań Banku Credit Swiss bogactwo światowe na koniec 2020 roku osiągnęło nowy rekord 418,3 bln USD (wzrosło o 7,4% w stosunku do roku poprzedniego w wartościach nominalnych) (Credit Suisse, 2021). W tym samym czasie 2,9 mld ludzi, czyli 55% wszystkich dorosłych osób na świecie, posiadało mniej niż 10 000 USD majątku. Podobnych danych dostarczają międzynarodowe badania World Inequality Lab (2023), prowadzone przez 100 badaczy na przestrzeni lat 2018–2022 pod kierunkiem międzynarodowej grupy ekonomistów: Chancela, Piketty'ego, Saeza i Zucmana. Pokazują one, że w 2021 roku elita ekonomiczna, stanowiąca 10% światowej populacji, kontrolowała aż 52% globalnych dochodów. Najuboższa połowa ludności świata otrzymywała jedynie 8,5% tego dochodu. Oznacza to, że roczne dochody przedstawiciela najbogatszej części ludzkości (górne 10% populacji) kształtowały się w granicy 122 100 USD, podczas gdy osoba z najbiedniejszej połowy populacji zarabiała jedynie 3920 USD rocznie (Word Inequality Lab, 2023).

Ludzkość stoi również w obliczu poważnych wyzwań ekologicznych. Organizacja WWF alarmuje, że opracowany przez nią „wskaźnik żyjącej planety" (ang. *Living Planet Index*, LPI), obejmujący ponad 38 000 populacji ssaków, ptaków, gadów, płazów i ryb, obniżył się w 2022 roku o 69% w stosunku do 1970 roku i tym samym wielkość populacji gatunków kręgowców na ziemi zmniejszyła się o blisko dwie trzecie (Westveer i in., 2022). Ponadto zasoby naturalne ziemi wyczerpują się i, jak wskazują analizy, aby zaspokoić nasze obecne zapotrzebowanie musielibyśmy dysponować nie jedną, a przynajmniej 1,6 planety. Żyjemy na kredyt ekologiczny i nieustannie uszczuplamy własny kapitał naturalny, przez co przyszłym pokoleniom będzie znacznie trudniej żyć. Najnowszy Raport ONZ z 2023 roku na temat zmian klimatycznych także nie jest optymistyczny (IPCC, 2023)[3]. Emisja gazów cieplarnianych powoduje postępujące ocieplenie i zmiany klimatu na ziemi. Według raportu ograniczenie zmian klimatycznych wymagać będzie znacznej i trwałej reduk-

[2] World Bank. *Poverty*, ostatnia aktualizacja: 19.03.2024; zob. http://www.worldbank.org/en/topic/poverty/overview (dostęp: 25.03.2024).

[3] Raport jest opracowywany cyklicznie, co kilka lat, przez międzynarodową grupę ekspertów pracującą przy ONZ – Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC). Najnowszy, szósty z kolei raport *Climate Change 2023: Synthesis Report* został opublikowany na początku 2023 roku (zob. IPCC, 2023).

cji ich emisji. W latach 2011–2020 średnia temperatura na ziemi wzrosła bowiem o 1,1°C w porównaniu z latami 1850–1900. Globalna temperatura powierzchni ziemi wzrastała od 1970 roku szybciej niż w jakimkolwiek innym 50-letnim okresie w ciągu co najmniej ostatnich 200 lat, co więcej – niekorzystny wpływ zmian klimatu spowodowanych przez człowieka będzie nadal się nasilał.

Żyjemy w czasach ekologicznego hazardu stulecia i jako społeczeństwo globalne mamy do czynienia ze stanem dalekim od postulowanego już w starożytności, a tak pożądanego obecnie – stanu równowagi (Orłowski, 2011). Powyższe dane świadczą ewidentnie o naruszeniu równowagi ekologicznej, światowych dysproporcjach rozwojowych oraz obszarach nędzy. W nowym podejściu do uzyskiwania ekonomicznej efektywności i zarządzania niezbędna jest zatem symbioza aspektów ekonomicznych, społecznych oraz ekologicznych. Jak zauważa Sedláček (2012, s. 312), „W ostatnich latach ekonomia porzuciła zagadnienia, którymi zajmowała się pierwotnie, a więc etykę i moralność, i zagubiła się gdzieś na odludziu aparatu analityczno-technicznego".

Jeszcze do niedawna społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw oznaczała dobrowolne uwzględnianie przez firmy kwestii społecznych i ekologicznych. Tymczasem jedną z najważniejszych zmian, jaka dokonuje się na naszych oczach w przeciągu ostatnich kilku lat, jest rosnąca w szybkim tempie zmiana w zakresie legislacyjnym. Zarówno z europejskiej, jak i polskiej perspektywy kluczowym dokumentem definiującym obszar raportowania zrównoważonego rozwoju na najbliższe lata będzie opracowana przez Komisję Europejską dyrektywa *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD), która wprowadza obowiązek tzw. ujawniania dla około 50 000 przedsiębiorstw w Unii Europejskiej (Grzybek, 2023). Zawiera ona zapisy ustanawiające konieczność sporządzania raportów niefinansowych zgodnie z nowymi, jednolitymi Standardami Raportowania Zrównoważonego Rozwoju (ang. *European Sustainability Reporting Standards*, ESRS). Oba dokumenty – CSRD i ESRS – stanowić będą oś rozwoju zagadnień związanych ze zrównoważonym rozwojem w Unii Europejskiej. W ten sposób wymiary środowiskowe, społeczne oraz związane z ładem korporacyjnym w działalności przedsiębiorstw również staną kluczowe.

W procesie powstawania niniejszej monografii korzystano z różnorodnych metod badawczych, które pozwoliły na wszechstronną analizę prezentowanych zagadnień. Zastosowano metodę analizy i syntezy do studiowania i agregowania dostępnych wyników badań; metodę opisową, umożliwiającą dokładne przedstawienie wybranej problematyki; a także metodę porównawczą, która służyła identyfikowaniu istotnych różnic i podobieństw. Kluczową

rolę odgrywała też analiza literatury przedmiotu, danych źródłowych, wyników badań, aktów prawnych i specjalistycznych raportów. Ponadto zastosowano również studia przypadków wiodących koncepcji, wytycznych i regulacji, przedstawianych najczęściej w wyodrębnionych w tekście ramkach, co pozwoliło na uzupełniające ilustrowanie omawianej problematyki.

Co istotne, w niniejszej publikacji terminy „przedsiębiorstwo", „firma" oraz „organizacja" są stosowane zamiennie, ponieważ, po pierwsze, w wielu kontekstach, zwłaszcza w literaturze biznesowej i zarządzania, słowa te często są używane w sposób synonimiczny, mimo że mogą mieć subtelnie różne konotacje w innych dyscyplinach. Po drugie, dla celów monografii główny nacisk kładziony jest na idee i koncepcje, które są wspólne dla różnych form organizacyjnych, niezależnie od tego czy są one nazywane firmami, przedsiębiorstwami, czy organizacjami. Użycie tych terminów w sposób wymienny pozwala na płynniejsze i bardziej naturalne przedstawienie treści i jednoczesne unikanie niepotrzebnych powtórzeń i nadmiernej precyzji terminologicznej, która mogłaby zakłócić główne przesłanie tekstu.

Struktura publikacji została podzielona na pięć głównych rozdziałów. Pierwszy rozdział przybliża ideę społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw, jej rozwój i ramy teoretyczne. Omówione zostały w nim przesłanki zainteresowania tym zagadnieniem oraz różnorodne podejścia do koncepcji CSR. Rozdział drugi skupia się na kluczowych aspektach społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw. Zostają w nim przedstawione takie zagadnienia, jak etyka biznesu, teoria interesariuszy, zrównoważony rozwój czy korporacyjna filantropia. Rozdział trzeci prezentuje ekologiczne, społeczne i związane z ładem korporacyjnym wymiary zarządzania. Ponadto przedstawiono w nim ścieżkę ewolucji prowadzącą od koncepcji CSR do kryteriów ESG, a także omówiono każdy z kryteriów oddzielnie. Czwarty rozdział przenosi dyskusję na pole rynków kapitałowych, prezentując je z perspektywy czynników ESG. Omówione w nim zostały główne instrumenty inwestycji ESG, inwestowanie społecznie odpowiedzialne, indeksy ESG, a także znaczenie raportowania niefinansowego. Ostatni, piąty rozdział ukazuje wymiary ESG w zarządzaniu z perspektywy rynku polskiego. Przybliża wkład myśli polskiej do nurtu badań nad zarządzaniem wartością przedsiębiorstw w kontekście czynników ESG oraz analizuje specyfikę polskiego rynku w tym zakresie. Opisuje również zakres inwestowania społecznie odpowiedzialnego w Polsce, a także indeksy ESG notowane na warszawskiej giełdzie. Monografię zamykają konkluzje i rekomendacje podsumowujące główne wnioski płynące z przedstawionych analiz i dyskusji, a także autorski model Cyklu kreowania wartości w wymiarze ekonomicznym, społecznych i środowiskowym dla wszystkich interesariuszy.

ROZDZIAŁ 1

Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw – rozwój i ramy teoretyczne

1.1. Wprowadzenie

Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw (ang. *corporate social responsibility*, CSR), tłumaczona na język polski również jako społeczna odpowiedzialność biznesu, stała się w ostatnich dekadach przedmiotem intensywnych badań, analiz oraz dyskusji. W odpowiedzi na rosnące oczekiwania społeczne współczesne przedsiębiorstwa coraz częściej uwzględniają w swojej strategii nie tylko cele ekonomiczne, lecz także kwestie społeczne i środowiskowe.

Rozdział ten ma na celu zgłębienie genezy i ewolucji idei społecznej odpowiedzialności biznesu. Omówiono w nim przesłanki, które przyczyniły się do rosnącego zainteresowania tą koncepcją. Przedstawiono również kluczowe etapy w rozwoju myśli CSR, od pierwszych normatywnych ram, aż po nowoczesne podejścia, które różnią się spektrum zaangażowania przedsiębiorstw w działania proekologiczne i prospołeczne. Biorąc pod uwagę etapy rozwoju koncepcji społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw, podzielono je na cztery główne kategorie podejść: normatywnego, konstruktywnego, strategicznego, a także holistycznego, zastanawiając się jednocześnie nad ich zaletami i ograniczeniami. Ponadto dokonano analizy współczesnych koncepcji CSR, porównując ich specjalizację i dywersyfikację.

W dalszej części rozdziału przytoczono zarówno argumenty przemawiające za zaangażowaniem firm w działania CSR, jak i sceptyczne głosy, które podważają ich zasadność. Rozdział zamyka syntetyczne podsumowanie, pozwalające na zrozumienie kluczowych kwestii związanych z koncepcją społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw oraz ich wpływu na teorię i praktykę zarządzania.

1.2. Przesłanki zainteresowania ideą społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw

We współczesnym rozumieniu idea społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw w teorii nauki (nauk o zarządzaniu i jakości, ekonomii, socjologii, psychologii, a w szczególności filozofii, która pierwsza wskazywała na potrzebę etycznego działania człowieka) narodziła się z potrzeby uzasadnienia i usystematyzowania powinności przedsiębiorstw wobec społeczeństwa. W literaturze przedmiotu potrzeba ta skrystalizowała się wyraźnie w latach 60. XX wieku wobec konstatacji relatywnie niskiej efektywności systemu rynkowego w kwestiach społecznych i ekologicznych, przyczyniającej się do wielu niekorzystnych skutków i zagrożeń (Poniatowska-Jaksch, 2013; Klimek, 2014; Stiglitz, 2015).

Przedsiębiorstwa, starając się być jak najbardziej konkurencyjnymi na hiperkonkurencyjnym rynku, sięgały i nadal sięgają po metody działania, które nie mają nic wspólnego z poszanowaniem ogólnie przyjętych i akceptowanych wartości (m.in.: Klein, 2004; Kotler i Caslione, 2009; Chen, 2010; Bogle, 2009; Blackwelder, Coleman, Colunga-Santoyo, Harrison i Wozniak, 2016; Schnatterly, Gangloff i Tuschke, 2018; Gulski, 2021). Dopuszczają do niebezpiecznych w skutkach katastrof ekologicznych i zanieczyszczania środowiska naturalnego, posuwają się do nieuczciwych praktyk w obszarze prawa pracy i praw człowieka, nie są im obce skandale na rynkach finansowych, bankructwa, praktyki korupcyjne, a jednocześnie menedżerom największych korporacji oferowane są horrendalne odprawy i wynagrodzenia. Wszystkie te czynniki doprowadziły do sytuacji, w której międzynarodowa opinia społeczna miała „dość", jak ujął powszechne oburzenie wywołane wyżej wymienionymi praktykami w tytule swojej książki Bogle (2009). Presja opinii społecznej – zarówno tej międzynarodowej, reprezentowanej przez ruchy antyglobalistyczne, jak i lokalnej – w literaturze przedmiotu jest często wymieniana jako kluczowy czynnik rozwoju idei społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw. Jednocześnie należy docenić inicjatywy społeczne płynące ze strony części przedsiębiorstw, które próbowały i próbują nie tylko sprostać oczekiwaniom swoich interesariuszy, lecz także wyjść im naprzeciw. Dobrowolnie angażując się w działania z obszaru społecznej odpowiedzialności, zapobiegały one wielu zagrożeniom społecznym i ekologicznym oraz podejmowały działania w obszarach, w których rynek nie działał doskonale.

W związku z wyłaniającą się potrzebą określenia nowego, prospołecznego i prośrodowiskowego paradygmatu zarządzania, społeczna odpowiedzialność

przedsiębiorstw jawi się jako jedna z kluczowych koncepcji wyznaczających globalne trendy w tym obszarze. Firmy starają się ją wdrażać, by nadążać za kierunkiem zmian organizacji na świecie. Zaniechanie działań w tym obszarze mogłoby prowadzić do powstania niemożliwej do nadrobienia luki, co skutkowałoby ryzykiem osłabienia konkurencyjnej pozycji rynkowej. W dobie nowych technologii i akceleracji rozwoju rynków zaniechanie doprowadziło wiele korporacji na skraj bankructwa (między innymi Nokię, Hewlett-Packard czy też Kodak). Z ich doświadczeń współczesne przedsiębiorstwa starają się czerpać i stąd nie mogą nie angażować się w aktualne trendy zarządzania, nowe produkty i technologie.

Przedsiębiorstwo działające w warunkach wolności ekonomicznej nie może bowiem istnieć tylko dlatego, że jest dobre dla biznesu; sens jego istnienia polega na tym, że jest potrzebne społeczeństwu (Drucker, 2002). Początkiem i końcem decyzji oraz działań gospodarczych podejmowanych w przedsiębiorstwie są zawsze jego interesariusze, a szczególnie klienci, nie zaś – wyniki, efektywność, wysoka marża, konkurencyjność czy też zysk. Chęć zaspokojenia dotychczas niezaspokojonej potrzeby stanowi zachętę do podjęcia wysiłku, jakim jest powołanie do życia przedsiębiorstwa. Istotne jest jednak w jaki sposób i zgodnie z jakimi wartościami i normami społecznymi ów wysiłek zostaje podjęty. Można by bowiem polemizować z Druckerem, podając przykłady ludzkich potrzeb, które mogą być zaspokajane w sposób dla społeczeństwa niekorzystny, a wręcz niepotrzebny. Dlatego ważnym polem badań w obszarach tak zarządzania, jak i teorii przedsiębiorstwa muszą być wartości reprezentowane przez uczestników życia gospodarczego. Wartości te wpływają bowiem silnie na „… ich preferencje, a te decydują zarówno o zachowaniach podmiotów gospodarczych, jak i teoriach ekonomicznych" (Noga, 2009, s. 61).

W trakcie badań, przeprowadzonych w latach 2013–2014 przez zespół wiodących polskich uczelni ekonomicznych (m.in. Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie SGH w Warszawie oraz Wydział Zarządzania i Komunikacji Społecznej Uniwersytetu Jagiellońskiego w Krakowie), zapytano ponad 500 menedżerów i specjalistów przedsiębiorstw w Polsce, jakie wartości postrzegają jako najważniejsze (Herman, Oleksyn i Stańczyk, 2016, s. 20–21). Wartości ekonomiczne zostały wymienione przez grupę zaledwie 33% respondentów. Znacznie więcej, bo 56% badanych zadeklarowało, że wartości ekonomiczne są kluczowe, ale równorzędne znaczenie ma także respektowanie prawa, norm etycznych i dobrych obyczajów. Wartości indywidualne oraz organizacyjne odgrywają znaczącą rolę w kształtowaniu działań organizacji w zakresie społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw, niezależnie od zewnętrznych wobec organizacji czynników społeczno-insty-

tucjonalnych (Strumińska–Kutra i Woźniczko, 2010). Kształt społecznej odpowiedzialności zależy zatem od współoddziaływania czynników indywidualnych, organizacyjnych, instytucjonalnych i kulturowych (Aguilera, Rupp, Williams i Ganapathi, 2007). Aguilera i in. (2007) skonstruowali teoretyczny model, który, mimo upływu lat, nadal adekwatnie ilustruje i wyjaśnia znaczenie wymienionych wyżej czynników na różnych poziomach analizy dla motywów zaangażowania przedsiębiorstw w ideę społecznej odpowiedzialności. Swój model oparli na indywidulanych potrzebach każdego pracownika, które następnie przełożyli na potrzeby organizacji i całego społeczeństwa (rys. 1).

Rysunek 1. Motywy CSR na multipoziomach analizy

	Poziom				
				Międzynarodowy	
Motyw	**Indywidualny**	**Organizacyjny**	**Narodowy**	**Podmioty międzyrządowe**	**Korporacyjne grupy interesów oraz organizacje NGO**
Instrumentalny	potrzeba kontroli	• interes akcjonariusza (krótkoterminowy)	konkurencyjność	konkurencyjność	władza (posiadanie rzadkich zasobów)
Racjonalny	potrzeba przynależności	• interes interesariusza • legitymizacja/ kolektywna identyfikacja (długoterminowa)	społeczna spójność	społeczna spójność	dostrojenie interesów, współpraca oraz quasi-regulacja
Moralny	potrzeba sensu egzystencji	• promocja wspólnych interesów • wartości wyższego rzędu	kolektywna odpowiedzialność	kolektywna odpowiedzialność	altruizm
Interakcje	hierarchiczne	• wewnętrzne – hierarchicznie ku dołowi • zewnętrzne – hierarchicznie ku górze	kompensacyjne	kompensacyjne	multiplikatywne

Źródło: opracowanie własne na podstawie: R.V. Aguilera, D.E. Rupp, C.A. Williami i J. Ganapathi. (2007). Putting S Back in Corporate Social Responsibility: A Multilevel Theory of Social Change in Organizations. *Academy of Management Review*, *32*(3), 837.

W literaturze źródłowej wśród najczęstszych przesłanek wzrostu zainteresowania społeczną odpowiedzialnością przedsiębiorstw wymieniane są:

- dysproporcje w podziale światowego bogactwa (m.in.: Prahalad i Hart, 2002; Prahalad i Hammond, 2002; Bogle, 2009; Lakner i Milanovic, 2013; Piketty, 2015; Stiglitz, 2015; Facundo, Chancel, Piketty, Saez i Zucman, 2018; Moyer i in., 2022);

- globalne ocieplenie, zanieczyszczenie środowiska naturalnego, ekologia (m.in.: Piontek, 2002; Rytelewska, 2003; Iwacewicz, 2004; Chodyński, Jabłoński i Jabłoński, 2008; Grudzewski i Hejduk, 2010; Kuciński, 2009; Pakulska i Poniatowska-Jaksch, 2009a; Grudzewski, Hejduk, Sankowska i Wańtuchowicz, 2010; Pietrewicz, 2011; Szymański, 2015; Jiménez-Parra, Alonso-Martínez i Godos-Díez, 2018; Wang, Lu i Qiao, 2021; Hussain, Abbass, Usman, Rehan i Asif, 2022);
- wzrost świadomości ekologicznej społeczeństw (m.in.: Adamczyk i Nitkiewicz, 2007; Żemigała, 2007; Pietzner i in., 2011; Gelcich i in., 2014; Korkmaz, 2018; McNicholas i Cotton, 2019; Glick, Goldfarb, Heiger-Bernays i Kriner, 2019; Ankamah-Yeboah i in., 2020; Nastran, Pintar, Železnikar i Cvejić, 2022);
- zmiany społeczne, polityczne, demograficzne i kulturowe (m.in.: Agle i in., 2008; Szymański, 2007; 2009; Parmar i in., 2010; Scherer i Palazzo, 2011; Schmidt i Cracau, 2017; Ding, Ferreira i Wongchoti, 2019; Osuji, Ngwu i Jamali, 2019; Kwon i Ahn, 2021);
- zmiany technologiczne i społeczne wynikające z cyfryzacji, digitalizacji, informatyzacji i dostępności nowych kanałów komunikacji, w tym mediów społecznościowych (m.in.: Prahalad i Krishnan, 2010; Roszkowska-Śliż, 2012; Płoszajski, 2012; Adi, Crowther i Grigore, 2015; Soma, Termeer i Opdam, 2016; Etter, Fieseler i Whelan, 2019; Lock, 2019; Orbik i Zozulaková, 2019; Fotis i Kamariotou, 2021; Kong i Liu, 2023);
- separacja własności od zarządzania i potrzeba regulacji oraz społecznego nadzoru procesów zarządczych, w tym działalności międzynarodowych korporacji (m.in.: Gruszecki, 2002, Pakulska i Poniatowska-Jaksch, 2009a; Orock, 2013; Marquis i Raynard, 2015; Kolk, 2016; Li, Li i Minor, 2016; Schönherr, Findler i Martinuzzi, 2017; Narula, 2018; Aguilera, Desender, Bednar i Lee, 2019; Yuan, Tian, Lu i Yu, 2019; Österblom, Bebbington, Blasiak, Sobkowiak i Folke, 2022; Serres, Hudon i Maon, 2022);
- wzrost świadomości i oczekiwań konsumentów (m.in.: Prahalad i Ramasvamy, 2005; Dobiegała-Korona, 2015; Taufique, Siwar, Chamhuri i Sarah, 2016; Cambra-Fierro, Flores-Hernández, Pérez i Valera-Blanes, 2020; Chu, Chen i Gan, 2020; Shen i Wang, 2022; Aguirre, Ruiz de Maya, Vidal i Rodríguez, 2023);
- rosnąca świadomość znaczenia społecznej odpowiedzialności zarówno dla ekonomicznej i operacyjnej efektywności działania przedsiębiorstw, jak i metod zarządzania, choć warto podkreślić, że mimo postępu badań nie udało się dostarczyć jednoznacznych dowodów na pozytywny lub negatywny wpływ CSR na finansowe wyniki przedsiębiorstw (m.in.: Cochran

i Wood, 1984; Wartick i Cochran, 1985; Wood, 1991; Diltz, 1995; Feldman, Soyka i Ameer, 1997; Guerard, 1997; Russo i Fouts, 1997; King i Lenox, 2001; McWilliams i Siegel, 2001; Prahalad i Hammond, 2002; Prahalad i Hart, 2002; Martin, 2002; Majewski, 2005; Orlitzky, Schmidt i Rynes, 2003; Wheeler, Colbert i Freeman, 2003; Orlitzky, 2005; Porter i Kramer, 2006; Margolis, Elfenbein i Walsh, 2009 Weber, 2008; Orlitzky, 2011; Ramchander, Schwebach i Staking, 2012 Russell i Brockman, 2011; Porter i Kramer, 2011; Kanter, 2011; Jonikas, 2012; Juscius i Jonikas, 2013; Pavlovich i Corner, 2014; Garriga, 2014; Wang, 2014; Liao, Shih, Wu, Zhang i Wang, 2018; Maqbool i Zameer, 2018; Platonova, Asutay, Dixon i Mohammand, 2018; Wu, Shao, Yang, Ding i Zhang, 2020; Bruna i Lahouel, 2022).

Źródeł zainteresowania społeczną odpowiedzialnością przedsiębiorstw, jak również powodów jej wdrażania w przedsiębiorstwach można by przytoczyć wiele – co najmniej tyle, ile zainteresowanych tą problematyką organizacji. Każda firma posiada z pewnością własne, indywidulane przesłanki i potrzeby w tym zakresie. Ponadto problematyka CSR w wielu przedsiębiorstwach wyszła poza sferę konieczności przyjęcia „modnej" koncepcji i stała się zinstytucjonalizowaną częścią struktury organizacyjnej. Coraz częściej firmy budują dedykowane działy CSR, a w największych, globalnych organizacjach przedstawiciele tych działów pełnią funkcję członków zarządu, która wskazuje na ich istotną rolę w wypełnianiu misji, wizji i strategii firmy. Działy CSR, które do niedawna były małymi komórkami, działającymi na peryferiach przedsiębiorstw, stały się równoprawnymi z działami sprzedaży, marketingu czy też zarządzania personelem. Tym samym społeczna odpowiedzialność zmieniła swoją funkcję z dobrowolnie podejmowanej przez przedsiębiorstwa do realizowanej obligatoryjnie, choć w wielu aspektach nadal niewymaganej przepisami obowiązującego prawa.

1.3. Rozwój koncepcji społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw

1.3.1. Podejście normatywne

Źródła społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw sięgają zarania dziejów gospodarowania ludzkiego. Już Stary Testament i Ewangelia nakazywały bogatym dzielić się z biedniejszymi. Początków zainteresowania społeczną odpowiedzialnością należałoby zatem upatrywać w filantro-

pii i dobroczynności na rzecz bliźnich. W ujęciu nowożytnym społeczną odpowiedzialność możemy odnaleźć w czasach angielskiej rewolucji przemysłowej, przede wszystkim w dziełach Adama Smitha, ruchach na rzecz zniesienia niewolnictwa w XVIII i XIX wieku, w czasach wielkiego kryzysu lat 30. XX wieku oraz polityki *New Deal* Franklina D. Roosevelta, w „erze społecznej" lat 60., a także serii międzynarodowych, korporacyjnych skandali w latach 90. XX wieku[1]. W dużym uogólnieniu można by stwierdzić, że społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw ewoluowała wraz ze zmieniającym się otoczeniem ekonomicznym, politycznym, społecznym i kulturowym, lecz była zawsze nierozerwalnie związana z uniwersalnymi wartościami uczciwości i etyki postępowania w biznesie.

Kolebką idei społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw we współczesnym rozumieniu były Stany Zjednoczone lat 50. XX wieku. W początkach rozwoju jej koncepcji, w literaturze przedmiotu można odnaleźć szereg podejść opisujących powinności przedsiębiorstw wobec społeczeństwa. Te rozwiązania zazwyczaj opierają się na dobrze znanych, funkcjonujących w społeczeństwie normach i wartościach. Stąd też tę grupę rozważań na temat społecznej odpowiedzialności nazwano podejściem normatywnym, także w znaczeniu „tradycyjnym" czy też „klasycznym", które dało początek koncepcji CSR.

Jak podaje wielu autorów (m.in.: Garriga i Melé, 2004; Rahman, 2011; Hack, Kenyon i Wood, 2014) jedną z pierwszych definicji społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw w literaturze naukowej zaproponował Bowen (1953). W swojej publikacji zatytułowanej *Społeczne obowiązki biznesmena* (tytuł oryginalny: *Social Responsibilities of the Businessman*) postawił pytanie: spełnienia jakich obowiązków wobec społeczeństwa można w sposób racjonalny oczekiwać od biznesmenów? Odpowiadając na to pytanie, Bowen (1953, s. 6) zaproponował pierwszą definicję społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw, która odnosi się do „zobowiązania biznesmenów do realizowania takiej polityki, podejmowania takich decyzji lub wybierania takich kierunków działań, które są pożądane w zakresie celów i wartości przez nasze społeczeństwo".

W latach 60. XX wieku, a więc w dziesięcioleciu naznaczonym wojną w Wietnamie i ruchem hipisowskim, powstawało więcej prac na temat koncepcji CSR, w tym pierwsze teksty Davisa. Warto również odnotować ujęcie społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw zaproponowane przez Waltona (1967, s. 18), w którym „…koncepcja społecznej odpowiedzialności

[1] Więcej na temat skandali i nadużyć w wielkich korporacjach w latach 90. XX wieku zob. w: Klein, 2004.

uwzględnia bliskość relacji przedsiębiorstwa ze społeczeństwem i rozumie, że taka relacja musi pozostawać zawsze w pamięci kluczowych menedżerów firmy, podczas gdy przedsiębiorstwo i powiązane z nim grupy realizują swoje cele". W tej definicji zrozumiała jest rola i zobowiązania menedżerów wobec oczekiwań społeczeństwa, jednak nie jest jeszcze obecna świadomość istotności współpracy z interesariuszami. W definicji Waltona interesariusze są widziani jako postronni i realizujący własne cele.

Sethi (1975) po raz pierwszy zwrócił uwagę, że chociaż „społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw" jest pojęciem nieostrym i ulotnym, można ją mierzyć i porównywać w ramach struktury organizacyjnej oraz kontekstu organizacyjnego każdego przedsiębiorstwa. W związku z powyższym działania organizacji mogą być analizowane na trzech poziomach (Sethi, 1975, s. 60–62):

- społecznego zobowiązania – odpowiedzi na wymagania rynku oraz przepisów prawa;
- społecznej odpowiedzialności – zgodności z obowiązującymi normami społecznymi i wartościami;
- społecznego reagowania (ang. *social responsivness*) – antycypacji społecznych wyzwań i potrzeby odpowiedzi na nie.

Do poszczególnych poziomów każda organizacja może się przygotować i zastosować zestaw odpowiednio dobranych działań, w celu wypełnienia poszczególnych zobowiązań.

Kolejną definicję społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw zaproponowali Davis i Blomstrom (1975), ekonomiści amerykańscy, według których społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw to „obowiązek wyboru przez kierownictwo takich decyzji i działań, które przyczyniają się zarówno do dbałości o interes własny, jak i do ochrony oraz pomnażania dobrobytu społecznego" (Davis i Blomstrom, 1975; za: Rybak, 2004, s. 68). Według Davisa przedsiębiorstwa skorzystają docelowo na poprawie bytu społecznego i w związku z tym powinny dzielić się odpowiedzialnością za ogólną poprawę jego kondycji. W swojej koncepcji założył on ponadto, że CSR nieuchronnie prowadzi do dodatkowych kosztów, które każde przedsiębiorstwo musi ponieść, a ponieważ nie działa charytatywnie, te dodatkowe koszty poniosą *de facto* jego klienci.

W normatywnym podejściu do społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw decydujące znaczenie ma zatem kwestia kosztów, potencjalnie ponoszonych w krótkim i długim okresie. Dlatego też klasyczne rozumienie CSR szuka uzasadnienia dla wydatków na działalność społeczną i ekologiczną, często postrzeganą przez praktyków i teoretyków zarządzania jako „dodatkowa", a nawet „zbyteczna".

Klasyczny model CSR Davisa (1975)

Davis (1975, s. 19–24) zaproponował klasyczny model społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw, który oparł na pięciu propozycjach. W każdej z nich wyjaśniał, dlaczego i w jaki sposób przedsiębiorstwa powinny angażować się w działania chroniące i poprawiające dobro społeczne i jednocześnie cele organizacji.

Propozycja 1. Społeczna odpowiedzialność powstaje ze społecznej siły. Przedsiębiorstwa mają ogromną rolę do odegrania w kwestiach społecznych, takich jak chociażby zatrudnianie mniejszości czy ochrona środowiska naturalnego. Dlatego społeczeństwo wymaga od przedsiębiorstw aktywnej postawy, a wprowadzane przepisy prawne nie nakładają na przedsiębiorstwa więcej obowiązków niż na przeciętnego obywatela.

Propozycja 2. Biznes powinien działać jako dwustronny, otwarty system zarówno na wkład płynący ze strony społeczeństwa, jak i na ujawnianie informacji na temat własnych działań. Przedsiębiorstwa powinny słuchać sugestii dotyczących tego, co należy zrobić dla utrzymania bądź poprawy dobra społecznego. Społeczeństwo musi być również otwarte na raporty przygotowywane przez przedsiębiorstwa na temat ich dokonań w odpowiedzi na zgłaszane potrzeby społeczne. Davis sugeruje, iż niezbędna jest stała, otwarta i szczera komunikacja pomiędzy przedstawicielami biznesu i społeczeństwa.

Propozycja 3. Społeczne zyski i koszty dostarczania produktów lub usług powinny być uważnie kalkulowane i rozważane. Ta propozycja podkreśla, że nie tylko techniczne możliwości oraz ekonomiczna opłacalność powinny mieć wpływ na decyzje gospodarcze. Przedsiębiorstwa powinny rozważać tak krótko- jak i długoterminowe, potencjalne, społeczne konsekwencje płynące z podjętych decyzji gospodarczych.

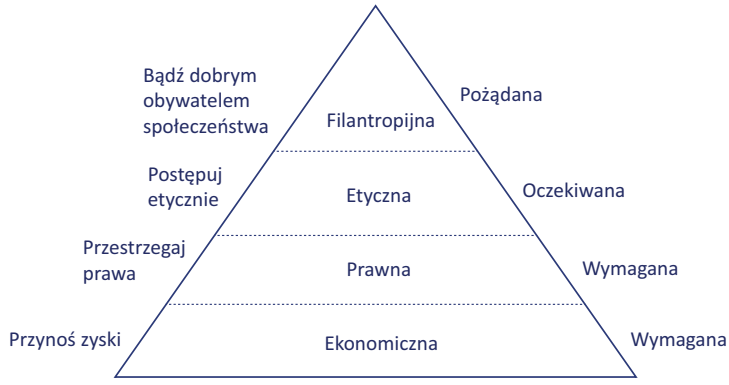
Propozycja 4. Społeczny koszt związany z każdą działalnością, produktem lub usługą powinien zostać przeniesiony na konsumenta. Od przedsiębiorstwa nie można oczekiwać, by w całości finansowało działalność przynoszącą korzyści społeczeństwu, a jemu samemu przynoszącą stratę ekonomiczną. Dlatego też koszty finansowania działań prospołecznych docelowo muszą ponieść konsumenci – w postaci wyższych cen produktów i usług oferowanych przez aktywne społecznie przedsiębiorstwa.

Propozycja 5. Podmioty gospodarcze i obywatele odpowiadają za zaangażowanie w wybrane problemy społeczne. Jeśli dane przedsiębiorstwo posiada wiedzę na temat możliwości rozwiązania konkretnego problemu społecznego, mimo że nie pozostaje on bezpośrednio w obszarze jego działalności, jego obowiązkiem jest pomoc społeczeństwu w jego rozwiązaniu.

Carroll (1979, s. 497–505) zaproponował pierwsze, kompleksowe podejście do społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw obejmujące cztery jej poziomy, które każde przedsiębiorstwo powinno uwzględniać: „społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw obejmuje ekonomiczne, prawne, etyczne oraz filantropijne oczekiwania społeczeństwa względem przedsiębiorstw w danym okresie czasu". Na tej podstawie, ponad dekadę później, skonstruował Piramidę Społecznej Odpowiedzialności Przedsiębiorstw (rys. 2).

U jej podstawy znalazła się ekonomiczna odpowiedzialność – każde przedsiębiorstwo przede wszystkim musi być dochodowe. Musi także produkować i dostarczać produkty i usługi, których społeczeństwo oczekuje oraz oferować je po sprawiedliwych cenach, a więc takich, które są przez społeczeństwo akceptowane jako odzwierciedlające rzeczywistą, dostarczoną wartość. W ten sposób przedsiębiorstwa zapewniają sobie niezbędny dochód, gwarantujący ich rozwój i wzrost, a także wynagrodzenie dla ich właścicieli i akcjonariuszy. Na kolejnym szczeblu piramidy znalazły się prawne zobowiązania przedsiębiorstwa. Społeczeństwo ustanawia bowiem prawa, zgodnie z którymi przedsiębiorstwa powinny działać. Wypełnianie prawnych zobowiązań przedsiębiorstw odzwierciedla społeczny pogląd na „skodyfikowaną etykę", która przejawia się w uczciwych praktykach, prowadzonych zgodnie z przepisami ustanowionymi przez regulatora. Jednakże stosowanie się jedynie do przepisów prawa wydaje się być niewystarczające. Dlatego też, zdaniem Carrolla, przedsiębiorstwa mają także etyczną odpowiedzialność. Dotyczy ona tych działań przedsiębiorstw, które są oczekiwane lub zabronione przez społeczeństwo, a nie są objęte przepisami prawa. Odpowiedzialność etyczna obejmuje pełen zakres norm, standardów, wartości i oczekiwań, które odzwierciedlają to, co konsumenci, pracownicy, udziałowcy i ogół społeczeństwa uważają za sprawiedliwe, słuszne i uczciwe. Czwartym i ostatnim elementem społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw w podejściu Carrolla jest odpowiedzialność filantropijna. Jej zakres oraz natura są dobrowolne, nie jest ona określona normami prawnymi czy też nawet etycznymi, a jedynie społecznymi oczekiwaniami, którym dane przedsiębiorstwo decyduje się sprostać.

Rysunek 2. Piramida społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw



Źródło: opracowanie własne na podstawie: A.B. Carroll (1991, July – August). The Pyramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders. *Business Horizons*, 42.

Jones (1980, s. 59–60) jako pierwszy zwrócił uwagę, że przedsiębiorstwa mają obowiązki także wobec innych grup społecznych niż właściciele i akcjonariusze. Te obowiązki powinny wykraczać poza ustawowe oraz związkowe prawa. W tym ujęciu dwie płaszczyzny są istotne – owe zobowiązania muszą być podejmowane przez przedsiębiorstwa na zasadach dobrowolności (działania zgodne z przepisami prawa oraz umowy wynegocjowane ze związkami zawodowymi nie są dobrowolne), a także muszą być szeroko rozumiane i wykraczające swym zasięgiem poza tradycyjnie rozumiany obowiązek wobec akcjonariuszy i udziałowców, gdyż powinny obejmować także inne grupy społeczne, między innymi klientów, pracowników, dostawców i społeczności lokalne. Podobnie społeczną odpowiedzialność przedsiębiorstw widział Freeman (1984), który koncept Jonesa rozwinął w kompleksową teorię interesariuszy (przedstawioną w rozdz. 2.3.). Dzięki Freemanowi myślenie na temat CSR zyskało nowy wymiar, a uwzględnianie oczekiwań interesariuszy stało się jego trwałym, nierozerwalnym elementem.

1.3.2. Podejście konstruktywne

W latach 80. XX wieku w literaturze przedmiotu skrystalizował się nurt poszukiwań związków pomiędzy podejmowanymi przez przedsiębiorstwa działaniami CSR a wynikami zarówno finansowymi, jak i pozafinansowymi przedsiębiorstw. To nowe, ukierunkowane na mierzalne wyniki podejście do CSR zostało nazwane konstruktywnym.

Cochran i Wood (1984) byli jednymi z pierwszych, którzy zmierzyli się z wyzwaniem określenia związku między działaniami CSR a finansowymi wynikami przedsiębiorstw. W swoich badaniach wykazali, że istnieje słaba pozytywna korelacja pomiędzy społeczną efektywnością badanych przedsiębiorstw (ang. *Corporate Social Performance*, CSP) a ich wynikami finansowymi (ang. *Corporate Financial Performance*, CFP). Ich zdaniem działania w obszarze CSR wpływają pozytywnie na reputację przedsiębiorstwa, która przyczynia się do wzrostu zaufania konsumentów w stosunku do oferowanych produktów i usług, co z kolei przekłada się na poprawienie wyników finansowych przedsiębiorstwa, jednakże korelacja tych czynników charakteryzuje się słabą siłą związku. Wyniki badań Cochran i Wood (1984) okazały się bardzo istotne, gdyż zapoczątkowały nowy nurt badań nad społeczną odpowiedzialnością przedsiębiorstw i możliwymi, wymiernymi rezultatami jej działań. Okazały się one także bardzo ważne z innego powodu – akronimy CSP i CFP weszły do języka zarządzania na dobre i są stosowane do dziś.

Rok później, Watrick i Cochran (1985) opracowali teoretyczny Model Społecznej Efektywności Przedsiębiorstwa (ang. *Corporate Social Performance Model*, CFP Model), uwzględniający trzy wymiary społecznej odpowiedzialności: odpowiedzialność ekonomiczną, odpowiedzialność społeczną oraz społeczne reagowanie (ang. social *responsiveness*) w obszarze działań przedsiębiorstw w zakresie zasad, procesów oraz rodzajów polityki. Zaproponowali także definicję wspomnianej powyżej społecznej efektywności przedsiębiorstw (CSP), którą rozumieli jako „podstawową interakcję pomiędzy zasadami społecznej odpowiedzialności, procesu społecznego reagowania oraz polityk opracowanych w celu adresowania kwestii społecznych" (Watrick i Cochran, 1985, s. 758). W celu wyjaśnienia, czym jest społeczne reagowanie, zestawili cechy je opisujące z cechami opisującymi społeczną odpowiedzialność i przedstawili w postaci tabeli (tab. 1).

Tabela 1. Różnice pomiędzy społeczną odpowiedzialnością a społecznym reagowaniem przedsiębiorstw

	Społeczna odpowiedzialność	Społeczne reagowanie
Główna problematyka	etyczna	pragmatyczna
Jednostka analizy	społeczeństwo	firma
Koncentracja uwagi	wyniki	środki
Cel	na zewnątrz	do środka
Nacisk	zobowiązania	reakcje
Horyzont decyzyjny	długoterminowy	średnio i krótkoterminowy

Źródło*:* opracowanie własne na podstawie: S.L. Watrick i P.L. Cochran. (1985). The Evolution of the Corporate Social Performance Model. *Academy of Management Review*, *10*(4), 766.

Rezultaty i oczekiwany wynik działań społecznych przedsiębiorstwa przedstawili za pomocą trójwymiarowego modelu Społecznej Efektywności Przedsiębiorstwa przedstawionego na rysunku 3.

Wood (1991), polemizując z Watrickiem i Cochranem (1985), zaproponowała zrewidowaną definicję społecznej efektywności przedsiębiorstw, przedstawiając ją jako „organizacyjną konfigurację zasad społecznej odpowiedzialności, procesów społecznego reagowania oraz polityk, programów oraz ich obserwowalnych rezultatów, wynikających z relacji przedsiębiorstwa i społeczeństwa" (Wood, 1991, s. 693). Opracowała także koherentne ramy koncepcji społecznej odpowiedzialnością przedsiębiorstw, a także jej trzy poziomy: instytucjonalny, organizacyjny oraz indywidualny. Do ostatniego poziomu zaliczyła procesy społecznego reagowania, zarządzanie relacjami

Rysunek 3. Model Społecznej Efektywności Przedsiębiorstwa Watricka i Cochrana

Zasady	**Procesy**	**Polityki**
Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa	Społeczne reagowanie przedsiębiorstwa	Zarządzanie kwestiami społecznymi
(1) ekonomiczna	(1) reaktywne	(1) identyfikacja kwestii społecznych
(2) prawna	(2) obronne	(2) analiza kwestii społecznych
(3) etyczna	(3) dostosowujące się	(3) opracowanie planu działania
(4) uznaniowa (filantropijna)	(4) proaktywne	
zorientowane na:	**zorientowane na:**	**zorientowane na:**
(1) społeczny kontrakt przedsiębiorstwa	(1) zdolność do reagowania na zmieniające się warunki społeczne	(1) minimalizowanie „niespodzianek"
(2) przedsiębiorstwo jako agenta moralnego	(2) menedżerskie podejście do rosnących oczekiwań	(2) determinowanie efektywnej polityki społecznej przedsiębiorstwa
Orientacja filozoficzna	**Orientacja instytucjonalna**	**Orientacja organizacyjna**

Źródło: opracowanie własne na podstawie: S.L. Watrick i P.L. Cochran. (1985). The Evolution of the Corporate Social Performance Model. *Academy of Management Review*, *10*(4), 767.

z interesariuszami oraz zarządzanie kwestiami społecznymi. Rezultatem działań z obszaru społecznej efektywności przedsiębiorstw jest wywierany wpływ społeczny oraz programy i polityki społeczne. W wyniku przeprowadzonych przez Wood badań powstał nowy Model Społecznej Efektywności Przedsiębiorstwa przedstawiony na rysunku 4.

Rysunek 4. Model Społecznej Efektywności Przedsiębiorstwa Wood

Model Społecznej Efektywności Przedsiębiorstwa

Zasady społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw

zasada instytucjonalna: legitymizacja
zasada organizacyjna: społeczna odpowiedzialność
zasada indywidualna: menedżerska akceptacja

Proces społecznego reagowania przedsiębiorstwa

ocena otoczenia
zarządzanie relacjami z interesariuszami
zrządzanie kwestiami społecznymi

Rezultaty zachowań w organizacji

wywierany wpływ społeczny
programy społeczne
polityka społeczna

Źródło: opracowanie własne na podstawie: D.J. Wood. (1991). Corporate Social Performance Revisited. *Academy of Management Review*, *16*(4), 694.

Ważnym dla rozwoju koncepcji CSR jest fakt, że przedstawione powyżej modele Watricka i Cochrana (1985) oraz Wood (1991) ewoluowały w czasie i na ich podstawie rozwinęła się, popularna szczególnie w Stanach Zjednoczonych, koncepcja obywatelstwa korporacyjnego (ang. *corporate citizenship*) (Carroll i Buchholtz, 2009, s. 61), która łączy społeczną odpowiedzialność, społeczne reagowanie oraz społeczne zaangażowanie przedsiębiorstwa, co zostało zaprezentowanie na rysunku 5.

Rysunek 5. Koncepcja obywatelstwa korporacyjnego



Źródło: opracowanie własne na podstawie: A.B. Carroll i A.K. Buchholtz. (2009). *Business & Society. Ethics and Stakeholder Management*. 7th Edition. South-Western Cengage Learning, s. 45–52.

W trakcie dalszych poszukiwań i badań nad możliwościami wymiernego uchwycenia efektów działań w obszarze społecznej odpowiedzialności, McWilliams i Siegel (2001) zaproponowali model podaży i popytu społecznej odpowiedzialności. Na jego podstawie badali oni czy poziom społecznej odpowiedzialności zależy od wielkości przedsiębiorstwa, poziomu jego dywersyfikacji, wydatków na badania i rozwój oraz reklamę, poziomu zamożności klientów, poziomu sprzedaży do instytucji publicznych, warunków na rynku pracy czy stadium rozwoju branży. Na podstawie analizy McWilliams i Siegel stwierdzili, że istnieje optymalny, „idealny" poziom społecznej odpowiedzialności dla każdego przedsiębiorstwa, który menedżerowie mogą określić na podstawie analizy zysków i strat, a także, że związek pomiędzy społeczną odpowiedzialnością a finansowymi wynikami przedsiębiorstw jest neutralny. Działania społecznie odpowiedzialne nie poprawiają zatem ani też nie pogarszają w sposób istotny wyników finansowych przedsiębiorstwa.

Certo i Certo (2006) terminem „społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw" określają menedżerskie zobowiązanie do podejmowania działań, które chronią i poprawiają zarówno dobro ogółu społeczeństwa, jak i interes własny organizacji. Jednocześnie odróżniają społeczną odpowiedzialność od przedstawionego powyżej społecznego reagowania, który określają jako stopień efektywności i sprawności operacyjnej, jakim może wykazać się przedsiębiorstwo dążące do realizacji swojej społecznej odpowiedzialności. Im wyższy stopień efektywności i sprawności, tym lepiej przedsiębiorstwo odpowiada na potrzeby społeczne.

Według Griffina (2006) społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw to zestaw zobowiązań organizacji do ochrony i umacniania społecznego kontekstu, w którym funkcjonuje jedno z kluczowych wyzwań zarządzania stojących przed współczesnymi menedżerami. Organizacja może przyjąć cztery typy postaw wobec społecznych zobowiązań. Najniższy, pierwszy stopień to postawa obstrukcjonistyczna[2]. Przedsiębiorstwa, które ją obierają robią tak niewiele, jak tylko to jest możliwe w ramach społecznego lub ekologicznego kontekstu swojej działalności. Drugi stopień to postawa obronna, w której organizacje czynią wszystko, czego wymagają od nich przepisy prawa, ale nic ponadto. Menedżerowie koncentrują się wyłącznie na zysku i wykonują tylko te społeczne bądź ekologiczne zalecenia, które narzuca im regulator. Trzeci stopień to postawa dostosowawcza, zgodnie z którą organizacja nie tylko działa etycznie i zgodnie z przepisami prawa, lecz w wybranych przypadkach angażuje się także w projekty społeczne lub ekologiczne. Na czwartym, najwyższym miejscu znajduje się postawa aktywna wobec społecznej odpowiedzialności, w której organizacja postrzega siebie jako obywatela w społeczeństwie i aktywnie poszukuje możliwości przyczynienia się do dobra społecznego (Griffin, 2006, s. 124).

Bez względu na przyjętą definicję, zarówno w normatywnym, jak i konstruktywnym ujęciu, społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw jawi się jako koncepcja pozostająca na peryferiach podstawowej działalności przedsiębiorstwa. Zasady CSR są zatem głównie realizowane dzięki dobrej woli pracowników, kierownictwa i właścicieli przedsiębiorstw. Jednakże brak systemowych procedur, a w szczególności brak włączenia koncepcji społecznej odpowiedzialności w serce firmy – jej strategię, misję i wizję – skazało normatywne i konstruktywne rozumienie społecznej odpowiedzialności na marginalizację. Alternatywą okazało się strategiczne podejście do CSR.

[2] Termin użyty przez autorkę tłumaczenia publikacji R. Griffina (2006), Agatę Jankowiak, w znaczeniu: postawy utrudniającej, hamującej (przyp. autora).

1.3.3. Podejście strategiczne

W strategicznym podejściu do społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw nie jest ona elementem dobrowolnego działania przedsiębiorstw w sferach niebędących podstawowym obszarem ich działalności dla własnego dobra i ogółu społeczeństwa, lecz zintegrowaną koncepcją zarządzania na poziomie operacyjnym i strategicznym. Przystającą do tak rozumianej koncepcji CSR wydaje się być definicja zaproponowana przez Klimka (2014, s. 270): „Odpowiedzialny i etyczny biznes to podejście strategiczne, długofalowe, oparte na zasadach dialogu społecznego i poszukiwania rozwiązań korzystnych tak dla przedsiębiorstwa, jak i jego całego otoczenia, pracowników, wszystkich interesariuszy i społeczności, w której działa firma". Społeczna odpowiedzialność oznacza zatem inwestycje w zasoby ludzkie, ochronę środowiska i relacje z otoczeniem firmy, czyli interesariuszami. Poprzez prowadzony dialog społeczny na poziomie lokalnym przyczynia się do wzrostu konkurencyjności, a na poziomie globalnym – do kształtowania warunków dla zrównoważonego rozwoju społecznego i ekonomicznego (Klimek, 2014). W takim podejściu istotna jest ciągłość zapoczątkowanego procesu realizacji społecznej odpowiedzialności, jego zmienność i nieustanna potrzeba (tak obecna praktycznie we wszystkich aspektach zarządzania) dostosowywania się do zmieniających się warunków zewnętrznego i wewnętrznego środowiska przedsiębiorstwa. Tak rozumiana społeczna odpowiedzialność jest stylem zarządzania, zarówno operacyjnego, jak i strategicznego, który docelowo prowadzi do rozwoju i wzrostu wartości oraz konkurencyjności przedsiębiorstwa dla dobra wszystkich jego interesariuszy, w tym właścicieli, inwestorów, pracowników oraz ogółu społeczeństwa.

Problematyka innowacyjnej, zapewniającej przewagę konkurencyjną funkcji społecznej odpowiedzialności po raz pierwszy została poruszona w 2002 roku ma łamach „Harvard Business Review" przez Prahalada i Harta (2002), Prahalada i Hammonda (2002) oraz Portera i Kramera (2002). Argumentowali oni, że poprzez innowacyjność, a w szczególności innowacyjne i tanie produkty adresowane do najbiedniejszej części ludzkości[3], firmy mogą dotrzeć do nowych, niezagospodarowanych dotychczas rynków, gwarantujących miliony, co prawda ubogich, ale jednak nowych konsumentów. Te nowe, dotychczas niezagospodarowane rynki mogłyby oznaczać dodatkowe źródło przychodów dla przedsiębiorstw, w szczególności dużych, międzynarodo-

[3] Według szacunków Banku Światowego 719 mln ludzi żyje dziennie za mniej niż 2,15 USD na osobę; zob. https://www.worldbank.org/en/topic/measuringpoverty (dostęp: 28.03.2024).

wych korporacji. W ten sposób idea społecznej odpowiedzialności nie byłaby dobrowolnym obowiązkiem, lecz stałaby się częścią podstawowej działalności firmy opartej na strategii zapewniającej, dzięki nowemu, innowacyjnemu podejściu marketingowemu, konkurencyjną przewagę rynkową.

Wiele firm skorzystało z takiego podejścia, oferując tanie, dostępne produkty dla konsumentów z rynków rozwijających się. Jedną z takich firm była firma Tata, produkująca w Indiach tanie samochody (i wiele innych produktów) czy też Unilever (Hindustan Lever), oferujący po bardzo niskich, dostępnych dla najuboższych cenach opracowane specjalnie na hinduski rynek kosmetyki i produkty spożywcze. Dzięki takim działaniom, realizując własne cele ekonomiczne, przedsiębiorstwa realizują także cele społeczne i podnoszą standard i jakość życia wśród najuboższych. Mimo że indywidualne przychody tej części społeczeństwa są niewielkie, zagregowane stanowią w wielu regionach świata jednak znaczącą część rynku. Działania na tych rynkach z pewnością wymagają od przedsiębiorstw kreatywności, a przede wszystkim elastyczności, lecz stanowią też w dalszym ciągu atrakcyjną niszę. Na marginesie można odnotować na tych rynkach pierwsze gospodarcze sukcesy, które przyczyniają się również do realizacji celów społecznych. Wśród najsłynniejszych pozostaje założony w Bangladeszu przez zdobywcę Pokojowej Nagrody Nobla w 2006 roku, prof. Muhammada Yunusa, Grameen Bank, obecny dzisiaj w ponad 60 najuboższych krajach świata. Bank użycza mikrofinansowych pożyczek tym klientom, którzy na zaciągnięcie nawet niewielkiego kredytu w banku komercyjnym nie mieliby żadnych szans[4].

Prahalad, Hammond i Hart stworzyli podwaliny koncepcji strategicznego podejścia do społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa, którą rozwinęli Porter i Kramer. W grudniu 2002 roku na łamach „Harvard Business Review" opublikowali oni swój tekst na temat strategicznej roli korporacyjnej filantropii[5], natomiast cztery lata później, w grudniu 2006 roku poruszyli temat związku między społeczną odpowiedzialnością a strategią firmy. Polemizując z noblistą w dziedzinie ekonomii, Miltonem Friedmanem, postawili tezę, zgodnie z którą cele ekonomiczne i społeczne nie są przeciwstawne, lecz komplementarne (Porter i Kramer, 2006, s. 78–92). Na bazie tego założenia oraz wcześniejszych prac Portera, a w szczególności koncepcji strategii przewagi konkurencyjnej, „pięciu sił Portera" oraz „łańcucha wartości"[6], zbudowali autorską koncepcję strategicznego podejścia do CSR. Ich zdaniem cele społeczne i ekonomiczne pozostają w symbiozie, gdyż gospodarka

[4] Więcej na ten temat zob. https://grameenbank.org/ (dostęp: 8.08.2022).

[5] Omówiony szerzej w rozdziale 3.2 poświęconym korporacyjnej filantropii.

[6] Więcej na ten temat zob. Porter, 1994.

i społeczeństwo nie są dwoma przeciwstawnymi siłami, lecz współzależnymi bytami. Dlatego działania przedsiębiorstw w szeroko pojętym obszarze społecznej odpowiedzialności mają szansę powodzenia oraz uzyskania oczekiwanej efektywności tylko wówczas, gdy są ściśle powiązane z ich strategią. Przypadkowe działania filantropijne i sponsoringowe, nieuwzględniające strategii firmy oraz planów jej rozwoju, nie mają ekonomicznego uzasadnienia i tym samym są z góry skazane na niepowodzenie. Społeczna odpowiedzialność może być czymś więcej niż tylko ponoszeniem dodatkowych kosztów, dobrym uczynkiem czy też moralnym obowiązkiem. Zaskakująco dla sceptyków, koncepcja ta może okazać się źródłem szans, innowacji oraz przewagi konkurencyjnej. Jeśli potraktować społeczną odpowiedzialność jako cel strategiczny, miałaby ona szansę stać się źródłem postępu społecznego.

Kiedy firmy najczęściej podejmują działania CSR? Według Portera i Kramera (2006) – wtedy, gdy stoją w obliczu kryzysu. Najczęściej jego przyczyną jest niezadowolenie konsumentów, wsparte działaniami mediów. Tak było w przypadku firmy Nike, która spotkała się z bojkotem swoich produktów w latach 90. XX wieku, gdy media doniosły o urągających ludzkiej godności warunkach pracy oraz zatrudnianiu dzieci w zakładach Nike w Indonezji i Chinach[7]. Z krytyką ze strony organizacji ekologicznych oraz światowej opinii społecznej spotkała się firma Shell, po tym jak w 1995 roku zdecydowała się zatopić na Morzu Północnym stary szyb naftowy. Podobne przykłady można by mnożyć na wszystkich rynkach. W Polsce do bardziej znanych należał szeroko komentowany w mediach przypadek złego traktowania pracowników sieci detalicznej Biedronka. Mimo że właściciel sieci, portugalska Grupa Jeronimo Martins, prowadziła szeroki program działań portfela CSR w Polsce, przez dłuższy czas nie udawało się jej w pełni odbudować wizerunku rzetelnego i wiarygodnego pracodawcy. Społeczna odpowiedzialność może zatem okazać się skutecznym narzędziem minimalizowania ryzyka o charakterze etycznym, społecznym czy ekologicznym.

Strategia integracji biznesu i społeczeństwa (Porter i Kramer, 2006)

Porter i Kramer (2006) zaproponowali zastosowanie nowej strategii – integracji biznesu i społeczeństwa, którą podzielili na trzy etapy.

1. Określanie punktów wspólnych. Każde działanie podejmowane przez firmę odbija się pozytywnie bądź negatywnie na społeczności, w której firma funkcjonuje – dotyczy to na przykład praktyk w zakresie zatrudnienia, emisji dwutlenku węgla, gospodarki odpadami itp. Oddziaływanie społeczne firmy zmienia charakter w zależności

[7] Więcej na ten temat zob. Klein, 2004.

od miejsca (na przykład te same działania produkcyjne mogą zostać inaczej odebrane w USA, a inaczej w Chinach) oraz, wraz z upływem czasu, ewoluującymi standardami społecznymi i postępem naukowym. Weźmy chociażby pod uwagę producentów azbestu czy wyrobów tytoniowych. Dziś wiemy, że produkty te są szkodliwe dla ludzkiego zdrowia, lecz wiedza na ten temat była zdobywana latami.
Nie tylko działalność firm wpływa na społeczeństwo. Także społeczeństwo ma wpływ, zarówno pozytywny, jak i negatywny, na przedsiębiorstwa. Każda firma funkcjonuje w pewnym otoczeniu konkurencyjnym, od którego zależy realizacja założonej przez nią strategii, szczególnie w dłuższym okresie. Każdy z elementów tego otoczenia konkurencyjnego – ilość i jakość dostępnych zasobów, normy i zachęty wpływające na działania konkurencyjne, wielkość i zróżnicowanie popytu lokalnego oraz lokalna dostępność branż wspierających działalność firmy – może stanowić szansę dla inicjatyw CSR. Na przykład to, czy firmie uda się zatrudnić odpowiednio wykwalifikowanych pracowników może zależeć od wielu czynników społecznych, takich jak chociażby lokalny system edukacyjny, sytuacja na rynku mieszkaniowym czy dostępność opieki zdrowotnej.

2. Decydowanie, na które kwestie społeczne reagować. Żadna firma nie jest w stanie rozwiązać wszystkich problemów społecznych, powinna zatem wyselekcjonować te kwestie, które są bezpośrednio związane z jej działalnością i zadać sobie pytanie, czy określone działania stwarzają możliwość osiągnięcia obopólnych korzyści – istotnego zysku dla społeczeństwa, cennego również dla samej firmy.
Kwestie społeczne, mogące mieć wpływ na firmę, dzielą się na trzy kategorie:
- kwestie ogólnospołeczne – ważne dla społeczeństwa, lecz działania firmy nie mają na nie istotnego wpływu ani też one same nie decydują o długoterminowej konkurencyjności firm;
- społeczne konsekwencje działań tworzących łańcuch wartości firmy – kwestie społeczne, na które biznesowa działalność firmy silnie oddziałuje;
- społeczny wymiar otoczenia konkurencyjnego – kwestie społeczne występujące w otoczeniu firmy, które mają znaczny wpływ na poziom jej konkurencyjności.

Według Portera i Kramera każda firma powinna zastanowić się i podzielić kwestie społeczne na wyżej wymienione trzy kategorie, zarówno dla swojej głównej siedziby, jak i dla każdej z jednostek operacyjnych, a następnie uszeregować je pod kątem potencjalnej siły oddziaływania. Jako przykład można przytoczyć problem emisji dwutlenku węgla, który może być kwestią ogólnospołeczną dla instytucji oferującej usługi finansowe, ale także może mieć negatywne społeczne konsekwencje dla łańcucha wartości firmy transportowej.

3. Tworzenie programu działań społecznych, czyli szczegółowego, formalnego harmonogramu działań społecznych firmy. Program ten szuka szans na jednoczesne osiągnięcie korzyści społecznych i ekonomicznych. Stwarza szanse zrobienia czegoś więcej niż rekompensowanie wyrządzonych krzywd, gdyż oferuje możliwość wzmocnienia strategicznej pozycji firmy poprzez podnoszenie jakości życia społeczeństwa.

Tabela 2. Zaangażowanie społeczne przedsiębiorstw – podejście strategiczne według Portera i Kramera

Kwestie ogólnospołeczne	Konsekwencje działań tworzących łańcuch wartości	Społeczny wymiar otoczenia konkurencyjnego
Zaangażowanie obywatelskie	wynagradzanie szkód wywołanych działaniami w obrębie łańcucha wartości	filantropia strategiczna, która zwiększa możliwość poprawienia najistotniejszych obszarów otoczenia konkurencyjnego
Działania w zakresie CSR typu reaktywnego	modyfikowanie działań w obrębie łańcucha wartości w taki sposób, aby realizując swoją strategię, firma działała na korzyść społeczeństwa	**strategiczne podejście do CSR**

Źródło: M.E. Porter i M.R. Kramer. (2006). Strategy and Society: The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility. *Harvard Business Review*, (12), 81.

Zdaniem Portera i Kramera (2006) strategia polega na tym, aby znaleźć się na unikalnej pozycji – robić rzeczy inaczej niż konkurencja i w sposób, który albo mniej kosztuje, albo lepiej trafia w potrzeby klientów. Aby można było mówić o prawdziwie strategicznym podejściu do CSR, firma musi poświęcić mu sporo uwagi i zasobów (tab. 2). Nie polega ono wyłącznie na zaangażowaniu obywatelskim firmy i łagodzeniu niepożądanych konsekwencji działań tworzących łańcuch wartości, lecz przede wszystkim na podejmowaniu inicjatyw przynoszących wyróżniające firmę korzyści społeczne i ekonomiczne. Im bliższa jest dana kwestia społeczna zakresowi działalności firmy, tym większa szansa, że firma ta pomnoży swoje zasoby i zdobędzie nowe możliwości, a jej działania przyniosą korzyści społeczeństwu. Urbi, meksykańska firma budowlana, rozkwitła dzięki budowie domów dla uboższych klientów, dzięki wykorzystaniu nowatorskich rozwiązań finansowych, takich jak możliwość elastycznej spłaty hipoteki, w której kwoty rat były obliczane na postawie pobieranego przez kredytobiorcę wynagrodzenia[8]. W Polsce firma Danone, producent żywności, podjęła problematykę bliską jej obszarowi kompetencji – zjawiska niedożywienia wśród dzieci – i przez kilka lat, z sukcesem, prowadziła program „Podziel się posiłkiem". Do współpracy zaangażowała także inne firmy, producenta makaronów Lubella oraz sieć supermarketów Biedronka, dzięki czemu powstał społeczny produkt spożywczy, dostępny w bardzo niskiej cenie „Mleczy start", którego receptura została tak opracowana, aby podany na śniadanie dostarczał niezbędnych składników odżywczych dzieciom z najuboższych rodzin[9]. Przy w pełni zintegrowanych działaniach

[8] Więcej na ten temat zob. Bomee, 2007.

[9] Zob. https://odpowiedzialnybiznes.pl/dobre-praktyki/podziel-sie-posilkiem-jak-w-innowacyjny-sposob-integrowac-cele-biznesowe-i-spoleczne-danone/ (dostęp: 14.03.2023).

w obrębie łańcucha wartości i inwestycjach w otoczenie konkurencyjne CSR trudno jest odróżnić od podstawowej działalności gospodarczej prowadzonej przez firmę. Strategię tę stosują na świecie, a także i w Polsce, na przykład firmy z branży spożywczej, takie jak Nestle czy Bounduelle, które współpracują blisko z gospodarstwami rolnymi, podnosząc poziom edukacji i świadomości żywieniowej rolników, nie tylko dla własnego dobra – otrzymywania najwyższej jakości, spełniających normy, także ekologicznie, produktów rolnych, lecz także dla całości społeczeństwa.

W przypadku strategicznego CSR, zdaniem Portera i Kramera, należy dokonać wyboru – czy dążyć do krótkoterminowych wyników i ulegać presji na eliminowanie inwestycji w inicjatywy społeczne, czy też potraktować pracę nad obopólnymi korzyściami firmy i społeczeństwa jako długoterminową inwestycję w przyszłą konkurencyjną wartość firmy. Podejście to wymaga także selektywności – tylko zaangażowanie w nieliczne, uważnie wybrane kwestie społeczne daje szansę zrobienia czegoś naprawdę ważnego dla społeczeństwa oraz uzyskania przewagi konkurencyjnej. Korporacje nie mogą poczuwać się do odpowiedzialności za wszystkie problemy świata ani też nie dysponują wystarczającymi środkami, aby je rozwiązać. Każda firma natomiast może wytypować te problemy, w rozwiązaniu których jest w stanie pomóc, jednocześnie zapewniając sobie przewagę konkurencyjną.

Strategiczne podejście do koncepcji społecznej odpowiedzialności oznacza przyjęcie przez przedsiębiorstwo nowej strategii działania i budowania wartości wokół społecznej odpowiedzialności na wszystkich poziomach organizacji. W tym procesie zarządzania, który przez odpowiadanie na możliwe do zidentyfikowania oczekiwania interesariuszy przyczynia się do wzrostu konkurencyjności i zapewnia stabilność i trwały rozwój, jednocześnie kształtując korzystne warunki dla rozwoju ekonomicznego i społecznego, tworzone są wartości zarówno społeczna, jak i ekonomiczna (Paliwoda-Matiolańska, 2009). Należy przy tym pamiętać, że odpowiedzialność społeczna przedsiębiorstw dotyczy przede wszystkim oddziaływania decyzji biznesowych i wszelkich działań przedsiębiorstw na wszystkie podmioty mające z nimi do czynienia, tak wewnątrz organizacji, jak i poza nią (Bartkowiak, 2011). Społeczna odpowiedzialność jest zobowiązaniem biznesu do przyczyniania się do zrównoważonego rozwoju przy współpracy zatrudnionych, ich rodzin, lokalnych społeczności oraz całego społeczeństwa, zmierzającym do poprawy jakości życia, co służy i biznesowi, i rozwojowi społecznemu (Filek, 2007). Ponadto, im bardziej firma jest zaawansowana w swojej strategii CSR, tym większe korzyści z niej osiąga (Spence, 2007).

1.3.4. Podejście holistyczne

Istotą koncepcji społecznej odpowiedzialności jest jej interdyscyplinarność, która integruje wiedzę z różnych dziedzin nauki oraz praktyki społecznej, gospodarczej i zarządczej. Współczesny CSR należy zatem opisywać, stosując podejście holistyczne, w którym koncepcja społecznej odpowiedzialności stanowi spójną całość wszystkich jej aspektów, adekwatnie dobranych do konkretnego przedsiębiorstwa, prowadzących w efekcie do kreowania wartości dla wszystkich interesariuszy oraz całego społeczeństwa. Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw stała się multikwantyfikowalnym narzędziem reprezentującym odpowiedzialne działania przedsiębiorstw, powiązane bezpośrednio z ich wskaźnikami finansowymi oraz rocznymi sprawozdaniami finansowymi (Hack, Kenyon i Wood, 2014).

Świat zmienia się dynamicznie i to, co było adekwatne wczoraj, nie musi być adekwatne dziś. Wraz z końcem pierwszej dekady XXI wieku społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw stała się jedną z prężnie rozwijających się dyscyplin ekonomii oraz nauk o zarządzaniu, realizowaną przez coraz więcej przedsiębiorstw, również w Polsce, nie tylko tych największych, lecz także małych i średnich[10]. Współczesne, odnoszące sukcesy organizacje to organizacje uczące się, oparte przede wszystkim na zarządzaniu wiedzą (Grudzewski, Hejduk, Sankowska i Wańtuchowicz, 2010). Chcąc realizować społeczną odpowiedzialność i za jej pomocą budować wartość, firmy muszą także się jej nauczyć. Zadek (2004) wyróżnia pięć etapów nauki, przez które zazwyczaj każda organizacja przechodzi (tab. 3).

Stosunkowo jeszcze do niedawna społeczną odpowiedzialność przedsiębiorstw można było określić jako „… koncepcję, dzięki której przedsiębiorstwa na etapie budowania strategii dobrowolnie uwzględniają interesy społeczne i ochronę środowiska, a także relacje z różnymi grupami interesariuszy" (Klimek, 2014). Konieczność ochrony środowiska naturalnego nie jest już dobrowolna, lecz regulowana za pomocą stosownych ustaw i przepisów prawa[11]. Dziś już także wiadomo, że odpowiedzialne zarządzanie oraz raportowanie społeczne również nie są już dobrowolne, przynajmniej dla tych największych przedsiębiorstw (więcej na ten temat w rozdz. 4.6). Współczesna społeczna

[10] Więcej na ten temat w raporcie pt.: *Ocena stanu wdrażania standardów społecznej odpowiedzialności biznesu. Zestaw wskaźników społecznej odpowiedzialności w mikro, małych, średnich i dużych przedsiębiorstwach. Raport* (zob. Skrzek-Lubasińska i in., 2011).

[11] W Polsce tym prawem są przede wszystkim: Ustawa o krajowym systemie ekozarządzania i audytu (EMAS), (Dz.U. 2015 Nr 178 poz. 1060) oraz Ustawa z dnia 27 kwietnia 2001 roku – Prawo ochrony środowiska (Dz.U. 2001 Nr 62 poz. 627) i jej nowelizacje.

odpowiedzialność musi zatem opierać się na zasadach dialogu z interesariuszami i poprzez ów dialog wypracowywać takie strategie i działania, które na poziomie organizacyjnym będą prowadziły do budowania wartości, a na poziomie społecznym – do budowania wartości dla wszystkich interesariuszy i całego społeczeństwa.

Tabela 3. Pięć etapów nauki organizacji

Etap	Działania organizacji	Powody
Defensywny	zaprzecza działaniom, rezultatom lub odpowiedzialnościom	w celu obrony swojej reputacji, której zagrożenie mogłoby w krótkim okresie wpłynąć na wyniki sprzedaży, zatrudnienie, produktywność i markę
Dostosowawczy	adoptuje zasady dostosowania się jako element kosztów prowadzenia działalności gospodarczej	w celu łagodzenia erozji wartości ekonomicznej w średnim okresie z powodu ryzyka utraty reputacji i procesów prawnych
Menedżerski	umiejscawia kwestie społeczne w centrum procesu zarządzania	w celu łagodzenia erozji wartości ekonomicznej w średnim okresie i osiągnięcia zysków bardziej długoterminowych poprzez integrowanie praktyki społecznej odpowiedzialności w codziennej działalności
Strategiczny	integruje kwestie społeczne w centrum procesu zarządzania	w celu wzmocnienia wartości ekonomicznej w długim okresie i zyskania przewagi pierwszeństwa w powiązaniu strategii i procesu innowacji z kwestiami społecznymi
Obywatelski	promuje szeroką partycypację w społecznej odpowiedzialności wśród swojej branży	w celu wzmocnienia wartości ekonomicznej w długim okresie poprzez pokonanie braku przewagi pierwszeństwa oraz zyskania przewag we wspólnym działaniu

Źródło: opracowanie własne na podstawie: S. Zadek. (2004). The Path to Corporate Responsibility. *Harvard Business Review*, (12), 125–132.

Porter i Kramer w swojej wspólnej pracy, opublikowanej na łamach „Harvard Business Review" w styczniu 2011 roku, zaproponowali nowe podejście do społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw. Nazwali je tworzeniem wspólnej wartości (ang. *shared value*), która koncentruje się na połączeniu społecznego i ekonomicznego postępu, posiadającego potencjał do uwolnienia „następnej fali globalnego wzrostu" (Porter i Kramer, 2011, s. 62–67). Zdaniem Portera i Kramera kapitalizm pozostaje nadal niezastąpionym wehikułem zaspokajania ludzkich potrzeb, poprawiania efektywności, tworzenia miejsc pracy i budowania bogactwa, jednakże obec-

nie stosowane przez przedsiębiorstwa jego wąskie rozumienie wyczerpało swoją zasadność i uniemożliwiło gospodarce pełne korzystanie ze swojego potencjału. W ostatnich latach biznes był widziany jako główny winowajca społecznych, środowiskowych i ekonomicznych problemów. Pomimo podejmowanych działań prospołecznych i adaptowania koncepcji społecznej odpowiedzialności, przedsiębiorstwa nadal są postrzegane jako odnoszące zyski kosztem społeczeństwa. Zdaniem Portera i Kramera (2011) część winy za taki stan rzeczy ponoszą same przedsiębiorstwa, złapane w pułapkę konieczności budowania wartości w wąskim rozumieniu, czyli optymalizujące krótkoterminowe zyski i ignorujące warunki determinujące ich sukces w długiej perspektywie.

Rozwiązaniem powyższego problemu jest koncepcja wspólnej wartości, która angażuje tworzenie wartości ekonomicznej w sposób jednocześnie kreujący wartość społeczną. Wspólna wartość nie jest społecznym zobowiązaniem, odpowiedzialnością ani nawet propozycją zrównoważonego rozwoju, ale nową drogą do osiągnięcia ekonomicznego sukcesu. Nie leży na marginesie tego, co firmy robią, lecz w centrum ich działań. Poprzez lepsze połączenie sukcesu przedsiębiorstw z poprawą sytuacji społecznej otwiera wiele dróg służenia nowym potrzebom, zdobywania efektywności, budowania przewagi konkurencyjnej i rozwoju rynków.

Tworzenie *wspólnej wartości* zakłada działanie zgodne z przepisami prawa i standardami etyki, ale także wykracza daleko poza nie. Szansa tworzenia ekonomicznej wartości poprzez tworzenie wartości dla społeczeństwa będzie jedną z największych sił prowadzących do wzrostu w globalnej gospodarce. Porter i Kramer (2011) są przekonani, że ich koncepcja może dać początek kolejnej transformacji gospodarczej. Postulują konieczność redefiniowania celu przedsiębiorstwa, jakim miałoby być tworzenie *wspólnej wartości*. Ich zdaniem takie podejście zaowocowałoby nową falą innowacyjności, wzrostem produktywności w globalnej gospodarce, a także na nowo zdefiniowałoby koncepcję kapitalizmu i jego związku ze społeczeństwem.

Koncepcja wspólnej wartości Portera i Kramera (2011)

Koncepcja wspólnej wartości uznaje, że nie tylko ekonomiczne, lecz także społeczne potrzeby definiują rynki, a przedsiębiorstwa są w stanie tworzyć wartość ekonomiczną poprzez tworzenie wartości społecznej.

Porter i Kramer proponują trzy różne sposoby osiągnięcia tego celu.

1. Zdefiniowanie od nowa rynków i produktów. Przez dekady przedsiębiorstwa pracowały nad uczeniem się w jaki sposób stymulować popyt, zapominając o najważ-

niejszym popycie ze wszystkich – odpowiadającym na pytanie: czy nasz produkt jest naprawdę dobry dla naszych klientów?

2. Redefiniowanie produktywności w tworzeniu łańcucha wartości obejmującej:

a) zużycie energii i logistykę (przewożenie jest kosztownie, nie tylko ze względu na koszty paliwa i energii, lecz także czas);
b) wykorzystanie zasobów naturalnych (lepsze nimi gospodarowanie obniża koszty, ale jest również korzystne dla środowiska naturalnego);
c) zaopatrzenie (poprzez współpracę z dostawcami, dzielenie się technologią oraz zapewnienie im finansowania, przedsiębiorstwa mogą wpływać na poprawę jakości odbieranych surowców i półproduktów);
d) dystrybucję (nowe modele dystrybucji oferują okazję do rozwoju i wzrostu – np. iTunes, Kindle oraz Google Scholar oferujące dostęp do tekstów bez konieczności ich drukowania, a platformy streamingowe – możliwość oglądania filmów bez nabywania ich nośników);
e) produktywność pracowników (dziś firmy rozumieją, że inwestowanie w ochronę zdrowia pracowników wpływa pozytywnie na ich produktywność);
f) lokalizację (bliską miejsca produkcji lub magazynowania, która obniża koszty transportu i wpływa pozytywnie na rozwój społeczności lokalnej).

Nieuchronnie łańcuch wartości wpływa – i pozostaje pod wpływem – licznych spraw społecznych, takich jak: zużycie wody oraz surowców naturalnych, zdrowie i bezpieczeństwo, warunki pracy, równe traktowanie w miejscu pracy. Pojawiają się okazje do tworzenia *wspólnej wartości*, ponieważ problemy społeczne mogą powodować ekonomiczne koszty w łańcuchu wartości przedsiębiorstwa.

3. Wspieranie rozwoju branżowych klastrów, gdyż żadne przedsiębiorstwo nie działa w izolacji. Na sukces każdej firmy wpływają firmy ją wspierające oraz infrastruktura ją otaczająca. Produktywność i innowacyjność podlegają silnym wpływom klastrów, czyli skoncentrowanych, często także geograficznie, grup przedsiębiorstw, podobnych biznesów, dostawców surowców i usług oraz logistycznej infrastrukturze w konkretnej dziedzinie (np. Dolina Krzemowa w USA). Klastry obejmują przedsiębiorstwa czy instytucje, takie jak ośrodki akademickie, stowarzyszenia handlowe oraz organizacje standaryzujące. Korzystają także z szerszych aktywów społecznych danej społeczności lokalnej, jak szkoły, uniwersytety, czysta woda, transparentność rynku, szanowane przepisy prawa itp. Klastry są prominentnymi zjawiskami w regionalnych gospodarkach, które odniosły sukces i odgrywają kluczową rolę we wzroście produktywności, innowacyjności i konkurencyjności.

Powyższe trzy sposoby tworzą zamknięte koło wspólnej wartości – poprawa wartości w jednym obszarze, powoduje pojawienie się szans i okazji w pozostałych. Zdaniem Portera i Kramera koncepcja wspólnej wartości, poprzez lepsze połączenie sukcesu przedsiębiorstw z poprawą sytuacji społecznej, otwiera wiele dróg służenia nowym potrzebom, zdobywania efektywności, budowania przewagi konkurencyjnej i rozwoju rynków.

Koncepcja Portera i Kramera (2011) odbiła się szerokim echem zarówno w środowiskach akademickich, gospodarczych, jak i rządowych[12]. Głos w sprawie ujednolicenia i uaktualnienia rozumienia społecznej odpowiedzialności zabrała także Komisja Europejska, która w swoim Komunikacie wydanym 25 października 2011 roku określiła, że CSR jest odpowiedzialnością przedsiębiorstw za ich oddziaływanie na społeczeństwo (Komisja Europejska, 2011, s. 6). Aby przedsiębiorstwa mogły swoją odpowiedzialność wypełniać, powinny inicjować procesy i działania integrujące społeczne, środowiskowe, etyczne, dotyczące ochrony praw człowieka i konsumenta czynniki w strategię i centralny proces zarządzania przedsiębiorstwem, realizowany w bliskiej współpracy z interesariuszami, w celu maksymalizacji tworzenia *shared value* dla właścicieli i akcjonariuszy oraz innych interesariuszy i szerzej – całego społeczeństwa. Złożoność powyższych procesów będzie oczywiście zależała od wielkości przedsiębiorstwa oraz natury prowadzonej przez niego działalności. Aby jak najpełniej zrealizować założone cele, Komisja Europejska rekomenduje stosowanie strategii długoterminowej dla realizacji społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw i korzystanie z okazji do tworzenia innowacyjnych produktów, usług i modeli biznesowych, które przyczyniają się do dobrobytu społecznego.

Porter i Kramer wspólnie z Serafeim powrócili do koncepcji wspólnej wartości w 2019 roku również na łamach „Harvard Business Review". Ich zdaniem jej realizacja nadal może pozytywnie wpływać na strategię organizacji na trzech wzajemnie wzmacniających się poziomach: (1) tworzenia nowych produktów, które zaspokajają pojawiające się potrzeby społeczne lub otwierają obecnie nieobsługiwane segmenty klientów; (2) zwiększania wydajności w łańcuchu wartości czy to poprzez znajdowanie nowej efektywności, czy zwiększanie wydajności pracowników i dostawców; oraz (3) inwestowania w poprawę środowiska biznesowego lub klastra branżowego w regionach, w których firma prowadzi działalność. Gdy wspólna wartość jest zintegrowana na wszystkich trzech poziomach, można osiągnąć przełomowe wyniki (Porter, Kramer i Serafeim, 2019).

Kymal i Visser (2015) zaproponowali nieco odmienne podejście „zintegrowanego tworzenia wartości" (ang. *Integrated Value Creation*, IVC), rozumianego jako połączenie procesu rozwoju społecznej odpowiedzialności oraz zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstw. Polega ono na uwzględnianiu w działalności przedsiębiorstw już wdrażanych wcześniej koncepcji, między

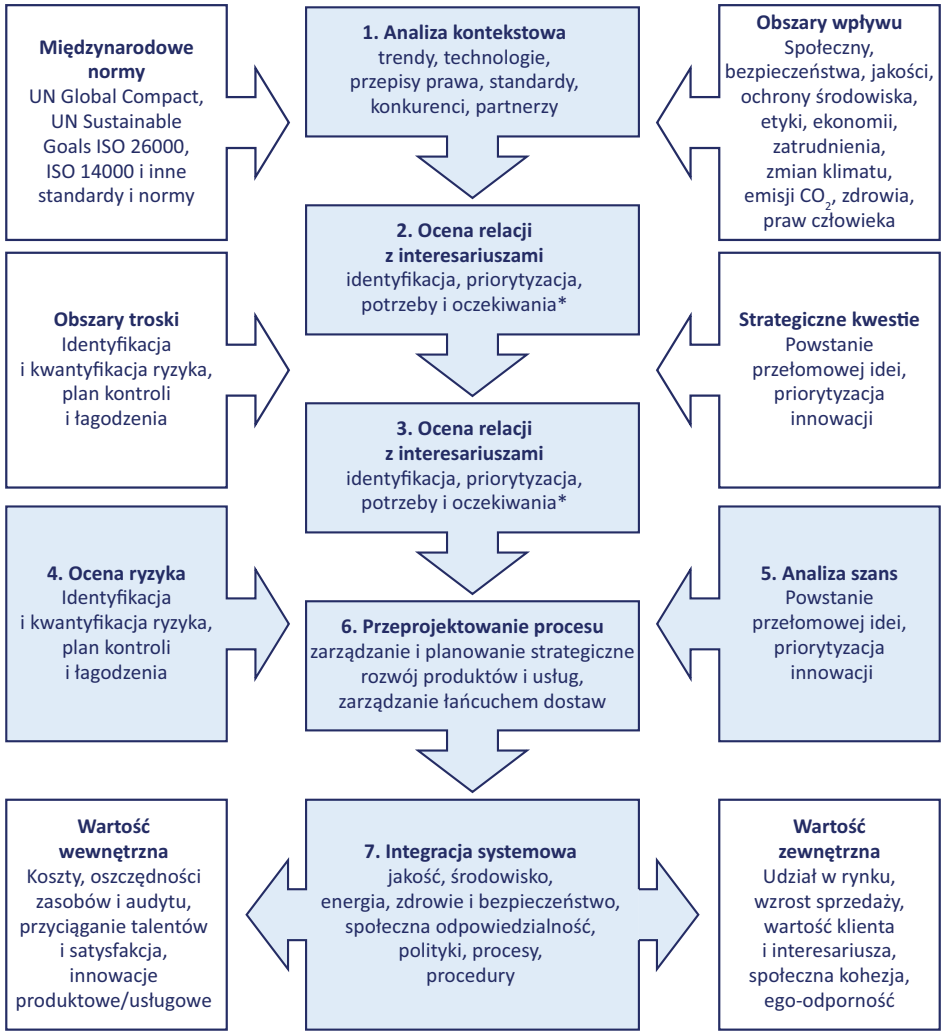
[12] Jak podaje internetowa wyszukiwarka Google, artykuł Portera i Kramera (2011) zatytułowany *Creating Shared Value* był cytowany w różnych mediach 13 958 razy (stan na dzień 1.09.2023).

innymi społecznej odpowiedzialności, zrównoważonego rozwoju oraz społecznej wartości przedsiębiorstw (ang. *Corporate Social Value*, CSV), przy szczególnej koncentracji na wzajemnej integracji trzech wyżej wymienionych elementów w celu tworzenia wartości. Koncepcja IVC oferuje zamiast społecznych aspiracji, życzeń i oczekiwań, spójną metodologię wiarygodnej, społecznej odpowiedzi, obejmującej zestaw globalnych wytycznych zrównoważonego rozwoju, kodów etyki i innych standardów ekonomicznej, społecznej i środowiskowej odpowiedzialności przedsiębiorstw, przy zachowaniu rynkowej ich konkurencyjności. W praktyce koncepcja IVC pomaga przedsiębiorstwom przekształcać oczekiwania interesariuszy (na podstawie ich analizy) poprzez system zarządczy (wykorzystujący najlepsze praktyki ładu korporacyjnego) w powiązany łańcuch wartości (stosując analizę cyklu życia). Zastosowanie powyższej integracji odbywa się na wszystkich poziomach kluczowych procesów w organizacji, między innymi zarządzania i planowania strategicznego, rozwoju produktów i usług, zarządzania łańcuchem dostaw itp. W efekcie IVC może stać się narzędziem innowacyjności i transformacji, które będzie niezbędne, jeśli celem przedsiębiorstwa ma być przyczynianie się do rozwiązywania istotnych, globalnych problemów społecznych, a nie przyczyniania się do ich pomnażania.

W praktyce działalności przedsiębiorstw wprowadzenie IVC odbywa się poprzez siedem, występujących po sobie liniowo etapów (Kymal i Visser, 2015, s. 32–33): analizę kontekstu, ocenę relacji z interesariuszami, przegląd przywództwa, ocenę ryzyka, przełomową analizę, przeprojektowanie procesu i na koniec – integrację systemową. Wszystkie etapy powyższego procesu powinny być na tyle elastyczne, by można było je dostosować do każdego przedsiębiorstwa. Wzajemne relacje między poszczególnymi etapami zostały przedstawione na rysunku 6 przedstawiającym Model IVC.

Mówiąc o współczesnym obliczu CSR, nie możemy zapominać o otoczeniu technologicznym. Zmiany związane z rozwojem technologii informacyjno-komunikacyjnych wywierają oczywisty wpływ na całość działania organizacji, także w obszarze CSR. Dziś praktycznie każda firma posiada nie tylko swoją stronę internetową, lecz także swój profil w serwisach społecznościowych (LinkedIn, Facebook, You Tube). Profile mają założone także marki, a nawet poszczególne produkty. Korzystając z serwisów, w prosty i szybki sposób firmy komunikują się ze swoimi klientami oraz pozostałymi interesariuszami. Można by powiedzieć, że nic się nie zmieniło, to tylko nowy kanał komunikacji, ponieważ firmy od zawsze komunikowały się z konsumentami. Jednakże diametralna różnica polega na tym, że dzięki nowym, mobilnym narzędziom komunikacja ta nie jest już jednostronna, lecz dwustronna, a nawet trójstronna, gdyż interesariusze komunikują się z firmami,

Rysunek 6. Model Zintegrowanego Tworzenia Wartości (IVC)



* Zgodnie z matrycą oceny relacji z interesariuszami opracowaną na potrzeby raportowania zgodnie ze standardami Global Reporting Initiative (GRI)

Źródło: C. Kymal i W. Visser. (2015). Integrated Value Creation (IVC): Beyond Corporate Social Responsibility (CSR) and Creating Shared Value (CSV). *Journal of International Business Ethics*, *8*(1), 33 [tłum. autor].

ale również między sobą, wymieniając uwagi, opinie i komentarze. Media społecznościowe są dla przedsiębiorstw skarbnicą wiedzy na temat klientów i innych interesariuszy, jeśli tylko potrafią z niej technologicznie i merytorycznie korzystać. Społeczna odpowiedzialność 2.0, 3.0 czy dziś 4.0, czyli społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw drugiej, trzeciej, czy czwartej

generacji nie oznacza przekształcenia samej koncepcji CSR – uaktualnienia jej o nowe zasady czy standardy etyczne. Oznacza ona zmianę warunków jej realizacji, która polega na wykorzystywaniu przez firmy i ich interesariuszy nowoczesnych narzędzi komunikacji oraz powstawaniu, dzięki ich wykorzystywaniu, nowych modeli współpracy w ramach działań CSR (Szumniak-Samolej, 2012). Media społecznościowe i rozwój mobilnych technologii komunikacyjnych przyczyniają się do jeszcze większej presji ze strony opinii publicznej wobec szeroko rozumianych działań przedsiębiorstw. Dostawcy nowych mediów i narzędzi komunikacji powyższej presji także podlegają, gdyż ponoszą odpowiedzialność za treści umieszczane na swoich serwerach. Dotyczy to agresywnych i wulgarnych komentarzy internatów (tzw. hate'u), ale przede wszystkim piractwa internetowego, które ze społecznym, etycznym i odpowiedzialnym postepowaniem nie ma nic wspólnego.

Koncepcja wspólnej wartości jako holistycznego, uwzględniającego współpracę z interesariuszami podejścia do społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw jest dziś aktywnie dyskutowana i rozwijana tak przez ekspertów, jak i teoretyków i praktyków zarządzania. Uwzględnia ona bowiem zarówno oczekiwania różnych grup interesariuszy, w tym właścicieli i akcjonariuszy, jak i wspólny cel, łączący i sankcjonujący ich działania, jakim jest budowanie wartości przedsiębiorstwa. To połączenie sprawia, że jest ona uniwersalna i może być stosowana przez każde przedsiębiorstwo, bez względu na jego wielkość, strukturę organizacyjną czy też rodzaj prowadzonej działalności gospodarczej.

1.3.5. Współczesne koncepcje CSR – specjalizacja vs. dywersyfikacja

Według badania przeprowadzonego przez Deloitte w 2019 roku większość dyrektorów generalnych (59%) przeznaczała od 1 do 5% przychodów swoich firm na zobowiązania w obszarze społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw. Jednocześnie dwie trzecie z nich deklarowało wzrost budżetów przeznaczonych na takie działania w okresie dwóch lat poprzedzających badanie (Deloitte, 2019). Zasadne zatem wydaje się pytanie, jakie strategie przyjmują przedsiębiorstwa, by przeznaczane środki finansowe adekwatnie alokować.

W praktyce działania przedsiębiorstw, jak i w literaturze przedmiotu można zaważyć zarówno różnorodność podejmowanych działań w obszarze społecznej odpowiedzialności, jak i wąską ich specjalizację. Współczesne podejście do zarządzania CSR wydaje się zatem dwutorowe, co znajduje odzwierciedlenie w istotnej heterogeniczności lub nieheterogeniczności działań i strategii CSR podejmowanych przez przedsiębiorstwa.

Do niedawna badania dotyczące społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw koncentrowały się głównie na różnych zakresach prowadzonych działań CSR (Wang i Choi, 2013) i tylko stosunkowo nieliczne z nich uwzględniały w swoich analizach przedstawioną powyżej, dualną perspektywę specjalizacji lub dywersyfikacji, czyli heterogoniczności i nieheterogeniczności działań społecznych i środowiskowych przedsiębiorstw. W ostatnich latach można jednak zauważyć wyłaniający się nurt badań nad jednością i różnorodnością działań CSR podejmowanych przez organizacje, co często również jest określane mianem specjalistycznego lub heterogenicznego oraz zdywersyfikowanego lub nieheterogicznego CSR (m.in. Tang, Hull i Rothenberg, 2012; Brower i Mahajan, 2013; Mazutis, 2013; Wang i Choi, 2013; Cavaco i Crifo, 2014; Fu, Boehe, Orlitzky i Swanson, 2019; Zhang, Wang i Zhou, 2020).

Jednocześnie warto podkreślić, że większość prowadzonych w tym obszarze badań pozostaje związana przede wszystkim z zarządzaniem relacjami z interesariuszami, obejmującymi między innymi relacje z pracownikami, innowacje środowiskowe i różnorodność (m.in. Tang, Hull i Rothenberg, 2012; Flammer i Kacperczyk, 2019) oraz dynamikę konkurencji (m.in. Cao, Liang i Zhan, 2018; Ioannou i Serafeim, 2019; Zhang, Wang i Zhou, 2020). Bez względu na rodzaj czy zakres działań społecznych i środowiskowych przedsiębiorstw można zatem śmiało stwierdzić, że w wymiarze zarówno teoretycznym, jak i praktycznym współczesny CSR opiera się przede wszystkich na teorii interesariuszy, która uwzględnia ich oczekiwania i interesy, a tym samym – różne sfery możliwego, wywieranego przez nich wpływu na organizacje, a także wpływu organizacji na jej interesariuszy, gdyż relacja ta jest obustronna i dwukierunkowa (więcej na temat teorii interesariuszy w rozdz. 2.3).

W tym kontekście warto wyjaśnić, dlaczego niektóre firmy ignorują niektórych interesariuszy, zabiegając jednocześnie o innych. Fu i in. (2019) zdiagnozowali dwa kluczowe czynniki wpływające na postawy społeczne firm i zaproponowali nowatorską typologię profili wyników społecznych przedsiębiorstw (ang. *corporate social performance*, CSP – wspomnianych w rozdz. 1.3.2.). Ich zdaniem punktem wyjścia do zrozumienia dowolnego profilu CSP firmy jest rozważenie presji wywieranej na nią przez jej interesariuszy w kontekście zakresu jej wyposażenia w różnego rodzaju zasoby. Typologia Fu i in. (2019) zidentyfikowała sześć profili CSP przedsiębiorstw, które odzwierciedlają różnego rodzaju szanse i zagrożenia dla zarządzania relacjami z interesariuszami: „awangardziści", „oportuniści", „generaliści", „minimaliści", „specjaliści" i „spóźnieni". Dwa pierwsze profile CSP – „awangardziści" i „oportuniści" – to te przedsiębiorstwa, które napotykają więcej rynkowych przewag niż rodzajów ryzyka, szukają możliwo-

ści wyróżnienia się w ramach prowadzonych działań, a jednocześnie starają się reagować na oczekiwania społeczne. Dwie ostatnie kategorie – „spóźnieni" i „specjaliści" – to przedsiębiorstwa w większym stopniu narażone na ryzyko społeczne i ryzyko środowiskowe, które nie reagują na bieżąco na stawiane przed nimi wyzwania w tym obszarze lub też adresują je do stosunkowo wąskiego grona interesariuszy. Natomiast „generaliści" i „minimaliści" działają pomiędzy tymi dwoma skrajnościami ryzyka biznesowego, starając się działać bądź to bardzo szeroko, najczęściej bez przyjętej, szczegółowej strategii w obszarze CSR lub też w takim zakresie, na ile jest to niezbędnie konieczne.

Brower i Mahajan (2013) zauważyli, że pomimo rosnącej liczby dowodów na korzyści płynące z poprawy wyników społecznych przedsiębiorstw (CSP), wiele firm znacznie różni się podejściem do działań prospołecznych i prośrodowiskowych. W związku z tym badali, w jaki sposób cechy interesariuszy wpływają na efektywność działań społecznych firmy. Opierając się na teorii interesariuszy, ustalili, że istnieje kilka czynników, które zwiększają istotność i wpływ żądań wysuwanych w stosunku do firm, oraz że w odpowiedzi na te czynniki efekty działań społecznych przedsiębiorstw charakteryzuje zróżnicowany zakres. Wyniki ich badań pokazują, że firmy, które są wrażliwe na potrzeby interesariuszy, w obliczu ich zróżnicowanych oczekiwań i będąc narażone na większą kontrolę i potencjalne ryzyko z ich strony, reagują, zwiększając zakres swoich działań CSR. Wśród firm o najszerszym spektrum działań społecznych i środowiskowych wrażliwość i zdolność reagowania na różnorodne oczekiwania interesariuszy są ważnymi czynnikami wpływającymi na podejmowanie decyzji w zakresie CSR. W szczególności wykazano, że firmy kładące większy, strategiczny nacisk na marketing i tworzenie wartości, które stoją w obliczu większej różnorodności wymagań interesariuszy (szczególnie ze strony konsumentów) reagują większym zakresem działań w obszarze społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw. Brower i Mahajan (2013) wykazali również, że firmy, które podlegają większej kontroli (w szczególności korporacje) oraz które narażone są na większe ryzyko ze strony działań interesariuszy również reagują większym zakresem działań społecznych i środowiskowych, a także przyjmują strategię brandingu korporacyjnego. Z kolei te przedsiębiorstwa, które posiadają strategię brandingu korporacyjnego i charakteryzują się większą różnorodnością oczekiwań interesariuszy (lub większą kontrolą płynącą z ich strony) wykazują się jeszcze większym zakresem działań prospołecznych i prośrodowiskowych.

W kontekście zarządzania relacjami z interesariuszami działania w obszarze CSR bywają stosowane przez firmy jako mitygujące potencjalne ryzyko

rynkowe. Flammer i Kacperczyk (2019) badali czy firmy reagują na zagrożenie tzw. wyciekiem wiedzy, zwiększając swoje zaangażowanie w społeczną odpowiedzialność biznesu. Korzystając z metody naturalnego eksperymentu, testowali odrzucenia doktryny nieuniknionego ujawnienia (ang. *inevitable disclosure doctrine*, IDD)[13], czyli zasady prawnej, która dotyczy informacji poufnych i chronionych tajemnicą handlową przez przedsiębiorstwa na ternie kilku stanów USA. Zasada IDD opiera się na założeniu, że jeśli informacje poufne stają się powszechnie dostępne lub są ogólnie znane, nie można już ich traktować jako chronionych tajemnicą handlową. Innymi słowy, jeśli przedsiębiorstwo nie jest w stanie skutecznie utrzymać informacji w tajemnicy, to nie może oczekiwać ochrony prawnej przed jej ujawnieniem. W rezultacie przeprowadzonych analiz Flammer i Kacperczyk (2019) doszli do wniosku, że po odrzuceniu doktryny nieuniknionego ujawnienia (IDD) przedsiębiorstwa znacząco rozszerzają zakres swoich działań związanych z odpowiedzialnością społeczną. Dzieje się tak prawdopodobnie dlatego, że działania te mają na celu łagodzenie konsekwencji wynikających z wycieku wiedzy, głównie poprzez zmniejszenie motywacji pracowników do dołączenia do firm konkurencyjnych oraz zmniejszenie ich skłonności do ujawniania cennej wiedzy firmy w przypadku, jeśli jednak do konkurencyjnej firmy dołączą. Dlatego też Flammer i Kacperczyk (2019) proponują przedsiębiorstwom przeciwdziałanie zagrożeniu utraty poufnych informacji poprzez strategiczne wzmocnienie zaangażowania w działania CSR.

Sposoby inwestowania zasobów w obszarze CSR przez przedsiębiorstwa wykazują zazwyczaj istotne różnice. Zdolność do angażowania się w kilka obszarów społecznej odpowiedzialności i na wielu płaszczyznach daje firmom szereg możliwości pozycjonowania się. Seo, Luo i Kaul (2021) badając różnorodność darowizn korporacyjnych, wykazali, że istnieje pozytywny związek między taką różnorodnością a rentownością firmy, a Nardi, Zenger, Lazzarini i Cabral (2020) sugerują, że działania CSR podejmowane w różnych sferach przez organizacje i ich wartość rynkowa są ze sobą pozytywnie skorelowane, chociaż związek ten może zostać osłabiony w przypadku, gdy firmy muszą mierzyć się z większą liczbą kluczowych obszarów, które wymagają ich intensywnej uwagi.

Wybory działań w obszarze CSR często nie są oczywiste, szczególnie gdy weźmie się pod uwagę oczekiwania społeczne formułowane dla całej branży, a nie tylko jednej firmy. Wiele przedsiębiorstw decyduje się właśnie takie oczekiwania spełniać, jednocześnie budując swoje unikalne podejście do działań CSR. Przykładem takiego podejścia jest strategia CSR firmy Intel,

[13] Więcej na ten temat zob. The Inevitable Disclosure Doctrine…, 2017.

skoncentrowana na wysiłkach na rzecz ograniczenia emisji gazów cieplarnianych i efektywnego wykorzystywania zasobów, a więc wyzwań stawianych przed całą reprezentowaną przez nią branżą (Saridakis, Angelidou i Woodside, 2020). Oba wyzwania uważane są za istotne dla branży producentów układów scalonych i mikroprocesorów zgodnie z wytycznymi opracowanymi przez Sustainability Accounting Standards Board (SASB)[14], organizacji non-profit, która opracowała dla 77 branż sektorowe zalecenia ujawniania informacji dotyczących najbardziej istotnych dla danych branż kwestii dotyczących zrównoważonego rozwoju (m.in. Khan i in., 2016; Chen, Dong i Lin, 2020). Z kolei inne firmy mogą przyjąć odrębną strategię budowania własnego, unikalnego i jednocześnie wyróżniającego się w branży pozycjonowania działań podejmowanych w zakresie CSR. Taką strategię, zdaniem Saridakis, Angelidou i Woodside (2020), przyjęła firma Johnson & Johnson, która koncentruje swoje wysiłki na innowacjach środowiskowych poprzez Earthwards®, czyli korporacyjny program zrównoważonego rozwoju, promujący interwencje projektowe w celu poprawy efektywności środowiskowej produktów firmy[15]. Dalsze badania Saridakis, Angelidou i Woodside (2020) potwierdziły ponadto silny, trwały pozytywny związek między przyjętą strategią działań CSR w różnych kategoriach a wartością rynkową firm, które je prowadzą. Ich zdaniem rynkowa wartość firm, które podejmują unikalne dla branży działania CSR, jest znacznie mniejsza niż w przypadku firm realizujących szerokie spektrum działań społecznie i ekologicznie odpowiedzialnych, zgodnie z określonymi dla ich sektora kategoriami przez wspomniane powyżej branżowe standardy SASB.

Warto byłoby zatem się zastanowić, która strategia jest bardziej skuteczna w obszarze społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw i częściej przez firmy wybierana – specjalizacji czy dywersyfikacji działań CSR? Innymi słowy, jaki jest główny wzorzec heterogeniczności kategorii działań CSR? I jakie są cechy charakterystyczne firm, które wybierają strategię specjalizacji w ramach społecznej odpowiedzialności w porównaniu z tymi, które dywersyfikują swoje działania CSR? Jakie są konsekwencje wyboru jednego z wyżej wymienionych dwóch podjeść dla wartości firmy? Na te pytania starali się odpowiedzieć Bouslah i in. (2023), którzy badali struktury działań społecznej odpowiedzialności biznesu amerykańskich spółek giełdowych. Znaleźli oni dowody potwierdzające tendencję do specjalizacji w zakresie CSR. Pra-

[14] Więcej na ten temat zob. https://sasb.org/ (dostęp: 16.06.2023).

[15] Więcej na temat programu Earthwards® Johnson&Johnsons zob. https://www.jnj.com/innovation/earthwards-a-johnson-and-johnson-program-helping-create-a-more-sustainable-world (dostęp: 16.06.2023).

wie trzy czwarte (73,91%) badanych przez nich firm, specjalizujących się w ramach CSR, koncentruje się na jednym wymiarze CSR. Stopień specjalizacji różni się w zależności od branży, a pojedynczy wymiar CSR, na którym firmy się koncentrują, różni się również między podobnymi branżami. W wyniku przeprowadzonych analiz ustalili, że firmy o większej ekspozycji na kwestie CSR, prowadzące działalność międzynarodową, większe i o większych zasobach finansowych, mają tendencję do dywersyfikacji w wielu wymiarach CSR. Badane wymiary CSR zostały przez nich przyjęte na podstawie metodologii opracowanej przez agencję ratingową KLD, która ewaluuje zobowiązania CSR firmy w siedmiu wymiarach: 1) społeczność, 2) różnorodność, 3) relacje z pracownikami, 4) środowisko naturalne, 5) produkty, 6) prawa człowieka oraz 7) ład korporacyjny. Ponadto w wyniku przeprowadzonych analiz Bouslah i in. (2023) doszli do wniosku, że zdywersyfikowane struktury CSR pozytywnie wpływają na wartość firmy w stosunku do grupy kontrolnej przed i w trakcie kryzysu na rynkach finansowych w latach 2007–2009. Wyniki te wydają się zatem mieć istotne implikacje zarówno dla zarządzających spółkami, inwestorów dysponujących portfelami akcji, jak i regulatorów.

Inne badania, zrealizowane przez Cavaco i Crifo (2014) również miały na celu pokazanie potencjału heterogeniczności działań w obrębie CSR. W ich ramach badano czy istnieje komplementarność i/lub substytucyjność między różnymi wymiarami CSR, która prowadzi do wyższych wyników finansowych. Cavaco i Crifo stwierdzili, że zasoby ludzkie i zachowania biznesowe wobec klientów i dostawców są komplementarne, natomiast środowisko i zachowania biznesowe wobec klientów i dostawców są substytucyjne. Zhang, Wang i Zhou (2020) zajmowali się wpływem przyjętej przez organizacje strategii w zakresie działań CSR dotyczących zgodności (konformizmu) lub zróżnicowania (non-konformizmu) działań CSR w oparciu o ich własne unikalne cechy i ich wpływ na oceny dokonywane przez analityków papierów wartościowych oraz reakcje rynku kapitałowego. Wyniki ich badań wskazują, że podczas gdy zgodność w zakresie CSR zwiększa atrakacyjność oferty portfela akcji spółki, zróżnicowanie w ramach CSR prowadzi do bardziej przychylnych rekomendacji analityków i wyższej wartości rynkowej. Sugeruje to, że firmy mogą być w stanie jednocześnie dostosować się do korzystnego dla nich zakresu działań CSR i jednocześnie różnicować na niego nacisk, aby osiągnąć optymalne zróżnicowanie w ramach prowadzonych działań prospołecznych i proekologicznych. Zhang, Wang i Zhou (2020) starali się również ustalić, skąd wynika badana przez nich zgodność (konformizm) i odróżnianie się (non-konformizn) w zakresie działań CSR. Doszli do wniosku, że w przypadku korporacyjnych praktyk społecznych dyskusje na temat tego,

w jaki sposób firmy podejmują swoje obowiązki społeczne wydają się ewoluować w kierunku dwóch, możliwych do wyodrębnienia, nurtów argumentacji: perspektywy instytucjonalnej i perspektywy strategicznej, co znalazło już odzwierciedlenie we wcześniejszych badaniach. Perspektywa instytucjonalna zakłada, że firmy angażują się w społecznie odpowiedzialne działania, aby spełnić oczekiwania interesariuszy i dostosować się do społecznie skonstruowanych norm i wartości (Colyvas i Powell, 2006; Petersen i Vredenburg, 2009). W związku z tym firmy mogą uznać za konieczne przyjęcie zinstytucjonalizowanych struktur i procedur, a nawet zatrudnić dedykowany personel CSR, aby zasygnalizować swoją normatywność, wiarygodność i legitymizację działań CSR wobec interesariuszy zewnętrznych (McWilliams, Siegel i Wright, 2006; Marquis i Qian, 2014).

Ponadto wraz z rosnącą świadomością wielu społeczeństw dotyczącą konieczności podejmowania działań w obszarze społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw formułowane są różnego rodzaju standardy i krajowe plany działania mające na celu integrację, rozpowszechnianie i kształtowanie ramowych, globalnych podejść do CSR w ramach polityki krajowej (Komisja Europejska, 2014). W związku z tym presja ze strony rządów krajów na dostosowanie się do przepisów staje się coraz bardziej istotna dla firm działających w gospodarkach zarówno wschodzących, jak i rozwiniętych. Tym samym podejmowanie unikalnych praktyk prospołecznych i prośrodowiskowych w celu osiągnięcia pozytywnego wpływu na społeczeństwo i środowisko naturalne jest również obecne w praktyce działania firm (m.in.: Harjoto i Jo, 2011; Porter i Kramer, 2006). Zgodnie z tą perspektywą, zamiast dostosowywać się do presji instytucjonalnej i upodabniać do swoich konkurentów czy partnerów na rynku, firmy odnoszą największe korzyści, odróżniając się od nich poprzez różnicowanie swoich działań w oparciu o unikalne strategie i procesy w celu zaspokajania potrzeb swoich klientów i pozostałych interesariuszy (Durand i Calori, 2006; Luo i Bhattacharya, 2006; White, 2010; Porter i Kramer, 2011). Zróżnicowane działania CSR mogą pomóc organizacjom uzyskać nowe zasoby i rozwinąć zdolności, które są wewnętrznie powiązane z know-how i kulturą organizacyjną, a także wzmocnić relacje z kluczowymi interesariuszami (Lys, Naughton i Wang, 2015). Dlatego też zróżnicowanie działań w obszarze społecznej odpowiedzialności umożliwia firmom odkrywanie unikalnych możliwości i wzmocnienie ich pozycji konkurencyjnej, przynosząc tym samym korzyści tak społeczeństwu, jak i im samym.

Wydaje się zatem, że nie ma jednoznacznej odpowiedzi na pytanie, która strategia CSR – specjalizacji czy dywersyfikacji działań – jest dla firm bardziej

korzystna. Każda firma jest inna i, co już było wspomniane, działa w swoim sektorze, na swoim unikalnym rynku i wśród swoich interesariuszy i tym samym wybiera taką strategię, która wydaje się dla niej najbardziej korzystna w danym okresie i na danym rynku. Zarządzanie działaniami w obszarze społecznej odpowiedzialności przedstawia zatem bardziej zintegrowaną filozofię zarządzania niż jasno zdefiniowaną, ustandaryzowaną procedurę operacyjną (Aguilera, Williams, Conley i Rupp, 2006). Obejmuje ona interakcje z wieloma grupami interesariuszy, ma więc wielowymiarowy i złożony charakter. W ten sposób na rynku jest miejsce dla wszystkich firm, które chcą angażować swoje działania w różnych obszarach i wymiarach CSR, by osiągnąć swoją optymalną odrębność, wyróżniając się w danym obszarze i jednocześnie różnicując dwoje działania CSR w innym (Bouslah i in., 2023).

Należy jednocześnie podkreślić, że spójność działań w obszarze CSR jest ważnym i istotnym kryterium, które jest doceniane przez rynek czy to w postaci lojalnych klientów, czy partnerów biznesowych. Ważne jest zatem, by menedżerowie uwzględniali CSR jako integralną część strategii zarządzania (Cronqvist i Yu, 2017), szczególnie w czasach kryzysu (Lins, Servaes i Tamayo, 2017). Zakres potencjalnych działań podejmowanych w obszarze społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw jest praktycznie nieograniczony. Można chociażby wymienić inicjatywy związane ze społecznością lokalną, inkluzywnością w miejscu pracy, relacjami pracowniczymi, oddziaływaniem na środowisko naturalne, prawami człowieka, ekologicznością produktów czy też dobrymi praktykami odpowiedzialnego zarządzania. Biorąc pod uwagę różnorodność możliwych działań oraz różne poziomy ich realizacji, istnieje nieograniczona ilość kombinacji, którymi menedżerowie mogą się posługiwać, by kształtować zaangażowanie swojej organizacji w sferze CSR. Szeroki wachlarz możliwych wyborów pozwala firmom na wybór odpowiedniego, unikalnego poziomu zaangażowania dla własnej organizacji.

1.3.6. Kroki milowe w rozwoju koncepcji CSR

Rozwój koncepcji społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw ewoluował. Jak zauważają Dziawgo i Dziawgo (2017), mimo wielowariantowości samej koncepcji, należy ją ocenić pozytywnie, szczególnie ze względu na różnorodność jej ważnych koniecznych do uwzględnienia w działalności gospodarczej aspektów. Zestawienie najważniejszych wniosków i przełomowych publikacji prezentujących rozwój koncepcji społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw przedstawiono w tabeli 4.

Tabela 4. Kroki milowe w rozwoju koncepcji społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw (CSR)

Autor/Autorzy	Przełomowa publikacja	Najważniejsze wnioski
Bowen (1953)	*Social responsibilities of the businessman.* New York: Harper & Row	podkreślenie etycznej i społecznej odpowiedzialność przedsiębiorstw wraz z propozycją, by brały one pod uwagę szerszy wpływ swoich działań na społeczeństwo
Davis i Blomstrom (1975) Davis (1975, czerwiec)	*Business and Society: Environment and Responsibility.* New York: McGraw-Hill Five propositions for Social Responsibility. *Business Horizons*, No. 18	CSR to obowiązek podejmowania decyzji i działań, które przyczyniają się zarówno do dbałości o interes własny firmy, jak i do ochrony oraz pomnażania dobrobytu społecznego. Davis zaproponował także pierwszy model społecznej odpowiedzialności
Sethi (1975)	Dimensions of Corporate Social Performance: An Analytical Framework. *California Management Review*, Vol. 17 No. 3	CSR można mierzyć, porównywać i analizować na trzech poziomach: społecznego zobowiązania, odpowiedzialności i responsywności
Carroll (1979)	A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Social Performance. *Academy of Management Review*, Vol. 4, No. 4	Piramida Społecznej Odpowiedzialności Carolla: odpowiedzialność: ekonomiczna, prawna, etyczna i filantropijna
Freeman (1984)	*Strategic management: A Stakeholder Approach.* Boston: Pitman	teoria interesariuszy (stakeholders)
Watrick i Cochran (1985)	The Evolution of the Corporate Social Performance Model. *Academy of Management Review*, Vol. 10, No. 4	Model Społecznej Efektywności Przedsiębiorstwa (Corporate Social Performance Model, CFP Model)
ONZ (1987)*	*Our Common Future* – Raport zespołu G. H. Brudtland	pierwsze opracowanie koncepcji zrównoważonego rozwoju
Wood (1991)	Corporate Social Performance Revisited. *Academy of Management Review*, Vol. 16. No. 4	Model Społecznej Efektywności Przedsiębiorstwa II (Corporate Social Performance Model, CSP Model)
Mitchell, Agle i Wood (1997, październik).	Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defending the Principle of Who and What Really Counts. *Academy of Management Review*	typologia interesariuszy.
Prahalad i Hammond (2002, wrzesień) Prahalad i Hart (2002, grudzień)	Serving the World's Poor, Profitability. *Harvard Business Review* The Fortune at the Bottom of the Pyramid. *Harvard Business Review*	CSR jako nowe, innowacyjne podejście zapewniające konkurencyjną przewagę rynkową
Porter i Kramer (2002, grudzień)	Competitive Advantage of Corporate Philanthropy. *Harvard Business Review*	strategiczne podejście do korporacyjnej filantropi poprawiające konkurencyjną pozycję firmy na rynku

Tabela 4. cd.

Autor/Autorzy	Przełomowa publikacja	Najważniejsze wnioski
ONZ (2004)	*Who cares wins. Conncecting Financial Markets to a Changing World* (*Kto się przejmuje, ten wygrywa. Dostosowanie rynków finansowych do zmieniającego się świata*)	wprowadzenie po raz pierwszy do dyskursu międzynarodowego kryteriów ESG: społecznych, środowiskowych i związanych z ładem korporacyjnym
Porter i Kramer (2006, grudzień)	Strategy and Society: The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility. *Harvard Business Review*	CSR może być źródłem szans, innowacji oraz przewagi konkurencyjnej. Jeśli potraktować społeczną odpowiedzialność jako cel strategiczny, miałaby ona szansę stać się źródłem postępu społecznego
Porter i Kramer (2011, styczeń–luty)	Creating Shared Value. *Harvard Business Review*	koncepcja *wspólnej wartości (Corporate Shared Value, CSV)*, która angażuje tworzenie wartości ekonomicznej w sposób jednocześnie kreujący wartość społeczną. *Wspólna wartość* jest nową drogą do osiągnięcia ekonomicznego i społecznego sukcesu
Parlament UE i Rada Europy (2014)	Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/95/EU z dnia 22 października 2014 r. zmieniająca dyrektywę 2013/34/UE w odniesieniu do ujawniania informacji niefinansowych … (ang. *Non-Financial Reporting Directive*, NFRD)	pierwsza regulacja nakładającą obowiązek raportowania na temat czynników ESG przez największe przedsiębiorstwa UE
ONZ (2015)	Cele zrównoważonego rozwoju – Sustainable Development Goals (SDGs) i Agenda 2030	*Rezolucja przyjęta przez Zgromadzenie Ogólne ONZ w dniu 25 września 2015 r.* przyjmująca 17 celów zrównoważonego rozwoju by sprostać globalnym wyzwaniom społecznym i środowiskowym. Inicjatywa podjęta przez Unię Europejską, rządy wielu krajów, a także zarządy wielu przedsiębiorstw
Komisja Europejska (2023)	Pierwszy zestaw 12 Europejskich Standardów Sprawozdawczości w zakresie Zrównoważonego Rozwoju (ang. European Sustainability Reporting Standards, ESRS)	pierwsze międzynarodowe standardy raportowania niefinansowego, koncentrujące się na kwestiach ekologicznych i zmian klimatycznych, dedykowane przedsiębiorstwom objętych obowiązkiem raportowania działań w obszarze zrównoważonego rozwoju

* Wydanie polskie: ONZ. (1991). Nasza wspólna przyszłość. Raport pod kierunkiem G.H. Brundtland. Światowa Komisja do Spraw Och*rony Środowiska i Rozwoju ONZ. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.*

W tabeli 5 przedstawiono kroki milowe w rozwoju akceptacji koncepcji społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw w Polsce.

Tabela 5. Rozwój akceptacji koncepcji CSR w Polsce

Okres	Charakterystyka
Do 2000 roku	• brak zainteresowania problematyką społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw w dyskusji publicznej
2000	• powstanie Forum Odpowiedzialnego Biznesu – pierwszej organizacji pozarządowej promującej ideę CSR w Polsce
2000–2002	• niechęć wobec idei społecznej odpowiedzialności biznesu ze strony większości przedsiębiorstw, publicystów ekonomicznych, a także akademików
2002–2004	• zainteresowanie koncepcją społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw • pierwsze publiczne deklaracje uznania roli etyki i odpowiedzialności społecznej jako elementów działania każdego przedsiębiorstwa
2004–2005	• podejmowanie konkretnych projektów dotyczących realizacji idei odpowiedzialności społecznej, obejmujących wybrane obszary funkcjonowania przedsiębiorstw • początki komunikowania przez przedsiębiorstwa o działaniach realizowanych w tym zakresie • pojawienie się pierwszych raportów społecznych przedsiębiorstw oraz pierwszych polskojęzycznych publikacji naukowych poświęconych CSR
2006–2009	• wiązanie koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu z innymi strategiami realizowanymi w przedsiębiorstwach, np. komunikacyjną, personalną, marketingową czy ładu korporacyjnego
2009	• powstanie pierwszego indeksu społecznej odpowiedzialności, RESPECT Index na GPW w Warszawie
2010–2015	• formułowanie strategii społecznej odpowiedzialności biznesu w przedsiębiorstwach i podejmowanie przedsięwzięć zgodnie z jej celami • komunikowanie nt. społecznej odpowiedzialności i dedykowanie stron internetowych przedstawiających takie działania • rozkwit badań i publikacji naukowych poświęconych wybranym aspektom społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw
2015–2020	• obywatelski monitoring sprawdzający czy przedsiębiorstwa udostępniają dane o kluczowych, pozafinansowych aspektach swojej działalności • rozwój praktyk zarządzania różnorodnością w miejscu pracy, w tym publikacja pierwszego podręcznika dobrych praktyk w zatrudnianiu osób LGBT w Polsce pt. *Otwierając się na różnorodność* • powołanie grupy roboczej przygotowującej standardy etyczne dla polskich firm w ramach UN Global Compact • rozkwit wolontariatu, w tym wolontariatu kompetencyjnego, w którym pracownicy dzielą się swoimi kluczowymi kompetencjami zawodowymi • wypracowanie, wspólnie z 45 fundacjami korporacyjnymi, standardów działania fundacji powołanych przez firmy oraz publikacja podręcznika dla osób nimi zarządzających • uchwalenie ustawy o Radzie Dialogu Społecznego, obowiązującej od 11 września 2015 roku • organizacja szczytu klimatycznego COP 24 w Katowicach (grudzień 2019)

Tabela 5. cd.

Okres	Charakterystyka
Od 2020 roku	• wprowadzenie Karty Różnorodności w 26 krajach UE, w tym w Polsce • dalszy, dynamiczny rozwój dobrych praktyk nie tylko w gronie największych przedsiębiorstw, lecz także MŚP • powstanie inicjatywy Chapter Zero Poland • powołanie Polskiego Paktu Plastikowego na rzecz gospodarki obiegu zamkniętego tworzyw sztucznych • Komisja Europejska ogłosiła pakiet legislacyjnych zmian *Fit for 55*, także szeroko dyskutowany w Polsce • nowe wytyczne UE dotyczące obowiązkowego raportowania ESG dla największych przedsiębiorstw zostały przyjęte również w Polsce

Źródło: opracowanie i rozwinięcie własne na podstawie: Forum Odpowiedzialnego Biznesu. (2007). *Społeczna odpowiedzialność biznesu w Polsce. Wstępna analiza.* Program Narodów Zjednoczonych do spraw Rozwoju. Warszawa 2007, s. 22; Forum Odpowiedzialnego Biznesu. (2005–2022). *Odpowiedzialny Biznes w Polsce. Dobre praktyki.* [Seria rocznych raportów wydana w latach 2005–2022], raportypublikowane w latach 2008–2022.

Na zakończenie warto podkreślić, że mimo szeregu przeprowadzonych od początku lat 70. XX wieku badań i analiz nad zagadnieniem społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw, zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w krajach europejskich, w tym w Polsce, nie udało się wypracować jednej, spójnej teorii społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw. Brakuje powszechnej zgody na temat tego, co sama koncepcja społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw powinna uwzględniać, jak również jasnych standardów określających zakres jej kompetencji. Tym samym, w aspekcie teoretycznym, społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw pozostaje nadal wiązką niezależnych, często konkurujących ze sobą wzajemnie koncepcji i praktyk zarządzania.

1.4. Argumenty zwolenników i przeciwników społecznej odpowiedzialności biznesu

The business of business is business – „sensem biznesu jest biznes" – to zdanie przypisywane Miltonowi Friedmanowi (1970) najtrafniej opisuje najczęściej używane argumenty krytykujące koncepcję społecznej odpowiedzialności. Według większości oponentów CSR, zadaniem przedsiębiorstwa jest bowiem koncentrowanie się na podstawowej, biznesowej działalności, a jedyną odpowiedzialnością – odpowiedzialność wobec właścicieli i akcjonariuszy. Dlatego też do niedawna stawiano dwa kluczowe zarzuty wobec społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw, które przytacza Żemigała (2012). Po pierwsze, koncepcja CSR ma wywrotowy charakter, gdyż podważa

fundamenty wolnego społeczeństwa, w tym prawa do własności i wolności gospodarczej. Po drugie, przedstawiciele przedsiębiorstw nie mogą mieć pełnej wiedzy na temat tego, które działania są społecznie odpowiedzialne i właściwe do podjęcia przez przedsiębiorstwa.

Warto jednak zwrócić uwagę, że maksyma Friedmana najczęściej cytowana jest bez jej szerszego kontekstu (Aluchna, 2006). W swojej najważniejszej publikacji *Capitalism and Freedom*, wydanej w 1962 roku, Friedman przedstawił wartości, którym zawsze pozostawał wierny. Najważniejszą z nich była wolność, szczególnie wolność gospodarcza. Friedman był orędownikiem monetaryzmu, ale także wolnego rynku, którego mechanizm oraz „niewidzialną rękę", mimo wad, które dostrzegał, uważał za najdoskonalszy. Tym samym był zwolennikiem ograniczania roli i wpływu państwa na gospodarkę. Stąd też jego słynna maksyma bierze swój początek – z umiłowana wolności jako najwyższej wartości. Friedman uważał, że istnieje tylko jeden jedyny rodzaj społecznej odpowiedzialności biznesu, który polega na wykorzystywaniu organizacyjnych zasobów i podejmowaniu działalności w celu zwiększenia zysków na tyle, na ile pozostaje to w zgodzie z regułami gry. Innymi słowy należy „angażować się w otwartą i wolną konkurencję, bez odstępstw i oszustw" (Friedman, 1970, s. 32).

Mimo upływu lat poglądy Friedmana dla wielu nie straciły na atrakcyjności. Zgadza się z nimi między innymi Karnani (2010), który argumentuje, że regulacje prawne, a nie zasady społecznej odpowiedzialności, powinny wpływać na postępowanie firm. Społeczną odpowiedzialność nazywa najdłużej trwającą w historii iluzoryczną bańką mydlaną, która nie ma szans przetrwać w starciu z prawami wolnego rynku i wymaganiami konkurencyjności.

Wśród krytyków społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw dominuje także pogląd, że CSR jest dużej mierze nieskuteczny jako środek korygujący wady kapitalizmu, w tym zawodność mechanizmów rynkowych i niedostateczną podaż dóbr publicznych (Schneider, 2020). Analiza przeprowadzona przez Schneidera (2020) pokazuje, że kapitalizm ogranicza możliwości zwiększenia skuteczności CSR. W związku z tym postuluje on zmianę na poziomie systemowym, gdyż działania podejmowane przez pojedyncze przedsiębiorstwa starają się rozwiązywać makroproblemy poprzez zmianę mikrozachowań. Podobnie Visser (2010) argumentuje, że CSR jaki znamy – łączący biznes, zarządzanie i etykę – zawiódł w wielu dziedzinach, nie jest bowiem w stanie rozwiązać tak palących i masowych problemów, jak chociażby zmiana klimatu i ogromna skala ubóstwa. Jego zdaniem nasz globalny system ekonomiczny został zbudowany na błędnym fundamencie niewidzialnej ręki rynku Adama Smitha, która we współczesnym kapitalizmie po prostu nie działa.

Inne krytyczne głosy w podobnym duchu twierdzą, że CSR nie jest odpowiednim remedium na problemy tworzone przez kapitalizm globalnie (m.in. Banerjee, 2008). Krytyka objęła także koncepcję wspólnej wartości Portera i Kramera (2011), która zdaniem Crane, Palazzo, Spence i Matten (2014) jest nieoryginalna, ignorująca napięcia nieodłącznie związane z odpowiedzialną działalnością gospodarczą, naiwna w kwestiach biznesowych i opierająca się na płytkiej koncepcji roli korporacji w społeczeństwie.

Zwolennicy koncepcji CSR bez trudu przytoczą wiele argumentów polemizujących z powyższymi zarzutami. Między innymi Tsoutsoura (2004) zauważa, że co prawda planowany program działań w obszarze społecznej odpowiedzialności wiąże się z kosztami dla przedsiębiorstwa, ale skoro bycie społecznie odpowiedzialnym oznacza koszty, musi także przynosić zyski, między innymi po to właśnie, by móc być odpowiedzialnym społecznie. W przypadku społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw problem polega na tym, że koszty ponoszone są od razu, zyski zaś przychodzą po pewnym czasie. Niemniej jednak Tsoutsoura wymienia szereg korzyści, jakie społeczna odpowiedzialność może przynieść firmie, a wśród nich: poprawę wizerunku i reputacji; większą sprzedaż (marketing społecznie zaangażowany przyciąga konsumentów); obniżenie kosztów operacyjnych (np. poprzez proekologiczne działania zmierzające do redukcji liczby opakowań); przyciąganie i utrzymanie najlepszych pracowników, co również obniża koszty związane z rekrutacją, szkoleniem czy retencją; wyższą produktywność, którą osiągają firmy zapewniające swoim pracownikom dobre warunki pracy; mniejsze ryzyko ze strony nieprzewidywalnych wydarzeń (najczęściej związanych z obszarami, takimi jak: ład korporacyjny, ekologia oraz transparentność operacji finansowych); stabilny wzrost przychodów i tym samym rozwój firmy; a także większe możliwości przyciągnięcia kapitału oraz niższe ryzyko inwestycyjne.

Jednocześnie należy być ostrożnym w zakresie oczekiwań wysuwanych wobec CSR. Zbyt daleko posunięte nadzieje prowadzą często do nadużywania koncepcji. Bez trudu można znaleźć przykłady firm, które stosują strategię „pasażera na gapę" i prowadzą tylko działania pozorne, ukierunkowane na *public relations* czy wręcz dopuszczają się tzw. greenwashingu[16], czyli celowego rozpowszechniania nieprawdziwych informacji, aby ukryć przed konsumentami nieetyczne działania (Seele i Gatti, 2017). Szkodzą one samej koncepcji, ale też pozostają w głębokiej sprzeczności z jej ideą. Warto również pamiętać, że koncepcja społecznej odpowiedzialności nie jest przysłowiowym „lekiem na całe zło" współczesnych korporacji i nieuczciwych przedsiębiorców ani też zastępstwem dla nieudolnego działania instytucji państwowych.

[16] Więcej nt. zjawiska greenwashing'u w rodziale 3.4.

Jak zauważa Filek (2007), koncepcja CSR nie jest i nie będzie złotym środkiem na wszystkie bolączki mechanizmu wolnorynkowego. Jest ona jedynie alternatywnym podejściem do sposobu prowadzenia działalności gospodarczej, opartym na zwiększonej świadomości podmiotów w zakresie pozytywnych i negatywnych skutków podejmowanych przez nie decyzji i działań.

Zdaniem niektórych podstawową wadą i słabością społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw pozostaje w dalszym ciągu dobrowolność podejmowania działań przez przedsiębiorstwa (Martinez Rayes, 2005). Szczególnie widać to jaskrawo w krajach rozwijających się, w których, mimo wielu obietnic międzynarodowych korporacji, przeważa dążenie do maksymalizowania zysku kosztem wprowadzania zmian poprawiających prawa pracowników i ich płace. „Nieustający transfer dóbr, zysków oraz surowców do krajów rozwiniętych w znacznym stopniu przyczynił się do niespotykanego w historii dobrobytu jednych państw i nieprawdopodobnej biedy innych" (Martinez Rayes, 2005, s. 158). Do podobnych wniosków doszedł Tanimoto (2019), który dokonał systematycznego przeglądu literatury dotyczącego inicjatyw CSR widzianych z perspektywy różnorodnych grup interesariuszy (ang. *Mulit-Stakeholder Initiatives*, MSI). W ramach prowadzonych badań zauważył, że nie wszystkie działania CSR są tak samo skuteczne i efektywne, i nadal można wśród nich wyodrębnić działania pozorowane. Wyniki jego badań pokazały również, że jakość raportowania inicjatyw społecznych i środowiskowych często pozostawia wiele do życzenia pod względem wiarygodności i dokładności prezentowanych danych (Tanimoto, 2019).

Henderson (2009) określa CSR jako doktrynę, która opiera się na błędnych założeniach dotyczących zmian gospodarczych i ich implikacji dla roli i sposobów działania przedsiębiorstw. Jego zdaniem wprowadzanie jej w życie czyni świat biedniejszym i bardziej przeregulowanym. Implementowanie CSR w przedsiębiorstwie wiąże się bowiem z wyższymi kosztami i gorszymi wynikami, gdyż menedżerowie muszą brać pod uwagę szerszy zakres celów oraz angażować się w nowe procesy adresowane do wielu interesariuszy. Ponadto potrzebne są nowe systemy rachunkowości, audytu i monitorowania kosztów, a przyjmowanie bardziej rygorystycznych standardów środowiskowych i społecznych może zwiększać wydatki, tym bardziej że powinny one być uwzględnione w całych łańcuchach wartości.

Jednocześnie, skoro działania CSR wymagają zaangażowania zasobów i inwestycji ze strony organizacji, to właściciele i akcjonariusze mogą nie doceniać potrzeby ich przeznaczania na inicjatywy CSR, jeśli nie okażą się one skutecznym narzędziem lub strategią poprawy wyników finansowych lub organizacyjnych (Kathayat, 2022). Obawy te nie znalazły jednak odzwierciedlenia w systematycznych badaniach przeglądu literatury przeprowadzonych

przez Kathayat (2022). Wyniki jego badań sugerują, że organizacje inwestujące w CSR mają większą szansę na osiąganie lepszych wyników finansowych lub organizacyjnych niż te, które takich działań nie podejmują.

Najnowsze wyniki badań wskazują, że Henderson (2009) nie mylił się, sugerując, że aby efektywnie wprowadzać koncepcję społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw, potrzeba więcej regulacji. Halkos i Nomikos (2021) dokonali przeglądu ram prawnych dobrowolnych działań firm w obszarze CSR na całym świecie i wskazali, że wprowadzenie dodatkowych przepisów prawnych jest niezbędne, szczególnie w zakresie oddziaływania korporacji na środowisko naturalne. Ich zdaniem rządy powinny promować działania CSR i oferować zachęty do ich podejmowania, koncentrując się na korzystnym dla firm prawodawstwie, które równocześnie uwzględniałoby potrzeby środowiska naturalnego. Zgodnie z tym duchem Komisja Europejska rozpoczęła proces wdrażania obowiązkowego raportowania niefinansowego przez przedsiębiorstwa w Unii Europejskiej oraz stosowania przez nie obligatoryjnych standardów raportowania w tym zakresie, o czym więcej w rozdziale 4.6.

Na przestrzeni ostatnich lat można zauważyć zmianę dyskursu dotyczącego idei społecznej odpowiedzialności wobec realnych wyzwań i problemów, z jakimi boryka się współczesny świat i globalna gospodarka, przedstawionych między innymi w szeroko dyskutowanej w kręgach akademickich, gospodarczych i politycznych *Ekonomii nierówności* Piketty'ego (2015) czy *Cenie nierówności* Stiglitza (2015), którzy wymieniają szereg problemów i wyzwań współczesności, między innymi: niesprawiedliwość społeczną, erozję podstawowych wartości, wzrost ubóstwa, niepewność ekonomiczną, rynek pracy bez zabezpieczeń i, nawiązując wprost do głośnego dzieła Tofflera *Trzecia fala* (1997), mówią o „fali, która nie uniosła wszystkich łodzi" (Stiglitz, 2015, s. 70). Mało kto nie zgodzi się dziś z tezą, że koncepcja społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw została zaakceptowana na całym świecie nie tylko przez organizacje, lecz także przez rządy wielu krajów.

Główną przyczyną tej transformacji jest zauważalna ewolucja społecznych preferencji w kwestiach ekologicznych i społecznych, która znajduje odzwierciedlenie w decyzjach rządowych, w tym w obowiązku ujawniania i raportowania informacji niefinansowych przez przedsiębiorstwa. Dzięki presji społecznej, pracy wielu aktywistów i organizacji pozarządowych koszty zewnętrzne, które kiedyś nie były uwzględniane ani raportowane, teraz ujrzą światło dzienne. Jednocześnie, aby firmy mogły je pokrywać, będą musiały podwoić swoje wysiłki w taki sposób, aby bycie społecznie odpowiedzialnym było po prostu opłacalne. Jak pokazują analizy Portera i Kramera (2006; 2011), przedstawione w rozdziale 1.3.3 oraz 1.3.4, jest to możliwe, jeśli

społeczną odpowiedzialność traktuje się strategicznie i buduje „wspólną wartość".

Do powyższej zmiany globalnej perspektywy przyczyniła się także niedawna pandemia COVID-19, która zmieniła optykę patrzenia na zobowiązania społeczne przedsiębiorstw. Pandemia pokazała, że dotąd konkurencyjne firmy farmaceutyczne potrafią dzielić się wynikami badań i współpracować, aby przyczynić się do jak najszybszego jej zakończenia. Współpraca ta okazała się mieć kluczowe znaczenie dla podjętych na całym świecie wysiłków w walce z COVID-19. Druedahl, Minssen i Price (2021) analizowali współpracę firm w sektorze farmaceutycznym podczas pandemii w celu opracowania szczepionki przeciwko wirusowi i stwierdzili, że jedna trzecia wszystkich dostępnych na rynku preparatów została opracowana przez powstałe w trakcie pandemii partnerstwa firm. Różniły się one znacznie między sobą w zakresie transferu materiałów i dzielenia się wiedzą, co okazało się istotne, gdyż sposób dzielenia się wiedzą między partnerami nie tylko kształtuje współpracę, lecz także wpływa na rozwój kompetencji i technologii. Wnioski płynące z badań Druedahl, Minssen i Price (2021) są niezwykle istotne społecznie, gdyż podkreślają, że strategia promująca uczciwą i efektywną współpracę oraz dzielenie się wiedzą ma kluczowe znaczenie dla zdrowia publicznego.

Perspektywę patrzenia na działania przedsiębiorstw zmieniła także wojna w Ukrainie. Już w pierwszych dniach ataku Rosji wiele firm podjęło trudną decyzję o wycofaniu się z rosyjskiego rynku (Business Insider Polska, 2022). Ponadto w wyniku nałożonych na Rosję przez Unię Europejską i inne państwa[17] embarg wiele kolejnych firm straciło dostęp do dotychczasowego rynku zbytu. Prawdopodobnie nie były to łatwe ani opłacalne ekonomicznie decyzje, ale większość przedsiębiorstw nie miała wątpliwości związanych z ich podjęciem. Rozumiały, że są to decyzje ważne i opłacalne społecznie i wizerunkowo. Wyżej ceniły zaufanie klientów i budowanie dobrych relacji z interesariuszami niż krótkotrwały wyższy obrót i zysk. Firmy, które kontynuowały aktywnie działalność w Rosji spotkały się ze społecznym ostracyzmem (Anagnostopulu, 2022). Wydaje się zatem, że koncepcja społecznej odpowiedzialności może być wsparciem w podejmowaniu trudnych decyzji w organizacjach, w których jest ona obecna.

Podsumowując przedstawione argumenty oraz uwzględniając opinie zwolenników i przeciwników CSR, można zauważyć, że rola społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw staje się bardziej widoczna w trudnych

[17] Zob. https://www.consilium.europa.eu/pl/policies/sanctions/restrictive-measures-against-russia-over-ukraine/sanctions-against-russia-explained/ (dostęp: 20.05.2023).

czasach. W stabilnych warunkach polityczno-gospodarczych CSR harmonijnie integruje się z codzienną działalnością firm i bywa mniej dostrzegalny. Jednak w sytuacjach kryzysowych, wynikających z czynników zewnętrznych, takich jak wojna czy pandemia oraz wewnętrznych kryzysów organizacyjnych, rola CSR nabiera znaczenia.

1.5. Podsumowanie

Celem niniejszego rozdziału było zaprezentowanie ewolucji koncepcji społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw (CSR) i różnorodnych podejść, które kształtowały i nadal kształtują jej współczesny obraz. Od pierwszych normatywnych ram po nowoczesne, specjalistyczne kierunki myśli, koncepcja CSR stała się integralną częścią strategii wielu przedsiębiorstw, reagujących na dynamicznie zmieniające się otoczenie biznesowe i społeczne. Współczesny świat biznesu stoi przed wieloma wyzwaniami, które są równocześnie okazjami do demonstrowania społecznej odpowiedzialności. Działania CSR odzwierciedlają głębokie przekonanie o konieczności łączenia celów biznesowych z etycznym podejściem i troską o społeczność oraz środowisko. Obok CSR pojawiają się równolegle inne koncepcje uwzględniające czynniki społeczne i środowiskowe, w szczególności koncepcja uwzględniania kryteriów ESG (środowiskowych, społecznych i związanych z ładem korporacyjnym), o czym będzie mowa w rozdziale 3.

Tymczasem warto podkreślić, że w naukach o zarządzaniu i jakości koncepcja CSR jest nadal aktywnie rozwijana. Współczesne społeczeństwo stawia bowiem przed organizacjami nowe wymagania, a klienci, inwestorzy i partnerzy coraz częściej dokonują wyborów opartych na kryteriach etycznych, ekologicznych i społecznych. Działania CSR stają się więc wyrazem troski o społeczność i środowisko, ale również kluczowym elementem budowania zaufania i wizerunku marek, produktów, pracodawców i firm.

Współcześnie społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw reprezentuje fundamentalną zmianę podejścia do prowadzenia biznesu. CSR i ESG, choć różne w swojej koncepcji i zakresie, wspólnie kształtują jego przyszłość, podkreślając znaczenie etyki i kreowania długoterminowej wartości w zarządzaniu.

Rozdział 2

Kluczowe aspekty społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw

2.1. Wprowadzenie

Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw nie jest już jedynie opcjonalnym, przypadkowym działaniem, ale stała się kluczową częścią strategii wielu nowoczesnych organizacji. Częściej niż kiedykolwiek przedsiębiorstwa dostrzegają wartość działań zgodnych z ideą zrównoważonego rozwoju, które sprzyjają osiągnięciu celów zarówno społecznych, jak i biznesowych.

Celem niniejszego rozdziału jest zarysowanie głównych aspektów koncepcji CSR, które mają bezpośredni wpływ na funkcjonowanie współczesnych przedsiębiorstw. Zagadnienia etyki biznesu są istotne dla określenia, jakie wartości i zasady powinny kierować przedsiębiorstwami w dążeniu do odpowiedzialności społecznej. Teoria interesariuszy dostarcza perspektywy na to, jak różne grupy oddziałują na przedsiębiorstwa i jak ważna jest budowa trwałych, dobrych relacji z nimi. Pojęcie „zrównoważonego rozwoju" wskazuje na równowagę między aspektami ekonomicznymi, społecznymi i środowiskowymi w działalności przedsiębiorstw. Przez pryzmat korporacyjnej filantropii i inicjatyw na rzecz CSR prezentowane są konkretne działania przedsiębiorstw w obszarze odpowiedzialności społecznej. Normy i standardy wskazują na ramy i wytyczne kształtujące odpowiedzialne działania. Ostatnia części rozdziału koncentruje się na relacji pomiędzy CSR a finansowym sukcesem firm, analizując czy społecznie odpowiedzialne działania są również korzystne z ekonomicznego punktu widzenia. Wszystkie te aspekty podkreślają nieodłączne miejsce CSR w teorii i praktyce zarządzania.

2.2. Etyka biznesu

Nie można rozważać problematyki społecznej odpowiedzialności, nie biorąc pod uwagę etyki biznesu, która jest jej nieodłączną częścią (Gasparski, 2014a; Oleksyn, 2016). Aspekty etyczne są trwałym elementem wszystkich działań gospodarczych, a także integralną częścią treści pojęcia „zarządzanie" (Klimek, 2014). Etyka biznesu stała się, używając języka Marksa, bazą społecznej odpowiedzialności, bez której koncepcja CSR nie mogłaby się rozwijać. „Etyka w biznesie pełni funkcję podobną do kodeksu drogowego. Nie wszyscy go przestrzegają, ale gdyby go nie było, na drogach zapanowałby chaos" (Klimek, 2012, s. 283).

Czym jest etyka? Etyka, zwana również filozofią moralną, jest jednocześnie systemem teorii, zasad i wartości moralnych oraz dyscypliną nauki zajmująca się tym, co dobre i złe z moralnego punktu widzenia (Encyklopedia Brittanica, 2023). Etyka dotyczy tego, jak powinno się postępować – wobec innych i z innymi (Majcherek, 2011, s. 7). Czym zatem różni się od moralności? Zdaniem Środy (2021) moralność jest przejawem wyznawanych zasad etycznych w postaci zachowań, postaw, sposobów postępowania, poglądów zgodnych z przyjętymi przez daną społeczność lub jednostkę kryteriami dobra i zła. Moralność można obserwować, badać, a nawet z jej punktu oceniać innych, gdyż każdy „jakąś moralność ma" (Środa, 2021, s.14).

Za prekursora rozważań nad zagadnieniami etyki uważa się Sokratesa, choć wyodrębnienie etyki jako dziedziny szerszej dyscypliny jaką jest filozofia, najczęściej przypisywane jest Arystotelesowi (Kołakowski, 2004). Jak zauważa Klimek (2014), w rzeczywistości za prekursora etyki należałoby uznać Konfucjusza, który działał około 100 lat wcześniej niż Sokrates, ponad 100 lat przed Platonem i około 200 lat wcześniej niż Arystoteles. Jego poglądy były zbieżne z poglądami Sokratesa, który w centrum swojej uwagi stawiał człowieka – jego dążenia, pragnienia i czyny. Sokrates wyodrębnił „dobra moralne" i twierdził, że człowiek nawet jeśli czyni zło, to wyłącznie ze swojej niewiedzy (Kołakowski, 2004, s. 10–11). Wszyscy oni, zarówno Sokrates, jak i następnie jego uczeń, Platon, oraz uczeń jego ucznia, czyli Arystoteles, stawiali również szereg pytań, szukając na nie odpowiedzi w kwestiach, które dziś moglibyśmy opisać jako ważne z punktu widzenia etyki gospodarczej. Pytali między innymi o sprawiedliwe ceny, wynagrodzenie za pracę oraz pobieranie zapłaty (najczęściej w formie procentu) za udzieloną pożyczkę.

Ważną dla rozwoju współczesnego rozumienia etyki stała się etyka chrześcijańska wraz z poglądami jej pierwszych, wybitnych przedstawicieli: św. Augustyna oraz św. Tomasza z Akwinu. Wartość pracy do wysokiej rangi moralnego obowiązku oraz świeckiej służbie Bogu podniósł Marcin Luter,

inicjator reformacji. Jak zauważa Klimek (2014), Luter nie był etykiem, lecz jego prace dały początek teologii ewangelickiej oraz filozofii protestanckiej i tym samym stały się podwaliną etyki protestanckiej. Francuski teolog protestancki, Jan Kalwin, także przyczynił się do rozwoju etyki biznesu, gdyż głosił, między innymi, że „…sukces doczesny jest niejako dowodem, że jest się wybranym do zbawienia" (Filek, 2001, s. 35). Pracowitość, oszczędność i przedsiębiorczość stanowiły najwyższe wartości. Na nich opiera się w dużym stopniu model etyki biznesu kręgu kultury anglosaskiej, w tym amerykańskiej, która stała się początkiem współczesnego rozumienia powinności przedsiębiorstw i korporacji. Na etosie protestanckim powstały także pierwsze przedsiębiorstwa.

W czasach oświecenia, szczególnie w dorobku filozofii i etyki, zapisały się prace Immanuela Kanta, autora „imperatywu kategorycznego", czyli zalecenia: „Postępuj tylko według takiej zasady, co do której mógłbyś jednocześnie chcieć, aby stała się prawem powszechnym" (Tatarkiewicz, 2005, s. 202). Powyższe twierdzenie stało się podwaliną zasad etyki biznesu, w której gospodarujący, przedsiębiorcy, pracownicy, menedżerowie i zarządy firm powinni siebie traktować z szacunkiem i uczciwością w taki sposób, w jaki sami życzyliby sobie być traktowani. Myśl Kanta stała się podłożem deontologizmu, w którym czyn jest wtedy dobry, jeśli wynika z obowiązku spoczywającym na podmiocie działającym, bez względu na skutki tego czynu (Filek, 2013, s. 130).

Nieocenione zasługi dla rozwoju etyki biznesu oraz idei społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw oddał Adam Smith, którego analiza życiorysu i dokonań może doprowadzić do wniosku, że „ekonomia powstała, jako uboczny efekt refleksji etycznej" (Jasiński, 2010, s. 116). Należy jednak pamiętać, że etyka była w jego czasach rozumiana inaczej niż dziś. Smith przede wszystkim był autorem podstaw teorii gospodarowania i pokazał, że wymiana gospodarcza służy przezwyciężaniu partykularnych, własnych interesów. W swych rozważaniach wychodził poza często przypisywany mu zdrowo pojęty egoizm: „Nie od przychylności rzeźnika, piwowara czy piekarza oczekujemy naszego obiadu, lecz od ich dbałości o interes własny. Zwracamy się nie do ich humanitarności, lecz egoizmu…" (Smith, 1954, s. 21), gdyż jednocześnie pisał: „poczucie ludzkości, sprawiedliwość, wspaniałomyślność, poczucie obywatelskie są cechami najbardziej pożytecznymi dla innych" (Smith, 1989, s. 281). Tym samym stworzył podwaliny współczesnej etyki biznesu.

Ważny dla rozwoju etyki biznesu okazał się także utylitaryzm, zapoczątkowany przez Benthama, Milla oraz Sidgwicka, którzy głosili, że „istnieje tylko jedna zasada moralna, którą jest dążenie do największego szczęścia jak naj-

większej liczby ludzi" (Filek i Kwarciński, 2012, s. 140). Zgodnie z nią podstawą moralności jest użyteczność, w której jedynym dobrem jest szczęście i dlatego też należy maksymalizować nadwyżkę szczęścia nad cierpieniem, a cel uświęca środki. Działania człowieka powinny być pożyteczne społecznie. Człowiek jest więc moralny, gdy postępuje z myślą o społeczeństwie i dla jego dobra.

Zagadnieniom etycznego postępowania biznesmenów wiele uwagi poświęcił także Marshall (1907). Nie pisał on, co prawda, o etyce biznesu jako takiej, ale stworzył koncepcję „rycerskości gospodarczej", w której sformułował zestaw norm odgrywających rolę kodeksu podstępowania przedsiębiorców, sformułowany na wzór średniowiecznych kodeksów rycerskich. Jego zdaniem przedsiębiorcy to rycerze gospodarki, którzy powinni odczuwać „… radość z czynienia rzeczy szlachetnych i trudnych, ponieważ one są szlachetne i trudne, gardzić łatwymi zwycięstwami, cieszyć się z tego, że mogą przyjść z pomocą tym, którzy potrzebują pomocnej dłoni, oraz posiadać dumę wojownika, który szanuje zdobycze z dobrze rozegranej bitwy lub nagrody z turnieju, przede wszystkim z uwagi na dokonania, których one dowodzą, a dopiero w drugim rzędzie z uwagi na wartość pieniężną, jaką osiągają na rynku" (Marshall, 1907, s. 14; za: Dzionek-Kozłowska, 2007, s. 314).

Etyka chrześcijańska, zarówno protestancka, jak i doktryna kościoła katolickiego, cenią rozwój gospodarczy i przedsiębiorczość. W jednym z najważniejszych dokumentów chrześcijańskiej religii katolickiej – konstytucji duszpasterskiej o kościele w świecie współczesnym ogłoszonej przez papieża Pawła VI jako jeden z ważniejszych dokumentów II Soboru Watykańskiego *Gaudium et spes* – czytamy, że „[t]rzeba popierać postęp techniczny, ducha wynalazczości, starania o tworzenie i rozbudowę przedsiębiorstw, usprawnienie metod produkcji i rzetelne wysiłki ludzi zatrudnionych w produkcji: słowem wszystko, co służy postępowi. Podstawowym zaś celem tej produkcji nie jest tylko wzrost masy towarowej ani zysk lub zdobycie wpływów, ale służenie człowiekowi, i to całemu człowiekowi, z uwzględnieniem porządku jego potrzeb materialnych i wymogów jego życia umysłowego, moralnego, duchowego i religijnego – służenie, powtarzamy, każdemu człowiekowi i każdej zbiorowości ludzkiej jakiejkolwiek rasy i w jakiejkolwiek części świata. Ruch gospodarczy powinien zatem rozwijać się wedle własnych metod i praw, ale w granicach porządku moralnego, żeby spełnił się zamiar Boży względem człowieka" (Konstytucja Duszpasterska o Kościele w świecie współczesnym, 1965, poz. 64). Jednocześnie zwierzchnicy kościoła katolickiego pisali w dokumencie: „W podlegających dziś zmianom w sprawach gospodarczych, jak i w nowych formach społeczeństwa przemysłowego, gdzie np. rozwija się automatyzacja, należy dbać, żeby każdy znalazł wystarczającą i odpowied-

nią dla siebie pracę oraz możliwości potrzebnego wyszkolenia technicznego i zawodowego i żeby zabezpieczone zostały warunki życia i godność człowieka, zwłaszcza gdy idzie o tych, którzy z powodu choroby lub wieku muszą walczyć z większymi trudnościami" (Konstytucja Duszpasterska o Kościele w świecie współczesnym, 1965, poz. 67).

Inny uczestnik Soboru i późniejszy papież, Jan Paweł II, przypominał, że przedsiębiorczość powinna mieć na uwadze przede wszystkim dobro społeczne, a zysk nie powinien być jej celem samym w sobie: „Zysk nie jest jedynym regulatorem życia przedsiębiorstwa; obok niego należy brać pod uwagę czynniki ludzkie i moralne, które z perspektywy dłuższego czasu okazują się przynajmniej równie istotne dla życia przedsiębiorstwa" (Jan Paweł II, 1991, ust. 35).

Czym jest zatem etyka biznesu? Jej definicję znajdziemy w pracach Gasparskiego, którego zdaniem „etyka biznesu to dziedzina wiedzy dotycząca moralnego wymiaru działalności gospodarczej. Stanowi ona zbiór zasadnych standardów moralnych decydowania, co w biznesie jest moralnie właściwe, a co niewłaściwe. Jest to dyscyplina zajmująca się stosowaniem ogólnych zasad etycznych do rozstrzygania dylematów w sytuacjach charakterystycznych dla biznesu" (Gasparski, 2014a, s. 79). Jako nauka stosowana etyka biznesu jest dziedziną interdyscyplinarną, odwołującą się do filozofii, psychologii (m.in. teorii osobowości Freuda) oraz socjologii (np. teorii działań społecznych Webera, teorii zachowań zbiorowych Parka czy też problematyki zaufania). Jak zauważa Gasparski (2014b) oprócz teorii etycznych i rozważań natury moralnej, dla etyki biznesu ważne są prawa człowieka, które zostały określone przez Organizację Narodów Zjednoczonych w *Powszechnej Deklaracji Praw Człowieka*, przyjętej w 1948 roku. Wśród praw ogólnych, takich jak prawo do życia, wolności, sprawiedliwości, własności, Deklaracja sformułowała także prawa szczegółowe, między innymi: wolność wypowiadania się, wolność przekonań, wolność stowarzyszenia się, prawo do wykształcenia, do pomocy społecznej, uczciwego procesu sądowego oraz sprawiedliwej zapłaty za pracę i płatnego urlopu.

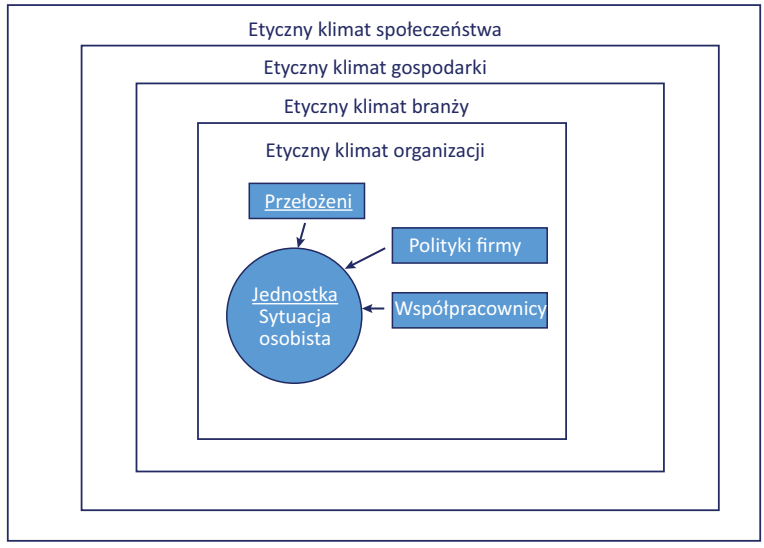
Etyka biznesu przenika wszystkie poziomy, na których uprawiana jest działalność gospodarcza. W literaturze przedmiotu wymieniane są jej trzy (Klimczak, 2014) lub cztery następujące poziomy (Gasparski, 2014a, s. 81–82):

1) poziom podstawowy – poziom mikro, obejmujący zachowania ludzi (pracowników, sprzedawców, klientów itd.);
2) poziom centralny – poziom mezzo, obejmujący zachowania zorganizowanych organizacji i grup interesariuszy (spółek, przedsiębiorstw, korporacji itd.);

3) poziom ustroju gospodarczego – poziom makro, w skali państwa lub grup państw związanych porozumieniem (np. Unia Europejska);
4) poziom globalny – obejmujący całą gospodarkę światową.

Poszukując związku między etyką organizacji a postawami etycznymi pracowników, na podstawie wieloletnich badań wyodrębniono szereg czynników wpływających na postawy i zachowania etyczne w organizacji, jak: zachowanie przełożonych, zasady postępowania przyjęte w firmie lub całej branży, postawy współpracowników (Carroll i Buchholtz, 2009, s. 310–311). Relacje występujące między nimi zostały przedstawione na rysunku 7. Jednocześnie wskazuje się na zróżnicowane źródła postaw etycznych w organizacjach, wynikające z religii i wyznań, między innymi, buddyzmu, judaizmu, chrześcijaństwa i islamu (Minus, 1998). Rolą etyki biznesu jest natomiast poszukiwanie i propagowanie wspólnych, uniwersalnych wartości i norm postępowania w biznesie i gospodarce.

Rysunek 7. Czynniki wpływające na postawy etyczne menedżerów i pracowników



Źródło: opracowanie własne na podstawie: A.B. Carroll i A.K. Buchholtz. (2009). *Business & Society, Ethics and Stakeholder Management*. 7th Edition. South-Western Cengage Learning, s. 311.

Warto podkreślić, że społeczeństwa są uwarunkowane swoją kulturą i historią, co także dotyczy etyki i postaw moralnych, w tym etyki biznesu. Wpływ kultury na organizację stanowi intensywnie rozwijaną dziedzinę nauki (m.in.: Fukuyama, 1997; Trompenaars i Hampden-Turner, 2002; Hofstede, Hofstede i Minkov, 2011). Zdaniem Furmańczyk (2010) w dobie globalizacji

i przepływu różnych kultur, szczególnie w ramach międzynarodowych korporacji, trudno jest wyznaczyć jeden słuszny sposób oceny norm etycznych i moralnych będący podstawą działań społecznie odpowiedzialnych, który obowiązywałby w otoczeniu globalnym. Efektem tego jest wyznaczanie różnych standardów postępowania w obszarze społecznej odpowiedzialności, w zależności od kraju i jego kultury.

Niemniej jednak zrozumienie społeczno-kulturowej złożoności wydaje się warunkiem niezbędnym do osiągniecia sukcesu firmy na rynkach międzynarodowych (Kietliński, Martinez Reyes i Oleksyn, 2005). Istnieją bowiem podstawowe, uniwersalne wartości ważne transkulturowo. W innym wypadku globalny rozwój społeczny, rozwój międzynarodowych korporacji, ale także organizacji, w tym agend rządowych oraz pozarządowych nie byłby możliwy. Międzynarodowe przedsiębiorstwa narzucają pewne warunki brzegowe w obszarze etyki biznesu i społecznej odpowiedzialności, które następnie są wypełniane lokalną treścią. Oparta na relatywizmie etyczno-kulturowym, bez organizacyjnych ram i standardów, realizacja koncepcji społecznej odpowiedzialności przez przedsiębiorstwa nie byłaby po prostu możliwa. Mimo swojej złożoności, treści i wartości CSR wydają się być rozumiane podobnie w różnych krajach, także w Polsce, co potwierdza nawet pobieżna analiza stron internetowych, dedykowanych zagadnieniom społecznym, odpowiedzialności społecznej czy też raportom społecznym publikowanym przez przedsiębiorstwa na całym świecie.

Współcześnie mamy do czynienia z etyczną infrastrukturą działalności gospodarczej (Gasparski, 2014b). Możemy wśród niej wymienić przepisy prawa gospodarczego, które poruszają kwestie etyczne, zasady ładu korporacyjnego, także wprowadzone w wielu krajach ustawowo (np. w Stanach Zjednoczonych ustawą zwaną *Sarbanes – Oxley Act* z 2002 roku), czy też kodeksy i programy etyczne powstające w wielu przedsiębiorstwach i korporacjach. Czy firma ma prawo określać etyczne wzory zachowań i postaw swoich pracowników w formie kodeksu etycznego? Klimek (2014, s. 219) opowiada, że tak, pod warunkiem, że celem podjętego wysiłku sformułowania kodeksu jest budowanie kultury organizacyjnej i usprawnianie procesów zarządzania, nie zaś narzucanie pracownikom określonej moralności, wynikającej z wybranego światopoglądu lub religii. Krytycy kodeksów etycznych zwracają uwagę, że sfery etycznej nie można normatyzować, gdyż jest ona czymś płynnym, objawiającym się w działaniu i konkretnych sytuacjach, przepisy i ramy obowiązującego prawa powinny być zatem wystarczające. Warto jednak zauważyć, że same przepisy prawa nie budują kultury organizacyjnej, a stanowią jedynie jej niezbędne minimum.

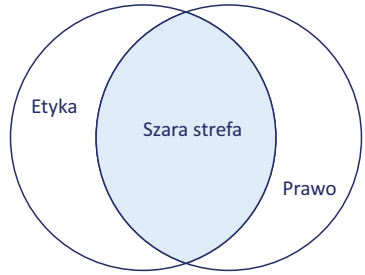
Kodeks etyczny jest narzędziem transmitowania kultury organizacyjnej wśród pracowników, nadającym im wspólną identyfikację niczym członkom jednej drużyny (Berinde i Andreescu, 2013). Nadzieją każdej firmy jest polepszenie jej działań w sferze etyki. W tym celu firmy dążą do budowania kultury działania opartej na uczciwości, lojalności, pracowitości oraz wszystkich innych wartościach, które uważają za istotne. Starają się również promować postawy i działania etyczne w codziennej pracy. Zarówno menedżerowie, jak i pracownicy potrzebują wskazówek w jaki sposób postępować w tych sytuacjach, które stawiają przed nimi pytania z zakresu etyki. Najlepszym rozwiązaniem jest wtedy właśnie opracowanie i przyjęcie kodeksu etycznego, z którego zarówno menedżerowie, jak i pracownicy mogą korzystać, by podjąć właściwą decyzję.

W 2010 roku Wielka Brytania przyjęła *UK Bribery Act 2010*, ustawę mającą na celu zwalczanie korupcji i definiującą ją jako przestępstwo podlegające karze finansowej i pozbawienia wolności do lat 10. Jest to jedna z najbardziej surowych tego typu ustaw na świecie, określająca nieakceptowalne zachowania na rynku[18]. W związku z przyjęciem ustawy wiele firm musiało wprowadzić bądź zaktualizować swoje kodeksy etyczne, aby dostosować się do nowych przepisów prawnych. Należy jednak pamiętać, że kodeksy etyczne są swego rodzaju obietnicą, która odzwierciedla to, czego liderzy oczekują od swojej organizacji. Dużo istotniejsze jest natomiast jak menedżerowie i pracownicy na co dzień postępują (Stevens, 2013).

Problematyka etyki biznesu często przeplata się z problematyką obowiązujących przepisów prawa, jako że prawo ucieleśnia wyobrażenie tego, czym jest etyka (Carroll i Buchholtz, 2009, s. 246). Etyczne lub nieetyczne postępowanie przedsiębiorstw jest rozpatrywane w ramach systemu prawnego stworzonego w danym państwie, w ramach obowiązujących w nim przepisów „…potrzebnych do działania systemu zabezpieczenia społecznego, do ochrony środowiska, zapewnienia uczciwości w systemie bankowym, zapobiegania eksportowi broni itd." (Guth, 1998, s. 38). Można by więc rzec, że etyka zaczyna się tam, gdzie kończy się prawo. Dotyczy ona bowiem tych zagadnień, których prawo nie obejmuje lub gdy nie ma jednoznacznej zgody na to czy dany czyn jest dobry, czy zły (Crane i Matten, 2007). W ten sposób rozumiana etyka jest „szarą strefą biznesu", w której wartości pozostają w konflikcie. Ten dylemat został przedstawiony na rysunku 8.

[18] Więcej na ten temat zob. https://www.gov.uk/government/publications/bribery-act-2010-guidance (dostęp: 18.08.2022).

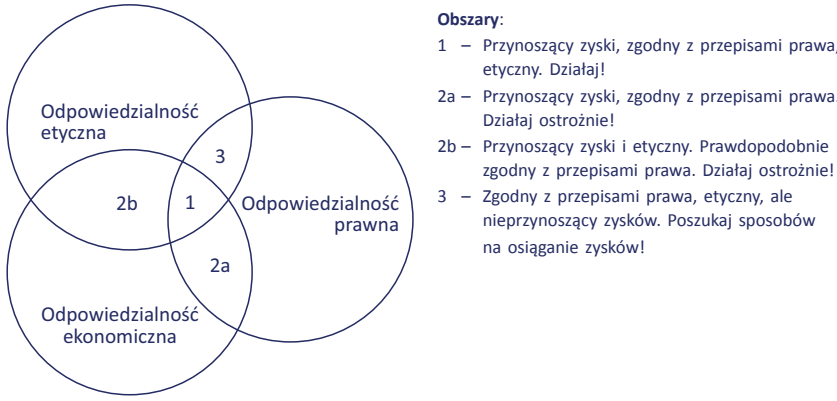
Rysunek 8. Zależność między etyką a prawem



Źródło: opracowanie własne na podstawie: A. Crane i D. Matten. (2007). *Business Ethics.* 2nd edition. Oxford Universisty Press, s. 7.

Tym samym przepisy prawa stanowią odzwierciedlenie tego, co dane społeczeństwo uważa za podstawowe zasady etycznego postępowania. W sposób obrazowy przedstawia ową zależność Graficzny Model Decyzji Etycznych przedstawiony na rysunku 9.

Rysunek 9. Graficzny Model Decyzji Etycznych



Źródło: opracowanie własne na podstawie: M.S. Schwartz i A.B. Carroll. (2003). Corporate Social Responsibility: A Three-Domain Approach. *Business Ethics Quarterly*, *(13)*, *509*; A.B. Carroll i A.K., Buchholtz. (2009). *Business & Society, Ethics and Stakeholder Management*. 7th Edition. South-Western Cengage Learning, s. 250.

Jak zauważa Kuc (2004, s. 229), nawet jeśli obowiązywanie zasad etycznych wydaje się utopią dziś, jutro niesie ze sobą bezwzględną zapowiedź konieczności zachowań etycznych w biznesie. Dlatego zarówno dla zdrowia tkanki społecznej, jak i jednostek, które podejmują takie wyzwania, etyka w biznesie oznacza przede wszystkim korzyści na takiej samej zasadzie, na jakiej oparte jest przekonanie, że uczciwość zawsze popłaca. Każde przedsiębior-

stwo powinno być oparte na zasadzie „trzech E": społecznej odpowiedzialności (etyczność), przyjazności dla środowiska (ekologia) oraz przynoszenia zysków (ekonomiczność) (Grudzewski, Hejduk, Sankowska i Wańtuchowicz, 2010, s. 232).

W wielu krajach prowadzone są badania nad związkami między etyką biznesu a wynikami finansowymi przedsiębiorstw, lecz nie dostarczyły one jednoznacznych wniosków (Cuomo i in., 2019). Dotychczas nie dowiedziono jednoznacznie negatywnej korelacji pomiędzy etycznymi działaniami przedsiębiorstwa a poziomem jego zyskowności (Tsalikis, 2011). Wiadomo jednak, że firmy działające w sposób etyczny lepiej radzą sobie na giełdowych parkietach (Velasquez, 2012). Stąd wniosek, że działania etyczne mogą raczej wspierać działalność przedsiębiorstwa, a nie mu szkodzić. Firmy etyczne radzą sobie lepiej lub co najmniej tak samo dobrze, jak firmy, które nie poświęcają etyce biznesu swojej uwagi (Beachamp i Bowie, 2001). Inni badacze dowodzą, że etyka biznesu ma pozytywny wpływ na rozwój kapitału intelektualnego organizacji (Su, 2014). Przedsiębiorstwo zbudowane na wartościach etycznych buduje kulturę zaufania pomiędzy różnymi grupami interesariuszy oraz pozytywne otoczenie społeczne. W ten sposób etyczne podejście do biznesu zachęca do otwartej komunikacji, rozwiązywania problemów, dzielenia się wiedzą i wspierania kreatywności pracowników, co skutkuje wzrostem kapitału organizacyjnego, poprawą wzajemnych relacji z dostawcami oraz innymi interesariuszami w celu kreowania kapitału społecznego, przyciągania i utrzymywania utalentowanych pracowników oraz rozwoju kapitału ludzkiego przedsiębiorstwa.

W 2006 roku powołano do życia The Business Ethics Index w celu systematycznego pomiaru etycznego zachowania biznesu w opinii konsumentów (Tsalikis i Seaton, 2006; 2007; Tsalikis 2011). Badania będące jego podstawą są prowadzone każdego roku za pomocą tej samej, zestandaryzowanej ankiety w Stanach Zjednoczonych, Japonii, krajach Unii Europejskiej oraz wybranych państwach azjatyckich. Wyniki badań, przeprowadzonych wśród konsumentów amerykańskich, uzyskane w 2009 roku, czyli u schyłku kryzysu na rynkach finansowych, pokazały, że nawet jeżeli sami respondenci nie doświadczyli nieetycznego zachowania ze strony przedsiębiorstw, byli rozczarowani etyczną postawą biznesu w okresie kryzysu w latach 2008–2009 (Tsalikis, 2011). Odpowiedzialnością za nieetyczne działania firm obarczają oni przede wszystkim menedżerów zarządzających przedsiębiorstwami, ponieważ jednym z podstawowych elementów etyki przedsiębiorstwa jest jego integralność etyczna rozumiana jako spójność i nierozerwalność zasad stosowanych w przedsiębiorstwie (Krukowska, 2012, s. 42). Integralność ta dotyczy wszystkich poziomów działania przedsiębiorstwa – zarówno zasad etycznych

obowiązujących w całej organizacji (jej oficjalnej polityki, komunikowanych wartości i zasad), poszczególnych grup i zespołów pracowników, jak również zasad etyki wyznawanych i realizowanych przez każdego zatrudnionego z osobna. Trudno mówić o integralności etycznej w przedsiębiorstwie, które oficjalnie deklaruje dbałość o prawa pracownicze, a jednocześnie korzysta z taniej siły roboczej i pracy dzieci w fabrykach umiejscowionych w ubogich krajach azjatyckich. Brakuje także integralności etycznej w przedsiębiorstwie, którego pracownicy przyjmują korzyści majątkowe od kontrahentów i dostawców, wiedząc o tym, że jest to zarówno zabronione przez przepisy prawa, jak i niezgodne z zasadami przyjętymi w przedsiębiorstwie. Mimo że często są to działania jednostek, rzutują one na postrzeganie całej organizacji, którą reprezentują.

Powyższą tezę potwierdzają wyniki badań Karpoff, Lee i Martina (2008), przeprowadzone w Stanach Zjednoczonych, w których wykorzystano dane zebrane wśród menedżerów wyższego szczebla przedsiębiorstw amerykańskich przez Gallup Poll w okresie trzydziestu lat (1975–2005). Wykazano w nich, że przedsiębiorstwa zatrudniające nieetycznych menedżerów mają problem z przyciąganiem inwestorów, klientów, a także utalentowanych pracowników. Borykają się z procesami prawnymi, spadkami udziałów w rynku, a nawet z karą więzienia dla postępujących nieetycznie liderów. Problem nieetycznych działań menedżerów nie dotyczy oczywiście wyłącznie rynku amerykańskiego. Statystycznie cztery na pięć firm na świecie zostało dotkniętych korporacyjnym oszustwem w latach 2004–2007 (Stevens, 2013). Średni koszt dokonanych oszustw, jaki musiała pokryć firma o rocznych przychodach powyżej 5 mld USD, wynosił 20 mln USD i był zwykle przenoszony na barki akcjonariuszy. Jak podaje raport *Euromoney Institutional Investor* z 2010 roku, odnotowano wiele przykładów nieetycznych, nieuczciwych działań menedżerów, które naraziły ich firmy na olbrzymie straty, a nawet bankructwa, a ich samych kosztowały karę wieloletniego więzienia. Włoska firma mleczarska Parmalat ogłosiła w 2003 roku bankructwo po tym, jak jej założyciel i właściciel Calisto Tanzi został skazany na 18 lat więzienia za oszustwa. Conrad Black, były prezes brytyjskiej firmy Hollinger International, oszukiwał akcjonariuszy, fałszował dokumenty i ukradł miliony dolarów amerykańskich, za co trafił do więzienia na 3 lata. Kim Woo-Chong, założyciel i współwłaściciel Daewoo, został skazany w 2006 roku na 10 lat więzienia oraz zwrot 22 mln dolarów amerykańskich po udowodnieniu mu oszustwa na aktywach Dewoo (Kraar, 2005). W Szwecji członkowie zarządu firmy ubezpieczeniowej Skandia wydawali na prywatne cele spore sumy pieniędzy, które sięgnęły kwoty 350 mln USD. Gdy sprawa ujrzała światło dzienne w 2003 roku, prezes zarządu Skandii podał się do dymisji, a akcje spółki spa-

dły gwałtownie (Helin i Sandstrom, 2007). Najgłośniejszy upadek ostatnich lat, spowodowany nieetycznym postępowaniem wysokich rangą menedżerów, dotyczył banku inwestycyjnego Lehman Brothers. Przelewarowane inwestycje na derywatywach, podyktowane, jak mówiono otwarcie, chciwością menedżerów, doprowadziły firmę do bankructwa, co zapoczątkowało kryzys na rynkach finansowych w latach 2007–2009 (Lewis, 2015).

Goodpaster (2010) widzi obecnie dwie główne klauzule odnoszące się do etyki biznesu. Pierwsza rozwija się od blisko 50 lat i dotyczy zmiany koncentracji uwagi z akcjonariuszy (ang. *stockholders*) na interesariuszy (ang. *stakeholders*). Zmiana ta jest fundamentalna i odnosi się zarówno do perspektywy myślenia o biznesie, jak i do podejmowania decyzji biznesowych. Tradycyjnie oczekiwano od menedżerów dbania o interesy właścicieli. Obecnie oczekuje się od nich także brania pod uwagę interesów innych grup interesariuszy. Druga klauzula, którą wymienia Goodpaster, jest stosunkowo nowa i nie zagościła na dobre w teorii i praktyce zarządzania, a dotyczy także interesariuszy, lecz widzianych z odmiennej perspektywy. Goodpaster nazywa ją „klauzulą interesariusza", podkreślając, że dbanie o interesy interesariuszy powinno także odbywać się zgodnie z zasadami etyki, co jest moralnie konieczne, lecz nie jest moralnie wystarczające. We współczesnym świecie, pełnym agresywnej konkurencji, łatwo wyobrazić sobie nieetyczne działania przedsiębiorstw uzasadniane dobrem interesariuszy, na przykład oczekiwaniami klientów. Goodpaster przestrzega przed takim relatywizmem moralnym, postulując zachowanie zasad, a w szczególności poszanowania godności drugiego człowieka.

Co zatem jest etyczne w działalności gospodarczej? Kołodko (2007) zauważa, że należy rozdzielić pojęcie „etyki w ekonomii" jako nauce oraz pojęcie „etyki w biznesie i polityce gospodarczej". Nauka ekonomii ma bowiem dwa oblicza – jedno opisowe (ekonomia deskryptywna), które próbuje przedstawić, jak rzeczy się mają, jakie są uwarunkowania przyczynowo-skutkowe zdarzeń oraz sprzężenia zwrotne; i drugie – normatywne (ekonomia postulatywna), które wie jak jest i wypowiada się także, jak być powinno, by było jeszcze lepiej. W przypadku ujęcia normatywnego kwestie etyczne są istotne, gdyż trzeba nieustannie informować, co jest dobre, a co – złe. Jest to niezwykle skomplikowane, gdyż to, co jest dobre dla jednych, może okazać się złe dla drugich.

Współcześnie etyczne postępowanie przedsiębiorstw jest nie tylko wymogiem oczekiwanym powszechnie przez ich właścicieli, klientów, pracowników i pozostałych interesariuszy, lecz także rynkowym imperatywem, wpływającym na wizerunek i wyniki finansowe firm. Nieetyczne działania przedsiębiorstw są natychmiast zauważane przez uczestników rynku. Tak było między innymi

w przypadku firmy Volkswagen, która rozmyślnie zaniżała komunikowane wskaźniki poziomu emisji gazów z silników aut przez nią produkowanych (Blackweder i in., 2016). Firma może stracić swoją reputację i dobre imię w ciągu jednego dnia, odbudowywać je zaś potem latami.

2.3. Teoria interesariuszy

W kontekście idei społecznej odpowiedzialności nie sposób pominąć teorii interesariuszy, która podkreśla znaczenie rozmaitych grup i jednostek społecznego ekosystemu organizacji. Teoria interesariuszy, której autorem jest Freeman (1984), pozwala opisać charakter i dynamikę relacji organizacji z jej społecznym otoczeniem. Identyfikuje oczekiwania środowiska wewnętrznego oraz otoczenia zewnętrznego przedsiębiorstw poprzez reprezentujące je jednostki lub grupy. Sam termin *stakeholders* pojawił się w literaturze anglojęzycznej jako odpowiedź na *shareholders* oznaczający udziałowców[19]. Początkowo, nazwę *stakeholders* tłumaczono na język polski jako grupa/y interesu bądź strategiczni kibice organizacji. Ostatecznie utrwaliło się określenie „interesariusze", które pojawiło się pod koniec lat 90. XX wieku i jest dziś powszechnie stosowanym standardem tłumaczenia tego terminu na język polski.

Jedną z pierwszych definicji „interesariuszy" zaproponowali Freeman i Reed (1998, s. 90), których zdaniem interesariusze są identyfikowalnymi osobami lub grupami, mogącymi mieć wpływ na osiąganie przez organizację zakładanych celów bądź na których proces realizacji celów organizacji może wywierać wpływ. Współcześnie interesariusz to każda osoba lub grupa osób, która może mieć wpływ na działania, decyzje, politykę, praktykę i cele organizacji (Carroll i Buchholtz, 2009, s. 84). W praktycznym ujęciu interesariusze to „osoby zainteresowane działalnością przedsiębiorstwa i wysuwające wobec niego żądania. Obejmują zarówno podmioty zapewniające przedsiębiorstwu zasoby, podmioty ponoszące ryzyko jak i wpływające na poziom tego ryzyka, a także podmioty pozostające w przymusowym lub dobrowolnym związku z przedsiębiorstwem" (Forum Odpowiedzialnego Biznesu, b.d.).

O ile w literaturze przedmiotu panuje zgoda na temat samej definicji pojęcia „interesariuszy", o tyle wśród teoretyków oraz praktyków zarządzania toczy się nieustająca dyskusja na temat tego, kto jest, a kto nie jest interesariuszem przedsiębiorstwa oraz jaki jest jego faktyczny lub potencjalny wpływ na organizację. W tradycyjnym ujęciu najczęściej rozróżniani są inte-

[19] Więcej na ten temat w: Parmar, Freeman, Harrison i in., 2010, s. 405.

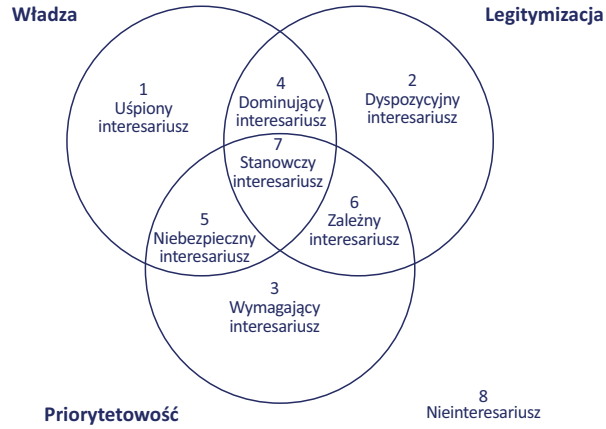
resariusze wewnętrzni (właściciele i pracownicy itp.) oraz zewnętrzni (klienci i dostawcy itp.) (m.in. Donaldson i Preston, 1995; Carroll i Buchholtz, 2009; Pakulska i Poniatowska-Jaksch, 2009a). W powyższym ujęciu interesariusze reprezentują sprzeczne cele: klienci oczekują wysokiej jakości produktów w atrakcyjnej cenie, pracownicy – jak najwyższych płac, właściciele zaś – najwyższych zysków. W efekcie konkurencyjność powyższych celów sprawia, że wielkość i skala oddziaływania interesariuszy wewnętrznych i zewnętrznych jest uzależniona od siły przetargowej każdego z nich. Stąd też konsumenci organizują się w stowarzyszenia i organizacje, pracownicy – w związki zawodowe, natomiast przedsiębiorstwa dążą do pozycji monopolistycznej (Pakulska i Poniatowska-Jaksch, 2009a).

Inni autorzy także dzielą interesariuszy na dwie grupy, lecz nie o konkurencyjnych a komplementarnych celach – interesariuszy głównych oraz drugorzędnych (m.in. Freeman, 1984; Clarkson, 1995; Mitchell, Agle i Wood, 1997; Magness, 2008). Interesariusze główni to ci, bez których trwałego uczestnictwa przedsiębiorstwo nie mogłoby istnieć. Zwykle wśród nich są udziałowcy i inwestorzy, pracownicy, klienci i dostawcy, a także interesariusz publiczny, w postaci rządu i lokalnych społeczności, zapewniających infrastrukturę, rynki oraz przepisy prawa i regulacje. Między tą grupą interesariuszy a przedsiębiorstwem występuje wysoki stopień współzależności. Interesariusze drugorzędni wpływają bądź oddziałują na przedsiębiorstwo, ale nie są zaangażowani w transakcje z przedsiębiorstwem oraz nie są niezbędni dla jego przetrwania. Media oraz grupy nacisku społecznego zaliczane są między innymi do tej grupy interesariuszy (Clarkson, 1995).

Sposoby oddziaływania interesariuszy na organizację zostały zaprezentowane w modelu zaproponowanym przez Mitchell, Agle i Wood (1997). Przedstawili oni typologię atrybutów interesariuszy, zakładając, iż posiadają: legitymizację, władzę oraz priorytetowość. Gdy powyższe trzy atrybuty przenikają się wzajemnie, w sposób przedstawiony na rysunku 10, powstaje osiem kategorii interesariuszy, które pozwalają na lepsze zrozumienie fenomenu ich oddziaływania. Legitymizacja odnosi się do odbieranej wagi lub stosowności żądania interesariusza w stosunku do interesu (ang. *stake*). Tym samym interesariusze główni reprezentują wysoki stopień legitymizacji w związku z ich jawnym, formalnym i bezpośrednim stosunkiem do przedsiębiorstwa. Władza odnosi się do umiejętności lub kompetencji wytworzenia produktu – do wykonania czegoś, co w innym wypadku by nie powstało. Dlatego też bez względu na to czy interesariusz posiada wyżej wymienioną legitymizację, czy też nie, władza oznacza, że może on wpływać na przedsiębiorstwo. Przykładem może być działalność organizacji pozarządowych, które poprzez media wpływają niejednokrotnie bezpośrednio na działalność danej branży lub

grupy przedsiębiorstw. Priorytetowość odnosi się do stopnia, w jakim interesariusz żąda od przedsiębiorstwa natychmiastowej uwagi lub odpowiedzi. Może też sugerować, że coś jest krytyczne i naprawdę musi zostać wykonane lub też musi zostać wykonane natychmiast, lub w krótkim czasie. Na przykład strajk pracowników lub bojkot konsumentów mogą być postrzegane przez zarząd przedsiębiorstwa jako sprawa pilna i priorytetowa.

Rysunek 10. Typologia interesariuszy



Źródło: opracowanie własne na podstawie: R.K. Mitchell, B.R. Agle i D.J. Wood. (1997). Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defending the Principle of Who and What Really Counts. *Academy of Management Review*, *22*(4), s. 874.

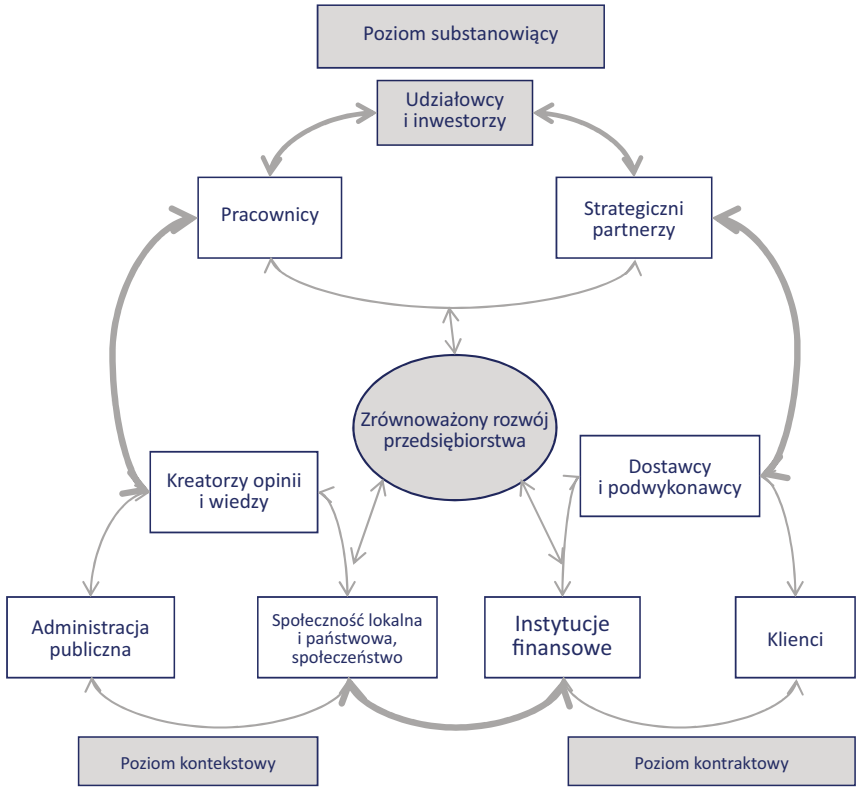
Obecnie przedstawione powyżej podziały interesariuszy skomplikowały się i nie są już tak ostre. Trudno bowiem na przykład powiedzieć, że działania rynków kapitałowych, które należałoby zakwalifikować do grona interesariuszy zewnętrznych lub drugorzędnych, nie oddziałują bezpośrednio na wewnętrzne stosunki w organizacji, chociażby w postaci wahających się kursów akcji wpływających na jej wartość rynkową.

W związku z powyższym obecnie bardziej adekwatna do warunków panujących w gospodarce wydaje się być typologia klasyfikująca interesariuszy pod względem ich znaczenia dla organizacji, którą zaproponowali Rodriguez i Ricart (2002). W praktyce łączy ona cechy wymienionych powyżej dychotomii interesariuszy i w efekcie dzieli ich na trzy grupy: interesariuszy substanowiących, bez których przedsiębiorstwo nie mogłoby istnieć, między innymi: pracowników i właścicieli; interesariuszy kontraktowych, których związek z przedsiębiorstwem ma formę formalnego bądź nieformalnego kontraktu – klientów, dostawców, konkurentów, instytucji finansowych; oraz interesariuszy kontekstowych, którzy pełnią fundamentalną funkcję w osią-

ganiu przez przedsiębiorstwo dobrego imienia i społecznej akceptacji dla swojej działalności – m.in.: administracja lokalna, regionalna i państwowa, media (rys. 11).

Powyższa typologia prezentuje nowe spojrzenie na różnorodną naturę interesariuszy, bez poddawania wartościowaniu ich roli i znaczenia dla organizacji. Rodriguez i Ricart porządkują wzajemne relacje pomiędzy interesariuszami a przedsiębiorstwem, jednocześnie podkreślając, że charakter tej relacji jest bilateralny, a wzajemne relacje występujące pomiędzy samymi interesariuszami mogą także być istotne dla organizacji.

Rysunek 11. Przedsiębiorstwo i jego interesariusze



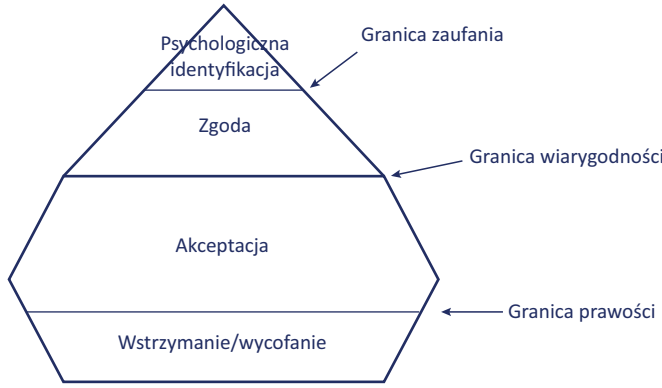
Źródło: opracowanie własne na podstawie: M.A. Rodriguez i J.E. Ricart. (2002). Towards the Sustainable Business. *IESE Universidad Navarra, Revista de Antiguos Alumnos*, (86), s. 31.

W literaturze przedmiotu rozwijany jest także wątek społecznej licencji przedsiębiorstw do działania (ang. *Social Licence to Operate*), przez którą rozumie się percepcję społeczności lokalnej w zakresie akceptowania (bądź nieakceptowania) organizacji i sposobów jej działania (Boutilier i Thomson,

2011). Boutilier i Thomson (2011) przedstawili model społecznej licencji do działania, który przedstawia relacje przedsiębiorstwa z interesariuszami pod kątem ich akceptacji dla działań przedsiębiorstwa (rys. 12).

Niektóre organizacje przyjmują model społecznej licencji do działania jako część swojej strategii społecznej odpowiedzialności. W tym kontekście Wilburn i Wilburn (2011) proponują podział interesariuszy przedsiębiorstwa na uprawnionych i nieuprawnionych. Interesariuszom uprawnionym przysługuje głos w przyznawaniu społecznej licencji do działania, natomiast interesariuszom nieuprawnionym – jedynie opinia. W ramach dialogu oraz procesu negocjacji z interesariuszami, następuje proces dostosowania się wartości i norm organizacji do oczekiwań społeczności lokalnej, co z kolei prowadzi do uzyskania przez nią akceptacji do działania. Proces ten ma szczególne znaczenie dla przedsiębiorstw działających na różnych rynkach, w różnych krajach i w różnych kulturach.

Rysunek 12. Piramida społecznej licencji przedsiębiorstw do działania



Źródło: opracowanie własne na podstawie: R. Boutilier i I. Thomson. (2011). *Modelling and measuring the social licence to operate fruits of a dialogue between theory and practice*, s. 2. Pozyskano z: http://socialicense.com/publications/Modelling%20and%20Measuring%20the%20SLO.pdf (dostęp: 5.12.2021).

Warto podkreślić, że koncepcja interesariuszy ma swoich zarówno zwolenników, jak i przeciwników. Jak zauważają Phillips, Freeman i Wicks (2003), nie jest łatwo ich rozróżnić. Teoria interesariuszy jest bowiem na tyle szeroka, że tak jej wyznawcy, jak i adwersarze mogą znaleźć w niej użyteczne elementy i pozytywne aspekty. Zwolennicy koncepcji interesariuszy argumentują, że rozwijanie i utrzymywanie trwałych relacji z otoczeniem wpływa pozytywnie na proces budowania wartości przedsiębiorstwa i dlatego firmy powinny uwzględniać cele i oczekiwania interesariuszy w swoich działa-

niu i strategii (m.in.: Freeman, 1984; Clarkson, 1995; Wheeler i Sillanpaa, 1997; Phillips, 2003; Carroll i Buchholtz, 2009; Paliwoda-Matiolańska, 2009; Adamczyk, 2009; Purnell i Freeman, 2012; Ketokivi i Mahoney, 2015; Freeman, Kujala, Sachs i Stutz, 2017; Miles, 2017; McGahan, 2023; Ramoglou, Zyglidopoulos i Papadopoulou, 2023). Wheeler i Sillanpaa (1997) postulują budowanie „korporacji interesariuszy" poprzez „symbiozę interesariuszy", w której wszyscy interesariusze są od siebie wzajemnie zależni, a zatem od wszystkich zależy sukces finansowy i dobrobyt każdego z nich.

Krytycy teorii interesariuszy zwracają zaś uwagę, że stoi ona w sprzeczności z teorią agencji (m.in.: Goodpaster, 1991; Sternberg, 1997; Marcoux, 2003; Phillips, Freeman i Wicks, 2003; Jensen, 2010;). Menedżerowie kierujący się w swoich decyzjach celami interesariuszy, a więc nie tylko wynikami finansowymi przedsiębiorstwa, łamią moralne i prawne zobowiązania. Jensen (2010) zauważa ponadto, że teoria obierania wielu celów (zaspokajających potrzeby wielu interesariuszy) przez menedżerów prowadzi w konsekwencji do niezrealizowania żadnego. Przyjmując bowiem, że celem nadrzędnym menedżerów przedsiębiorstwa jest budowanie jego wartości dla właścicieli i akcjonariuszy, troszczenie się o interesy innych grup nie ma uzasadnienia i prowadzi do awersji do podejmowania ryzyka oraz braku decyzyjności. Goodpaster (1991) sytuację tę nazywa „paradoksem interesariusza", w którym uwzględnianie przez menedżerów oczekiwań interesariuszy jest wyłącznie kolejnym narzędziem do pomnażania zysku. Teoria interesariuszy postuluje ponadto, że cele wszystkich interesariuszy powinny być traktowane równorzędnie, a potrzeby zaspokajane w równym stopniu. Zauważyć jednak należy, że ponoszone przez interesariuszy nakłady nie są równe, a każda z grup troszczy się przede wszystkim o własne plany i dążenia (Donaldson i Preston, 1995; Sternberg, 1997; Phillips, Freeman i Wicks, 2003).

Sceptycy teorii interesariuszy podkreślają również, że w praktyce niezwykle trudno uzasadnić, kto jest, a kto nie interesariuszem firmy, ponieważ brakuje jakichkolwiek ram prawnych czy też standardów w tej kwestii (Phillips, 2003). Sternberg (1997) twierdzi ponadto, że postulując wykorzystanie zasobów przedsiębiorstwa dla dobra wszystkich jego grup interesów, teoria interesariuszy podważa prawa własności. Odmawia ona bowiem właścicielom przedsiębiorstw możliwości decydowania o swojej własności. Greenwood i Mir (2018) stawiają zarzut, że w teorii interesariuszy tkwi niewykorzystany potencjał, lecz dotychczas nie spełniła ona oczekiwań przed nią stawianych.

Mimo głosów krytycznych, organizacje prowadzą dialog ze swoimi interesariuszami i istnieje wiele powodów, dla których to czynią. Tudler i Zwart (2006, s. 361) przytaczają trzy rodzaje argumentów:

- pragmatyczne – zyskanie akceptacji interesariuszy dla prowadzonych działań ma właściwości buforujące – pozwala redukować napięcia i wypracować rozwiązania w obszarach konfliktowych;
- etyczne – demokratyczne podejmowanie decyzji przez przedsiębiorstwo oraz uwzględnianie interesów różnych stron, pozwala na rozwijanie podzielanych zasad i wartości;
- merytoryczne – dialog z interesariuszami wpływa na jakość podejmowanych decyzji i stosowanych rozwiązań.

Zauważyć także należy, że zarządzanie relacjami z interesariuszami wiąże się nierozerwalnie z ponoszeniem kosztów przez przedsiębiorstwo. Jedna z największych firm w Polsce, PKN Orlen S.A., definiuje 20 grup interesariuszy „ważnych" oraz „kluczowych" (m.in.: rynek kapitałowych, pracowników, podwykonawców i dostawców, społeczeństwo i środowisko naturalne), z którymi prowadzi dialog społeczny i przeprowadza projekty badawcze mające na celu lepsze ich poznanie (PKN Orlen, 2020). Zbieranie informacji na temat interesariuszy, budowanie relacji z nimi, koordynowanie współpracy oraz motywowanie do niej łączą się nierozerwalnie z podejmowaniem zobowiązań oraz ponoszeniem wydatków prowadzonych działań, którym towarzyszą koszty transakcyjne[20]. Gruszecki (2002) zauważa, że w wymianie rynkowej koszty transakcyjne sprowadzają się do kosztów koordynacji, kosztów motywacji, tworzonych przez niekompletność i asymetrię informacji oraz wynikających z niedoskonałości samych umów, oraz kosztów egzekucji umów. Nawiązywanie, budowanie i utrzymywanie relacji z interesariuszami, z jednej strony, wymaga od przedsiębiorstw koordynacji oraz przygotowywania i zawierania formalnych i nieformalnych umów, co w konsekwencji prowadzi do ponoszenia ww. kosztów. Z drugiej zaś – wytrwałość w utrzymywaniu dobrych relacji z interesariuszami prowadzi w efekcie do obniżenia kosztów transakcyjnych oraz uzyskania trwałej przewagi konkurencyjnej (Wang i Choi, 2013; Ketokivi i Mahoney, 2016; Jones, Harrison i Felps, 2018).

Podsumowując, warto zauważyć, że teoria interesariuszy stała się obecnie kluczowym elementem koncepcji społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw. Uznaje ona, że przedsiębiorstwa mają obowiązki i zobowiązania wobec szerokiego spektrum osób, grup i organizacji, które są w jakikolwiek sposób zainteresowane lub zaangażowane w działalność firmy. Teoria ta podkreśla znaczenie włączania się w dialog z różnymi interesariuszami, aby lepiej

[20] Koszty transakcyjne rozumiane jako koszty koordynacji alokacji zasobów w ramach przedsiębiorstwa. W świecie rzeczywistym zawsze istnieją koszty zbierania informacji, negocjowania i egzekwowania umów itp. Więcej na ten temat w: Gruszecki, 2002, s. 129–130; 253–255.

zrozumieć i reagować na ich oczekiwania i potrzeby. W efekcie prowadzi to do bardziej zrównoważonego i odpowiedzialnego podejścia do zarządzania, które może przynieść korzyści zarówno dla firmy, jak i dla społeczności, w której działa.

2.4. Zrównoważony rozwój

Już od lat 70. XX wieku intensywnie rozwijanym polem badawczym ekonomii i nauk o zarządzaniu pozostaje dbałość o zasoby warunkujące trwały rozwój gospodarczy i wskazuje się, że kreacja, alokacja i podział zasobów oraz efektów ich wykorzystywania nie mogą być sprzeczne z zachowaniem naturalnego środowiska człowieka (Noga, 2009). Idea zrównoważonego rozwoju (ang. *sustainablity*) została zapoczątkowana przez Organizację Narodów Zjednoczonych, która w 1987 roku opublikowała raport grupy ekspertów pod przewodnictwem byłej premier Norwegii, Gro Harlem Brudtland, zatytułowany *Nasza wspólna przyszłość* (ONZ, 1991). Stał się on przyczynkiem do pierwszego „Szczytu Ziemi" – konferencji ONZ, która odbyła się w 1992 roku w Rio de Janeiro. Sformułowano w nim pierwszą definicję zrównoważonego rozwoju: *Meeting the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs*, co można przetłumaczyć na język polski jako „zaspokajanie potrzeb teraźniejszości bez narażania zdolności przyszłych pokoleń do zaspokajania ich własnych potrzeb" (ONZ, 1991). Wówczas przyjęto także wytyczne zrównoważonego rozwoju, który bierze pod uwagę trzy wymiary *People*, *Planet*, *Profit*, czyli wymiar społeczny, ekologiczny i ekonomiczny – wszystkie wymagające zintegrowania działań w obszarze wzrostu gospodarczego, ochrony zasobów naturalnych oraz rozwoju społecznego.

Problematyka ekologii i zrównoważonego rozwoju znajduje swoje odzwierciedlenie w naukach o zarządzaniu także w etyce biznesu za sprawą ekoetyki[21] i trzech wyróżniających się wśród niej głównych nurtów. Pierwszym z nich jest nurt głębokiej ekologii, który został zapoczątkowany przez norweskiego filozofa Arne Naessa jako nurt filozoficzny, a następnie ruch społeczny na początku lat 70. XX wieku[22]. Głęboka ekologia zrodziła się jako wyraz rozczarowania głównym nurtem kultury zachodnioeuropejskiej,

[21] Ekoetyka – etyka ekologiczna, etyka środowiskowa – nurt etyki, której główną ideą jest związek człowieka z otoczeniem, utrzymujący naturalną równowagę i harmonię. Więcej na ten temat zob. Encyklopedia PWN, b.d.

[22] Więcej na ten temat zob. Stowarzyszenie Pracownia na rzecz Wszystkich Istot. (b.d.). *Filozofia głębokiej ekologii.* https://pracownia.org.pl/o-pracowni/filozofia-glebokiej-ekologii (dostęp: 8.04.2023).

przesiąkniętej duchem konsumpcjonizmu oraz postępującą degradacją środowiska naturalnego. Starała się znaleźć odpowiedzi na takie pytania, jak: dlaczego żyjemy, tak jak żyjemy? Jakie jest znaczenie życia? Jakie są najważniejsze cele w życiu? Których wartości naprawdę niezbędnie potrzebujemy? Dlaczego niszczymy przyrodę? Co to jest właściwy sposób życia?

Kolejnym nurtem jest humanizm ekologiczny (ekohumanizm) Skolimowskiego, twórcy ekofilozofii. Ekohumanizm to gałąź filozofii ekologicznej obejmująca zagadnienia aksjologiczne, kosmologiczne, teologiczne, etyczne, epistemologiczne i antropologiczne (Iwanicka, 2007). Ekofilozofię, łącznie z innymi prądami filozofii ekologicznej, uznaje się za teoretyczną i aksjologiczną podbudowę współczesnego światopoglądu ekologicznego, proekologicznego systemu wartości oraz uzasadnienie koncepcji zrównoważonego rozwoju. U jej podstaw leży holizm, czyli całościowe postrzeganie rzeczywistości oraz podejście ewolucyjne (procesualne), dostrzegające jedność, wzajemne powiązanie i celowość życia biologicznego, świata i kosmosu. Degradacja środowiska naturalnego jest punktem wyjścia do radykalnej krytyki nowożytnej cywilizacji zachodniej, która w zamian zachęca do patrzenia na świat jako „sanktuarium" (Skolimowski, 1993).

Ostatnim nurtem jest ekologia społeczna Znanieckiego, współtwórcy ekologii społecznej, czyli koncepcji badawczej postulującej badanie procesów ekologicznych – segregacji, koncentracji, inwazji i sukcesji – zachodzących na obszarach miasta[23]. Ekologia społeczna zajmuje się m.in. badaniami interakcji i wzajemnych relacji społeczeństwa ze środowiskiem naturalnym; wpływu środowiska geograficznego na sposób życia zbiorowości ludzkich, procesów ich adaptacji do środowiska naturalnego oraz usytuowania w przestrzeni; relacji społeczno-przestrzennych na terenie miast w sposób analogiczny do badań procesów ekologicznych prowadzonych przez biologów oraz wpływu środowiska naturalnego na społeczeństwo (Leoński, 2006).

Mówiąc o zrównoważonym rozwoju, nie sposób pomiąć 17 Celów Zrównoważonego Rozwoju (ang. *17 Sustainable Development Goals*, 17 SDGs), czyli zestawu globalnych celów ustanowionych przez ONZ w 2015 roku[24] oraz „Agendy 2030", czyli planu działania na rzecz ich realizacji do 2030 roku, który we wrześniu 2015 roku przyjęły uchwałą wszystkie kraje członkowskie Organizacji Narodów Zjednoczonych[25]. Na 17 celów głównych składa się 169 zadań, do których zaplanowano 232 unikalne wskaźniki słu-

[23] Więcej na ten temat zob. https://www.ekoportal.eu/ekologia-spoleczna/ (dostęp: 8.04.2023).

[24] Zob. https://www.un.org.pl/ (dostęp: 20.04.2023).

[25] Zob. https://sdgs.un.org/2030agenda (dostęp: 20.04.2023).

żące ocenie postępu ich realizacji[26]. 17 Celów Zrównoważonego Rozwoju obrazuje grafika opracowana przez ONZ, do której każdy ma dostęp poprzez stronę internetową ONZ i może z niej korzystać (rys. 13).

Rysunek 13. 17 Celów Zrównoważonego Rozwoju ONZ



Źródło: https://www.un.org.pl/ (dostęp: 20.04.2023).

ONZ wezwała wszystkie kraje członkowskie do podejmowania zdecydowanych działań na rzecz realizacji 17 celów w ramach globalnego partnerstwa. Wymaga to współpracy na różnych poziomach, w tym rządów, sektora publicznego i prywatnego, społeczeństwa i wszystkich interesariuszy. Agenda 2030 i 17 SDGs zakładają niepozostawienie nikogo w tyle i dążenie do zrównoważonego rozwoju, który uwzględnia potrzeby wszystkich ludzi, niezależnie od ich sytuacji życiowej, miejsca zamieszkania, narodowości, religii czy kultury. Rząd Polski także przyjął cele zrównoważonego rozwoju oraz Agendę

[26] Zob. https://kampania17celow.pl/agenda-2030/ (dostęp: 20.04.2023).

2030 za swój cel strategiczny. Obecnie Polska zajmuje 9 miejsce na świecie[27] pod względem realizacji Agendy 2030 wśród 195 krajów ONZ, tuż za Finlandią (I miejsce), Szwecją, Danią, Niemcami, Austrią Francją, Norwegią i Czechami. Za mierzenie postępów w realizacji Agendy 2030 w Polsce odpowiedzialny jest Główny Urząd Statystyczny, który przygotował specjalny portal prezentujący dane, informacje i wyniki dla Polski[28]. Można na nim znaleźć międzynarodowe wskaźniki realizacji Agendy 2030, ustanowione przez ONZ, ale również krajowe, które nasz rząd przyjął dla odzwierciedlenia własnej, lokalnej specyfiki. GUS opracowuje ponadto roczne raporty *Polska na drodze zrównoważonego rozwoju*, które są publikowane na portalu w formie elektronicznej. Ostatni dostępny raport przedstawia dane i wskaźniki za 2022 rok[29].

Na poziomie makroekonomicznym zrównoważony rozwój można rozumieć jako proces zmian, który stymuluje wzrost gospodarczy niezbędny do dobrobytu społeczeństwa, jego poczucia bezpieczeństwa i sprawiedliwości społecznej, jak również ochrony środowiska naturalnego jako dobra najwyższego (Adamczyk, 2009). Koncepcja zrównoważonego rozwoju może być również skuteczną strategią w pokonywaniu zjawisk kryzysowych, zwłaszcza kryzysu ekonomicznego. Dąży ona bowiem do stworzenia warunków symbiozy z otoczeniem oraz poszukiwania odpowiedzi na pytanie, jak dokonywać transformacji polityki ze wzrostu krótkoterminowego, będącego rezultatem pojedynczych usprawnień w procesie działania i zarządzania, do polityki wzrostu spójnego i zrównoważonego, w którym przedsiębiorstwo przystosowuje się do zmian w sposób ciągły (Nogalski i Szpitter, 2014).

Na poziomie mikroekonomicznym zrównoważony rozwój przedsiębiorstwa dotyczy problematyki jego funkcjonowania poprzez integrację celów ekonomicznych, ekologicznych i społecznych i wiąże się z procesem efektywnego wytwarzania społecznie pożądanych produktów i usług, przy ograniczaniu zużywania zasobów przyrody i przestrzeganiu ochrony środowiska, zapewniając równocześnie spełnianie oczekiwań interesariuszy (Adamczyk i Nitkiewicz, 2007; Adamczyk, 2009). Trzy wymiary zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstwa: ekonomiczny, środowiskowy i społeczny, wraz z towarzyszącymi im obszarami zainteresowań, zostały przedstawione na rysunku 14.

Grudzewski, Hejduk, Sankowska i Wańtuchowicz (2010, s. 27) określają trwały i zrównoważony rozwój jako szczególnego rodzaju „mega paradygmat

[27] Na portalu ONZ na bieżąco można sprawdzać światowy ranking realizacji celów zrównoważonego rozwoju zob. https://dashboards.sdgindex.org/rankings (dostęp: 20.04.2023).

[28] Zob. https://sdg.gov.pl/ (dostęp: 20.04.2023).

[29] Zob. https://raportsdg.stat.gov.pl/ (dostęp: 20.04.2023).

Rysunek 14. Trzy wymiary zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstwa



Źródło: S. Zapłata i M. Kaźmierczak. (2011). *Ryzyko, ciągłość biznesu, odpowiedzialność społeczna. Nowoczesne koncepcje zarządzania*. Wolters Kluwer Business, s. 161.

współczesności". Ich zdaniem *sustainability* to zdolność przedsiębiorstwa do ustawicznego uczenia się, adaptacji i rozwoju, rewitalizacji, rekonstrukcji oraz reorientacji dla utrzymania trwałej i wyróżniającej pozycji na rynku poprzez oferowanie ponadprzeciętnej wartości nabywcom dziś i w przyszłości. Dzięki ograniczonej zmienności konstytuującej modele biznesowe zrównoważonego rozwoju, kreowane zostają nowe możliwości i cele oraz odpowiedzi na nie, a jednocześnie równoważone pozostają interesy różnych grup. Przedsiębiorstwa, które są w stanie dostosować się do wyżej wymienionych oczekiwań, określane są jako „przedsiębiorstwa przyszłości", łączące wiele procesów jednocześnie, przeplatających się i nakładających się na siebie (Hejduk i Grudzewski, 2014, s. 14).

Pakulska i Poniatowska-Jaks (2009b) zwracają uwagę, że w literaturze przedmiotu można odnotować wąskie i szerokie rozumienie koncepcji zrównoważonego rozwoju. Ujęcie wąskie koncentruje się wyłącznie na uwzględnieniu czynników ekologicznych w koncepcji zrównoważonego rozwoju, podczas gdy ujęcie szerokie – zalicza do niego obok czynników środowiskowych, także społeczne i ekonomiczne.

W odróżnieniu od koncepcji społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw zrównoważony rozwój znajduje swoje odzwierciedlenie w obowiązujących w wielu krajach przepisach prawa. W Polsce, jak zauważa Borys (2012), zrównoważony rozwój jest swoistym reprezentantem nowego paradygmatu rozwoju i jednocześnie jedyną jego koncepcją, która ma swoją definicję prawną, w tym zapis w Konstytucji[30]. W ustawie o prawie ochrony

[30] Konstytucja Rzeczpospolitej Polskiej z dnia 2. kwietnia 1997 r. (Dz.U. 1997 Nr 78 poz. 483, art. 5).

środowiska z dnia 27 kwietnia 2001 roku czytamy, że zrównoważony rozwój to „rozwój społeczno-gospodarczy, w którym następuje proces integrowania działań politycznych, gospodarczych i społecznych, z zachowaniem równowagi przyrodniczej oraz trwałości podstawowych procesów przyrodniczych, w celu zagwarantowania możliwości zaspokajania podstawowych potrzeb poszczególnych społeczności lub obywateli zarówno współczesnego pokolenia, jak i przyszłych pokoleń”[31].

Unia Europejska przyjęła trwały i zrównoważony rozwój jako cel strategiczny, zapisany w najważniejszym dokumencie programu gospodarczo-społecznego Unii, czyli w *Strategii lizbońskiej* (na lata 2000–2010), a następnie w jej kontynuacji *Strategii Europa 2020* (na lata 2010–2020) (Komisja Europejska, 2010), której głównym celem stało się stworzenie na terytorium Europy konkurencyjnej, nowoczesnej i ekologicznej gospodarki, mogącej konkurować z innymi, potężnymi gospodarkami świata. Sama strategia skupiała się na pięciu obszarach: innowacyjności, zatrudnienia, edukacji, włączenia społecznego oraz zmian klimatu i energii. W każdym z powyższych obszarów wszystkie państwa członkowskie wyznaczały własne, lokalne cele. Najnowsza strategia Unii Europejskiej w obszarze zrównoważonego rozwoju, ogłoszona w 2019 roku, została zatytułowana *Zrównoważona Europa do 2030 roku* (Komisja Europejska, 2019b) i obejmuje wiele działań i inicjatyw, które wyznaczają kierunek rozwoju strategii na rzecz wzrostu gospodarczego i zrównoważonego rozwoju, ale jednocześnie nie wykluczają innych priorytetów państw członkowskich, które będą miały większą swobodę decydowania o tym czy i w jaki sposób uwzględnią w swoich działaniach cele zrównoważonego rozwoju. Takie zindywidualizowane podejście było postulowane przez te kraje członkowskie, którym transformacja energetyczna i przestawienie gospodarki na funkcjonowanie oparte wyłącznie na odnawialnych źródłach energii zajmie dłuższy czas niż krajom, które już obecnie z tych źródeł korzystają w znacznym stopniu.

Rozwinięciem koncepcji zrównoważonego rozwoju jest koncepcja autorstwa Elkingtona (1998) zatytułowana *Triple Bottom Line* (TBL), w której celem przedsiębiorstw również nie jest wyłącznie budowanie wartości ekonomicznej, lecz współtworzenie wartości społecznej oraz działanie na rzecz ochrony środowiska naturalnego (Savitz i Weber, 2006, s. 23). W odróżnieniu zatem od poglądów Friedmana (1970), zgodnie z którymi koszty zewnętrzne nie powinny być uwzględniane w bilansie przedsiębiorstwa, koncepcja *Triple Bottom Line* postuluje uwzględnianie kosztów społecznej działalności oraz ochrony środowiska w kosztach przedsiębiorstw (Robins, 2006). Stąd też jej nazwa, w której

[31] Ustawa z dnia 27 kwietnia 2001 roku – Prawo ochrony środowiska (Dz.U. 2001 Nr 62 poz. 627, art. 3 pkt 50).

jako *Bottom Line* określa się minimalne koszty ekonomiczne, które przedsiębiorstwo musi ponieść, być nie przynosić straty. Potrójna linia wyników[32] składa się zatem nie tylko z kosztów finansowych, lecz także tych często trudno mierzalnych w kategoriach finansowych – społecznych i środowiskowych.

Zdaniem Savitza i Webera (2006) koncepcja TBL jest esencją zrównoważonego rozwoju i jednocześnie odbiciem wzrostu wartości firmy, biorąc pod uwagę zarówno zysk, wartość dla akcjonariuszy i właścicieli, jak i kapitał społeczny i środowiskowy (tab. 6). Należy jednak pamiętać, że niezwykle trudno jest ocenić w kategoriach finansowych wpływ przedsiębiorstwa na społeczność lokalną czy też prawa człowieka w nim honorowane. Z tego też powodu tradycyjne, roczne raporty finansowe firm takich danych nie uwzględniają. To, co mogą natomiast uwzględniać, to komentarze i wyjaśnienia zarządu firmy, na temat prowadzonej działalności społecznej i środowiskowej. Szerzej tego typu informacje są udzielane w raportach niefinansowych, omówionych w rozdziale 4.6.

Tabela 6. Triple Bottom Line – obszary kreowania wartości

Typowe miary wartości	Wartość ekonomiczna	Wartość środowiskowa	Wartość społeczna
	sprzedaż, zyski, ROI	jakość powietrza	praktyki pracownicze
	zapłacone podatki	jakość wody	wpływ na społeczność lokalną
	przepływy pieniężne	zużycie energii	prawa człowieka
	miejsca pracy	ilość odpadów	odpowiedzialność za produkty
	SUMA	**SUMA**	**SUMA**

Źródło: opracowanie własne na podstawie: A.W. Savitz i K. Weber. (2006). *The Triple Bottom Line: How today's best-run companies are achieving economic, social and environmental success and how you can too.* Wiley, s. xiii.

Zrównoważony rozwój wymaga przyjęcia nowego paradygmatu zarządzania, który zrewidowałby podstawowe założenia i wartości w ramach holistycznego spojrzenia na przedsiębiorstwo i jego oddziaływanie na otoczenie zewnętrzne i wewnętrzne. Zgodnie z nim organizacja musi zaspokajać potrzeby otoczenia, a otoczenie – potrzeby organizacji. Organizacja, która nie zaspokaja potrzeb otoczenia musi przestać istnieć, ponieważ „otoczenie zredukuje zasilanie jej przekazywane" (Koźmiński i Obłój, 1989, s. 19). Ogólnym celem działania organizacji w myśl tej koncepcji jest przetrwanie i rozwój. W swojej koncepcji Koźmiński i Obłój (1989, s. 136–139) wyróżnili cztery

[32] Takie tłumaczenie angielskiego terminu *Triple Bottom Line* występuje w polskojęzycznej literaturze źródłowej.

pola analizy równowagi organizacyjnej: równowagę materialną zewnętrzną, równowagę społeczną zewnętrzną, równowagę materialną wewnętrzną oraz równowagę społeczną wewnętrzną. Ich podejście zakłada, że równowaga ma wymiar materialny i społeczny, wewnętrzny i zewnętrzny. Kryteria równowagi organizacyjnej powstają w procesie negocjacji i przetargów między organizacją a jej otoczeniem zewnętrznym i środowiskiem wewnętrznym. Na ich podstawie zachodzi proces równowagi organizacyjnej, która przebiega w procesie dostosowywania się relacji wewnątrzorganizacyjnych między organizacją a jej otoczeniem. Brak równowagi społecznej skutkuje zmniejszeniem skłonności uczestników do działań na rzecz organizacji, zaś brak równowagi materialnej – do zmniejszania ekonomicznej efektywności działania. Zdolność organizacji do przetrwania zależy od umiejętności kadry kierowniczej do trafnego ustalania kryteriów równowagi i ich spełniania (Koźmiński i Obłój, 1989). Koncepcję zrównoważonego i trwałego rozwoju przedsiębiorstwa można zatem rozumieć również jako proces efektywnego zarządzania, w którym przedsiębiorstwo uczy się, jak zwiększać swoją adaptacyjność do zmian otoczenia, jak wykorzystywać pojawiające się szanse oraz jak niwelować zagrożenia (Paliwoda-Matiolańska, 2009).

Z punktu widzenia funkcjonowania przedsiębiorstw zrównoważony rozwój obejmuje takie aspekty, jak recykling produktów, zrównoważone strategie i procesy biznesowe oraz modele biznesowe (Aldowaish i in., 2022). Można go zdefiniować jako udaną adaptację do zmian i znalezienie możliwości oferowania wartościowych usług, dostarczanych wydajnie i skutecznie w drodze zrównoważonego rozwoju poprzez uwzględnianie czynników środowiskowych, społecznych i ekonomicznych w celu zwiększenia efektywności (Schalock, Verdugo i Lee, 2016). Filary zarządzania, które w szczególności odnoszą się do zrównoważonego rozwoju, można sklasyfikować w następujący sposób: (1) strategia korporacyjna; (2) zarządzanie zasobami ludzkimi; (3) zarządzanie wiedzą i innowacjami; (4) wskaźniki i narzędzia oceny; (5) ujawnianie danych niefinansowych oraz (6) zintegrowane systemy zarządzania (Nunhes i in., 2020).

Zdaniem Abhayawansa i Mooneeapen (2022) ścieżki wejścia na drogę zrównoważonego rozwoju mogą być różnego rodzaju, ale by były skuteczne, wymagają systemowego podejścia. Wśród nich widzą oni między innymi działania już pojawiające się w otoczeniu przedsiębiorstw, które nazywają „systemami", postulując tym samym konieczność zmiany:

- system, który zachęca do minimalizacji konsumpcji lub nakłada osobiste i instytucjonalne limity lub kwoty na energię, towary, wodę itp.;
- system zaprojektowany w celu maksymalizacji korzyści społecznych i środowiskowych, a nie priorytetowego traktowania wzrostu gospodarczego;

- system o obiegu zamkniętym, w którym nic nie może być marnowane lub wyrzucane do środowiska, który ponownie wykorzystuje, naprawia i przerabia zamiast recyklingu;
- system, który kładzie nacisk na dostarczanie funkcjonalności i doświadczenia, a nie na własności produktu[33];
- system zaprojektowany w celu zapewnienia satysfakcjonujących doświadczeń zawodowych dla wszystkich, który zwiększa ludzką kreatywność i umiejętności;
- system oparty na współpracy i dzieleniu się, a nie na agresywnej konkurencji.

Powyższe zmiany systemowe wymagają fundamentalnie odmiennego podejścia do celu działalności gospodarczej i niemal każdego aspektu jej prowadzenia. Zmuszają do ponownej konceptualizacji celu istnienia przedsiębiorstwa oraz logiki tworzenia jego wartości (więcej na temat w rozdz. 5.2).

Idea zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstw jest także obecna na rynkach kapitałowych, przede wszystkim za sprawą inwestycji społecznie odpowiedzialnych, „zielonych" czy ekologicznych oraz indeksów ESG i zrównoważonego rozwoju (omówionych szerzej w rozdz. 4.5). Grupa Robeco, która specjalizuje się w zarządzaniu aktywami i promuje odpowiedzialne praktyki inwestycyjne, określa zrównoważony rozwój jako podejście biznesowe, które tworzy długookresową wartość przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy poprzez wykorzystanie okazji oraz zarządzanie rodzajami ryzyka pochodzącymi z ekonomicznych, środowiskowych i społecznych wyzwań (Robeco, 2022).

Podejście to oparte jest na dwóch wiodących pryncypiach:

- praktyki zarządzania zgodne z koncepcją zrównoważonego rozwoju są podstawowe dla tworzenia długoterminowej wartości dla akcjonariuszy w dobie ograniczoności zasobów naturalnych na świecie;
- wyzwania zrównoważonego rozwoju (m.in. oczekiwania społeczne, zmiany demograficzne, zmiany klimatyczne itp.) stanowią zarówno okazje, jak i rodzaje ryzyka, które konkurencyjne firmy muszą w dzisiejszych czasach adresować poprzez koncentrowanie swoich wysiłków na jakości, innowacyjności i produktywności w celu budowania przewagi konkurencyjnej i długoterminowej wartości dla akcjonariuszy.

Podsumowując, warto podkreślić, że problematyka zrównoważonego rozwoju obejmuje swoim zasięgiem zarówno teorię, jak i praktykę zarządzania. Dotyczy problemów ważnych z punktu widzenia światowego biznesu, działań prospołecznych i prośrodowiskowych, wzrostu dobrobytu pracowników,

[33] Przykładem takiego systemu jest koncepcja gospodarki współdzielnia (ang. *Sharing Economy*).

jak również zarządzania operacyjnego i strategicznego, zarządzania finansami, zarządzania personelem, organizacji procesu technologiczno-produkcyjnego i wielu innych aspektów. Współcześnie rozumiany zrównoważony rozwój wykorzystuje w sposób systemowy zarówno koncepcję społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw, czynniki ESG czy też nowe pojawiające się w przestrzeni gospodarczej koncepcje zarządzania i modele biznesowe, takie jak model gospodarki obiegu zamkniętego (ang. *circular economy*), zielone łańcuchy dostaw (ang. *green supply chains*), czy też zrównoważone łańcuchy wartości (ang. *sustainable value chains*). Ekoinnowacje, bioróżnorodność i ekoefektywność określają w znacznym stopniu realizowane obecnie programy zrównoważonego rozwoju. Wiele z nich może przyczynić się do osiągnięcia celów Agendy 2030. Stanowią one także pole badań naukowych w dziedzinie zarządzania, szczególnie w zakresie zrównoważonych modeli biznesowych (ang. *sustainable business models*, SBM) (m.in. Bocken i in., 2014). Nie są one przedmiotem niniejszej publikacji, ale z pewnością są to ważne koncepcje, których rozwój warto obserwować. W ich ramach procesy kreowania wartości oraz społecznej odpowiedzialności są realizowane na wszystkich poziomach zarządzania, obejmując wszystkie jego etapy, elementy i funkcje, a także wszystkich interesariuszy.

2.5. Korporacyjna filantropia

Filantropia to „udzielanie bezinteresownej pomocy potrzebującym”[34]. Filantropia korporacyjna to zatem udzielanie przez przedsiębiorstwa pomocy potrzebującym jako pewnego rodzaju forma kompensacji niedoskonałości rynku, dystrybucji dóbr oraz nierówności w dochodach (Madrakhimova, 2013).

Pomoc ta jest wpisana w dzieje ludzkości od początku działalności gospodarczej człowieka, lecz we współczesnym rozumieniu jej początek sięga lat 20. XX wieku, czyli okresu niezwykle intensywnego wzrostu gospodarczego. Znani przedsiębiorcy tamtego czasu przeznaczali część swojego majątku na cele charytatywne, z których możemy korzystać niejednokrotnie do dziś. Wśród najbardziej znanych inicjatyw zaangażowania wielkich przedsiębiorców w działania charytatywne możemy wymienić: Fundację Toma Forda, Fundację Andrew Mellona, czy też Fundację Nagrody Alfreda Nobla. Współcześni menedżerowie i właściciele firm także dzielą się ze społeczeństwem swoim majątkiem czy częścią wypracowanego zysku. Do naj-

[34] *Słownik języka polskiego PWN*. www.pwn.pl (dostęp: 15.03.2023).

bardziej znanych i największych organizacji non-profit należą Fundacja Billa i Melindy Gates, założyciela Microsoft i jego byłej żony, czy też Chan Zuckerberg Initiative, spółka założyciela Facebooka i jego małżonki. Dzięki ich hojności możemy podziwiać wspaniałe budowle, pomniki, szpitale i centra kultury i sztuki, m.in.: Carnegie Hall i Rockefeller Center w Nowym Jorku, czy też Priscilla Chan and Mark Zuckerberg San Francisco General Hospital and Trauma Center. Tradycja korporacyjnej filantropi jest szczególnie widoczna w kulturze amerykańskiej, gdzie firmy wspierają przedsięwzięcia z zakresu ochrony zdrowia, edukacji, lokalnej społeczności, kultury i sztuki, sportu itp. od początków istnienia Stanów Zjednoczonych Ameryki jako niepodległego państwa.

Dlaczego firmy angażują swoje środki w działalność charytatywną? W literaturze przedmiotu można znaleźć wiele wyników badań, które rzucają nieco światła na problematykę korporacyjnej filantropii. Kwiecińska (2015) zauważa, że istnieje kilka podejść do filantropii przedsiębiorstw: po pierwsze, jako dobrowolnej działalności polegającej na zaangażowaniu się firm dla dobra wspólnego (podejście normatywne); po drugie, jako długoterminowej inwestycji zorientowanej na społeczeństwo, poprzez którą firmy budują swoją konkurencyjność przy jednoczesnym dbaniu o swoje otoczenie biznesowe (tzw. oświecony interes własny); po trzecie, jako komercyjnego narzędzia wykorzystywanego najczęściej w marketingu. I ostatnie – podejście strategiczne, w którym podkreśla się wzajemne korzyści firmy i społeczeństwa wynikające ze zbieżności interesów, gdzie cele społeczne i biznesowe realizowane są jednocześnie i komplementarnie (Porter i Kramer, 2002).

Pięć postaw firmy wobec filantropii

Carroll i Bucholtz (2009, s. 631) wyróżniają pięć kategorii postaw firmy wobec filantropii:

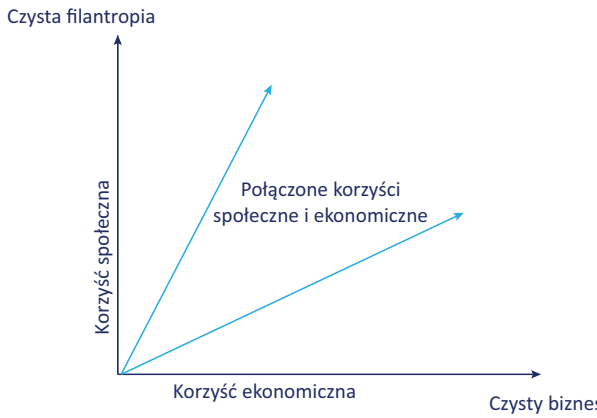
1) *non-donor* – to firmy, które nie angażują się w działalność charytatywną;
2) „Co ja będę z tego miał" donor – firmy, które upatrują w działalności charytatywnej zapewnienia interesów oraz/lub dobrostanu swoich pracowników;
3) „Prezes naszej firmy chce wspierać tę działalność" donor – firmy, które upatrują w działalności charytatywnej zapewnienia interesów oraz/lub dobrostanu swoich pracowników oraz interesów menedżerów;
4) „Jesteśmy dobrym obywatelem" donor – firmy, które zgodnie ze swoją tradycją wspierają finansowo instytucje nienastawione na zysk;
5) „Troszczymy się" donor – firmy, które wspierają finansowo nowe inicjatywy i organizacje, które zajmują się nowo pojawiającymi się potrzebami społecznymi i ekologicznymi.

Współczesna filantropia korporacyjna ma niewiele wspólnego z dobrym uczynkiem poczynionym w spontanicznym porywie dobrego serca lub przypływie litości. Jej charakter jest strategiczny i ściśle powiązany z celami przedsiębiorstwa. Prekursorami tego podejścia do filantropi korporacyjnej byli Smith (1994), a następnie Porter i Kramer (2002), którzy na łamach „Harvard Business Review" przedstawili nowe, strategiczne podejście do charytatywnej działalności przedsiębiorstw. Ich zdaniem strategiczne podejście do korporacyjnej filantropi poprawia konkurencyjną pozycję firmy na rynku. To „odkrycie" spowodowało, że przedsiębiorstwa zaczęły przyglądać się filantropi uważniej, traktować ją w kategoriach biznesowych, a także w celu jej rozwijania alokować zasoby finansowe, ale także w postaci czasu i zaangażowania pracowników.

W początkowym okresie, czyli do połowy lat 90. XX wieku, przedsiębiorstwa przeznaczały środki na cele charytatywne niezwiązane z rodzajem i charakterem prowadzonej działalności gospodarczej (Smith, 1994). Wraz z przyjęciem strategicznego spojrzenia na potencjał filantropi, który postuluje powiązanie celów i strategii przedsiębiorstwa z celami i strategią działalności charytatywnej (Porter i Kramer, 2002), podejście firm do działalności charytatywnej stało się bardziej świadome i systemowe. Tę prostą na pozór zależność między strategiczną filantropią a wymierną, ekonomiczną korzyścią uzyskiwaną przez przedsiębiorstwo, Porter i Kramer przedstawili za pomocą rysunku (rys. 15).

W koncepcji Portera i Kramera cele społeczne i ekonomiczne nie są przeciwstawne, lecz ze sobą integralnie powiązane. Dzięki strategicznemu

Rysunek 15. Filantropia a konwergencja interesów



Źródło: M. Porter i M.R. Kramer. (2002). The Competitive Advantage of Corporate Philanthropy. *Harvard Business Review*, *80*(12), s. 61.

podejściu do filantropi przedsiębiorstwo nie tylko poprawia swoją pozycję konkurencyjną, lecz także doskonali swoje kompetencje i angażuje się w relacje z interesariuszami poprzez:

- profesjonalizację swojej umiejętności zarządzania środkami przeznaczanymi na działalność charytatywną;
- zaangażowanie pracowników, korzystanie z ich wiedzy i wrażliwości, ale także rozwijanie ich kompetencje i umiejętności;
- budowanie pozytywnych relacji z interesariuszami – zewnętrznymi i wewnętrznymi przedsiębiorstwa;
- nawiązanie współpracy z organizacjami pozarządowymi i pomaganie w rozwiązywaniu aktualnych problemów społecznych i ekologicznych.

Zasada maksymalizacji wartości w działalności charytatywnej jest pożądana i możliwa do zrealizowania, przy założeniu przestrzegania czterech podstawowych zasad (Szablewski, 2008, s. 44), według których należy:

- wybierać najlepszych odbiorców darowizn – najlepszych w znaczeniu efektywności wykorzystania środków na realizację wybranych, określonych celów społecznych;
- starać się przyciągać innych fundatorów – partnerów biznesowych przedsiębiorstwa oraz innych, możliwych do zaangażowania, interesariuszy;
- poprawiać sytuację obdarowanych – tak, aby przeznaczone środki zostały rozdysponowane zgodnie z obranych celem;
- tworzyć i wdrażać innowacje – poprzez swoje działania na rzecz innych.

Do rozwoju strategicznego podejścia do korporacyjnej filantropi przyczyniły się także rynki finansowe (Saiia i in., 2003). W dobie globalizacji, spora część akcji przedsiębiorstw znalazła się w posiadaniu wielkich funduszy inwestycyjnych zarządzanych przez analityków finansowych. Ich presja na poprawę reputacji przedsiębiorstw spowodowała, że firmy zaczęły włączać działania filantropijne do swojej strategii.

Mimo kryzysu na rynkach finansowych w latach 2007–2009, korporacyjna filantropia miała się dobrze, a środki przeznaczane na nią nie malały. W Stanach Zjednoczonych odnotowano wzrost dotacji w latach 2010–2011, po ich chwilowym spadku w roku 2009 (Gautier i Pache, 2015). Korporacyjna filantropia cieszyła się powodzeniem zarówno wśród dużych, międzynarodowych korporacji, jak i średniej wielkości przedsiębiorstw na całym świecie. Niemniej jednak Koehn i Ueng (2010) postawili pytanie, czy firmy nie używają filantropi, aby odwrócić uwagę opinii publicznej od ich podejrzanych wyników finansowych lub też poprzez dotacje na cele charytatywne nie kupują dobrej reputacji lub wyższej wartości firmy w przypadku, gdy muszą poddać ją wycenie. Badania Koehna i Ueanga potwierdziły, że są takie firmy, które

kierują się tego typu motywacją, jednakże nie są one skuteczne. Rynek i konsumenci są w stanie odróżnić szczere działania filantropijne od tych pozorowanych.

Przed współczesną filantropią korporacyjną jasno określa się cele, które pozwolą firmie zwiększać konkurencyjność i jednocześnie osiągać korzyści społeczne, a także mierzyć ich wyniki. W tym celu przedsiębiorstwa powołują niejednokrotnie do życia fundacje korporacyjne, które w ich imieniu i zgodnie z ich celami, realizują działalność charytatywną.

Ponadto, podobnie jak w przypadku społecznej odpowiedzialności, przedsiębiorstwa również wybierają strategię specjalizacji bądź dywersyfikacji w filantropii korporacyjnej, która wydaje się mieć znaczenie tak dla społecznych, jak i finansowych wyników przedsiębiorstw. Seo, Luo i Kaul (2021) przeanalizowali działania filantropijne oraz wyniki w latach 2003–2011 dużych, amerykańskich, notowanych na giełdach korporacji i stwierdzili silny pozytywny związek między różnorodnością działań filantropijnych a ekonomiczną rentownością firm. Związek ten był silny bez względu na różnorodności powodów podejmowanych działań filantropijnych, jak i ich lokalnego lub nielokalnego zakresu. Natomiast związek ten okazywał się słabszy w przypadku firm, których darowizny podlegały większej kontroli. Wyniki ich badań wydają się spójne z praktyką przedsiębiorstw, szczególnie biorąc pod uwagę możliwość posądzenia takich działań o nieszczerość i koniunkturalność. Firmy wolą obdarowywać szersze grono różnych beneficjentów i organizacji charytatywnych, niż wybierać wąskie ich grono lub tylko jeden filantropijny cel, gdyż takie postępowanie mityguje możliwe posądzenie o wspieranie tylko wybranych działań dla własnych, partykularnych interesów.

Podsumowując, filantropia korporacyjna stała się przedmiotem licznych badań, które ukazują dlaczego, w jaki sposób i na jakich warunkach firmy angażują się w filantropię korporacyjną (Cha i Rajadhyaksha, 2021). Przedsiębiorstwa, które angażują się w działalność charytatywną:

- cieszą się lepszą reputacją (Brammer i Millington, 2005; Lii i Lee, 2012; Luo, Kaul i Seo, 2018);
- dzięki czemu nawiązują dobre relacje z interesariuszami i tym samym maleje ich ryzyko utracenia cennych zasobów, a wzrasta poprawienie wyników finansowych (Godfrey, 2005; Wang i in., 2008; Liang i Renneboog, 2017a);
- lepiej spełniają rosnące oczekiwania konsumentów dotyczące roli przedsiębiorstw w społeczeństwie niż te przedsiębiorstwa, które nie angażują się w działania charytatywne (Bonini, i Chênevert, 2008);

- budują pozytywny kapitał w środowisku swoich pracowników i pośród swoich interesariuszy (Godfrey, 2005; Muller i in., 2014);
- charakteryzują się niższym ryzykiem inwestycyjnego ich akcji, co z kolei skutkuje pomnażaniem wartości dla ich akcjonariuszy (Godfrey, 2005; Wang, Choi i Li, 2008; Muller i Krauessl, 2011);
- jeśli pracownicy i menedżerowie firmy bezpośrednio angażują się w działania charytatywne (a nie tylko desygnują środki finansowe), ich klienci zauważają i doceniają ich pracę oraz widzą w nich „dobrego obywatela" społeczeństwa (Kim i in., 2011);
- dzięki procesowi zaangażowania pracowników firmy w działalność charytatywną, można oczekiwać wyższego poziomu zaangażowania pracowników i dobrowolnego udziału w działaniach filantropijnych w przyszłości, wzmocnienia więzi społecznych w miejscu pracy, a także kompetencji zarządczych kadry menedżerskiej w procesie koordynacji działań dobroczynnych wśród pracowników (Muller i in., 2014; Breeze i Wiepking, 2020 Luo i in., 2020; Zhang,Wang, i Zhou, 2020; Rice i Schiller, 2022);
- firma wzmacnia swoje relacje z interesariuszami, ponieważ dzięki działaniom filantropijnych zmienia się wewnętrzne i zewnętrzne otoczenie firmy (Ricks Jr. i Peters, 2013);
- jeśli dyrektorzy i wyższa kadra zarządcza prezentują pozytywną postawę wobec korporacyjnej filantropi, działania firmy w zakresie działalności charytatywnej są lepiej zorganizowane oraz tworzona jest wartość w obszarze CSR przedsiębiorstwa (Marquis i Lee, 2013; Pan i in., 2018; Wei, Ouyang i Chen, 2018);
- większy udział kobiet na stanowiskach dyrektorskich lub wyższych stanowiskach menedżerskich prowadzi do większych kontrybucji filantropijnych (Marquis i Lee, 2013; Wu i in., 2020; Wang, Zhang i Jia, 2021);
- firmy angażujące się w korporacyjną filantropię zyskują wiarygodność w oczach swoich klientów (Walker i Kent, 2013);
- istnieje pozytywna korelacja między korporacyjną filantropią firmy a jej wynikami finansowymi (Godfrey, 2005; Siia, Carroll i Buchholtz, 2003; Wang i in., 2008, Su i Sauerwald, 2015; Hogarth, Hutchinson i Scaife 2018 Arco-Castro i in., 2020; Seo, Luo i Kaul, 2021);
- korporacyjna filantropia realizowana przez firmę jest adekwatnym wskaźnikiem jej społecznej odpowiedzialności (Brammer i Millington, 2005; Spence i Thomson 2009; Gardberg, Zyglidopoulos, Symeou i Schepers, 2019.

Korporacyjna filantropia wydaje się odgrywać obecnie istotną rolę w strategiach wielu współczesnych firm. Choć jest ona jest ważna z punktu widze-

nia wartości i idei oraz spójności realizacji strategii CSR, jednocześnie, jak przedstawiono powyżej, przynosi wymierne korzyści dla przedsiębiorstw, czyniąc ją altruistyczną praktyką, ale również strategicznym narzędziem biznesowym.

2.6. Inicjatywy na rzecz CSR

Problematyka społecznej odpowiedzialności łączy przedsiębiorstwa, instytucje, agendy rządowe i pozarządowe, fundacje i różnego rodzaju organizacje. Na świecie funkcjonuje wiele inicjatyw pozarządowych, również międzynarodowych, które promują ideę społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw, rozwijają jej dotychczasowe osiągnięcia, prowadzą badania, organizują konferencje, a także szkolenia dla firm.

Nie sposób wymienić ich wszystkich, gdyż obecnie są ich dosłownie tysiące, mniejszych – lokalnych i większych – o zasięgu globalnym, dlatego też niniejsza publikacja prezentuje te najważniejsze, międzynarodowe, według chronologicznej kolejności ich powstania.

The World Business Council for Sustainable Development – Światowa Rada Biznesu na rzecz Zrównoważonego Rozwoju (WBCSD) została założona w 1995 roku i zrzesza największe, wiodące, międzynarodowe organizacje (obecnie około 200)[35]. Firmy są w niej reprezentowane w osobie ich prezesów lub członków zarządu, dla których istotny jest zrównoważony i trwały rozwój reprezentowanych przedsiębiorstw. W ramach prac Rady jej członkowie spotykają się podczas dorocznego forum, by dzielić się doświadczeniami, wiedzą i najlepszymi praktykami. Przedstawiciele The World Business Council for Sustainable Development współpracują z wieloma rządami oraz organizacjami pozarządowymi. Członkiem Rady można zostać jedynie poprzez imienne do niej zaproszenie.

Zasady propagowane przez Radę to:

- promowanie idei zrównoważonego rozwoju;
- propagowanie tworzenia warunków biznesowych sprzyjających zrównoważonemu rozwojowi;
- dzielenie się doświadczeniami i najlepszymi praktykami w zakresie zrównoważonego rozwoju;
- wspieranie działań na rzecz zrównoważonego rozwoju w krajach rozwijających się.

[35] Zob. http://www.wbcsd.org (dostęp: 20.05.2023).

W lutym 2010 Rada opublikowała pierwszy dokument *Vision 2050*, a w 2021 roku kolejny, zatytułowany *Vision 2050: Time to Transform The new agenda for business*[36]. Celem raportów było określenie wyzwań, jakie stoją przed biznesem w długiej perspektywie, a także identyfikacja szans rynkowych umożliwiających firmom zrównoważony i trwały rozwój. W efekcie w 2021 roku powstał dokument, w którym wyróżniono trzy kluczowe wyzwania stojące przed organizacjami i społeczeństwami: kryzys klimatyczny, utrata zasobów przyrody i narastające nierówności społeczne. W każdym z tych wyzwań wskazano działania, jakie muszą zostać podjęte, aby w 2050 roku 9 mld ludzi żyło godnie, mądrze korzystając z ograniczonych zasobów naszej planety. Wśród nich znajduje się dziewięć ścieżek proponowanej transformacji, czyli możliwych do podjęcia przez firmy działań w ramach ich działalności biznesowej, które są istotne dla społeczeństwa: energia, transport i mobilność, zapewnienie mieszkań, produkty i materiały, produkty i usługi finansowe, łączność, zdrowie i dobre samopoczucie, woda i kanalizacja oraz żywność.

Rozumiejąc zróżnicowanie warunków oraz szans rozwojowych poszczególnych państw, WBCSD zaproponowała wypracowanie regionalnych wizji. Raporty *Wizji zrównoważonego biznesu 2050* powstały w wielu krajach, także w Polsce. Dzięki współpracy Ministerstwa Gospodarki RP, Forum Odpowiedzialnego Biznesu oraz firmy doradczej PwC w 2012 roku powstał raport: *2050. Wizja zrównoważonego rozwoju dla polskiego biznesu* (Ministerstwo Gospodarki, 2012).

Caux Round Table – czyli Okrągły Stół z Caux – jest międzynarodową siecią liderów biznesu pracujących wspólnie w celu promowania zasad „moralnego kapitalizmu”[37]. Organizacja zachęca firmy do wprowadzenia Zasad Okrągłego Stołu z Caux (CRT Principles for Business), dzięki którym będą mogły się rozwijać zgodnie z ideami trwałego i zrównoważonego rozwoju. Inicjatywa Caux Round Table została założona w 1986 roku przez Fredericka Phillipsa, ówczesnego prezesa Philips Electronics oraz Oliviera Giscard d'Estaing, ówczesnego Prorektora INSEAD.

Zasady Okrągłego Stołu z Caux zostały opracowane w 1994 roku, a rok później ogłoszone na Światowym Forum ONZ (ONZ, 1995). Składał się na nie zestaw norm etycznych dla biznesu, które zostały przedstawione w tabeli 7.

[36] Więcej na ten temat zob. WBCSD, 2021.

[37] Obecnie pełna nazwa organizacji brzmi: Caux Round Table for Moral Capitalism. Więcej na ten temat zob. www.cauxroundtable.org (dostęp: 20.05.2023).

Tabela 7. Zasady prowadzenia działalności gospodarczej przyjęte podczas obrad Okrągłego Stołu z Caux

Interesariusze	Zasady
	Zasady ogólne
	Zasada 1. Odpowiedzialność biznesu: od odpowiedzialności wobec akcjonariuszy ku koncepcji odpowiedzialności wobec interesariuszy
	Zasada 2. Ekonomiczne i społeczne oddziaływanie biznesu: ku innowacjom, sprawiedliwości i wspólnocie światowej
	Zasada 3. Zachowanie biznesowe: wyjście poza literę prawa ku duchowi zaufania
	Zasada 4. Poszanowanie dla reguł prawnych
	Zasada 5. Wsparcie wielostronnej wymiany handlowej
	Zasada 6. Poszanowanie środowiska
	Zasada 7. Unikanie działań sprzecznych z prawem
	Zasady postępowania wobec interesariuszy
Klienci	jesteśmy odpowiedzialni za: • oferowanie naszym klientom produktów i usług o najwyższej jakości zgodnych z ich wymaganiami; • uczciwe traktowanie naszych klientów we wszystkich aspektach zawieranych z nimi transakcji, włączając w to wysoki poziom usług i zadośćuczynienie w wypadku braku satysfakcji z ich strony; • dołożenie wszelkich starań, aby nasze produkty i usługi przyczyniały się do zachowania lub polepszenia zdrowia i bezpieczeństwa naszych klientów, a także jakości środowiska, w którym żyją; • zapewnienie poszanowania godności ludzkiej w oferowanych produktach, działaniach marketingowych i reklamie; • poszanowanie integralności kulturowej naszych klientów
Pracownicy	jesteśmy odpowiedzialni za: • zapewnienie miejsca pracy i wynagrodzenia, które pozwala na poprawę warunków życia pracownika; • zapewnienie warunków pracy, które szanują zdrowie i godność pracownika; • uczciwość w kontaktach z pracownikami i prowadzenie otwartej polityki informacyjnej, ograniczonej jedynie wymaganiami prawa oraz konkurencji; • słuchanie oraz gdziekolwiek jest to możliwe, działanie zgodnie z sugestiami, pomysłami, postulatami i zażaleniami pracowników; • zaangażowanie w prowadzenie negocjacji w dobrej wierze, gdy tylko pojawiają się konflikty; • unikanie praktyk dyskryminacyjnych i zagwarantowanie równego traktowania oraz równych szans niezależnie od płci, wieku, rasy czy religii; • promowanie zatrudnienia osób niepełnosprawnych, na stanowiskach, na których mogą być autentycznie przydatne; • ochronę pracowników przed możliwymi do uniknięcia obrażeniami i chorobami w miejscu pracy; • zachętę i pomoc w zdobywaniu przez pracowników przydatnych i dających się wykorzystać także w innych zawodach umiejętności i wiedzy; • wyczulenie na poważne problemy dotyczące bezrobocia, często związane z decyzjami podejmowanymi przez biznes, poszukiwanie współpracy z rządami, przedstawicielami pracowników oraz innymi agendami w celu rozwiązywania tych kwestii

Tabela 7. cd.

Interesariusze	Zasady
Właściciele/ inwestorzy	jesteśmy odpowiedzialni za: • profesjonalne i rzetelne zarządzanie w celu zapewnienia uczciwych i konkurencyjnych zysków z poczynionych inwestycji; • przekazywanie właścicielom/inwestorom istotnych informacji, ograniczonych jedynie przepisami prawa i zasadami konkurencji; • ochranianie i powiększanie aktywów właściciela/inwestorów; • respektowanie wymagań, sugestii, skarg i formalnych postanowień właścicieli/inwestorów
Dostawcy	jesteśmy odpowiedzialni za: • dążenie do uczciwości i prawdomówności we wszystkich naszych działaniach, włączając w to politykę cenową, udzielanie licencji oraz praw do sprzedaży; • zapewnienie wolności naszych działań od przymusu i niepotrzebnych sporów prawnych; • rozwijanie długoterminowej stabilizacji w relacjach z dostawcami w zamian za wartość, jakość, konkurencyjność i pewność ich dostaw; • udostępnianie informacji dostawcom oraz włączanie ich w procesy planowania; • terminową zapłatę zgodnie z warunkami umów; • poszukiwanie, zachęcanie i preferowanie takich dostawców i podwykonawców, którzy zatrudniając pracowników przestrzegają zasad poszanowania ludzkiej godności
Konkurenci	jesteśmy odpowiedzialni za: • wspieranie wolnego rynku handlu i inwestycji; • promowanie zachowań konkurencyjnych, które przynosiłyby korzyści społeczeństwu i środowisku oraz byłyby wyrazem wzajemnego szacunku między konkurentami; • powstrzymanie się od udzielania i partycypowania w udzielaniu nieuczciwych korzyści majątkowych oraz przywilejów w celu zapewnienia sobie przewagi nad konkurencją; • respektowanie praw własności materialnej i intelektualnej; • przeciwstawianie się zdobywaniu informacji gospodarczych w sposób nieuczciwy i nieetyczny, jak np. szpiegostwo przemysłowe
Wspólnoty lokalne	jesteśmy odpowiedzialni w tych wspólnotach za: • respektowanie praw człowieka i instytucji demokratycznych oraz promowanie ich tam, gdzie jest to możliwe; • uznawanie zobowiązań rządów względem społeczeństwa i wspieranie polityki oraz działań mających na celu promowanie rozwoju człowieka poprzez harmonijne stosunki pomiędzy gospodarką i innymi obszarami życia społecznego; • współpracę z organizacjami dążącymi do podnoszenia poziomu zdrowia, edukacji, bezpieczeństwa w miejscu pracy i wzrostu dobrobytu; • promowanie i stymulowanie zrównoważonego rozwoju oraz odgrywanie wiodącej roli w działaniach na rzecz ochrony i poprawy środowiska oraz zachowania zasobów naturalnych Ziemi; • wspieranie pokoju, bezpieczeństwa, różnorodności i integracji społecznej; • poszanowanie integralności kultur lokalnych; • bycie dobrym obywatelem poprzez donacje na cele charytatywne, edukację i kulturę oraz dzięki udziałowi pracowników w życiu społecznym i inicjatywach obywatelskich

Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów Caux Round Table, www.cauxroundtable.org (dostęp: 21.05.2023).

Mimo że przedstawione powyżej zasady wydają się w dalszym ciągu aktualne, obecnie organizacja promuje przede wszystkim siedem podstawowych zasad pod nazwą *Caux Round Table for Moral Capitalism*, czyli *Okrągły Stół Caux na rzecz moralnego kapitalizmu*, prezentujących jej podejście do odpowiedzialnych praktyk biznesowych. Są one zakorzenione w przekonaniu, że ani przepisy prawa, ani siły rynkowe nie są wystarczające, aby zapewnić pozytywne i produktywne – w każdym tego słowa znaczeniu – postępowanie[38].

Siedem zasad Caux Round Table for Moral Capitalism

Zasada 1. Szacunek dla wszystkich interesariuszy, nie tylko akcjonariuszy. Odpowiedzialny biznes ma obowiązki wykraczające poza inwestorów i menedżerów.
Zasada 2. Przyczynianie się do rozwoju gospodarczego i społecznego.
Zasada 3. Budowa zaufania, wykraczając poza literę prawa.
Zasada 4. Przestrzeganie zasad i konwencji.
Zasada 5. Wspieranie odpowiedzialnej globalizacji.
Zasada 6. Poszanowanie środowiska naturalnego.
Zasada 7. Unikanie wszelkich nielegalnych działań.

Źródło: Caux Round Table, www.cauxroundtable.org (dostęp: 21.05.2023).

Global Compact jest inicjatywą Organizacji Narodów Zjednoczonych na rzecz odpowiedzialnego biznesu i była jedną z pierwszych, która została zorganizowana na skalę międzynarodową i przyczyniła się do rozwoju koncepcji społecznej odpowiedzialności w znaczeniach zarówno teoretycznym, jak i praktycznym. 31 stycznia 1999 roku, podczas Forum Ekonomicznego w Davos, ówczesny sekretarz generalny ONZ, Kofi Annan, zaprosił liderów biznesu i świata polityki do przyjęcia i stosowania dziewięciu[39] zasad pod nazwą *Global Compact*[40].

Oficjalna inauguracja UN Global Compact miała miejsce 26 lipca 2000 r. w siedzibie ONZ w Nowym Jorku. W ramach tej organizacji rozwinięto międzynarodową sieć interesariuszy Global Compact, w skład której wchodzi Biuro UN Global Compact oraz siedem agend ONZ:

[38] Zob. www.cauxroundtable.org (dostęp: 20.05.2023).

[39] Obecnie zasady *Global Compact* stanowią zbiór dziesięciu zasad. Ostatnia, dziesiąta zasada dotycząca zapobieganiu korupcji, została dodana 24 czerwca 2004 roku, podczas szczytu United Nations Global Compact Leaders Summit.

[40] Więcej informacji zob. http://ungc.org.pl/ (dostęp: 20.09.2022).

- Międzynarodowa Organizacji Pracy – International Labour Organization;
- Biuro Wysokiego Komisarza ds. Praw Człowieka – Office of the High Commissioner for Human Rights;
- Program Narodów Zjednoczonych Ochrony Środowiska – United Nations Environment Programme;
- Program Narodów Zjednoczonych ds. Rozwoju – United Nations Development Programme;
- Program Narodów Zjednoczonych ds. Rozwoju Organizacji Rozwoju Przemysłu ONZ – United Nations Industrial Development Organization;
- Biuro ONZ ds. Kontroli Narkotyków i Zapobiegania Przestępczości – United Nations Office on Drugs and Crime;
- Podmiot Organizacji Narodów Zjednoczonych na rzecz Równości Płci i Wzmocnienia Kobiet – United Nations Entity for Gender Equality and the Empowerment of Women.

Inicjatywa Global Compact zachęca firmy do poparcia, przyjęcia i stosowania, we wszystkich sferach działalności, dziesięciu zasad, odnoszących się do czterech obszarów działań. Obszary działań to odpowiednio: przestrzeganie praw człowieka, przestrzeganie standardów pracy, ochrony środowiska i przeciwdziałania korupcji. Szczegółowe zasady zostały przedstawione w tabeli 8.

Tabela 8. Dziesięć zasad Global Compact

Obszar	Zasady
Prawa człowieka	1. Firmy powinny przestrzegać i wspierać ochronę międzynarodowo uznanych praw człowieka
	2. Eliminować wszelkie przypadki łamania praw człowieka przez firmę
Standardy pracy	3. Firmy powinny popierać wolność zrzeszania się i w praktyce uznawać prawo do zbiorowych negocjacji
	4. Wspierać eliminację wszelkich form niewolnictwa i pracy przymusowej
	5. Przyczyniać się do faktycznego zniesienia pracy dzieci
	6. Przeciwdziałać dyskryminacji w sferze zatrudnienia
Ochrona środowiska	7. Firmy powinny wspierać zapobiegawcze podejście do problemów środowiska naturalnego
	8. Podejmować inicjatywy propagujące większą odpowiedzialność środowiskową
	9. Wspierać rozwój i upowszechnianie technologii przyjaznych środowisku
Przeciwdziałanie korupcji	10. Firmy powinny przeciwdziałać korupcji we wszystkich jej formach, w tym łapówkarstwu i wymuszeniom

Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów UN Global Compact: https://ungc.org.pl/o-nas/ (dostęp: 22.05.2023).

Global Compact działa także lokalnie w wielu krajach poprzez własne, tzw. sieci krajowe. Ich członkami są lokalni członkowie UN Global Compact wywodzący się z instytucji publicznych, prywatnych i akademickich skupionych wokół działań na rzecz celów ogólnych ONZ i zasad UN Global Compact dostosowanych do wyzwań lokalnych. Od 2001 roku Global Compact działa także w Polsce pod nazwą UN Global Compact Polska, odgrywając rolę krajowego punktu informacyjnego dla polskich przedstawicieli i sygnatariuszy UN Global Compact. Jako centrum projektowe i informacyjne koncentruje się na wyzwaniach i potencjalnych korzyściach związanych ze zrównoważonym rozwojem, oferując swoim członkom merytoryczne wsparcie, dostęp do programów i angażując się w promocję działań wspierających cele ONZ[41].

Zasady odpowiedzialnego inwestowania – Principles of Responsible Investing (PRI)[42] również zostały zapoczątkowane przez ówczesnego sekretarza generalnego ONZ, Kofi Anana, który w 2005 roku spotkał się z grupą 20 największych inwestorów instytucjonalnych oraz 70 ekspertów, reprezentujących 12 państw. W kwietniu 2006 roku Zasady odpowiedzialnego inwestowania zostały ogłoszone na parkiecie nowojorskiej giełdy papierów wartościowych NYSE. PRI jest niezależną, międzynarodową organizacją pozarządową będącą wiodącym światowym proponentem odpowiedzialnego inwestowania[43]. Celem jej działania jest uwzględnianie przez inwestorów w ich decyzjach inwestycyjnych wpływu, jaki mogą oni wywierać na aspekty środowiskowe, społeczne oraz związane z ładem korporacyjnych (czynniki ESG, ang. *Environmental, Social and Governance Factors*). PRI działa w na rzecz długoterminowej strategii inwestowania swoich sygnatariuszy oraz w ich interesie. Obecnie organizacja liczy 1500 sygnatariuszy wywodzących się z ponad 50 krajów, którzy łącznie zarządzają 60 mld USD, a ich liczba co roku wzrasta (Pinciples for Responsible Investment, 2023a). PRI popularyzuje odpowiedzialne inwestowanie jako narzędzie do uzyskiwania większych i jednocześnie, obarczonych mniejszym ryzykiem, zwrotów z inwestycji.

PRI propaguje sześć postulatów odpowiedzialnego inwestowania, które zostały opracowane przez inwestorów dla inwestorów (Principles for Responsible Investment, 2022):

1. Będziemy włączać czynniki ESG do procesu analizy inwestycji oraz podejmowania decyzji inwestycyjnych.

---

[41] Więcej informacji na stronie UN Global Compact Polska zob. https://ungc.org.pl/ (dostęp: 19.08.2023).

[42] Zob. www.unpri.org (dostęp: 23.09.2022).

[43] W rozdziale 3 monografii została szerzej zaprezentowana i omówiona problematyka inwestowania społecznie odpowiedzialnego.

2. Będziemy aktywnymi akcjonariuszami spółek, włączającymi czynniki ESG do naszej polityki i praktyki właścicielskiej.
3. Będziemy poszukiwać adekwatnego raportowania zagadnień ESG przez spółki, w które zainwestowaliśmy.
4. Będziemy promować akceptację i implementację postulatów w środowisku inwestorów.
5. Będziemy działać wspólnie na rzecz efektywności implementowania postulatów.
6. Będziemy raportować nasze działania i postępy dotyczące implementowania postulatów odpowiedzialnego inwestowania.

Pozarządowe inicjatywy na rzecz społecznej odpowiedzialności oraz trwałego i zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstw odgrywają istotną rolę w promowaniu koncepcji społecznej odpowiedzialności wśród samych przedsiębiorstw. Oferując zaplecze intelektualne, z którego firmy mogą korzystać, są nośnikiem nowych idei oraz platformą ich potencjalnej współpracy.

2.7. Normy i standardy

Dobrowolne standardy społecznej odpowiedzialności przyjmowane przez przedsiębiorstwa wymuszają niejako poszukiwanie efektywnych i obiektywnych narzędzi pomiaru działań, które w sposób formalny i jednoznaczny, zgodnie z obowiązującymi przepisami prawa, określałyby wysuwane wobec nich wymagania i oczekiwania. Interesariusze, w tym właściciele, udziałowcy, pracownicy i ich rodziny, analitycy, przedstawiciele rządu, związki zawodowe, organizacje pozarządowe, klienci i media oczekują, że działania firm będą „mierzalne" nie tylko ze względu na ich własne potrzeby, lecz także z uwagi na możliwość dokonywania porównań i wyborów pod kątem zarówno indywidualnych decyzji konsumenckich, jak i potencjalnych możliwości inwestycyjnych. Rynek stawia przed przedsiębiorstwami coraz wyższe wymagania, oczekując informacji stricte finansowych, ale również tych dotyczących ochrony środowiska naturalnego, transparentności operacji finansowych, strategii i działań w zakresie zarządzania personelem, przeciwdziałaniu korupcji itp. Wprowadzają one pewną gwarancję stosowania dobrych praktyk zarządzania przedsiębiorstwem.

Niezwykle trudno jest uchwycić jeden, wspólny model koncepcji społecznej odpowiedzialności, gdyż w każdym przedsiębiorstwie jest ona realizowana inaczej. Mimo to, w koncepcji CSR można wyodrębnić pewne elementy praktyki przedsiębiorstw, które są powtarzalne w wielu organizacjach. Na tej podstawie zrodziła się idea opracowania norm i standardów społecznej

odpowiedzialności, które usystematyzowałyby, przynajmniej w pewnej części, działania przedsiębiorstw w tym obszarze, umożliwiły ich sprawdzanie i weryfikowanie, a następnie przyznawanie certyfikatów standardów jakości, jak to jest w przypadku innych obszarów działania przedsiębiorstw. Dotychczas można wymienić kilka wiodących norm i standardów społecznej odpowiedzialności, które mają zasięg globalny i które przedsiębiorstwa mogą przyjmować na zasadach dobrowolności. Przedstawiono poniżej trzy rodziny najpopularniejszych z nich: ISO 14000, ISO 26000, AA1000 oraz SA8000.

Międzynarodowa Organizacja Normalizacyjna (International Organization for Standardization, ISO) jest niezależną organizacją z siedzibą w Genewie, zrzeszającą 161 organizacji normalizacyjnych, działających w wielu krajach świata zarówno uprzemysłowionych, jak i rozwijających się[44]. Założona 23 lutego 1947 roku organizacja do dziś wydała ponad 21 000 różnego rodzaju norm, obejmujących praktycznie wszystkie branże: od produkcji, budownictwa, inżynierii, energetyki, poprzez bezpieczeństwo żywności i rolnictwo, po medycynę i służbę zdrowia. Standardy ISO dotyczą praktycznie wszystkich i wszędzie. Celem standardów i norm ISO jest dostarczanie biznesowi, rządom i społeczeństwom praktycznych narzędzi oceny jakości działania i zarządzania we wszystkich trzech wymiarach zrównoważonego rozwoju: gospodarki, środowiska naturalnego i spraw społecznych. Normy ISO dotyczące społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw to seria ISO 14000 oraz ISO 26000.

ISO 14000 zawiera normy oceniające wdrażanie proekologicznego systemu zarządzania i jest najczęściej stosowanym standardem społecznej odpowiedzialności (Żemigała, 2017). Podstawowymi normami z serii ISO 14000 są normy dotyczące systemów zarządzania środowiskowego: ISO 14001, ISO 14004 i ISO 14006. Ponad 300 000 organizacji w 171 krajach wdrożyło certyfikowane systemy zarządzania zgodne z najpopularniejszą normą z serii ISO 14000 – ISO 14001[45]. ISO 14001 zawiera wymagania dotyczące systemu zarządzania środowiskowego. Jego celem jest umożliwienie organizacji opracowania i wdrożenia zasad zarządzania uwzględniających wymagania prawne oraz pozostałe, do których spełniania organizacja się zobowiąże. Norma ma zastosowanie do tych aspektów środowiskowych, które organizacja zidentyfikowała i na które ma wpływ i może je nadzorować. Norma ISO 14001 dostarcza organizacji narzędzi do zarządzania aspektami środowiskowymi

[44] Zob. www.iso.org (dostęp: 10.05.2023).

[45] Dane za: www.iso.org/iso/iso14000 (dostęp: 10.05.2023).

i oceny efektów działalności środowiskowej. Jej stosowanie może przynieść wymierne korzyści ekonomiczne i środowiskowe, które są związane z[46]:

- ograniczeniem wykorzystania surowców/zasobów;
- zmniejszeniem zużycia energii i materiałów;
- poprawą efektywności procesów;
- zmniejszeniem ilości wytwarzanych odpadów i kosztów ich likwidacji;
- wykorzystaniem zasobów odnawialnych;
- poprawą wizerunku firmy u organów nadzorujących, klientów i społeczeństwa;
- ciągłym doskonaleniem efektów działalności środowiskowej.

15 września 2015 r. opublikowana została nowa norma ISO 14001: 2015, która kładzie nacisk na doskonalenie działalności prośrodowiskowej oraz spełnianie zobowiązań do zgodności działania organizacji z przyjętą normą i w sposób systemowy. ISO 14001: 2015 została wprowadzona do systemu Polskich Norm jako PN-EN ISO 14001: 2015-09 *Systemy zarządzania środowiskowego – Wymagania i wytyczne stosowania*[47].

ISO 26000 Przewodnik po społecznej odpowiedzialności biznesu (Guidance on Social Responsibility) – został wprowadzony w listopadzie 2010 r., po ponad 5-letnim procesie przygotowań i pracy kilkuset ekspertów z 99 krajów[48]. Jest to standard, który dotyczy nie tylko firm, lecz także innych instytucji i organizacji rządowych lub pozarządowych. Norma miała za zadanie ustandaryzowanie wiedzy na temat CSR.

ISO 26000 dostarcza organizacjom wytycznych dotyczących:

- terminologii, definicji i rozumienia społecznej odpowiedzialności – opisuje znaczące czynniki i warunki, które wpłynęły na rozwój koncepcji społecznej odpowiedzialności i które nadal wpływają na jej charakter i praktykę;
- zasad i procedur dotyczących odpowiedzialności społecznej;
- rozpoznania społecznej odpowiedzialności i angażowania interesariuszy;
- wytycznych dla kluczowych obszarów społecznej odpowiedzialność;
- wytycznych integrowania społecznej odpowiedzialności z działaniami organizacji;
- przykładów dobrowolnych inicjatyw i narzędzi na rzecz społecznej odpowiedzialności.

---

[46] Więcej na ten temat: Polski Komitet Normalizacyjny, b.d.

[47] Za: https://wiedza.pkn.pl/web/wiedza-normalizacyjna/zarzadzanie-srodowiskowe (dostęp: 11.05.2023).

[48] Więcej nt. normy ISO2600 zob. Polski Komitet Normalizacyjny. (2013). ISO 26000 *Guidance on social responsibility Norma Międzynarodowa dotycząca społecznej odpowiedzialności*. Pozyskano z: https://www.pkn.pl/informacje/2013/09/iso-26000 (dostęp: 11.05.2023).

Kluczowe obszary społecznej odpowiedzialności, które zostały uwzględnione w standardzie ISO 26000 to:
- ład organizacyjny;
- prawa człowieka;
- praktyki z zakresu pracy;
- środowisko naturalne;
- uczciwe praktyki operacyjne;
- zagadnienia konsumenckie;
- zaangażowanie społeczne i rozwój społeczności lokalnej.

Celem ISO 26000 jest zachęcenie organizacji do wyjścia ponad nałożone prawem zobowiązania i promowanie powszechnego wprowadzenia zasad odpowiedzialności społecznej. ISO 26000 nie jest normą czy też certyfikatem zarządzania, zawiera jednak elementy, które mogą być włączone do już istniejących systemów, takich jak: zarządzanie jakością (ISO 9001) czy też zarządzanie środowiskowe (ISO 14001).

Międzynarodowe standardy serii AA1000 – zostały opracowane przez założoną w 1995 roku, międzynarodową organizację AccountAbility, mającą siedzibę w kilku światowych stolicach: Londynie, Nowym Jorku, Zurichu, Dubaju oraz Rijadzie[49]. Celem organizacji jest wspieranie przedsiębiorstw, rządów oraz organizacji pozarządowych w asymilowaniu zasad społecznej odpowiedzialności i zrównoważonego rozwoju do ich organizacyjnego DNA. AccountAbility prowadzi działalności doradczą, badawczą, publicystyczną i szkoleniową na całym świecie.

Seria Standardów AA1000 składa się z trzech standardów:
1. The AccountAbility Principles Standard (Zasady Odpowiedzialności, AA1000APS) – standard zawiera zasady, które dostarczają wskazówek w zakresie zapewniania zrównoważonego rozwoju i angażowania interesariuszy. Zasady określone w AA1000APS mają charakter uniwersalny i mogą być wykorzystywane przy prowadzeniu różnych rozajów polityki i strategii CSR-owych.
2. The AccountAbility Assurance Standard (Weryfikacja, AA1000AS) – to standard opracowany głównie z myślą o audytorach, którego celem jest zapewnienie wiarygodności efektów działania oraz rzetelności raportowanych informacji dotyczących działalności organizacji, czyli weryfikacji raportów społecznych oraz zrównoważonego i trwałego rozwoju przedsiębiorstw.
3. The AccountAbility Stakeholder Engagement Standard (Zaangażowanie Interesariuszy, AA1000SES) – jest uniwersalną normą ramową służącą

[49] Zob. www.accountability.org (dostęp: 11.05.2023).

przygotowaniu, wprowadzeniu, ocenie i publicznej prezentacji skutecznego zaangażowania interesariuszy.

Zalety standardów AA1000:

- pomoc w uporządkowaniu w systematyczny sposób relacji z interesariuszami;
- wskazówki dotyczące identyfikacji i zaangażowania interesariuszy;
- dostarczenie narzędzi prowadzenia procesu dialogu z interesariuszami;
- zwiększenie wiarygodności raportowania społecznego;
- kompatybilność z innymi standardami, wytycznymi raportowania społecznego Global Reporting Initiative czy też norma ISO 26000;
- dostępność i bezpłatność.

Źródło: opracowano na podstawie: *Standardy AA1000. Narzędzie społecznej odpowiedzialności organizacji. Przewodnik dla biznesu*. (2011). CSR Info.

Social AccountAbility 8000 (Odpowiedzialność Społeczna, SA8000) – to zbiór zasad i procedur chroniących podstawowe prawa pracownicze. Norma została opracowana przez organizację z siedzibą w Nowym Jorku w Social AccountAbility International[50].

Norma powstała w celu niezależnej weryfikacji wymogów społecznej odpowiedzialności, jakie powinno spełniać przedsiębiorstwo. Jest uniwersalna, może być stosowana we wszystkich krajach, a powstała na bazie standardów obejmujących prawa człowieka i prawa pracownicze, takie jak: Powszechna Deklaracja Praw Człowieka ONZ, Konwencja Narodów Zjednoczonych, Konwencja Praw Dziecka i Konwencja Międzynarodowej Organizacji Pracy. Nawiązuje również do norm z zakresu jakości (ISO 9001) i środowiska (ISO 14001).

Norma zawiera szereg szczegółowych wymogów odpowiedzialności, do których przyjmujące ją przedsiębiorstwa muszą się stosować. Wyżej wymienione wymogi zostały opracowane w ośmiu podstawowych zasadach[51]:

1. Firma nie będzie wspierać ani angażować się w wykorzystanie pracy dzieci.
2. Firma nie będzie wspierać ani angażować się w wykorzystanie pracy przymusowej.
3. Firma zapewni bezpieczne i higieniczne środowisko pracy.

[50] Zob. www.sa-intl.org (dostęp: 12.05.2023).

[51] Norma Social Accountability 8000. Polskie wydanie normy SA8000 wraz z przewodnikiem oraz komentarzami. Dokument opracowany w j. polskim przez Pracodawców RP oraz Crido Taxand, dostępnych na stronie Ministerstwa Gospodarki RP: http://www.mr.gov.pl/media/15751/pracodawcy_rp_norma_sa_8000.pdf (dostęp: 12.05.2023).

4. Wszyscy członkowie personelu będą mieć prawo do stworzenia, organizowania i przyłączenia się do wybranych przez siebie związków zawodowych oraz do rokowań układu zbiorowego prowadzonych z firmą w ich imieniu.
5. Firma nie będzie wspierać ani angażować się w działania dyskryminacyjne.
6. Firma będzie traktować wszystkich członków personelu z godnością i szacunkiem.
7. Firma będzie stosować się do obowiązujących przepisów prawa oraz standardów branżowych dotyczących godzin pracy oraz dni ustawowo wolnych od pracy.
8. Firma będzie respektować prawo personelu do wynagrodzenia zaspokajającego minimum socjalne.

Przedsiębiorstwa zabiegają o uzyskanie normy lub standardu społecznej odpowiedzialności, choć wiąże się to niejednokrotnie z kosztownym, pracochłonnym i czasochłonnym procesem. Firmy podejmują to wyzwanie, gdyż otrzymanie międzynarodowego certyfikatu CSR jest dla nich tym, czym dla uczelni wyższej przyznanie międzynarodowej akredytacji – ukoronowaniem codziennej pracy i dowodem oferowania najwyższej jakości produktów i usług.

2.8. Społeczna odpowiedzialność a wyniki finansowe i wartość przedsiębiorstw

Od początku powstania koncepcji społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw poszukiwano związków CSR z ekonomiczną efektywnością przedsiębiorstw. Cochran i Wood (1984), Watrick i Cochran (1985) oraz Wood (1991) byli jednymi z pierwszych, którzy badali związek między efektami społecznie odpowiedzialnych działań przedsiębiorstw CSP (ang. *corporate social performance*) a ich finansowymi wynikami CFP (ang. *corporate financial performance*). Mimo postępu badań nie udało się dostarczyć jednoznacznych dowodów pozytywnego lub negatywnego wpływu CSR na wyniki finansowe przedsiębiorstw. Badania, w głównej mierze teoretyczne, w postaci analizy różnych modeli i struktur branż oraz przedsiębiorstw, a także empiryczne – ilościowe oraz jakościowe – analizowały czy istnieje związek między społeczną odpowiedzialnością a wynikami przedsiębiorstw w postaci wyższego stopnia ich rozwoju, większej zyskowności, wzrostu operacyjnej efektywności, produktywności, konkurencyjności, innowacyjności oraz budowania wartości. We wnioskach z badań prezentowano przede wszystkim rekomendacje możliwych do podjęcia działań i strategii ze strony przedsiębiorstw w obszarze ich społecznego zaangażowania, filantropii korporacyjnej czy też ładu korpora-

cyjnego, w celu zmiany modelu biznesowego, ekspansji, poprawienia konkurencyjności, produktywności i innowacyjności dla dobra własnego i wszystkich interesariuszy oraz całego społeczeństwa. Podkreślano także, że firmy, które odnoszą finansowy i rynkowy sukces, łączą zaangażowanie społeczne z dbałością o wyniki finansowe. Jednocześnie badania nad związkiem między CSR a wynikami finansowymi charakteryzowały się: różnymi definicjami zarówno CSR, jak i wyników finansowych; hipotezami zbudowanymi na różnych ramach teoretycznych, które czasami były ze sobą sprzeczne; zbiorami danych o różnych cechach w odniesieniu do badanego wymiaru CSR, jego charakteru i skali miary wyników finansowych; branży, kraju i ram czasowych, a także zastosowania różnych metod ekonometrycznych (Brooks i Oikonomou, 2018).

W efekcie zrealizowano na przestrzeni ostatnich dekad wiele badań, które choć pozostają niekonkluzywne, to wyraźnie przeważa w nich pogląd, że istnieje pozytywna korelacja między efektywnością działań społecznych (CSP) a wynikami finansowymi przedsiębiorstw (CFP) (między innymi: Diltz, 1995; Guerard, 1997; Russo i Fouts, 1997; King i Lenox, 2001; McWilliams i Siegel, 2001; Martin, 2002; Orlitzky, Schmidti i Rynes, 2003; Wheeler, Colbert i Freeman, 2003; Majewski, 2005; Orlitzky, 2005; Porter i Kramer, 2006; Margolis, Elfenbein i Walsh, 2009 Wang, Choi i Li, 2008; Weber, 2008; Orlitzky, 2011; Russell i Brockman, 2011; Porter i Kramer, 2011; Kanter, 2011; Tang, Hull i Rothenberg, 2012; Ramchander, Schwebach i Staking, 2012; Jonikas, 2012; Erhemjamts, Li i Venkateswaran, 2013; Juscius i Jonikas, 2013; Michelon, Boesso i Kumar, 2013; Cavaco i Crifo, 2014; Cheng, Iannou i Serafeim, 2014; Pavlovich i Corner, 2014; Garriga, 2014; Brower i Mahajan, 2013; Wang i Choi, 2013; Wang, 2014; Łudzińska, 2017; Nardi i in., 2020; Zhang, Wang i Zhou, 2020; Seo i in., 2021; Bouslah i in., 2023). Charakter tego związku jest jednak złożony i może na niego wpływać wiele różnych czynników. CSR jest konstruktem wielowymiarowym i różne jego aspekty muszą być brane pod uwagę w analizie jego wpływu na wyniki finansowe (Hillman i Keim, 2001; Brammer, Brooks i Pavelin, 2006; Bénabou i Tirole, 2010; Tang, Hull i Rothenberg., 2012; Belu i Manescu, 2013).

W początkowym okresie rozwoju systemowego podejścia do koncepcji CSR, czyli w latach 80. i 90. XX wieku, gdy zaczęto badać relację między społeczną odpowiedzialnością a wynikami finansowymi przedsiębiorstw, wskazywano najczęściej, że nie ma istotnych statystycznie różnic między wynikami przedsiębiorstw określanymi jako społecznie odpowiedzialne i tymi, które odpowiedzialne nie były (Cochran i Wood, 1984; Watrick i Cochran, 1985; Wood, 1991; Guerard, 1997; Russo i Fouts, 1997). Ta perspektywa wydaje się jednakże zmieniać z początkiem XXI wieku, gdyż badania prowadzone po roku 2000, a szczególnie po roku 2010, w przeważającej części potwierdzały pozy-

tywną korelację pomiędzy społeczną (CSP) a finansową (CFP) efektywnością przedsiębiorstw (Jo i Harjoto, 2011; Brower i Mahajan, 2013; Wang i Choi, 2013; Cheng, Iannou i Serafeim, 2014; Wang, 2014; Pavlovich i Corner, 2014; Garriga, 2014; Nardi i in., 2020; Zhang, Wang i Zhou, 2020; Seo i in., 2021; Bouslah i in., 2023). Prawdopodobnie zatem w początkowym okresie rozwoju koncepcji społecznej odpowiedzialności dojrzałość firm w zakresie CSR (jej spójności i systematyczności prowadzenia, relacji z interesariuszami, raportów społecznych oraz całego spektrum innych działań) była jeszcze stosunkowo niewielka. Z biegiem czasu, zgodnie z hipotezą Grudzewskiego i in. (2010), uczące się organizacje stopniowo doskonaliły swoje umiejętności i narzędzia w obszarze społecznej odpowiedzialności i transponowały je na konkretne działania przynoszące wymierne korzyści, także finansowe.

Jednym z wyzwań przy agregacji wyników badań dotyczących CSR jest ich różnorodność tematyczna. Wiele badań skupia się na odmiennych aspektach CSR, co prowadzi do zróżnicowanych wniosków. W związku z tym różnice w relacji między działaniami społecznie odpowiedzialnymi a wynikami finansowymi mogą wynikać z badanego wymiaru CSR (Atz i in., 2022). Istnieją dowody sugerujące, że relacja między CSR a wynikami finansowymi jest pośrednia, zależna od innych czynników pośredniczących. Surroca, Tribó i Waddock (2010) zdiagnozowali taki czynnik w postaci niematerialnych zasobów firmy związanych z innowacjami, kapitałem ludzkim, reputacją i kulturą organizacyjną. Rozwój tych zasobów pod wpływem działań CSR prowadzi do lepszych wyników finansowych. W ich interpretacji wzrost w jednym obszarze może napędzać wzrost w drugim pod warunkiem rozwijania niematerialnych zasobów. Innym czynnikiem wpływającym na wyniki finansowe poprzez CSR jest reputacja i przewaga konkurencyjna. Działania w obszarze CSR mogą pozytywnie wpływać na wyniki finansowe poprzez wzmacnianie przewagi konkurencyjnej, reputacji oraz zadowolenia klientów (Saeidi, Sofian, Saeidi, Saeidi i Saaeidi, 2015). Podobnie Cavaco i Crifo (2014) analizowały interakcje między różnymi wymiarami społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw, które ich zdaniem pełnią funkcję pośredniczą między działaniami CSR a wynikami finansowymi przedsiębiorstw. Postawiły tezę, że brak konsensusu w literaturze empirycznej na temat relacji między CSR a wynikami finansowymi można wyjaśnić istnieniem synergii (komplementarności) i kompromisów (substytucyjności) między różnymi komponentami CSR. Wyniki ich badań pokazują, że odpowiedzialne zachowania wobec pracowników (wymiar zasobów ludzkich) oraz wobec klientów i dostawców (wymiar zachowań biznesowych) wydają się być komplementarne wobec wyników finansowych, wskazując na wzajemne korzyści i mniejszy konflikt interesów między powyższymi grupami interesariuszy. Natomiast

odpowiedzialne zachowania wobec klientów i dostawców oraz wobec środowiska naturalnego wydają się być substytucyjnym czynnikiem wpływającym na wyniki finansowe, co sugeruje występowanie potencjalnie większego konfliktu interesów między tymi grupami interesariuszy oraz większego ryzyka przeinwestowania zasobów w budowaniu relacji z nimi.

Pierwsze, kluczowe podsumowanie wyników badań w obszarze potencjalnych związków między społeczną odpowiedzialnością a ekonomicznymi wynikami przedsiębiorstw przedstawili Margolis, Enfelbein i Walsh (2009). Dowiedli oni, że pomiędzy 1971 a 2001 rokiem, czyli na przestrzeni 30 lat, zostało przeprowadzonych i opublikowanych w periodykach naukowych 251 projektów badań empirycznych nad związkami społecznej odpowiedzialności a wynikami finansowymi przedsiębiorstw. Metaanaliza wyżej wymienionych wyników badań potwierdziła niewielką pozytywną korelację między społeczną odpowiedzialnością a wynikami finansowymi przedsiębiorstw. Korelacja okazała się dla jednych czynników silniejsza (m.in. dotycząca wydatków na cele filantropijne i ochronę środowiska), a dla innych słabsza (m.in., dotycząca ładu korporacyjnego i polityki transparentności). W 2011 roku Orlitzky powtórzył analogiczne badanie publikacji naukowych śledzących związek między wynikami społecznej działalności przedsiębiorstw a ich wynikami finansowymi. Tym razem podzielił badane periodyki naukowe na te o tematyce społecznej oraz o tematyce ekonomicznej, obejmującej także problematykę finansów i rachunkowości. W tych ostatnich średnia, pozytywna korelacja pomiędzy badanymi wynikami CSP oraz CFP była o połowę niższa niż korelacja wyników badań publikowanych w periodykach o tematyce społecznej. Świadczyło to prawdopodobnie o bardziej sceptycznym podejściu ekonomistów i finansistów do możliwej pozytywnej korelacji między społeczną odpowiedzialnością a finansowymi wynikami przedsiębiorstw.

Tang, Hull i Rothenberg (2012) również badali czy powiązania między wymiarami CSR wpływają na wyniki finansowe organizacji. Wyniki ich badań pokazują, że firmy koncentrujące się na powiązanych wymiarach CSR, wykazują wyższe wyniki finansowe. Ponadto uzyskują one większe korzyści, gdy przyjmują strategię zaangażowania CSR, która jest konsekwentnie prowadzona, zaczynając od aspektów społecznej odpowiedzialności wewnętrznego środowiska przedsiębiorstwa. To pokazuje, że niezależnie od czynników zewnętrznych, firma może wybrać odpowiednią dla siebie strategię, by zwiększyć korzyści finansowe wynikające z CSR.

Innym sposobem potwierdzenia potencjalnie zwiększających wartość efektów CSR jest zbadanie jej związku z wynikami spółek na parkietach giełdowych (np. zwrotem z aktywów lub wartością księgową), testując czy firmy „robią dobrze, czyniąc dobrze". Flammer (2015) analizował wpływ propozy-

cji działań CSR zgłaszanych przez akcjonariuszy na wyniki finansowe spółek giełdowych. W szczególności badał on takie głosowania akcjonariuszy, podczas których ich wynik został przyjęty minimalną, wymaganą liczbą głosów (ang. *Close Call*). Wyniki jego badań potwierdzają, że przyjęcie propozycji działań CSR podczas głosowania akcjonariuszy spółki prowadzi do pozytywnych zwrotów z inwestycji oraz wyższych wskaźników wartości księgowej, co sugeruje, że przyjęte propozycje CSR zwiększają giełdową wartość spółki. Dzieje się tak, ponieważ po podjęciu działań CSR przyjętych podczas głosowania akcjonariuszy, można zaobserwować wzrost wydajności pracy oraz wzrost sprzedaży. Cornett, Erhemjamts i Tehranian (2016) badali związek między społeczną odpowiedzialnością banków a ich wynikami finansowymi w kontekście kryzysu na rynkach finansowych w latach 2007–2009 i potwierdzili, że banki wydają się być nagradzane za bycie społecznie odpowiedzialnymi. Ich wyniki finansowe są pozytywnie i istotnie statystycznie skorelowane z wynikami CSR. Ponadto największe banki realizują działania społecznie odpowiedzialne w znacznie większym stopniu niż mniejsze banki i odnotowują gwałtowny wzrost mocnych stron CSR i gwałtowny spadek obaw związanych z CSR po roku 2009, czyli po zakończeniu kryzysu.

Pojawiają się też dowody na to, że związek między działaniami CSR przedsiębiorstw a ich wynikami finansowymi może nie być liniowy, lecz mieć kształt litery U. Oznacza to, że wpływ wysokości wydatków na działania CSR nie zawsze jest wprost proporcjonalny do wyników, jakich można by oczekiwać i nie jest tak, że im więcej firmy wydają na CSR, tym lepsze wyniki finansowe uzyskują. Brammer i Millington (2008) badali intensywność korporacyjnych darowizn na cele charytatywne, wykorzystując 10-letni panel danych dla ponad 500 dużych brytyjskich firm i zidentyfikowali znaczące różnice w wynikach giełdowych spółek, które dokonują wysokich lub niskich wpłat na cele charytatywne. Ich kluczowe ustalenia dotyczyły znaczenia odchyleń od „oczekiwanych" lub „optymalnych" wskaźników wyników społecznych dla wyników finansowych. W wyniku badań ustalili, że firmy zarówno o wyjątkowo wysokich, jak i o niskich wynikach społecznych osiągają wyższe wyniki finansowe niż pozostałe firmy, czyli te, które przeznaczają na cele charytatywne „średnie" kwoty.

Podsumowując tę część rozważań, warto przytoczyć wyniki badań Busch i Friede (2018), którzy analizowali zależność między wynikami działań CSR a wynikami finansowymi przedsiębiorstw poprzez metaanalizę dotychczasowych badań w tym obszarze. Ich wyniki wykazały istotną pozytywną korelację między działaniami CSR a wynikami finansowymi firm. Niezależnie od skupienia na aspektach ekologicznych czy społecznych, kluczową rolę w tej relacji odgrywa reputacja korporacyjna. Zdaniem badaczy, działania CSR mają zatem solidne podstawy biznesowe.

Istotny kierunek badań dotyczących związku społecznej odpowiedzialności z wynikami finansowymi przedsiębiorstw skupia się na wpływie działań CSR na kształtowanie ich wartości. Wskazuje się na związek między wartością firmy a różnymi miarami działań lub polityk społecznie odpowiedzialnych, ale nie ma zgody co do kierunku tej relacji (Christensen, Hail i Leuz, 2021). Wiele badań napotyka problemy związane z selekcją działań CSR ze względu na ich złożony charakter i dobrowolność. W zależności od przyjętych kryteriów wyborów w obszarze CSR, wyniki badań częściej potwierdzają pozytywny związek między działaniami w obszarze społecznej odpowiedzialności a wartością firmy (m.in.: Baron 2007; 2008; Fatemi i in., 2015; Albuquerque i in., 2019; Christensen, Hail i Leuz, 2021), ale są też wyniki badań, które tej relacji zaprzeczają. Między innymi Manchiraju i Rajgopal (2017), którzy badali efekt obowiązkowego wymogu przeznaczania 2% przychodów netto przedsiębiorstw na działania w obszarze CSR, wprowadzony w Indiach w 2013 roku, potwierdzili negatywny wpływ tego zjawiska na wycenę spółek giełdowych, których spadek cen akcji wynosił średnio 4,1%.

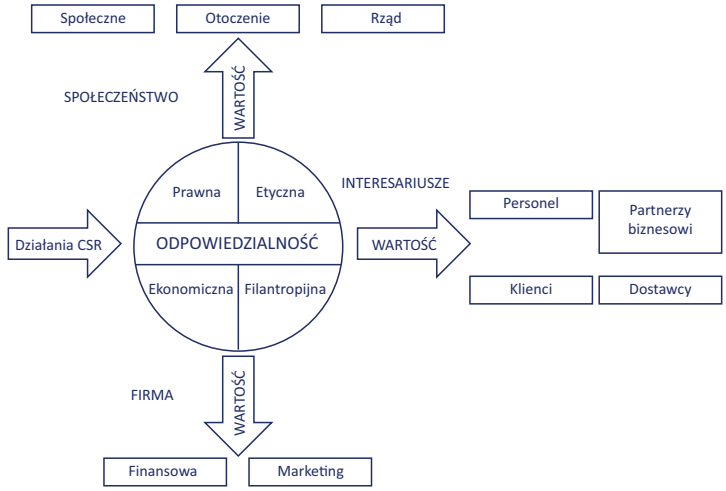
Kluczowym elementem debaty na temat wpływu działań CSR na wyniki przedsiębiorstw jest zatem pytanie, jakie działania CSR i w jaki sposób odnoszą się do wartości firmy (Mackey, Mackey i Barney, 2007; Kitzmueller i Shimshack, 2012). Christensen, Hail i Leuz (2021) wskazują, że działania CSR o dodatniej wartości bieżącej netto wspierają osiąganie lepszych wyników – na przykład inwestycje w technologie przyjazne dla środowiska pozwalają oszczędzać koszty, unikać kar czy ustalać wyższe ceny na rynku. Takie działania nie różnią się tym samym od „zwykłych" inwestycji. Firmy mogą jednak również realizować działania CSR o ujemnej wartości bieżącej netto i nadal działać w interesie akcjonariuszy. Dzieje się tak, gdy akcjonariusze przypisują CSR wartość niematerialną lub mają preferencje dotyczące konkretnych kwestii CSR i rezygnują z pewnych działań (m.in. Fama i French, 2007; Friedman i Heinle, 2016; Hart i Zingales, 2017). Adekwatnym przykładem takiego podejścia może być stosowanie strategii wykluczenia firm lub całych branż z inwestycji (np. producentów tytoniu lub broni), gdyż względy etyczne są ważniejsze niż poszukiwanie maksymalnej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału, o czym szerzej w rodziale 4.7. Fama i French (2007) nazywają to zjawisko *tastes for assets* („upodobanie do aktywów") i łączą je z koncepcją traktowania aktywów inwestycyjnych jako dóbr konsumpcyjnych. Zjawisko to potwierdzają także badania Friedman i Heinle (2016), którzy zauważyli, że za tymi decyzjami stoją menedżerowie i ich wybory oraz wyżej wymienione „upodobania do aktywów". Stanowią one ich motywację do inwestowania w projekty, które przynoszą pozytywne wyniki CSR, nawet jeśli nie maksymalizują przepływów pieniężnych. Hart i Zingales (2017) argumen-

tują, że takie decyzje mają racjonalne uzasadnienie. Maksymalizacja dobrobytu akcjonariuszy nie jest tym samym, co maksymalizacja wartości rynkowej i w związku z tym firmy i zarządzający aktywami powinny realizować politykę zgodną z preferencjami swoich inwestorów, aby maksymalizować wartość rynkową przedsiębiorstw, którymi zarządzają.

Lepsze wyniki w zakresie CSR mogą zwiększać wartość firmy z trzech powodów: konsumenci mogą nagradzać firmę za jej wydatki społeczne, menedżerowie mogą mieć osobiste preferencje dotyczące przyczyniania się do celów społecznych oraz akcjonariusze, których firma przyciąga, mogą preferować wydatki społeczne (Baron, 2008). Wyniki badań Barona (2008) potwierdzają, że zachęty społeczne są tym silniejsze, im więcej konsumentów nagradza firmę i im silniejsze są preferencje akcjonariuszy dotyczące wydatków na cele społeczne. Jednocześnie zachęty dochodowe są tym silniejsze, im bardziej konsumenci nagradzają firmę, ale jednocześnie są one niezależne od preferencji akcjonariuszy. Gdy konsumenci nagradzają firmę za jej wydatki na cele społeczne i jednocześnie firmy dysponują kompetentną kadrą menedżerską, osiągają zarówno wyższe zyski operacyjne, jak i wykazują wyższe wydatki na cele społeczne w czasie dobrej koniunktury. Jednak w trudnych czasach na rynku korelacja ta jest ujemna.

Badania Jo i Harjoto (2011) również pokazały, że niektóre działania CSR, w szczególności adresowane do różnych grup interesariuszy, wspierają budowanie wartości w większym stopniu niż inne. Działania ukierunkowane na poprawę stosunków społecznych wewnątrz firmy, między innymi: wspieranie różnorodności w miejscu pracy, budowanie relacji między pracownikami oraz dbanie o wysoką jakość produktów i usług, wspierają budowanie wartości w większym stopniu niż działania CSR ukierunkowane na poprawę stosunków społecznych z zewnętrznym otoczeniem przedsiębiorstwa, takich jak relacje ze społecznością lokalną, czy też dbanie o środowisko naturalne. Wartość kreowana poprzez CSR może pojawić się również jako element wielu korzyści, nie tylko finansowych, lecz także w postaci poprawy jakości produktów, efektywności kampanii marketingowych, kultury organizacyjnej oraz efektywności biznesowej na arenie międzynarodowej (Juscius i Jonikas, 2013). W związku z powyższym Juscius i Jonikas (2013) opracowali teoretyczne ramy kreowania wartości poprzez społeczną odpowiedzialność, zakładając, że implementacja CSR może wspomóc tworzenie wspólnej wartości dla wszystkich beneficjentów. W zaproponowanym modelu uwzględniono cztery typy odpowiedzialności przedstawionej w Piramidzie Carrolla (1979) – odpowiedzialności ekonomicznej, prawnej, etycznej oraz filantropijnej; trzech głównych grup beneficjentów (przedsiębiorstwa, społeczeństwa i interesariuszy) oraz obszarów możliwej kreacji wartości (rys. 16).

Rysunek 16. Teoretyczne ramy kreowania wartości poprzez CSR



Źródło: opracowanie własne na podstawie: V. Juscius i D. Jonikas. (2013). Integration of CSR into Value Creation Chain: Conceptual Framework. *Inzinerine Ekonomika-Engineering Economics*, *24*(1), s. 67.

Tabela 9. Etapy oceny kreowania wartości poprzez CSR

Etap	Opis
1.	1. Przygotowanie schematu łańcucha kreowania wartości (VCC): wszyscy partycypujący uczestnicy, procesy i fazy zaprezentowane w spójnym schemacie
2.	2. Główna charakterystyka VCC 2.1. Widoczność VCC 2.2. Poziom globalizacji VCC 2.3. Wiodące firmy (w kontekście podejmowania decyzji CSR)
3.	3. Identyfikacja działań CSR oraz polityk zgodnie z czterema poziomami odpowiedzialności: etycznej, prawnej, filantropijnej I ekonomicznej
4.	4. Ocena kosztów implementacji CSR dla każdego uczestnika łańcucha kreowania wartości (VCC)
5.	5. Identyfikacja możliwości kreowania wartości poprzez CSR 5.1. Adaptacja schematu dla każdego partycypującego uczestnika VCC 5.2. Identyfikacja typów wartości i możliwości ich pomiaru
6.	6. Estymacja wykreowanej wartości poprzez CSR 6.1. Dla każdego uczestnika łańcucha VCC 6.2. Dla każdego beneficjenta VCC
7.	7. Porównanie rezultatów 7.1. Całkowita wartość wykreowana poprzez CSR versus całkowity koszt CSR 7.2. Wskaźnik relacji wartości wykreowanej poprzez CSR i kosztów CSR w przeliczeniu na każdego uczestnika łańcucha VCC 7.3. Całkowita wartość wykreowana poprzez CSR w różnych łańcuchach VCC

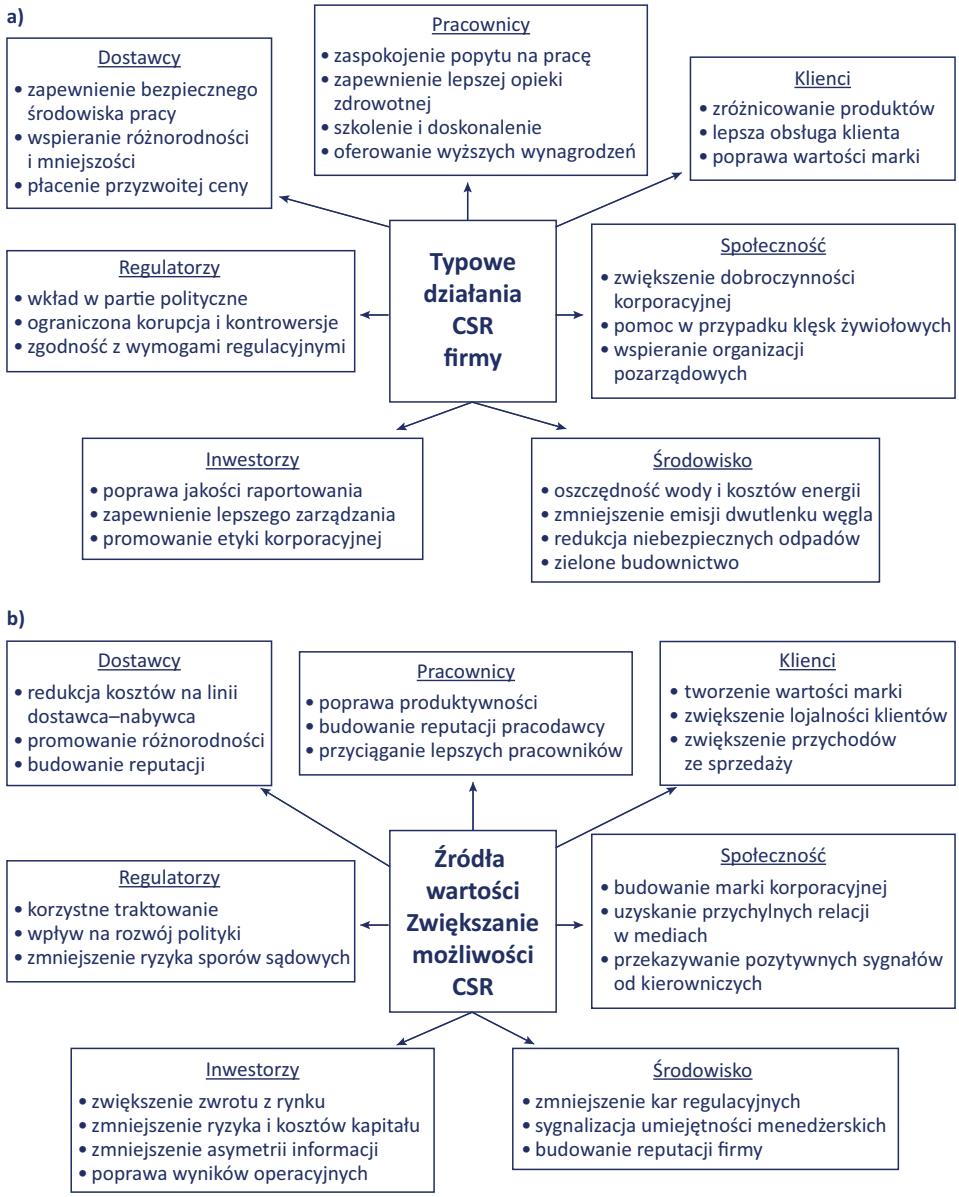
Źródło: opracowanie własne na podstawie: V. Juscius i D. Jonikas. (2013). Integration of CSR into Value Creation Chain: Conceptual Framework. *Inzinerine Ekonomika-Engineering Economics*, *24*(1), s. 67 [tłum. autor].

W pierwszym kroku zaproponowane przez Juscius i Jonikas wytyczne powinny zostać adaptowane do łańcucha kreowania wartości (ang. *Value Creation Chain*, VCC), poprzedzając analizę możliwości kreowania wartości poprzez CSR w całym łańcuchu wartości. Zważywszy na specyfikę implementacji CSR w łańcuchu tworzenia wartości, Juscius i Jonikas opracowali zestaw siedmiu etapów oceny kreowania wartości poprzez CSR, które powinny być stosowane jako program empirycznych badań. Poszczególne etapy zostały przedstawione w tabeli 9.

Fatemi, Fooladi i Tehranian (2015) analizowali efekt, jaki wywiera społeczna odpowiedzialność na wartość firmy i skonstruowali model teoretyczny, w którym przedsiębiorstwo określa, pod jakimi warunkami wydatki na CSR mogą wpływać na jego wartość. Podstawą modelu jest założenie, że poniesione uprzednio koszty na wydatki CSR mogą zostać pokryte przepływami w średnim i długim okresie, płynącymi z ich pozytywnych efektów. Jednocześnie poniesione wydatki na cele społeczne mogą przyczynić się do wzrostu prawdopodobieństwa przetrwania firmy i obniżenia kosztów kapitału. Dzięki temu społeczna odpowiedzialność może okazać się korzystna dla firmy pod wieloma względami, wśród których można wymienić większą lojalność klientów, zatrudnienie i utrzymanie cennych pracowników, unikanie kosztów związanych z niepożądanymi działaniami związków zawodowych czy też innych instytucji rządowych i pozarządowych. W wyniku badań potwierdzono, że przy zachowaniu pewnych warunków, zaangażowanie firmy w obszarze społecznej odpowiedzialności i koszty na nią ponoszone prowadzą w efekcie do budowania jej wartości dla wszystkich interesariuszy. Jednocześnie istotny okazał się optymalny poziom wydatków w obszarze CSR. Jeśli jest on zbyt wysoki, następuje drenaż zasobów firmy, prowadzący do obniżenia jej konkurencyjności wobec przedsiębiorstw, które nie angażują swoich zasobów w działania CSR. Optymalny poziom wydatków na działania społecznie odpowiedzialne nie został w wyniku badań ustalony, lecz zakładano, że krzywa wzrostu wydatków na CSR nie przebiega liniowo. Optymalny poziom wydatków zależy bowiem od warunków otoczenia każdego przedsiębiorstwa i w związku z powyższym powinien być ustalany indywidualnie.

Korzyści płynące z CSR mogą przybierać różne formy oraz wpływać bezpośrednio i pośrednio na wartość firmy. Najwyższej jakości inicjatywy społeczne i środowiskowe zwiększają wartość firmy bezpośrednio poprzez pozytywny wpływ na zwroty z rynku akcji (Malik, 2015). Inne formy korzyści związanych z CSR, takie jak przewaga na rynku, wyższa produktywność pracowników, zwiększona wydajność operacyjna, wizerunek korporacyjny i lepsze relacje z organami regulacyjnymi, społeczeństwem i innymi interesariuszami, zwiększają przychody firm, a także rentowność, co ostatecznie prowadzi do większej wartości firmy (rys. 17).

Rysunek 17. Wspólne działania CSR dla różnych interesariuszy (a) i korzyści CSR wynikające z różnych źródeł zwiększania wartości (b)



Źródło: opracowanie własne na podstawie: M. Malik. (2015). Value-Enhancing Capabilities of CSR: A Brief Review of Contemporary Literature. *Journal of Business Ethics*, *127*(2), 427. https://doi.org/10.1007/s10551-014-2051-9.

Albuquerque, Kosinen i Zhang (2019) również potwierdzili, że lepsze wyniki w zakresie CSR mogą zwiększyć wartość firmy oraz zmniejszać ryzyko systemowe. Jednocześnie pokazali, że oba efekty są tym silniejsze, im większe zróżnicowanie produktowe firma oferuje. W świetle ich badań to konsumenci, a nie inwestorzy odgrywają kluczową rolę w kształtowaniu polityki CSR przedsiębiorstw.

Wyniki badań także dowodzą, że przedsiębiorstwa pełnią ważną funkcję w propagowaniu społecznego dobrobytu dzięki swojej umiejętności oddziaływania na interesariuszy i angażowania ich do współtworzenia wartości (Bridoux i Stoelhorst, 2016). Społeczny dobrobyt powstaje bowiem jako efekt wartości kreowanej poprzez działania indywidualnych interesariuszy, którzy zawierają relacje i interakcje z innymi indywidualnymi interesariuszami w procesach współpracy, produkcji i wymiany dóbr. W tym wzajemnym procesie interakcji wielu stron wewnątrz przedsiębiorstwa, ale także poza nim, kreowana jest wartość firmy. Buchanan, Cao i Chen (2018) również poszukiwali potwierdzenia znaczenia działań w obszarze CSR dla budowania wartości przedsiębiorstw. Badali oni wpływ działań CSR na wartość spółek, których właścicielami były inne znaczące instytucje (ang. *institutional ownership*, IO) w okresie światowego kryzysu na rynkach finansowych w 2008 roku. Stwierdzili oni, że oddziaływanie CSR na wartość firmy zależy od wysokości jej udziałów będących w posiadaniu właścicieli instytucjonalnych oraz od bieżącej sytuacji gospodarczej kraju. Przed kryzysem zaangażowanie w działania CSR pozytywnie wpływało na wartość firm o niskim poziomie własności instytucjonalnej, a wpływ ten był znacznie słabszy w przypadku firm o wyższym udziale IO. Natomiast w czasie kryzysu relacja CSR do wartości firmy była korzystniejsza dla firm o wysokim akcjonariacie właścicieli instytucjonalnych, co sugeruje, że obawy dotyczące przeinwestowania były dominujące w czasach kryzysu, a wyższy akcjonariat instytucjonalny sprzyjał kontynuowaniu zaangażowania w obszarze społecznej odpowiedzialności.

Zarówno koncepcja społecznej odpowiedzialności, jak i teoria budowania wartości przedsiębiorstw będą z pewnością się rozwijały. W debacie akademickiej już widoczna jest zmiana podejścia do kreowania wartości przedsiębiorstwa ukierunkowana na tworzenie wspólnej wartości dla wszystkich interesariuszy, między innymi poprzez działania CSR, zrównoważony rozwój oraz uwzględnianie czynników ESG. Pojęcie „wartości" było często nadmiernie upraszczane i zawężane do wartości ekonomicznej (Harrison i Wicks, 2013). Dlatego do niedawna powszechnie stosowane w przedsiębiorstwach dążenie do uzyskiwania zakładanych wyników finansowych w krótkim okresie miało niezamierzony efekt uboczny w postaci eksternalizowania kosztów społecznych i środowiskowych (Fatemi i Fooladi, 2013). Biorąc pod uwagę

problemy społeczne i ekologiczne, z którymi boryka się współczesny świat, takie praktyki nie mają dziś racji bytu. Dlatego też coraz częściej postuluje się niezbędną zmianę paradygmatu w tym obszarze, gdzie wszystkie społeczne i środowiskowe zyski i straty zostałyby transparentnie uwzględnione. Zmiana ta ma charakter procesowy i wymaga czasu, ale wydaje się, że jest nieunikniona tak dla teorii, jak i dla praktyki zarządzania.

2.9. Podsumowanie

W ciągu ostatnich dekad społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw przeszła ewolucję od marginalnych działań do kluczowego elementu strategii wielu organizacji. Jak podkreślono w niniejszym rozdziale, skuteczne wdrażanie koncepcji CSR wymaga pełnego zrozumienia różnorodnych jej aspektów, takich jak etyka biznesu, zrównoważony rozwój, teoria interesariuszy oraz normy i standardy. Istotne jest również zrozumienie wpływu działań CSR na wyniki finansowe firm, a także na budowanie ich wartości. Współczesne przedsiębiorstwa, które rozumieją i w pełni wykorzystują możliwości, jakie daje społeczna odpowiedzialność, stają się bardziej konkurencyjne, ale również przyczyniają się do budowy bardziej zrównoważonej przyszłości dla wszystkich. W kontekście dynamicznie zmieniającego się otoczenia biznesowego, głębokie zrozumienie i efektywne stosowanie koncepcji CSR będzie miało kluczowe znaczenie dla przyszłego sukcesu i trwałości przedsiębiorstw na globalnym rynku.

ROZDZIAŁ 3

Wymiary ESG w zarządzaniu

3.1. Wprowadzenie

Rozwój rynku kapitałowego jest nierozerwalnie związany z kwestiami społecznej i ekologicznej odpowiedzialności biznesu, a obecnie także uwzględniania kryteriów ESG, czyli ekologicznych, społecznych i zarządczych, które są istotnymi aspektami działania przedsiębiorstw oraz raportowania ich wyników. W ostatnich latach świadomość znaczenia tych zagadnień wzrosła, czego efektem jest ich coraz większa obecność w strategii i praktyce działania przedsiębiorstw. Niniejszy rozdział ma trzy główne cele. Po pierwsze, przedstawienie ewolucji podejścia do odpowiedzialności przedsiębiorstw poprzez drogę od koncepcji CSR do kryteriów ESG. Po drugie, szczegółowe omówienie poszczególnych wymiarów ESG: ekologicznego, społecznego oraz związanego z ładem korporacyjnym. Wreszcie, celem rozdziału jest również dostarczenie kompendium wiedzy na temat roli i znaczenia czynników ESG w teorii i praktyce zarządzania z uwzględnieniem głosów ich proponentów i oponentów.

3.2. Od CSR do ESG – analiza retrospektywna

Akronimy ESG i CSR są ze sobą związane, a nawet czasami używane zamiennie, choć *de facto* koncepcje, które reprezentują, mają swoje własne cechy i cele. Jak wspomniano w rozdziale 1, społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw odnosi się do dobrowolnych inicjatyw, praktyk i strategii podejmowanych przez organizacje w celu zapewnienia ich pozytywnego wpływu na społeczeństwo i środowisko. Natomiast czynniki ESG reprezentują działania firm, które uwzględniają aspekty ekologiczne, społeczne

oraz związane z ładem korporacyjnym i koncentrują się na aspektach strategicznych i operacyjnych w wyżej wymienionych trzech obszarach: zarządzaniu środowiskiem, interakcjach i relacjach społecznych oraz zarządzaniu (Robeco, 2020). Podczas gdy inicjatywy CSR są często odpowiedzią na oczekiwania interesariuszy, czynniki ESG są integralną częścią operacyjnej działalności firmy i jej długoterminowej strategii. Wymiary ESG stanowią jednocześnie kompleksową miarę, która wykracza poza odpowiedzialność społeczną i obejmuje podejście firmy do zrównoważonego rozwoju i ochrony środowiska naturalnego, relacji z otoczeniem społecznym, a także etycznego postępowania oraz zarządzania. Tym samym czynniki ESG są często wykorzystywane przez analityków i inwestorów do oceny szans rynkowych, przewidywania zagrożeń, rodzajów ryzyka i wyzwań oraz identyfikowania możliwości inwestycyjnych.

Warto zauważyć, że oba pojęcia: „społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw" i „działania w obszarze ESG" w znacznym stopniu są komplementarne, w praktyce mogą stanowić część tej samej, holistycznej strategii na rzecz zrównoważonych i etycznych praktyk biznesowych. Skoro zgodnie z powszechnie akceptowaną, opracowana przez Komisję Europejską, definicją CSR to „odpowiedzialność przedsiębiorstw za ich wpływ na społeczeństwo oraz włączenie kwestii społecznych, środowiskowych, etycznych, praw człowieka i konsumenckich do ich działalności biznesowej i podstawowej strategii" (European Commission, 2011, s. 6), te same określenia moglibyśmy zastosować do przedstawienia czynników ESG (zwanych także zamiennie kryteriami lub wymiarami ESG w literaturze przedmiotu), uzupełniając je o perspektywę ładu korporacyjnego.

Pojęcie „kryteriów ESG" jest znacznie młodsze od koncepcji CSR, gdyż zostało po raz pierwszy wprowadzone przez Organizację Narodów Zjednoczonych w 2004 roku w raporcie *Who cares wins. Connecting Financial Markets to a Changing World* (*Kto się troszczy, ten wygrywa. Dostosowanie rynków finansowych do zmieniającego się świata*) opracowanym przez 20 instytucji finansowych w odpowiedzi na wezwanie Kofiego Anana, Sekretarza Generalnego Organizacji Narodów Zjednoczonych (ONZ, 2004). Pierwotnym powodem powstania koncepcji czynników ESG było zaadresowanie zapotrzebowania rynków finansowych na uniwersalne kryteria, które pomogłyby inwestorom, analitykom i wszystkim interesariuszom w ocenie działalności przedsiębiorstw i ich potencjalnej atrakcyjności inwestycyjnej opartej na kryteriach nie tylko finansowych, lecz także poza finansowych. Od tamtego czasu integracja czynników środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego została uznana za jeden z najbardziej miarodajnych i najczęściej stosowanych mierników społecznego, ekologicznego oraz odpowiedzialnego

zarządzania i inwestowania na całym świecie. Kryteria ESG stały się także istotne na rynkach finansowych i szeroko rozumianym rynku globalnym, ale również w świecie akademickim, w którym poświęcono im wiele uwagi oraz badań empirycznych i teoretycznych.

Mimo że problematyka ESG ma na celu rozwiązanie wielu istotnych kwestii społecznych i środowiskowych, nie ma uniwersalnej definicji czynników ESG ani uniwersalnych miar ich wyników. Clément, Robinot i Trespeuch (2023) dokonali systematycznego przeglądu literatury, chcąc określić, w jaki sposób kryteria ESG są prezentowane. Wśród 4145 artykułów, z których wybrali 342 szczególnie wpływowych, zidentyfikowali pięć różnych definicji w odniesieniu do tego, w jaki sposób wyniki ESG są prezentowane, a następnie analizowane w badaniach dotyczących zrównoważonego rozwoju, społecznej odpowiedzialności biznesu, ujawniania informacji finansowych i niefinansowych oraz wyników przedsiębiorstw w kontekście analizy czynników ESG.

Niemniej jednak w literaturze przedmiotu można wyodrębnić dwie, wiodące perspektywy integracji czynników ESG w działalności gospodarczej. Pierwsza perspektywa dotyczy społecznie odpowiedzialnego inwestowania (SRI) i omawia aspekty ESG z punktu widzenia inwestycji na rynkach finansowych (omówionych szerzej w rozdz. 4.4 oraz 4.7) oraz druga, która wyewoluowała z koncepcji zrównoważonego rozwoju (przedstawionej szerzej w rozdz. 2.4) i rozważa wymiary ESG z perspektywy działalności operacyjnej firm (Aldowaish i in., 2022). Badania nad integracją czynników ESG w strategii inwestowania stanowią przeważającą część dotychczas prowadzonych badań, natomiast integracja czynników ESG w operacjach biznesowych nadal ich wymaga, szczególnie w kontekście potencjalnych implikacji dla tworzenia modeli biznesowych. W niniejszej monografii skupimy się przede wszystkim na wymiarach ESG z perspektywy rynków kapitałowych, które wykorzystują aspekty środowiskowe, społeczne i związanie z ładem korporacyjnym w celu przyjrzenia się organizacjom pod kątem możliwości inwestycyjnych, a także budowania ich wartości.

Trzy kryteria ESG

„**E**" – kryterium środowiskowe, które ocenia, w jaki sposób organizacja dba o środowisko naturalne. Uwzględnia ono między innymi takie kwestie, jak gospodarka odpadami, zużycie energii, zanieczyszczenie środowiska, ochrona zasobów naturalnych i traktowanie zwierząt. Bada również czy firma stosuje polityki i praktyki mające na celu ochronę środowiska naturalnego, radzenie sobie z zagrożeniami i wyzwaniami środowiskowymi oraz czy wnosi pozytywny wkład w jej zrównoważony rozwój.

„**S**" – kryterium społeczne bada, w jaki sposób firma zarządza swoimi relacjami z interesariuszami, czyli między innymi pracownikami, dostawcami, klientami i społecznością lokalną. Obejmuje ono między innymi takie aspekty, jak godziwe warunki pracy i płacy, różnorodność w miejscu pracy, zdrowie i bezpieczeństwo, a także zadowolenie klientów, prawa człowieka i zaangażowanie w działania na rzecz społeczności lokalnej.
„**G**" – kryterium ładu korporacyjnego, związanego z procesami zarządczymi w organizacji, odnosi się między innymi do takich obszarów, jak przywództwo, wynagrodzenia kadry menedżerskiej, procesy audytu i kontroli wewnętrznych, praw akcjonariuszy i transparentności działań. Dobry ład korporacyjny jest oznaką dobrze zarządzanej firmy w obszarach, jak np. struktura organizacyjna, struktura płac i wynagrodzenia kadry kierowniczej, zrównoważony skład zarządu, przejrzystość prowadzonej rachunkowości i sprawozdawczości, w tym raportowania finansowego i niefinansowego.

Liczba i różnorodność czynników ESG jest tak duża, że nie sposób wymienić ich wszystkich, nie istnieje też kompletna lista wszystkich możliwych czynników (Matos, 2020). Firmy i organizacje, chcąc wybrać te właściwe dla własnych działań i stworzyć tzw. agendę ESG, polegają najczęściej na różnego rodzaju ramowych wytycznych i standardach definiujących czynniki ESG. Inne natomiast stosują własne, autorskie definicje i tworzą własny katalog działań w ramach wyżej wymienionych trzech kryteriów ESG. Powstały też pierwsze obowiązkowe wytyczne, które pomagają przedsiębiorstwom określić te działania w obszarze ESG, które mogą być istotne i tym samym ważne do raportowania niefinansowego. Jedną z takich wytycznych jest zasada tzw. podwójnej istotności (ang. *double materiality*), będąca elementem nowych wytycznych raportowania niefinansowego w krajach Unii Europejskiej – raportowania zgodnie z Europejskimi Standardami Sprawozdawczości Zrównoważonego Rozwoju (ang. *Environmental and Social Reporting System*, ESRS), o czym szerzej w rozdziale 4.6.

Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (European Banking Authority, EBA) podjął się w swoim raporcie z 2021 r. wymienienia najważniejszych czynników ESG, stosowanych w krajach Unii Europejskiej i na arenie międzynarodowej, tych charakterystycznych dla przemysłu i tych, które można nazwać uniwersalnymi dla wszystkich trzech wyżej wymienionych ram. Przykłady czynników ESG zarówno tych pozytywnych, jak i negatywnych zostały przedstawione w tabeli 10.

Tabela 10. Przykłady najczęściej stosowanych czynników ESG

Źródło	E – środowisko	S – społeczeństwo	G – ład korporacyjny
Ramowe wytyczne międzynarodowe	• emisje gazów cieplarnianych • energia zużycie i wydajność • zanieczyszczenia powietrza • zużycie wody i recykling • produkcja i zarządzanie odpadami (wodnymi, stałymi, niebezpiecznymi) • wpływ i zależność od bioróżnorodności • wpływ i zależność od ekosystemów • innowacje w zakresie produktów przyjaznych dla środowiska i usługi	• wolność zrzeszania się pracowników • praca dzieci • praca przymusowa i obowiązkowa • bezpieczeństwo i higiena pracy • zdrowie i bezpieczeństwo klientów • dyskryminacja, różnorodność i równe szanse • ubóstwo i wpływ na społeczność • zarządzanie łańcuchem dostaw • szkolenia i edukacja • prywatność klientów • wpływ na społeczność lokalną	• kodeksy postępowania i zasady biznesowe • odpowiedzialność • przejrzystość i ujawnianie informacji • wynagrodzenie kadry kierowniczej • różnorodność i struktura zarządu • przekupstwo i korupcja • zaangażowanie interesariuszy • prawa akcjonariuszy
Ramowe wytyczne europejskie	• emisja gazów cieplarnianych • energia – zużycie i wydajność • ekspozycja na paliwa kopalne • woda, powietrze, gleba i ich zanieczyszczenia • zużycie wody, recykling i zarządzanie nimi • degradacja gruntów, pustynnienie, uszczelnianie gleby • produkcja i zarządzanie odpadami (niebezpiecznymi, nienadającymi się do recyklingu) • zużycie surowców • bioróżnorodność i ochrona zdrowych ekosystemów • wylesianie	• wdrożenie podstawowych konwencji organizacji pracy (zgodnie z ILO) • naruszenie zasad inicjatywy ONZ Global Compact • inkluzyjność a nierówność • narażenie na kontrowersyjną broń • dyskryminacja • niewystarczająca ochrona sygnalistów • wskaźnik wypadków i liczba dni straconych z powodu urazów, wypadków, ofiar śmiertelnych lub chorób • polityka w zakresie praw człowieka • inwestycje w kapitał ludzki i społeczności • handel ludźmi	• polityki antykorupcyjne i antyłapówkarskie • nadmierne wynagrodzenie prezesa • różnorodność (nieskorygowana różnica w wynagrodzeniach kobiet i mężczyzn oraz różnorodność płci w zarządzie)

Tabela 10. cd.

Źródło	E – środowisko	S – społeczeństwo	G – ład korporacyjny
Ramowe wytyczne dotyczące przemysłu	• zużycie materiałów, energii i wody • produkcja gazów cieplarnianych emisje, inne emisje do powietrza i wody • produkcja i zarządzanie odpadami i ściekami • ochrona bioróżnorodności • badania i rozwój technologii niskoemisyjnych i innych technologii środowiskowych	• jakość i innowacyjność w relacjach z klientami, prawo klientów do uzyskiwania informacji o kwestiach środowiskowych • prawa człowieka • praktyki pracy: zarządzanie zasobami ludzkimi i relacje z pracownikami, kwestie różnorodności, równość płci, kwestie bezpieczeństwa i higieny pracy w miejscu pracy • dostęp do kredytów i włączenie finansowe • bezpieczeństwo danych osobowych	• zestaw reguł lub zasad określających prawa, obowiązki i oczekiwania pomiędzy różnymi interesariuszami w zarządzaniu organizacją/firmą • wynagrodzenie kadry kierowniczej • niezależność zarządu • skład i struktura zarządu • prawa akcjonariuszy • audyt wewnętrzny • wynagrodzenie • przekupstwo i korupcja • uczciwość w firmie i ramy postępowania
Obszary wspólne i uniwersalne	• wykorzystanie i zużycie wody • zarządzanie odpadami i produkcja • energochłonność • zanieczyszczenia • bioróżnorodność • emisje gazów cieplarnianych	• kwestie związane z pracą i siłą roboczą • prawa człowieka • nierówność • dyskryminacja • równość płci	• prawa i obowiązki dyrektorów • wynagrodzenia • przekupstwo i korupcja

Źródło: opracowanie własne na podstawie: EBA. (2021). *EBA Report on Management and Supervision of ESG Risks for Credit Institutions and Investment Firms*. Paris, France, s. 26–27.

Instytucje definiujące standardy ESG

Wiele różnego rodzaju organizacji i instytucji wyspecjalizowanych w tym celu zapewnia wytyczne i wskazówki dotyczące czynników ESG. Wśród najważniejszych z można wymienić te, które dostarczają ogólnych, międzynarodowych wytycznych dotyczących celów środowiskowych i społecznych (EBA, 2021):

1) Zasady odpowiedzialnego inwestowania (ang. *Principles for Responsible Investing*, PRI – omówione szerzej w rozdz. 2.6), które mają na celu wspieranie sygnatariuszy – właścicieli aktywów i inwestorów instytucjonalnych, zarządzających inwestycjami i dostawców usług (w tym doradztwa, informacji i danych) – we włączaniu czynników ESG do ich decyzji inwestycyjnych i właścicielskich;
2) Global Sustainability Standards Board Global Reporting Initiative (GRI) – organizacja również szerzej przedstawiona w rozdziale 4.6 – oferująca pomoc organizacjom w zrozumieniu, zarządzaniu i komunikowaniu ich wpływu na kwestie związane ze zrównoważonym rozwojem;
3) Cele Zrównoważonego Rozwoju ONZ (ang. *Sustainable Development Golas*, SDGs) to zbiór 17 powiązanych ze sobą globalnych celów, które zostały zaprojektowane jako plan osiągnięcia lepszej i bardziej zrównoważonej przyszłości ludzkości w horyzoncie do 2030 roku (przedstawione w rozdz. 2.4);
4) Zasady Odpowiedzialnej Bankowości opracowane przez Inicjatywę Finansową Programu Finansowego Narodów Zjednoczonych ds. Środowiska (ang. *The United Nations Environment Programme Finance Initiative*, UNEP FI) mające na celu dostosowanie strategii biznesowych banków do celów SDG i Porozumienia Paryskiego (czyli ustaleń szczytu klimatycznego z 2015 roku);
5) Zasady Equator (ang. *Equator Principles*), których celem jest zapewnienie wspólnej podstawy i ram do identyfikacji, oceny i zarządzania ryzykiem środowiskowym i społecznym podczas finansowania projektów;
6) Światowe Forum Ekonomiczne (ang. World Economic Forum, WEF) na temat *Pomiaru kapitalizmu interesariuszy*, zapewniające podstawowy zestaw wspólnych wskaźników i ujawnień dotyczących czynników pozafinansowych, które mogą być wykorzystywane przez spółki do dostosowania ich głównego nurtu sprawozdawczości w zakresie wyników w odniesieniu do wskaźników ESG i śledzenia ich wkładu w realizację celów zrównoważonego rozwoju;
7) Międzynarodowa Rada ds. Sprawozdawczości Zintegrowanej (ang. International Integrated Reporting Council (IIRC) Integrated Reporting Framework) zapewniająca ramy dla sprawozdawczości zintegrowanej zgodnie z zasadami sześciu kapitałów (finansowego, produkcyjnego, intelektualnego, ludzkiego, społecznego i relacyjnego oraz naturalnego) w celu umożliwienia firmom raportowania pełniejszego obrazu sposobu, w jaki tworzą wartość;
8) Standardy Międzynarodowej Korporacji Finansowej w zakresie wyników środowiskowych i społecznych (ang. IFC *Performance Standards*) określające obowiązki klientów IFC w zakresie zarządzania ryzykiem środowiskowym i społecznym;
9) Wytyczne OECD dotyczące należytej staranności w zakresie odpowiedzialnego postępowania w biznesie, które zapewniają praktyczne wsparcie dla przedsię-

biorstw, przedstawiając zalecenia w zakresie wdrażania wytycznych OECD dla przedsiębiorstw międzynarodowych. Wytyczne te obejmują niewiążące zasady i standardy odpowiedzialnego prowadzenia działalności gospodarczej w kontekście globalnym, zgodnie z obowiązującymi przepisami prawa i uznanymi, międzynarodowymi standardami;

10) Komitet Organizacji Sponsorujących Komisję Treadway (COSO) i Światowa Rada Biznesu na rzecz Zrównoważonego Rozwoju (WBCSD) w wytycznych dotyczących stosowania zarządzania ryzykiem korporacyjnym w odniesieniu do ryzyk związanych z ESG proponuje podejścia mające na celu przezwyciężenie wyzwań związanych z ryzykiem ESG i zapewnia metody zarządzania nim;
11) Standardy Rady Standardów Rachunkowości Zrównoważonego Rozwoju (ang. *Sustainability Accounting Standards Board*, SASB) identyfikujące zbiór kwestii ESG najbardziej istotnych dla wyników finansowych w każdej z 77 branż zidentyfikowanych przez SASB i mające na celu pomóc firmom w ujawnianiu inwestorom istotnych finansowo informacji dotyczących zrównoważonego rozwoju;
12) Natural Capital Protocol + Supplement (Finance) zapewniające znormalizowane ramy dla organizacji do identyfikacji, pomiaru i wyceny ich wpływu i zależności od kapitału naturalnego;
13) Zalecenia grupy zadaniowej Rady Stabilności Finansowej ds. ujawniania informacji finansowych związanych z klimatem (TCFD), które dostarczają ram pomagającym spółkom publicznym i innym organizacjom skuteczniej ujawniać ryzyka i możliwości związane z klimatem w ramach istniejących procesów sprawozdawczych.

Część międzynarodowych, ogólnodostępnych wytycznych koncentruje się na czynnikach środowiskowych:

14) Climate Bond Initiative Climate Bonds Standard – organizacja zapewniająca sektorowe kryteria kwalifikowalności dla aktywów i projektów, które mogą być oznaczone jako zielone inwestycje;
15) Zasady dotyczące zielonych obligacji Międzynarodowego Stowarzyszenia Rynku Kapitałowego (ang. *International Capital Market Association Green Bond Principles*) prezentujące wytyczne procesowe, które wyjaśniają podejście do emisji zielonych obligacji;
16) Global GHG Accounting and Reporting Standard for the Financial Industry zapewnia wytyczne w zakresie metod pomiaru i ujawniania emisji gazów cieplarnianych związanych z sześcioma klasami aktywów (notowane akcje i obligacje korporacyjne, pożyczki biznesowe i nienotowane akcje, finansowanie projektów, nieruchomości komercyjne, kredyty hipoteczne i kredyty na pojazdy silnikowe);
17) Inicjatywy: Climate Disclosure Project (CDP), UN Global Compact (UNGC), World Resources Institute (WRI) oraz World Wildlife Fund (WWF) Science-Based Targets (SBTi) zapewniają cele, które są zgodne z tym, co najnowsza nauka o klimacie uważa za niezbędne dla osiągnięcia celów Porozumienia Paryskiego, dzięki czemu firmy mogą określić swoją ścieżkę redukcji emisji gazów cieplarnianych zgodnie z ww. Porozumieniem;

Wśród międzynarodowych, ogólnodostępnych wytycznych są także te dedykowane kwestiom społecznym:

18) Wytyczne ONZ dotyczące biznesu i praw człowieka (ang. UN *Guiding Principles on Business and Human Rights*) zawierające wytyczne dla państw i przedsiębiorstw w zakresie zapobiegania naruszeniom praw człowieka popełnianym w działalności biznesowej, reagowania na nie i zaradzania im;
19) Osiem podstawowych konwencji Międzynarodowej Organizacji Pracy (ang. *International Labour Organization*, ILO) obejmujące zagadnienia, które są uważane za podstawowe zasady i prawa pracy: wolność zrzeszania się i skuteczne uznawanie prawa do negocjacji zbiorowych, eliminacja wszelkich form pracy przymusowej czy też obowiązkowe, skuteczne zniesienie pracy dzieci oraz eliminacja dyskryminacji w odniesieniu do zatrudnienia i zawodu;
20) United Nations Global Compact (przedstawiony szerzej w rozdz. 2.6) to niewiążący pakt mający na celu zachęcenie przedsiębiorstw na całym świecie do przyjęcia zrównoważonych i społecznie odpowiedzialnych polityk oraz do składania sprawozdań z ich wdrażania. Inicjatywa zapewnia ramy dla przedsiębiorstw, określając dziesięć zasad w dziedzinie praw człowieka, pracy, środowiska i przeciwdziałania korupcji.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: EBA. (2021). *EBA Report on Management and Supervision of ESG Risks for Credit Institutions and Investment Firms*. Paris, France.

Zarówno w literaturze przedmiotu, jak i w praktyce biznesowej kryteria ESG są również określane zbiorem niefinansowych wskaźników wyników przedsiębiorstw, które prezentują, w jakim stopniu dana firma lub organizacja jest społecznie i ekologicznie odpowiedzialna, czy działa w sposób etyczny i czy stosuje zasady ładu korporacyjnego. Są one niejako odpowiedzią na potrzebę oceny organizacji pod kątem ich wyników pozafinansowych, zgłaszaną przez rynki w celu zidentyfikowania spółek wyróżniających się i osiągających najlepsze wyniki. Jak wspomniano powyżej, początkowo oceny pod kątem czynników ESG były tworzone głównie na potrzeby rynków finansowych, jednak szybko zyskały popularność wśród samych przedsiębiorstw. Okazały się one atrakcyjnym czynnikiem wspierającym ich działania w celu poprawy reputacji (m.in.: Murè, Spallone, Mango, Marzioni i Bittucci, 2021; Karwowski i Raulinajtys-Grzybek, 2021), zmniejszenia presji legislacyjnej na ich działalność (Christensen, Serafeim i Sikochi, 2019; Porter, Kramer i Serafeim, 2019), zmniejszenia ryzyka finansowego (Chollet i Sandwidi, 2018) i przyciągnięcia kapitału (Cheng, Iannou i Serafeim, 2014). Wyniki badań wskazują, że z punktu widzenia inwestorów wyniki ESG ograniczają również ryzyko, na jakie narażona jest firma, gdy znajdzie się w centrum skandalu środowiskowego lub społecznego (Escrig-Olmedo i in., 2019). Jed-

nocześnie warto podkreślić, że na ograniczenie ryzyka wydaje się wpływać również kapitalizacja rynkowa – większe firmy zazwyczaj utrzymują wyższe wyniki w zakresie ESG ze względu na większą presję społeczną (Khan, 2022). Jak krytycznie zauważają Escrig-Olmedo i in. (2019), kryteria ESG umożliwiają przewidywanie ryzyka finansowego związanego z negatywnym wpływem złych praktyk (np. korupcji czy pracy dzieci) lub wypadków (np. wycieków, awarii jądrowych, niszczenia środowiska naturalnego) na finansowe wyniki przedsiębiorstw, ale jednocześnie są one mniej odpowiednie do analizowania pozytywnych efektów wynikających z działań podjętych w ramach ESG, tj. określenia, w jakim stopniu firma może przyczynić się do dobrobytu społeczeństwa i środowiska, w którym działa. Pomiar rzeczywistych efektów wdrożenia praktyk z obszaru ESG, w szczególności wpływu organizacji na społeczność i środowisko lokalne, pozostaje więc wyzwaniem.

W praktyce gospodarczej wyniki ESG przedsiębiorstw są analizowane i ocenianie przez zewnętrzne, niezależne podmioty, a następnie prezentowane w tzw. ratingach ESG. W ten sposób są one stosowane do oceny działalności firm podczas selekcji inwestycji przez inwestorów. Z tego samego powodu są one również wykorzystywane do oceny wyników spółek kapitałowych notowanych na giełdach. W związku z powyższym ocena środowiskowa, społeczna i zarządcza stała się ważnym filarem rozwoju zrównoważonych strategii zarządzania, wpływających na wyniki finansowe przedsiębiorstw (Eccles i Serafeim, 2013). Różnego rodzaju dane są wykorzystywane do konstruowania wyników ESG publikowanych przez prywatne agencje i firmy komercyjne, których głównymi klientami są zarządzający portfelami inwestycyjnymi i inwestorzy (Escrig-Olmedo i in., 2019). Do najbardziej znanych, międzynarodowych agencji ratingowych oceniających firmy pod kątem czynników ESG należą między innymi: MSCI ESG[52], Refinitiv ESG[53] (dawnej: Thomson Reuters ASSET4 ESG), Sustainalytics[54], Robeco[55], FTSE Russel (m.in. prowadzący rodzinę indeksów FTSE4Good)[56], ISS ESG[57], Moody's (dawniej: Vigeo Eiris)[58], S&P Global Trucost[59], Bloomberg[60],

[52] Zob. https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings (dostęp: 20.04.2023).
[53] Zob. https://www.refinitiv.com/en/sustainable-finance/esg-scores (dostęp: 20.04.2023).
[54] Zob. https://www.sustainalytics.com/esg-ratings (dostęp: 20.04.2023).
[55] Zob. https://www.robeco.com/en-int/themes/indices (dostęp: 20.04.2023).
[56] Zob. https://www.ftserussell.com/products/indices/ftse4good (dostęp: 20.04.2023).
[57] Zob. https://www.issgovernance.com/esg/ratings/ (dostęp: 20.04.2023).
[58] Zob. https://www.moodys.com/web/en/us/capabilities/esg.html (dostęp: 20.04.2023).
[59] Zob. https://www.spglobal.com/esg/trucost (dostęp: 20.04.2023).
[60] Zob. https://www.bloomberg.com/professional/product/esg-data/ (dostęp: 20.04.2023).

Morningstar[61]. Dostarczane przez nie ratingi oraz dane także pozostają w spektrum prowadzonych badań naukowych, które, co istotne, wskazują na ich niespójność i zwracają uwagę na fakt, że różne agencje przypisują różne wagi różnym kryteriom i interpretują różne źródła danych na różne sposoby (m.in. Escrig-Olmedo i in., 2019; Kotsantonis i Serafeim, 2019). Względy te powodują, że wyniki ESG tego samego przedsiębiorstwa mogą się znacznie różnić w zależności od oceniającej je agencji ratingowej. Berg, Kölbel i Rigobon (2022) potwierdzili niski współczynnik korelacji między ocenami ESG sześciu różnych agencji ratingowych i policzyli, że skala niezgodności wydanych przez nie ocen sięgała średnio 56%. Jako przyczynę tego stanu rzeczy wskazują oni przede wszystkim rozbieżności w pomiarach oraz tzw. efekt oceniającego, w którym ogólny pogląd na firmę wpływa na wybór i sposób pomiaru określonych kategorii ESG. Jednocześnie wezwali do zwrócenia większej uwagi na sposób generowania danych leżących u podstaw ratingów ESG. Do podobnych wniosków doszli także Eccles i Stroehle (2018) oraz Eccles, Lee i Stroehle (2020), którzy w swoich badaniach potwierdzili, że cel opracowania ratingu, a także jego docelowy odbiorca znacząco wpływają na reprezentatywność i zakres wydanego wyniku ESG. Problematyczny poziom korelacji można zaobserwować również w innych badaniach (m.in. Dimson Marsh i Staunton, 2020; Hughes, Urban i Wójcik, 2021). Rozbieżności między wynikami ESG przedsiębiorstw wskazują na potrzebę większego konsensusu co do tego, jakie działania przedsiębiorstw należy mierzyć i w jaki sposób. Rekomendacje wynikające z tych badań są zatem takie, że użytkownicy ratingów ESG powinni zachować ostrożność w interpretowaniu ich wyników, w szczególności w zakresie ich związku z rzeczywistymi działaniami społecznymi, środowiskowymi i związanymi z ładem korporacyjnym. Natomiast agencje ratingowe powinny zachować szczególną staranność przy opracowywaniu ratingów oraz przeprowadzać regularny audyt stosowanych metodologii ratingowych (Chatterji, Durand, Levine i Toubou, 2016).

Przyczyny przedstawionych powyżej różnic w ratingach nie są jeszcze jasne. Christensen, Serafeim i Sikochi (2022) zauważyli, że większe ujawnianie informacji ESG prowadzi *de facto* do większej niezgodności w zakresie ratingów ESG. Potwierdzili ponadto, że oceniający nie zgadzają się bardziej w zakresie samych wyników ESG (wskaźników wyjściowych) niż polityk ich wprowadzania (wskaźników wejściowych), a ujawnianie informacji wydaje się zwiększać brak zgodności w przypadku wyników ESG, czyli wskaźników wyjściowych. Ich zdaniem w przypadku spółek kapitałowych większy brak

[61] Zob. https://www.morningstar.com/business/brands/esg (dostęp: 20.04.2023).

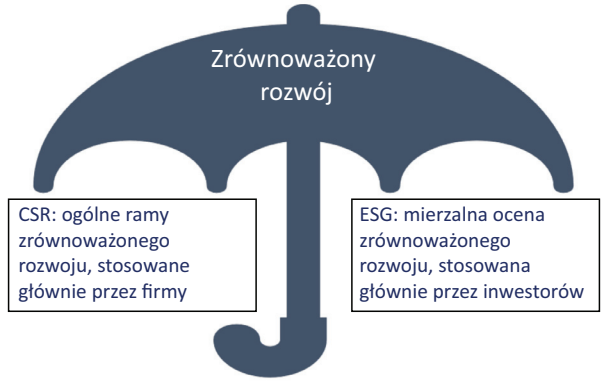
zgodności w zakresie ESG wiąże się z wyższą zmiennością zwrotów z inwestycji, większymi bezwzględnymi zmianami cen akcji i niższym prawdopodobieństwem pozyskania finansowania zewnętrznego.

Ponadto warto wziąć pod uwagę dodatkową zmienną, jaką jest geograficzne położenie ocenianej w ratingu firmy. W zależności od kraju i kontynentu informacje jakościowe mogą być dostępne w większym lub mniejszym stopniu, wpływając tym samym na reprezentatywność wyników ESG. Baldini i in. (2018) dostarczają dowodów na to, że cechy charakterystyczne na poziomie krajowym, między innymi lokalny system polityczny (ramy legislacyjne i poziom korupcji), system pracy (ochrona pracy i stopa bezrobocia) oraz system kulturowy (spójność społeczna i równość szans) znacząco wpływają na praktyki firm w zakresie ujawniania informacji ESG, będących podstawą oceny ratingowej. Daugaard i Ding (2022) także zwrócili uwagę na potrzebę badań nad wpływem rozwoju gospodarczego, otoczenia regulacyjnego i odpowiedzialnego inwestowania na wyniki w zakresie wymiarów ESG. Te trajektorie badawcze wydają się mieć istotne implikacje dla zarządzania inwestycjami, strategiami korporacyjnych i politykami rządowymi wpływającymi na wyniki w obszarze ESG.

Podsumowując rozważania na temat społecznej odpowiedzialności i czynników ESG, warto podkreślić, że problematyka CSR również obejmuje włączanie kwestii środowiskowych, społecznych oraz ładu korporacyjnego do zarządzania przedsiębiorstwem (Liang i Renneboog, 2021). Zarówno wymiary, działania, jak i kompetencje CSR i ESG wzajemnie się przeplatają. Oczekuje się, że firmy odpowiedzialne społecznie będą przynosiły zysk z kapitału, będą stabilne finansowo i odpowiedzialne wobec akcjonariuszy i innych interesariuszy (pracowników, klientów, dostawców, społeczności lokalnych) we wszystkich trzech wymiarach. CSR, podobnie jak ESG, również odnosi się do podejmowania decyzji finansowych. Jaka jest zatem różnica między wymiarami ESG a koncepcją społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw na poziomie jej realizacji przez firmę? Na podstawie przedstawionej analizy różnych wyników badań wydaje się ona stosunkowo niewielka, ale istotna. Wymiary ESG są kryteriami oceny działań organizacji w wymiarze społecznym, środowiskowym i zarządczym, podczas gdy działania CSR są strategią działania organizacji w ramach obranego przez nią modelu biznesowego, który uwzględnia odpowiedzialne zarządzanie zarówno w kontekście ekonomicznym, społecznym, jak i środowiskowym. Te trzy obszary są z kolei filarem koncepcji zrównoważonego rozwoju, w której trzy sfery działania przedsiębiorstw: ekonomiczna, społeczna i środowiskowa wzajemnie się przeplatają (co zostało omówione w rozdz. 2.4). Można zatem przyjąć, że koncepcja zrównoważonego rozwoju godzi zarówno założenia, cele i zasady koncepcji

społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw, jak i wymogi wymiarów ESG i ich działań w aspekcie środowiskowym, społecznym i ładu korporacyjnego (Kaźmierczak, 2022). Rysunek 18 przedstawia w formie graficznej powiązania między powyższymi trzema równorzędnie współistniejącymi tak w praktyce, jak i w teorii zarządzania koncepcjami.

Rysunek 18. Związek między zrównoważonym rozwojem, CSR i ESG



Źródło: opracowanie własne na podstawie: M. Kaźmierczak. (2022). A literature review on the difference between CSR and ESG. *Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej. Organizacja i Zarządzanie*, *162*. https://doi.org/10.29119/1641-3466.2022.162.16.

W praktycznym rozumieniu społeczna odpowiedzialność odnosi się do działań organizacji w zakresie bycia odpowiedzialnym społecznie i ekologicznie, bycia lepszym „obywatelem", a kryteria ESG pomagają pokazać rynkom i wszystkim zainteresowanym interesariuszom czy takim obywatelem ona faktycznie jest, czy nie. Jednocześnie wyniki osiągane przez przedsiębiorstwa w trzech wymiarach ESG służą do ewaluacji integracji koncepcji CSR w ich działaniach.

3.3. Wymiary ESG w zarządzaniu

3.3.1. Ekologia i ochrona środowiska naturalnego

Stosunek do środowiska naturalnego tradycyjnie uznawany jest za jeden z głównych mierników społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw (Dąbrowski i Majchrzak, 2016). Tymczasem całkiem do niedawna zanieczyszczenia w środowisku naturalnym uważane były za negatywne skutki zewnętrzne lub zewnętrzne koszty działalności gospodarczej, które nie

były uwzględniane w rachunku korzyści i strat przedsiębiorstw (Rybak, 2004). W skali całego kraju lub regionu ochronę środowiska naturalnego miały zapewniać wyłącznie organy sprawujące władzę, które dysponowały narzędziami pozwalającymi wymusić lub zachęcić przedsiębiorstwa do postaw proekologicznych. Dziś, w obliczu zmian klimatycznych i wielu pilnych wyzwań środowiskowych na całym świecie, możemy obserwować proces korekcji takiej postawy. Jak zauważył Sekretarz Generalny ONZ, Antonio Gutteres, podczas swojego wystąpienia na konferencji w Nowym Jorku 28 lipca 2023 r., era ocieplenia klimatu już się zakończyła, obecnie mamy do czynienia z „erą wrzenia klimatu" i co gorsza tempo zmian mających na celu ograniczenie tego zjawiska jest zbyt wolne i tym samym nieakceptowalne[62].

Jak zauważa Marcinkowska (2000), ochrona środowiska naturalnego jest traktowana w gospodarce jako dobro normalne, czyli takie, na które popyt rośnie wówczas, gdy rosną dochody ludności. Stąd też bogatsze kraje stosują bardziej rygorystyczne regulacje prawne dotyczące ochrony środowiska naturalnego niż kraje rozwijające się. Koszty dbania o środowisko naturalne (lub koszty związane z jego dewastacją) mają także charakter ekonomiczny, gdyż łączą się z wymiernymi nakładami. Dbanie przez przedsiębiorstwa o zachowanie środowiska naturalnego jest uzależnione od wytyczonej przez organy państwowe polityki ekologicznej wraz z jej instrumentami (prawnymi, administracyjnymi, ekonomicznymi, kontrolnymi, a także badawczymi), dzięki którym zostaną wyegzekwowane działania proekologiczne wśród przedsiębiorstw. Są one wprowadzane na świecie, także w Polsce, na zasadzie „zanieczyszczający płaci", dzięki czemu rośnie efektywność wykorzystania zasobów naturalnych oraz środków finansowych przeznaczanych na ich ochronę. Władze ustawodawcze, wykonawcze i sądownicze państw wymuszają na podmiotach gospodarczych odpowiedzialność ekologiczną za pomocą ustaw i przepisów prawa, regulujących warunki brzegowe, w jakich przedsiębiorstwa mogą działać, by nie naruszać ochrony środowiska naturalnego. Przepisy te dotyczą zagospodarowywania odpadów, odprowadzania ścieków, utylizacji opakowań, emisji gazów cieplarnianych itp. Jednakże w dobie globalizacji regulacje dotyczące ochrony środowiska w skali krajowej nie wystarczą, a ponadto wprowadzenie rygorystycznych standardów i regulacji ekologicznych jedynie na obszarze jednego państwa może prowadzić do zmniejszenia konkurencyjności przedsiębiorstw danego kraju w stosunku do przedsiębiorstw mających siedzibę w krajach o łagodniejszych wymaganiach w tym zakresie (Rybak,

[62] Sky News, 28.07.2023. https://www.youtube.com/watch?v=nWbdXl4XSiI (dostęp: 30.07.2023).

2004). To z kolei może przyczynić się do relokacji produkcji uciążliwej do krajów o niższych standardach ochrony środowiska i tym samym prowadzić do ekologicznego neokolonializmu.

Międzynarodowe inicjatywy na rzecz ochrony środowiska

Wśród aktualnych, najważniejszych międzynarodowych inicjatyw na rzecz ochrony środowiska można wymienić:

- Programy Czystej Produkcji zainicjowane przez Agencję Ochrony Środowiska Narodów Zjednoczonych (*United Nations Environmental Program*, UNEP) (https://www.gridw.pl/pl);
- Wspólnotowy System Eko-Zarządzania i Audytu EMAS (*Eco-Management and Audit Scheme*) obowiązujący krajach Unii Europejskiej, także w Polsce od 1993 roku, a obecnie, po rewizji i poprawkach z lat 1999–2001 – jako EMAS II (https://www.gov.pl/web/gdos/emas);
- Międzynarodowe traktaty uzupełniające Ramową konwencję Narodów Zjednoczonych w sprawie zmian klimatu (*United Nations Framework Convention on Climate Change*) – protokół podpisany w Kioto w grudniu 1997 roku oraz protokół podpisany w Paryżu w grudniu 2015 roku stały się początkiem cyklicznych, corocznych konferencji pod nazwą Conference of the Parties, COP.

Źródło: https://unfccc.int/process/bodies/supreme-bodies/conference-of-the-parties-cop.

Tymczasem biorąc pod uwagę zmiany klimatyczne, kurczące się zasoby paliw kopalnych, niską efektywność energetyczną i tempo wzrostu populacji ludności świata, transformacja w kierunku zielonej i odnawialnej energii jest jednym z najważniejszych, globalnych celów i wyzwań. Sektor energetyczny jest źródłem około 75% globalnych emisji gazów cieplarnianych, a emisje związane z energią osiągają nowe rekordowe poziomy (Mentel, Lewandowska, Berniak-Woźny i Tarczyński, 2023). Aby transformacja energetyczna zakończyła się sukcesem, niezbędne jest wprowadzenie innowacji na poziomie technologii, procesów biznesowych i polityk lokalnych, krajowych i międzynarodowych.

Wśród szeregu działań na poziomie międzynarodowym jedną z ważniejszych inicjatyw jest *Conference of the Parties* (COP), czyli cykl dorocznych, ogólnoświatowych konferencji partnerów w sprawie ograniczenia zmian klimatycznych. Pierwszy protokół podpisany podczas inauguracyjnej Konferencji Narodów Zjednoczonych w sprawie zmian klimatu (ang. United Nations Framework Convention on Climate Change, 21st Conference of the Parties, w skrócie: COP21) w Paryżu, w grudniu 2015 roku, był pierwszym osiągniętym światowym kompromisem w tej tak ważnej kwestii[63]. Blisko 200 państw

[63] Zob. http://www.cop21.gouv.fr/en/ (dostęp: 13.09.2014).

uczestniczących w konferencji COP21 przyjęło, w drodze aklamacji niemal wszystkich uczestników, uzgodniony tekst porozumienia mówiący o utrzymaniu wzrostu globalnych średnich temperatur na poziomie znacznie poniżej 2°C ponad poziom przedindustrialny i kontynuowanie wysiłków na rzecz ograniczenia wzrostu temperatur do 1,5 stopnia. Oznaczało to dalsze ograniczenia emisji gazów cieplarnianych w wielu krajach. Porozumienie pozostało wiążące dla jego sygnatariuszy, gdyż zostało ratyfikowane i podpisane w okresie od 22 kwietnia 2016 do 21 kwietnia 2017 roku przez wymagane 55% krajów będących członkami Konwencji zrzeszającej państwa wytwarzające łącznie minimum 55% globalnych emisji gazów cieplarnianych. W ten sposób uzgodnione, nowe regulacje dotyczące emisji gazów cieplarniach weszły w życie w 2020 roku. Od tamtej pory, podczas kolejnych szczytów klimatycznych – od COP22 w 2016 roku w Marrakeszu w Maroku, do ostatniego COP28 w 2023 roku w Dubaju – podpisano szereg rezolucji nawołujących do dekarbonizacji, ograniczenia emisji dwutlenku węgla i ochrony klimatu. Szczyt, który odbył się w listopadzie 2022 r. w Sharm el-Sheikh, w Egipcie, zaowocował między innymi ustaleniami, dotyczącymi ekonomicznej i finansowej współpracy w celu wprowadzania dalszych ograniczeń globalnego ocieplenia klimatu – najważniejsze z nich to: ustanowienie specjalnego funduszu na pokrycie strat i szkód, utrzymanie wyraźnego celu ograniczenia dalszego ocieplenia o 1,5°C, pociągnięcie firm i instytucji do odpowiedzialności za przyczynianie się do zmian klimatycznych, mobilizowanie większego wsparcia finansowego dla krajów rozwijających się, dokonanie zwrotu w kierunku wdrożenia podjętych ustaleń w postaci konkretnych działaniach państw i ich rządów[64].

Unia Europejska jest żywotnie zainteresowana ochroną środowiska naturalnego i zasobów naturalnych. W dokumencie Komisji Europejskiej *Europe 2020. A strategy for smart, sustainable and inclusive growth* przedstawiono cele, jakie zostały wytyczone przed państwami Unii do roku 2020: ograniczenie emisji gazów cieplarnianych co najmniej o 20% w porównaniu z rokiem 1990; zwiększenie udziału energii odnawialnej o co najmniej do 20% wśród całości energii konsumowanej w Unii Europejskiej oraz zwiększenie efektywności zużycia energii o 20%. Dodatkowym celem postawionym przed krajami Unii jest dekarbonizacja gospodarki, czyli maksymalne uniezależnienie jej od energii węgla kamiennego, zwiększenie zasobów odnawialnych oraz modernizacja sektora transportowego i promocja efek-

[64] Więcej na ten temat na stronie szczytu klimatycznego COP27 zob. https://unfccc.int/process-and-meetings/conferences/sharm-el-sheikh-climate-change-conference-november-2022/five-key-takeaways-from-cop27?gclid=CjwKCAjwlJimBhAsEiwA1hrp5iM2ILQjZ4_RN5xefy1ho4mTm8dr3WXj_f9fuXTJn8CbmQgUwwSeNBoC8gIQAvD_BwE (dostęp: 15.06.2023).

tywności energetycznej. W kolejnej strategii zatytułowanej *Europejski Zielony Ład* (ang. *European Green Deal*) z 2021 roku, Komisja Europejska wytyczyła jeszcze ambitniejsze cele, by obniżyć emisję gazów cieplarnianych o 55% do 2030 roku (program znany pod nośnym hasłem *Fit for 55*) oraz by wprowadzić tzw. politykę Green Deal jako obowiązkową dla wszystkich krajów członkowskich, aby całe terytorium Unii Europejskie osiągnęło zerowy poziom emisji gazów cieplarnianych netto do 2050 roku[65]. Główne założenia działań Europejskiego Zielonego Ładu to m.in. redukcja emisji gazów cieplarnianych o co najmniej 55% w porównaniu z 1990 r., osiągnięcie 40% udziału źródeł odnawialnych w tzw. miksie energetycznym Unii Europejskiej oraz poprawa efektywności energetycznej w zakresie całkowitego i początkowego zużycia energii do poziomu 36–39% (Komisja Europejska, 2021).

W polskim prawie obowiązuje szereg ustaw i przepisów dotyczących ochrony środowiska naturalnego (przedstawionych w ramce). W ustawie zasadniczej, Konstytucji RP uchwalonej 2 kwietnia 1997 roku, znajdujemy zapisy dotyczące ochrony środowiska i zrównoważonego rozwoju: „Rzeczpospolita Polska (…) zapewnia ochronę środowiska, kierując się zasadą zrównoważonego rozwoju”[66].

Kluczowe ustawy dotyczące ochrony środowiska w Polsce

Wśród najważniejszych ustaw dotyczących ochrony środowiska naturalnego w Polsce należy wymienić chronologicznie:

- ustawa z dnia 20 lipca 1991 roku o Inspekcji Ochrony Środowiska, wraz z nowelizacjami wprowadzonymi w kolejnych latach;
- ustawa z dnia 27 kwietnia 2001 roku – Prawo do Ochrony Środowiska, wraz z nowelizacjami wprowadzonymi w kolejnych latach;
- ustawa z dnia 27 kwietnia 2001 r. o odpadach (tekst pierwotny Dz.U. 2001 Nr 62 poz. 628, z późn. zm.);
- ustawa z dnia 6 lipca 2001 r. o zachowaniu narodowego charakteru strategicznych zasobów naturalnych kraju (tekst pierwotny Dz.U. 2001 Nr 97 poz. 1051, z pózn. zm.);
- ustawa z dnia 16 kwietnia 2004 r. o ochronie przyrody (Dz.U. 2004 Nr 92 poz. 880 z późn. zm.; t.j. Dz.U. 2023 poz. 1336, 1688, 1890);
- ustawa z dnia 22 grudnia 2004 r. o handlu uprawnieniami do emisji do powietrza gazów cieplarnianych i innych substancji (t.j. Dz.U. 2004 Nr 281 poz. 2784; 2008 Nr 199, poz. 1227; 2009 Nr 215, poz. 1664);

[65] Więcej na ten temat: Komisja Europejska, 2021.

[66] Konstytucja Rzeczpospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r. (Dz.U. 1997 Nr 78 poz. 483, art. 5).

- ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o zużytym sprzęcie elektrycznym i elektronicznym (Dz.U. 2005 Nr 180 poz. 1495 z późn. zm.; t.j. Dz.U. 2013 poz. 1155; 2014 poz. 1322, 1662; 2015 poz. 881);
- ustawa z dnia 13 kwietnia 2007 r. o zapobieganiu szkodom w środowisku i ich naprawie (Dz.U. 2007 Nr 75 poz. 493 z późn. zm.; t.j. Dz.U. 2020 poz. 2187);
- ustawa z dnia 29 czerwca 2007 r. o międzynarodowym przemieszczaniu odpadów (Dz.U. 2007 Nr 124 poz. 859 z późn.zm.; t.j. Dz.U. 2020 poz. 1792; 2023 poz. 1890);
- ustawa z dnia 3 października 2008 r. o udostępnianiu informacji o środowisku i jego ochronie, udziale społeczeństwa w ochronie środowiska oraz o ocenach oddziaływania na środowisko (Dz.U. 2008 Nr 199 poz. 1227 z późn. zm.; t.j. Dz.U. 2023 poz. 1094, 1113, 1501, 1506, 1688, 1719, 1890, 1906, 2029);
- ustawa z dnia 17 lipca 2009 r. o systemie zarządzania emisjami gazów cieplarnianych i innych substancji (Dz.U. 2009 Nr 130 poz. 1070 z późn. zm.; t.j. Dz.U. 2022 poz. 673);
- ustawa z dnia 15 lipca 2011 r. o krajowym systemie ekozarządzania i audytu (EMAS) (t.j. Dz.U. 2022 poz. 2013).

W ramach wymiaru „E" branych jest pod uwagę i ocenianych wiele różnego rodzaju kryteriów, które pokazują, w jakim stopniu dana firma lub organizacja działa w sposób ekologicznie odpowiedzialny. Wśród tych wskaźników można wymienić poziom emisji gazów cieplarnianych, ślad węglowy, zużycie energii, zanieczyszczanie powietrza, zużycie wody, zarządzanie odpadami, bioróżnorodność i wiele innych. Firmy, by sprostać tym wymaganiom, starają się pozyskać międzynarodowe standardy zarządzania środowiskowego (omówione w rozdz. 2.7), a także przyjmują systemy ekozarządzania. Jednym z nich jest system ekozarządzania i audytu EMAS (ang. *Eco Management and Audit Scheme*), który jest unijnym systemem certyfikacji środowiskowej, utworzonym na podstawie rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady Wspólnoty Europejskiej nr 1221/2009 z 25 listopada 2009 r. w sprawie dobrowolnego udziału organizacji w systemie ekozarządzania i audytu we Wspólnocie[67]. Dostarcza on przedsiębiorstwom narzędzi tworzenia kultury zrównoważonego rozwoju oraz efektywnego zarządzania dostępnymi zasobami i energią, zapewnia wytyczne, dzięki którym organizacje porządkują obowiązki w zakresie ochrony środowiska, optymalizują ponoszone koszty i efektywnie zarządzają energią i zasobami.

[67] Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1221/2009 z dnia 25 listopada 2009 r. w sprawie dobrowolnego udziału organizacji w systemie ekozarządzania i audytu we Wspólnocie (EMAS). https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009R1221&from=PL (dostęp: 21.04.2023).

Jednocześnie EMAS jest systemem raportowania oddziaływań organizacji na środowisko[68].

Przedsiębiorstwa podejmują szereg inicjatyw, które mają potwierdzić ich zaangażowanie w praktyki prośrodowiskowe. Działania te świadczą o odpowiedzialności biznesowej, ale przynoszą również korzyści w postaci oszczędności, innowacyjności oraz wzmocnienia pozytywnego wizerunku w oczach konsumentów i partnerów. Ekoznakowanie jest jednym z takich działań. Polega ono na oznaczaniu produktów, procesów lub organizacji specjalnymi znakami, które informują konsumentów o wpływie tychże produktów, procesów lub całych organizacji na środowisko. Chociaż istnieje wiele rodzajów ekoznakowania, różniących się w zależności od kraju, regionu czy sektora działalności, to brakuje w tym zakresie jednolitego standardu. Dobrowolne Standardy Zrównoważonego Rozwoju (ang. *Voluntary Sustainability Standards* – VSS) to komercyjne wytyczne, które nakładają na produkty konkretne wymagania dotyczące zrównoważonego rozwoju zarówno z perspektywy ekonomicznej, społecznej, jak i środowiskowej. Mogą one odnosić się nie tylko do cech samego produktu, lecz także do metod jego produkcji, przetwarzania czy transportu. Trend ten zyskiwał na popularności od końca lat 80. XX wieku, kiedy to pojawiły się pierwsze ekoznaki oraz standardy dla żywności ekologicznej i innych produktów[69]. VSS są w większości projektowane i wprowadzane na rynek przez organizacje pozarządowe, tzw. NGOs (ang. *Non-Governmental Organization*), fundacje lub przedsiębiorstwa i są przyjmowane przez firmy, instytucje i inne podmioty dobrowolnie, na zasadach komercyjnych. Certyfikaty i etykiety są wykorzystywane do sygnalizowania pomyślnego wdrożenia VSS (przykłady ekoetykiet przedstawiono na rys. 19). W Unii Europejskiej przyznawanie oznaczeń ekologicznych leży w gestii Europejskiej Organizacji ds. Ekoznaku[70]. W Polsce instytucją do tego powołaną jest Polskie Centrum Badań i Certyfikacji[71].

Czynnik „E" w analizie ESG jest kluczowy dla zrozumienia, w jaki sposób organizacja wpływa na środowisko naturalne oraz jak może dostosować się do wyzwań, takich jak zmiany klimatu czy zrównoważone zarządzanie zasobami. Kwestie te stają się coraz ważniejsze dla inwestorów, regulatorów i innych interesariuszy, ponieważ zwiększa się świadomość wpływu działalności

[68] Więcej na ten temat zob. https://www.iso.org.pl/uslugi-zarzadzania/wdrazanie-systemow/zarzadzanie-srodowiskowe/emas/ (dostęp: 21.04.2023).

[69] Więcej na ten temat na stronie Konferencja Narodów Zjednoczonych ds. Handlu i Rozwoju, UNCTAD, zob. https://vssapproach.unctad.org/about-vss/ (dostęp: 21.04.2023).

[70] Oznakowanie ekologiczne UE zob. https://europa.eu/youreurope/business/product-requirements/labels-markings/ecolabel/index_pl.htm (dostęp: 21.04.2023).

[71] Polskie Centrum Badań i Certyfikacji, zob. https://www.pcbc.gov.pl/ (dostęp: 21.04.2023).

Rysunek 19. Wybrane etykiety Standardy Zrównoważonego Rozwoju (VVS)

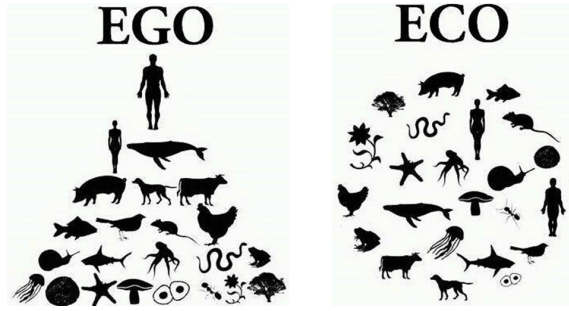


Źródło: https://vssapproach.unctad.org/about-vss/ (dostęp: 21.04.223).

gospodarczej na naszą planetę. Literatura źródłowa jest bogata w wyniki badań obejmujące powyższe zagadnienia zarówno z punktu widzenia przedsiębiorstw i gospodarek, rynków, w tym rynków kapitałowych, klientów i dostawców, właścicieli i akcjonariuszy, a także różnych grup interesariuszy. W samej tylko bazie Web of Science znajduje się 496 artykułów naukowych, opublikowanych w przeciągu ostatnich 5 lat (2018–2023), na temat czynników środowiskowych w analizach wymiarów ESG. Nie sposób wymienić ich wszystkich, chociażby pokrótce. Z pewnością jednak ten obszar badań będzie nadal rozwijał się intensywnie, biorąc pod uwagę wyzwania klimatyczne, z jakimi mierzy się współczesny świat. Zmienia się bowiem i rozwija świadomość ekologiczna, w której człowiek jest częścią ekosystemu, a nie znajduje się poza lub ponad nim (Skolimowski, 1993; Lehmann, 2019), co graficznie przedstawia rysunek 20. Perspektywa wczoraj i dziś, oparta na antropocentryzmie, logice dominacji i myśleniu redukcyjnym w rozwiązywaniu problemów, nie uwzględnia pełnej złożoności ekosystemów i skutków ludzkich działań. Jednakże perspektywa jutra, oparta na ekocentryzmie, zakładająca dynamikę współzależności i holistycznego myślenia, daje nadzieję na lepsze zrozumienie i otwarcie potencjału ekosystemów. Warto kontynuować rozwijanie tej perspektywy, aby osiągnąć harmonię z naturą i zapewnić zrównoważony rozwój.

Na zakończenie warto podkreślić, że czynnik „E", odnoszący się do kwestii środowiskowych w analizie ESG, nabrał kluczowego znaczenia w dzisiejszym świecie, gdzie zmiany klimatyczne i degradacja środowiska stanowią centralne wyzwania dla ludzkości. Przedsiębiorstwa, które uwzględniają i skutecznie zarządzają aspektami ekologicznymi, nie tylko przyczyniają się

Rysunek 20. Diagram Ego–Eco – ludzkość jako część ekosystemu



Źródło: S. Lehmann. (2019). Reconnecting with nature: Developing urban spaces in the age of climate change. *Emerald Open Resources*, 1(2). https://doi.org/10.12688/emeraldopenres.12960.1

do ochrony planety, lecz także budują pozytywny wizerunek i zdobywają zaufanie inwestorów i klientów. W erze rosnącej świadomości społecznej i nacisku na zrównoważone działanie, ten wymiar kryteriów ESG staje się nieodłącznym elementem odpowiedzialnego i nowoczesnego zarządzania.

3.3.2. Społeczne aspekty zarządzania

W koncepcji ESG element „S" skupia się na społecznych wymiarach działania organizacji. Obejmuje on różnorodne kwestie dotyczące relacji firmy z jej społecznym otoczeniem, podkreślając wagę ludzkich relacji. Zacznijmy więc od przyjrzenia się społecznemu otoczeniu przedsiębiorstw.

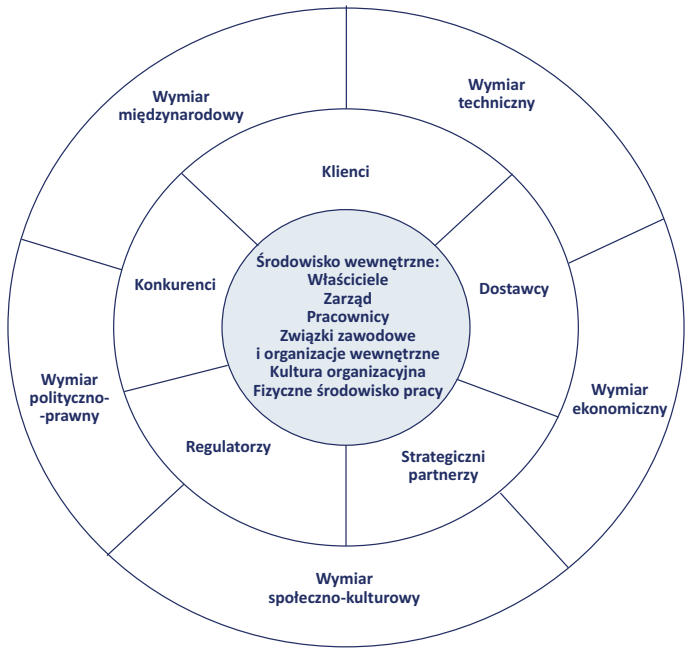
Każde przedsiębiorstwo jest kształtowane przez swoje środowisko – fizyczną substancję technicznego zagospodarowania, panujące stosunki społeczne, strukturę i poziom rozwoju funkcjonowania gospodarki oraz zarządzania nią i całym życiem społecznym (Kuciński, 2009). Celem analizy środowiska przedsiębiorstwa jest zrozumienie konfiguracji zjawisk i trendów, które są dla niego istotne, ale których wpływ nie jest oczywisty (Obłój, 2014).

W literaturze przedmiotu najczęściej wyróżniane jest środowisko wewnętrzne oraz zewnętrzne przedsiębiorstwa. Wśród elementów ekosystemu wewnętrznego wymieniani są przede wszystkim właściciele, kadra zarządzająca, pracownicy, ale także otoczenie fizyczne i kultura organizacyjna, natomiast wśród składowych otoczenia zewnętrznego – otoczenie gospodarcze, prawne, polityczne, technologiczne, społeczno-kulturowe, a także ekologiczne w postaci środowiska naturalnego[72]. W tym otoczeniu firmy budują relacje z różnego rodzaju interesariuszami, w tym instytucjami, regulatorami, mediami itp.

[72] Elementy te są składowymi analizy PESTEL, która określa elementy otoczenia zewnętrznego wpływającego na organizację (Yüksel, 2012).

Dla określenia środowiska zewnętrznego w literaturze źródłowej można odnaleźć wiele definicji. Jedną z najbardziej syntetycznych zaproponował Griffin (2006, s. 75) zauważając, że otoczenie zewnętrzne to „wszystko poza granicami organizacji, co może na nią oddziaływać". Otoczenie zewnętrzne można podzielić na ogólne, zwane inaczej makrootoczeniem lub makrośrodowiskiem (Griffin, 2006; Weihrich i in., 2010; Carroll i Buchholtz, 2009; Gierszewska i Romanowska, 2009) oraz zadaniowe, składające się z konkretnych organizacji i grup, mogących mieć wpływ na organizację (Porter, 1994[73]; Gierszewska i Romanowska, 2009). Środowisko wewnętrzne oraz otoczenie zewnętrzne przedsiębiorstwa są ze sobą nierozerwalnie połączone oraz wzajemnie na siebie oddziałują. W aspekcie społecznym tworzą spójną całość, co zostało przedstawione w graficznej formie na rysunku 21.

Rysunek 21. Społeczne środowisko przedsiębiorstwa



Źródło*:* opracowanie własne na podstawie*:* R.W. Griffin. (2006). *Podstawy zarządzania organizacjami*, Wyd. II. PWN, s. 76.

[73] Porter zaproponował sposób rozumienia otoczenia biorący pod uwagę pozycję rynkową przedsiębiorstwa. Proponuje on, aby organizacje postrzegały swoje otocznie w kategoriach pięciu sił konkurencji: zagrożenia ze strony nowych przedsiębiorstw wchodzących na rynek, rywalizacji ze strony konkurentów, zagrożenia substytutami, siłą nabywców oraz siłą dostawców. Więcej na ten temat w: Porter, 1994, s. 21–49.

Zdaniem Carrolla i Buchholtz (2009) makrośrodowisko, które sprowadza się do środowiska społecznego, jest podstawowym pojęciem do analizowania relacji biznesu i społeczeństwa. W najszerszym ujęciu, zewnętrzne otoczenie społeczne obejmuje cały kontekst, w jakim przedsiębiorstwo funkcjonuje i można podzielić je na cztery, podstawowe segmenty: społeczny, ekonomiczny, polityczny i technologiczny oraz przypisać im poszczególne obszary przedstawione w tabeli 11.

Tabela 11. Makrootoczenie przedsiębiorstwa

Makrootoczenie przedsiębiorstwa			
otoczenie społeczne	**otoczenie ekonomiczne**	**otoczenie polityczne**	**otoczenie technologiczne**
demografia, styl życia, wartości społeczne, imigracja itp.	natura i kierunek ekonomii, w którym przedsiębiorstwa funkcjonują i jej zmienne, takie jak: produkt narodowy brutto, inflacja, stopy procentowe, stopa bezrobocia, fluktuacje kursów walut oraz wiele innych wskaźników makroekonomicznych	procesy, podczas których zostają wprowadzone przepisy prawa, a przedstawiciele i urzędnicy zostają wybierani; ponadto, wszystkie inne aspekty interakcji przedsiębiorstw z otoczeniem politycznym oraz organami rządowymi	pełen zestaw postępu technologicznego, jaki ma miejsce w społeczeństwie, między innymi: nowe produkty, procesy i materiały, odkrycia i teorie naukowe

Źródło: opracowanie własne na podstawie: A.B. Carroll i A.K. Buchholtz. (2009). *Business & Society, Ethics and Stakeholder Management*. 7th Edition. South-Western Cengage Learning, s. 7.

Weihreich, Cannice, Koontz (2010) przedstawili szerszy obraz organizacji i jej makrootoczenia, który w adekwatny sposób opisuje kontekst działania organizacji w zakresie jej społecznej i ekologicznej odpowiedzialności. Ich zdaniem makrootoczenie organizacji stanowi zespół wymiarów i sił, wśród jakich przedsiębiorstwo się znajduje. Wymieniają również ekonomiczny, technologiczny i polityczny kontekst działania przedsiębiorstw, ale także społeczny, etyczny i ekologiczny (rys. 22). Obszar ekonomiczny obejmuje makroekonomiczne uwarunkowania działania przedsiębiorstw, czyli ogólną kondycję systemu gospodarczego, w którym organizacja funkcjonuje (w tym m.in.: stopy procentowe, kursy walut, stopy inflacji). Obszar technologiczny uosabia metody pozwalające przekształcać zasoby w produkty i usługi i reprezentuje wynalazki, innowacje, odkrycia naukowe oraz całe spektrum zorganizowanej wiedzy, wpływającej na sposoby projektowania, produkowania, dystrybuowania oraz sprzedaży produktów i usług.

Obszar etyczny obejmuje zagadnienia etyki w zarządzaniu w wielu aspektach, między innymi: oczekiwaniach społecznych, uczciwej konkurencji,

reklamie, autonomii konsumentów, obszar ekologiczny zaś to zarządzanie czynnikami środowiskowymi, takimi jak: woda, ziemia i powietrze, którego celem jest ich ochrona. Obszar społeczny rozumiany jest jako występujące obyczaje, wartości i cechy demograficzne społeczeństwa, w którym funkcjonuje organizacja. Reprezentuje on ponadto zarządzanie relacjami z interesariuszami oraz społeczną odpowiedzialność przedsiębiorstw. Obszar polityczny i prawny rozumiany jest jako ogólne stosunki między gospodarką a państwem oraz obowiązujące przepisy prawne i regulacje działalności gospodarczej.

Rysunek 22. Organizacja i obszary jej makrootoczenia



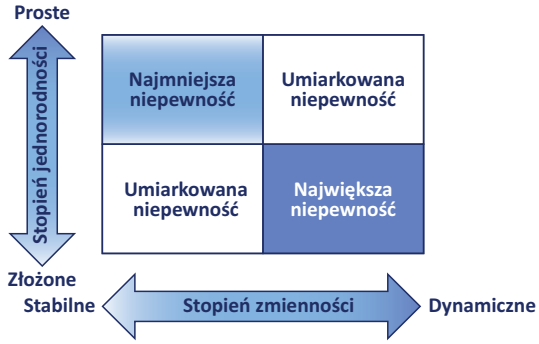
Źródło: H. Weihrich, M.V. Cannice i H. Koontz. (2010). *Management. A Global and Entrepreneurial Perspective*, 12th Edition. Tata Mac Grow-Hill, s. 37.

Analiza otoczenia makro przedsiębiorstwa pozwala przyjrzeć się szerszemu kontekstowi działania przedsiębiorstw oraz zaobserwować turbulencje, jakie mogą mieć miejsce w poszczególnych jego obszarach. Wymienione powyżej elementy wzajemnie się przenikają oraz na siebie oddziałują. Przepisy prawa (obszar polityczno–prawny) chronią środowisko ekologiczne (obszar ekologiczny); organizacje pozarządowe i ugrupowania społeczne (obszar społeczny) walczą o ochronę środowiska naturalnego (obszar ekologiczny); przedsiębiorstwa dobrowolnie przyjmują ograniczenia (obszar etyczny) związane z ochroną środowiska naturalnego (obszar ekologiczny) itd. Powyższa ilustracja jest oczywiście uproszczeniem opisu możliwych interakcji. Obecnie w gospodarce globalnej sytuacja wzajemnych relacji pomiędzy poszczególnymi elementami makrootoczenia przedsiębiorstw jest znacznie bardziej skomplikowana, a jedna z ważniejszych jej tez głosi, że w dobie globalizacji instytucje państwa tracą swoją nadrzędną pozycję i tym samym władzę, rynek zaś nie jest w stanie rozwiązać wszystkich problemów gospodarczych i społecznych (Szymański, 2015).

Relacja przedsiębiorstwa z otoczeniem jest ponadto dwustronna – zarówno przedsiębiorstwo, jak i otoczenie wzajemnie na siebie oddziałują, przy czym wpływ organizacji zależy od jej potencjału (zasobów) oraz zdolności wyszukiwania i wykorzystywania szans istniejących w otoczeniu (Adamczyk, 2009). Należy jednak podkreślić, że granice pomiędzy przedsiębiorstwem a jego otoczeniem są względne. „Przedsiębiorstwo" ze swej natury jest pojęciem interdyscyplinarnym i nieostrym (Gruszecki 2002). W praktyce jego granice dla każdej firmy są inne, określają je bowiem dwa pytania strategiczne: „co jest biznesem firmy i co może nim być?" oraz „co nie jest biznesem firmy i co nie powinno nim być?" (Obłój 2010, s. 62). Tym samym wyznaczanie granic przedsiębiorstwa oznacza podejmowanie decyzji na temat zawierania i wykluczania. Wraz z tymi decyzjami zmianie może ulec nie tylko otoczenie przedsiębiorstwa, lecz także ono samo. Można by przytoczyć przykłady wielu firm, które po przejściu istotnych transformacji, dostosowały się do nowego otoczenia, co zaowocowało ich własną zmianą. Jedną z nich jest firma Apple, która przestając być dostawcą wyłącznie sprzętu komputerowego i oferując iPhony i iPady, znalazła się w nowym otoczeniu technologicznym, ekonomicznym i społecznym (Isaacson, 2011). W efekcie cała branża mobilnych aparatów telefonicznych, a w szczególności produkcja smartfonów oraz usług dostępnych za pomocą mobilnych aplikacji, uległa przemianie i dziś nie tylko otoczenie tych firm wygląda inaczej, lecz cały sektor mobilnych technologii, co z kolei wpływa na inne branże i ich otoczenie. Granice przedsiębiorstw i ich otoczenia są zatem względne, ale i dynamicznie zmienne. W jaki sposób zmienne otoczenie oddziałuje na przedsiębiorstwo? Thompson już w 1967 roku zaproponował dwa wymiary – zmienność oraz złożoność – nadal aktualnie opisujące stopień oddziaływania otoczenia zewnętrznego na organizację (Thompson,1967, s. 90–93). Stopień zmienności to zakres, w jakim otoczenie jest stosunkowo stabilne lub stosunkowo dynamiczne, a stopień jednorodności to zakres, w jakim otoczenie jest stosunkowo proste lub stosunkowo złożone. Oba te wymiary wzajemnie się przenikają, określając łącznie stopień niepewności, jaki napotyka organizacja w swoim otoczeniu (rys. 23).

Zarząd przedsiębiorstwa, podejmując decyzje menedżerskie, musi brać pod uwagę siły i elementy otoczenia. Im jest ono bardziej jednorodne i stabilne, przedsiębiorstwo otacza mniejsza niepewność. Im środowisko jest bardziej dynamiczne i zróżnicowane, tym niepewność jest większa. Obłój (2010) zauważa, że jednym z fundamentalnych ogniw procesu wdrażania strategii i dyscypliny jej umacniania jest umiejętność decydentów (menedżerów) do interpretowania i nadawania sensu sytuacji w otoczeniu. Z powodu globalizacji, deregulacji, zacierania się granic branż i postępu technologicznego, otoczenie większości firm stało się bardzo złożone, dynamiczne, wręcz chaotyczne.

Rysunek 23. Zmienność, złożoność i niepewność otoczenia



Źródło: J.D. Thompson. (1967). *Organizations in Action*. McGraw-Hill, s. 72; za: R.W. Griffin. (2006). *Podstawy zarządzania organizacjami*, Wyd. II. PWN, s. 90.

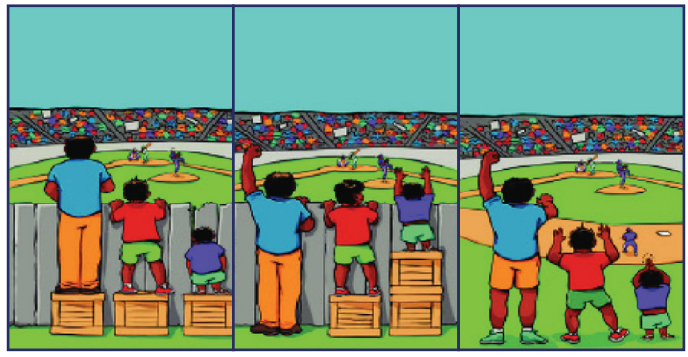
Mimo tych niestabilności Obłój jest zwolennikiem poglądu, że zmiany w otoczeniu można przewidzieć, gdyż „inkrementalny charakter większości zmian, historyczne uwarunkowania, stabilność uczestników otoczenia i stałość niektórych reguł gry… [umożliwia] … nadanie sensu zjawiskom w złożonym i dynamicznym w otoczeniu biznesu" (Obój, 2010, s. 52). Postuluje on „zasadę zawiasa" w postaci starannej analizy czynników otoczenia, która pozwoli znaleźć, wśród wielu zjawisk, zawias, na którym można oprzeć strategię firmy. Fakt działania przedsiębiorstw w permanentnej niestabilności warunków otoczenia wydaje się być dziś oczywisty. W ciągu ostatnich kilku dekad otoczenie organizacji było często opisywane za pomocą akronimu VUCA: zmienne, niepewne, złożone i niejednoznaczne środowisko (Taskan, Junça-Silva i Caetano, 2022).

Podsumowując rozważania na temat otoczenia społecznego warto zatem zauważyć, że najważniejszym wyzwaniem, przed którym stoją współczesne przedsiębiorstwa jest zdolność do przetrwania, rozwoju i skutecznego działania w warunkach stałej niepewności i nieprzewidywalności zewnętrznego i wewnętrznego środowiska, w którym funkcjonują, także w kontekście czynników ESG. W dobie zmian klimatycznych i wyzwań zrównoważonego rozwoju, ale także rosnących oczekiwań społecznych ich elastyczność i umiejętność dostosowania się wydają się mieć kluczowe znaczenie. Wyniki badań ponadto sugerują, że strategiczne podejście do realizacji koncepcji społecznej odpowiedzialności może oferować skuteczne narzędzia równoważenia efektów niestabilności otoczenia, szczególnie w trudnych gospodarczo czasach (Łudzińska, 2013b).

Mimo że zewnętrze otoczenie społeczne przedsiębiorstw jest dla nich niezwykle istotne, w kręgu zainteresowania analiz ESG leżą przede wszystkim elementy wewnętrznego środowiska organizacji, na których kształt ma ona

bezpośredni wpływ. Jak przedstawiono w rozdziale 3.2, można wymienić wiele różnego rodzaju czynników społecznych, a wśród tych najbardziej popularnych z pewnością warunki pracy i prawa pracownicze, w tym analizę polityk i praktyk związanych z wynagrodzeniami, godzinami pracy, prawami związkowymi, równością płci i równością szans. Istotne są także kwestie zdrowotne i bezpieczeństwa pracy, na poziomie zarówno zasad i procedur, jak i praktycznych działań. Bierze się także pod uwagę zaangażowanie w społeczność lokalną, współpracę i inicjatywy społeczne. Wśród kryteriów „S" znajdziemy także poszanowanie praw człowieka, nie tylko w miejscu pracy, lecz także w zakresie całego łańcucha dostaw. Istotna jest również ochrona prywatności i danych osobowych pracowników, współpracowników, klientów i dostawców. Wiele uwagi poświęca się też edukacji i rozwojowi pracowników, dostępnym szkoleniom, możliwościom rozwoju i budowaniu ścieżek zawodowej kariery. Na uwagę zasługuje także różnorodność i inkluzywność, likwidowanie barier w miejscu pracy, budujące równość i równouprawnienie tak, by każdy miał równe szanse, co w metaforycznej formie ilustruje rysunek 24. Słynna grafika przedstawiająca różnicę między równością (ang. *equality*), wyrównywaniem szans (ang. *equity*) a sprawiedliwością (ang. *justice*), została adaptowana przez wiele osób i organizacji. Jej pierwotna wersja została stworzona w 2012 roku przez Craiga Froehle[74], a w styczniu 2016 powstała adaptacja stworzona przez Angusa Maguire[75]. Jej przekaz okazał się na tyle wpływowy i szeroko stosowany, że ilustracja stała się uniwersalnym symbolem dla tych wartości.

Rysunek 24. Równość, równość szans i sprawiedliwość



Źródło: Interaction Institute for Social Change. Artysta: Angus Maguire. https://interactioninstitute.org; https://madewithangus.com (dostęp: 3.10.2023).

[74] Zob. https://medium.com/@CRA1G/the-evolution-of-an-accidental-meme-ddc4e139e0e4 (dostęp: 3.10.2023).

[75] Zob. https://interactioninstitute.org; https://madewithangus.com (dostęp: 3.10.2023).

Jak nietrudno zauważyć, w analizie społecznych czynników ESG dominują kwestie związane z pracownikami. Nieodzowne zatem jest skrupulatne uwzględnianie kwestii związanych z warunkami pracy, by przedsiębiorstwa mogły osiągnąć znaczące rezultaty w tym obszarze. Obejmuje to godziwe wynagrodzenie i stabilność zatrudnienia, ale również ścisłe przestrzeganie przepisów i standardów prawa pracy. Praktyki, takie jak zatrudnianie „na czarno", mobbing czy dyskryminacja w jakiejkolwiek formie nie mają tam miejsca. Zdrowie i bezpieczeństwo pracowników są priorytetem. Współczesny biznes zna niestety przykłady nieetycznych działań w tym zakresie, na przykład tak zwanych *sweatshopów* – miejsc, gdzie pracownicy ciężko pracują za bardzo niskie wynagrodzenie, często w niehumanitarnych warunkach, bez odpowiedniego zabezpieczenia i opieki zdrowotnej. *Sweatshopy* powstają najczęściej w krajach rozwijających się, gdzie firmy z krajów wysoko rozwiniętych przenoszą produkcję, zachęcone brakiem odpowiednich regulacji rządowych i niskimi kosztami pracy[76]. Tego typu miejsca pracy można jednak znaleźć również w Europie, w tym w Polsce.

Mnóstwo sygnałów na temat społecznej nieodpowiedzialności przedsiębiorstw (ang. *Corporate Social Irresponsibility*, CSIR) dochodzi z rynku. W literaturze z pojęciem „społecznej nieodpowiedzialności biznesu" spotykamy się od lat 70. XX wieku, ale to książka kanadyjskiej dziennikarki, Naomi Klein, opublikowana w 2000 roku (w Polsce w 2004 roku), była pierwszą publikacją, która w systematyczny sposób pokazała nadużycia wielkich, międzynarodowych korporacji w aspekcie społecznym i środowiskowym. Po raz pierwszy w jednej publikacji zostały zebrane przykłady nieetycznego postępowania najbardziej znanych marek na świecie, między innymi: Nike, Coca-Cola, Gap czy McDonald's (Klein, 2004). Można by rzec, że działania CSIR są przeciwieństwem działań CSR przedsiębiorstw, a jedną z podstawowych różnic jest podejście do pracowników. Brak dialogu z pracownikami występujący w społecznej nieodpowiedzialności zakłóca efektywne funkcjonowanie przedsiębiorstw, a także hamuje osiąganie przez nich celów oraz nabywanie nowych umiejętności i wiedzy (Leoński, 2015). Brak poszanowania dla praw pracowników – tym bardziej. Jedną z nadal stosowanych w biznesie praktyk jest zatrudnianie nieletnich. Zgodnie z Konwencją Międzynarodowej Organizacji Pracy (ILO) nr 138[77], dotyczącą minimalnego wieku do pracy, oraz Konwencją ONZ o prawach dziecka[78]

[76] Więcej na ten temat zob. https://rainbowlife.co.uk/blogs/rainbow-life-blog/what-is-a-sweatshop-part-one (dostęp: 12.06.2023).

[77] Więcej na ten temat zob. https://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.ilo.org/public/english/standards/declaration/declaration_polish.pdf (dostęp: 12.06.2023).

[78] Zob. https://brpd.gov.pl/konwencja-o-prawach-dziecka/ (dostęp: 12.06.2023).

zatrudnienie dzieci poniżej 15 roku życia jest niezgodne z prawem i uważa się je za formę wykorzystywania pracy dzieci**.** W większości krajów, w tym w Polsce, minimalny wiek do legalnego zatrudnienia to 16 lat, choć dopuszczalne są pewne wyjątki, gdy na przykład osoby w wieku 15 lat podejmują pracę sezonową lub praktyki zawodowe pod opieką rodzica lub opiekuna prawnego[79]. Odpowiedzialność przedsiębiorstw w zakresie zapobiegania wykorzystywania pracy dzieci i zatrudniania osób poniżej minimalnego wieku do pracy jest kluczowa dla ochrony praw pracowników i realizacji zrównoważonego rozwoju, i obejmuje kontrolę w tym zakresie całego łańcucha dostaw. W ramach kryterium społecznego ESG oczekuje się, że przedsiębiorstwa będą monitorować swoje łańcuchy dostaw i zapewniać, że ich dostawcy również przestrzegają standardów pracy i nie wykorzystują pracy dzieci.

Innym nadużyciem biznesu jest współczesne niewolnictwo, które, mimo że jest niezgodne z międzynarodowymi standardami pracy i stanowi naruszenie podstawowych praw człowieka oraz jest zakazane prawnie we wszystkich krajach świata[80], nadal jest obecne, choć w nieco odmiennej formie. Przybiera ono najczęściej postać niewolnictwa ekonomicznego – pracy za darmo, za zaniżone wynagrodzenie czy też pracy przymusowej, np. przez zastraszanie[81]. Do tego typu praktyk zalicza się także handel ludźmi, który w dalszym ciągu odbywa się na szeroką skalę na świecie, także w Polsce (Ministerstwo SWiA RP, 2022).

W kontekście nieodpowiedzialnych działań przedsiębiorstw, niezgodnych z normami etycznymi czy prawnymi, kluczową rolę odgrywają sygnaliści (ang. *whistleblowers*). Są nimi jednostki lub organizacje ujawniające potencjalne naruszenia prawne, w tym dotyczące praw człowieka czy też innych nieprawidłowości w działalności firm lub instytucji. Mogą to być informacje o korupcji, łamaniu praw pracowniczych, naruszeniach standardów ekologicznych i wiele innych. Sygnaliści to często pracownicy danego przedsiębiorstwa, ale również członkowie organizacji pozarządowych czy obserwatorzy nieprawidłowości w miejscu pracy. Dzięki nim wychodzą na światło dzienne kwestie, które mogą szkodzić pracownikom, społecznościom czy środowisku.

---

[79] Więcej na ten temat zob. https://pihrb.org/34-zakaz-pracy-dzieci/ (dostęp: 12.06.2023).

[80] Patrz: Powszechna Deklaracja Praw Człowieka (rezolucja Zgromadzenia Ogólnego ONZ 217 A (III) przyjęta i proklamowana w dniu 10 grudnia 1948 r.). https://www.unic.un.org.pl/dokumenty/deklaracja.php; Karta praw podstawowych Unii Europejskiej (Dz. Urz. UE 7.6.2016 C 202/02), http://fra.europa.eu/pl/eu-charter/article/5-zakaz-niewolnictwa-i-pracy-przymusowej (dostęp: 12.06.2023).

[81] Więcej na ten temat na stronie Międzynarodowej Organizacji Pracy (ILO): https://www.ilo.org/global/topics/forced-labour/definition/lang--en/index.htm (dostęp: 12.06.2023).

Ze względu na ryzyko represji po ujawnieniu nieprawidłowości, konieczne jest zapewnienie sygnalistom odpowiedniej ochrony. Dlatego też wiele krajów implementuje regulacje prawne mające na celu ochronę tych osób przed ewentualnymi konsekwencjami ich działania. W Unii Europejskiej obowiązuje dyrektywa w sprawie ochrony sygnalistów, która została przyjęta przez Parlament Europejski w kwietniu 2019 roku[82]. Dyrektywa ta ustala podstawowe zasady ochrony sygnalistów w obrębie Unii Europejskiej i jest obowiązująca dla wszystkich państw członkowskich. Zawiera ona m.in. definicję sygnalisty, procedury zgłoszeniowe, zabezpieczenia tożsamości, ochronę przed działaniami represyjnymi, wsparcie psychologiczne i prawne oraz zobowiązanie państw członkowskich do wprowadzenia skutecznych sankcji za jej naruszenie. W chwili jej pełnego wdrożenia będzie ona dotyczyła organizacji zatrudniających przynajmniej 50 osób oraz instytucji publicznych. Do 17 grudnia 2021 roku państwa członkowskie miały czas na jej implementację; takie kraje, jak Niemcy, Włochy, Hiszpania czy Niderlandy już ją uwzględniły w swoich systemach prawnych (stan na 28 czerwca 2023)[83], podczas gdy inne są w trakcie tego procesu. W Polsce 2 kwietnia 2024 r. Rada Ministrów przyjęła projekt ustawy o ochronie sygnalistów, stanowiący odpowiedź na ww. dyrektywę Unii Europejskiej[84].

Ustawa ma na celu stworzenie spójnego systemu ochrony dla osób ujawniających nieprawidłowości w sektorze publicznym i prywatnym[85]. Określa ona sygnalistę jako osobę działającą w dobrej wierze, która zgłasza potencjalne naruszenia prawa lub inne nieprawidłowości. Dokument precyzuje procedury i standardy ochronne, takie jak sposób zgłaszania, obowiązek dochodzenia, ochronę tożsamości czy zakaz represji. W Polsce, do tej pory, jedynie banki zostały zobligowane do wprowadzenia procedur umożliwiających anonimowe zgłaszanie naruszeń standardów czy przepisów prawa przez pracowników[86].

---

[82] Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/1937 z dnia 23 października 2019 r. w sprawie ochrony osób zgłaszających naruszenia prawa Unii (Dz. Urz. UE 26.11.2019 PL L 305/17). Pozyskano z: https://eur-lex.europa.eu/PL/legal-content/summary/protection-of-persons-who-report-breaches-of-eu-law.html (dostęp: 12.06.2023).

[83] Więcej na ten temat zob. https://gdpr.pl/artykuly/co-dalej-z-ustawa-o-sygnalistach (dostęp: 12.06.2023).

[84] Zob. https://odoserwis.pl/a/2111/rzad-przyjal-ustawe-o-ochronie-sygnalistów (dostęp: 9.04.2024)

[85] Zob. https://www.gov.pl/web/premier/projekt-ustawy-o-ochronie-osob-zglaszajacych-naruszenia-prawa2 (dostęp: 12.06.2023).

[86] Rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia z dnia 6 marca 2017 r. w sprawie systemu zarządzania ryzykiem i systemu kontroli wewnętrznej, polityki wynagrodzeń oraz szczegółowego sposobu szacowania kapitału wewnętrznego w ban-

W jaki sposób firmy mogą zapobiegać nieprawidłowościom, by móc osiągać możliwie jak najlepsze wyniki w kryterium społecznym ESG? Można by z pewnością wymienić wiele takich dobrych praktyk i narzędzi, którym poświęcono wiele miejsca w praktyce i teorii zarządzania. Wśród nich wyróżniają się takie elementy, jak jasno zdefiniowana wizja, misja i wartości, z akcentem na kulturę organizacyjną, która docenia etyczne postępowanie. Wiele organizacji wdraża kodeksy etyczne, które kształtują i wzmacniają postawy prospołeczne. Szkolenia z zakresu etyki, promujące uczciwość i przejrzystość działania, pozwalają budować środowisko, w którym pracownicy czują się odpowiedzialni za zachowanie najwyższych standardów etycznych. Otwarta komunikacja jest ceniona za umożliwienie pracownikom dzielenia się problemami bez obaw o konsekwencje. Anonimowe systemy zgłaszania nieprawidłowości mogą służyć jako kanały, przez które przypadki naruszeń są identyfikowane, badane i rozwiązywane. Kluczem jest także kultura odpowiedzialności, ugruntowana w regularnych ocenach, monitorowaniu i reakcji na potencjalne naruszenia standardów etycznych. Co więcej, dynamiczny świat biznesu wymaga ciągłego doskonalenia – stąd też ważność regularnego przeglądu i aktualizowania systemów etycznych, aby były one zgodne z aktualnymi wartościami społecznymi i branżowymi standardami.

Kryteria ESG stoją na straży zapewnienia jak najwyższych standardów pracy i unikania wszelkich przedstawionych pokrótce nieprawidłowości. Jest to istotne zarówno dla pracowników, jak i dla inwestorów, gdyż wyniki w zakresie kryterium społecznego pokazują, jak dana organizacja traktuje swój najważniejszy zasób – ludzi. Efektywne zarządzanie kwestiami społecznymi jest kluczem do osiągnięcia szeregu korzyści. Może skutkować większym zaangażowaniem pracowników (Chaudhary, 2017; Kim i Kim, 2020), podniesieniem ich produktywności (Barrymore i Sampson, 2021), zwiększeniem ich satysfakcji zawodowej (Gu, Yang i Wang, 2020), a także poprawą reputacji firmy (Murè i in., 2020). W dłuższej perspektywie przekłada się to na wzmocnienie pozycji konkurencyjnej i osiągnięcie sukcesu na rynku (Kim i in., 2021), o czym szerzej jeszcze w rozdziale 4.8.

Podsumowując, warto pokreślić, że czynnik „S", odnoszący się do kwestii społecznych w analizie ESG, podkreśla znaczenie interakcji przedsiębiorstwa z jego pracownikami, dostawcami, społecznością lokalną i wszystkimi pozostałymi interesariuszami. Firmy, które dbają o dobrostan swoich pracowników, tworzą pozytywne relacje z lokalnymi społecznościami i promują etyczność i sprawiedliwość w całym łańcuchu dostaw, zyskują lojalność klientów,

kach (Dz.U. 24.03.2017 poz. 637). https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20170000637 (dostęp: 12.06.2023); Cichy, 2017.

zaufanie dostawców, a także wsparcie społeczności lokalnej, jeśli zajdzie taka potrzeba. W erze globalizacji i rosnącej świadomości społecznej, uwzględnianie wymiaru społecznego staje się niezbędnym komponentem strategii każdego przedsiębiorstwa pragnącego odnieść sukces w długoterminowej perspektywie.

3.3.3. Governance i ład korporacyjny

Ostatni z trzech elementów składowych akronimu ESG, „G" – „Governance", jest tłumaczony na język polski jako „zarządzanie", lecz należy pamiętać, że w kontekście wymiarów ESG ma on szerszą konotację i obejmuje nie tylko planowanie, podejmowanie decyzji, organizowanie, przewodzenie i kontrolowanie, lecz także zarządzanie odpowiedzialne, etyczne i zgodne z zasadami ładu korporacyjnego.

Pojęcie *corporate governance* pojawiło się w latach 30. XX wieku za sprawą Berle oraz Mensa jako odpowiedź na potrzebę kontrolowania spółek, których akcjonariat był rozproszony, a więc w przeważającej mierze spółek notowanych na giełdach papierów wartościowych (Wawrzyniak, 2000). W języku polskim nie ma uniwersalnego odpowiednika terminu *corporate governance* i używa się zamiennie różnych wyrażeń, między innymi: ład korporacyjny, nadzór korporacyjny, władztwo korporacyjne czy nadzór właścicielski. Ład korporacyjny obejmuje również mechanizmy i instytucje nadzoru nad przedsiębiorstwem, które kształtują się w procesie oddziaływania czynników politycznych, społecznych i kulturowych determinujących ramy prawne funkcjonowania przedsiębiorstwa (Aluchna i Postuła, 2016), a więc zależy w dużym stopniu od otoczenia, w którym ono działa. W niniejszej publikacji anglojęzyczny termin *corporate governance* jest używany równorzędnie z jego tłumaczeniem na język polski jako „ład korporacyjny", rozumiany jako „zintegrowany zbiór zewnętrznych i wewnętrznych mechanizmów kontroli, które łagodzą konflikt interesów między menedżerami a akcjonariuszami, wynikający z oddzielenia własności od zarządzania" (Rudolf i in., 2002, s. 31). Należy jednak pamiętać, że ład korporacyjny stanowią także obowiązujące w danym kraju przepisy prawne (np. prawo spółek handlowych w Polsce czy też wspomniana powyżej ustawa prawa federalnego obowiązująca w Stanach Zjednoczonych: Sarbanes-Oxley Act), które wymagają stworzenia określonych mechanizmów kontroli, powołania instytucji oraz stosowania standardów postępowania w spółkach. Do nich można zaliczyć między innymi zgromadzenie akcjonariuszy, rady nadzorcze i działające w ich ramach komitety (audytu, nominacji, wynagrodzenia), motywujące wynagrodzenia menedżerskie, monitoring realizowany przez banki, a także wiele mechanizmów ryn-

kowych, takich jak: rynek kapitałowy, rynek kontroli korporacji (czyli rynek przejęć) oraz rynek talentów menedżerskich (Aluchna, 2008).

Z punktu widzenia płaszczyzn działania ładu korporacyjnego można wyróżnić dwa obszary: zewnętrzne otoczenie przedsiębiorstwa (między innymi: rynku kapitałowego, rynku pracy, rynku produktów itp.) oraz wewnętrzne środowisko przedsiębiorstwa, obejmujące kwestie nadzoru i monitoringu działań zarządu i kadry menedżerskiej, jak również relacji występujących między organami nadzorującymi spółkę, czyli radą dyrektorów lub radą nadzorczą a jej zarządem (Adamczyk, 2009).

Zakres nadzoru korporacyjnego nad spółkami wychodzi poza granice określone przepisami prawa i obejmuje system struktur instytucjonalnych oraz kultury organizacyjnej (Szpringer, 2001). Wypływa on wprost z przyjętych celów danego przedsiębiorstwa. Jeśli celem przedsiębiorstwa jest maksymalizacja wartości dla właścicieli, to metody nadzoru korporacyjnego będą temu celowi podporządkowane. Jeśli zaś celem działania spółki jest maksymalizacja wartości dla wszystkich interesariuszy, wówczas podejmowane działania nadzoru korporacyjnego będą dotyczyć nie tylko właścicieli, lecz także pozostałych interesariuszy przedsiębiorstwa (Adamczyk, 2009).

Dlatego też dodatkowo do przepisów prawa dotyczących ładu korporacyjnego w wielu krajach (także w Polsce) przyjęto reguły i standardy obejmujące kodeksy dobrych praktyk będące zbiorem zasad określających normy postępowania w relacjach spółek giełdowych z otoczeniem. Stanowią one wytyczne, które pomagają stworzyć odpowiedzialną politykę i wdrażać procedury, których należy przestrzegać dla dobra interesariuszy. Choć ich przestrzeganie jest dobrowolne, spółki giełdowe chętnie je przyjmują. Wśród nich są spółki notowane na największych parkietach świata, a także te notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. 1 stycznia 2016 roku Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie opublikowała pierwszy dokument opisujący dobre praktyki, którymi powinny kierować się spółki notowane na WGPW (GPW w Warszawie, 2016). Przedstawiał on zbiór wskazówek zgromadzonych wokół sześciu zasad podstawowych, rozbudowanych w rekomendacjach i zasadach szczegółowych. Zasady podstawowe dotyczyły polityki informacyjnej i komunikacji z inwestorami spółki giełdowej, jej zarządu i rady nadzorczej, systemów i funkcji wewnętrznych, walnego zgromadzenia i relacji z akcjonariuszami, konfliktu interesów i transakcji z podmiotami powiązanymi oraz wynagrodzeń (Nartowski, 2016, s. 4). Po pięciu latach zostały one zaktualizowne i 1 lipca 2021 roku zaczęły obowiązywać nowe *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW*, a wraz z nimi giełda udostępniła na swojej stronie internetowej Skaner Dobrych Praktyk Spółek Notowanych, czyli narzędzie prezentujące publikowane przez spółki informacje na temat

stosowania zasad, zapewniające uczestnikom rynku łatwy i kompleksowy dostęp do tych informacji[87]. Kodeks dobrych praktyk warszawskiej GPW zobowiązuje spółki do stosowania dobrych praktyk lub wyjaśnienia, dlaczego ich nie stosują (zgodnie z zasadą *comply or explain*). Spółka, która nie stosuje się do zasad dobrych praktyk ryzykuje utratę reputacji i zaufania inwestorów, a brak zachowania oczekiwanych standardów sprawozdawczości, może spotkać się z karą regulaminową lub administracyjną.

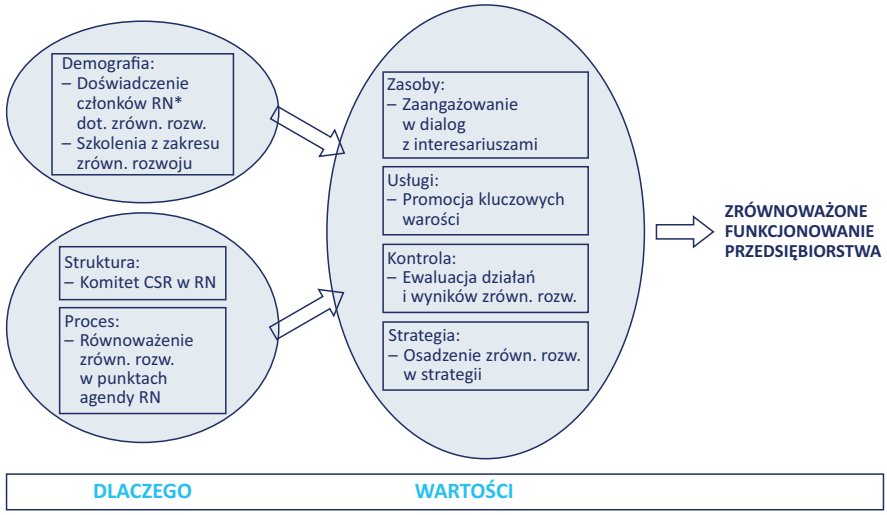
Zalega (2003) zwraca uwagę na różnice w modelach ładu korporacyjnego, które ukształtowały się na rynku amerykańskim i europejskim z uwagi na różne struktury własności spółek. Amerykański rynek kapitałowy cechuje się dużym rozproszeniem własności. W przypadku europejskiego systemu *corporate governance* mamy do czynienia z bardziej skoncentrowaną strukturą własności, wynikającą z koncentracji funkcji właścicielskiej. Dla europejskiego modelu ładu korporacyjnego miernikiem efektywności jest otwartość firmy, która skutkuje satysfakcją akcjonariuszy oraz interesariuszy, przez co wpływa na powstanie długoterminowych relacji między nimi. Sprzyja to długookresowej stabilności i rozwojowi firmy. Efektywność amerykańskiego ładu korporacyjnego wyraża się natomiast skutecznie w długoterminowej maksymalizacji wartości firmy poprzez dostępne procedury i instytucje monitoringu. Wartość dla akcjonariuszy jest głównym czynnikiem atrakcyjności inwestycyjnej.

Kwestia ładu korporacyjnego, rozpatrywanego przez pryzmat czynników ESG, została pierwszy raz całościowo przedstawiona w koncepcji opracowanej przez Ricarta, Rodrigueza i Sancheza (2004), łączącej zrównoważony rozwój przedsiębiorstwa z ładem korporacyjnym. Na podstawie autorskich badań przeprowadzonych wśród przedsiębiorstw objętych indeksem społecznej odpowiedzialności *Dow Jones Sustainability Index*, Ricart, Rodriguez i Sanchez zaproponowali Model zrównoważonego ładu korporacyjnego (ang. *Sustainable Corporate Governance Model*, SCG Model), który wnosi dodatkową wartość do społecznej efektywności firmy (CSP). Celem analizy modelu jest udzielenie odpowiedzi na cztery podstawowe pytania: 1) kim powinni być członkowie rady nadzorczej firmy; 2) jaka powinna być ich najważniejsza rola; 3) jak powinna działać rada nadzorcza, by wykonywać przyjętą rolę w sposób najbardziej efektywny; 4) i dlaczego rada powinna się tym zajmować (rys. 25).

W ostatnich dekadach podjęto także wiele badań dotyczących roli ładu korporacyjnego w kontekście czynników ESG. Naukowcy z różnorodnych dziedzin angażują się w interdyscyplinarne badania empiryczne i teoretyczne

[87] Więcej na ten temat: GPW w Warszawie, 2021.

Rysunek 25. Model zrównoważonego ładu korporacyjnego



Źródło: opracowanie własne na podstawie: J.E. Ricart, M.A. Rodriguez i P. Sanchez. (2004). Sustainability in the Boardroom: An empirical examinationof Dow Jones Sustanability World Inex Leaders. *IESE Business School, Univeristy of Navarra, Working Paper*, No. 577, s. 26.

mające na celu analizę zaangażowania przedsiębiorstw w działania na rzecz ładu korporacyjnego (Buchetti i Arduino, 2022). W poszukiwaniu synergii między ładem korporacyjnym a szeroko pojętym zarządzaniem środowiskowym i społecznym część badań skupia się na kluczowych czynnikach – zarówno wewnętrznych, jak i zewnętrznych – oraz na potencjalnych efektach włączenia zasad zrównoważonego rozwoju do praktyk działania przedsiębiorstw. Zainteresowanie budzi tematyka struktury zarządów i charakterystyki akcjonariatu w kontekście wskaźników ESG (m.in.: Rees i Rodionova, 2015; Rao i Tilt, 2016) i chociaż wyniki często nie są jednoznaczne, podejmowane są próby zrozumienia ich rozbieżności. Wśród badaczy znaleźli się również tacy, którzy analizują systemy prawne różnych krajów – takie jak prawo zwyczajowe czy cywilne – starając się zrozumieć, jak kształtują one modele ładu korporacyjnego oraz w jaki sposób wpływają na polityki zrównoważonego rozwoju i ochrony środowiska (Buchetti i Arduino, 2022). Część wyników badań podkreśla, że kraje prawa cywilnego zorientowane na interesariuszy (tj. głównie kraje europejskie) posiadają bardziej szczegółowe przepisy dotyczące kwestii środowiskowych i społecznych, co prowadzi do lepszych wyników ESG w porównaniu z tzw. krajami stosującymi zasady prawa zwyczajowego (ang. *common low*, np. w Stanach Zjednoczonych i w Wielkiej Brytanii), które są zorientowane na akcjonariuszy (m.in. Collison, Cross, Fer-

guson, Power i Stevenson, 2012; Kock i Min, 2016). Szczególnie interesujące w kontekście zmian klimatycznych i ocieplenia klimatu są wyniki badań Kock i Min (2016). Korzystając z danych dotyczących próby krajów prawa zwyczajowego i cywilnego, potwierdzili oni, że prawo zwyczajowe skoncentrowane na akcjonariuszach wiąże się ze znacznie wyższą emisją CO_2, a także, że międzynarodowe porozumienia środowiskowe, takie jak protokół z Kioto[88], wydają się mieć większy wpływ na gospodarki skoncentrowane na akcjonariuszach niż dotychczas zakładano.

Niektórzy naukowcy skupiają się na badaniu integracji aspektów ESG w ramach struktur zarządczych, dążąc do zrozumienia, jak organizacje adaptują lub kształtują swoje systemy zarządzania, aby uwzględniać elementy zrównoważonego rozwoju w procesach decyzyjnych (m.in. Mackenzie, 2007; Ricart i in., 2005). Elkington (2006) podkreśla, że takie podejście wzbogaciło dyskurs naukowy o tematy związane ze społeczną odpowiedzialnością przedsiębiorstw, przedsiębiorczością na rzecz społeczności lokalnych oraz kwestiami zrównoważonego rozwoju. Badania wykazały, że coraz więcej firm integruje kryteria ESG w swoje systemy wynagrodzeń dla kadry zarządzającej oraz ustanawia dedykowane komitety odpowiedzialne za zrównoważony rozwój (Ricart i in., 2005).

Zarówno w literaturze przedmiotu, jak i w praktyce biznesowej włączenie zasad ładu korporacyjnego do zarządzania strategicznego i operacyjnego uważane jest za istotny element realizacji koncepcji ESG. Dzięki *corporate governance* firmy wprowadzają standardy odpowiedzialnego zarządzania i gwarantują odpowiedzialność organów spółki wobec akcjonariuszy i innych interesariuszy. Działalność przedsiębiorstwa zostaje zharmonizowana z lokalnymi oraz międzynarodowymi regulacjami prawnymi. Wprowadza się także konkretne procedury dla menedżerów, w tym członków zarządu, regulujące współpracę z organami nadzorującymi, takimi jak rada nadzorcza czy rada dyrektorów. Dyskurs dotyczący ładu korporacyjnego w kontekście ESG cechuje bogactwo perspektyw oraz zróżnicowanie i obejmuje różnorodne tematy i teoretyczne podejścia. Jest także wyraźnie interdyscyplinarny i łączy obszary, takie jak prawo, ekonomia czy nauki o zarządzaniu. Niewątpliwie ten obszar wymiarów ESG będzie kontynuować swój dalszy, dynamiczny rozwój.

[88] Protokół z Kioto do Ramowej Konwencji Narodów Zjednoczonych w sprawie zmian klimatu (UNFCCC) przyjęto 11 grudnia 1997 r., a wszedł on w życie w 2005 r. (zob. UNFCCC, 1997).

3.4. Argumenty zwolenników i przeciwników uwzględniania czynników ESG w zarządzaniu

Integracja czynników ESG w zarządzaniu stała się centralnym punktem dyskusji dla inwestorów, menedżerów, regulatorów, ekspertów branżowych oraz świata akademickiego. Chociaż teoria i praktyka w tym obszarze nieustannie się rozwijają, koncepcja uwzględniania aspektów ESG w zarządzaniu nadal dzieli opinie, gromadząc zarówno jej entuzjastów, jak i sceptyków.

Proponenci uwzględniania czynników ESG argumentują, że przedsiębiorstwa mają obowiązek wobec społeczeństwa, w którym działają, gdyż to społeczeństwo udziela im społecznej licencji do działania (omówionej krótko w rozdz. 2.3), zapewniając odpowiednie warunki do prowadzenia biznesu. Dlatego też uwzględnianie czynników ESG pozwala działać przedsiębiorstwom w sposób bardziej zrównoważony i odpowiedzialny, dbając jednocześnie o interesy wszystkich interesariuszy. Co więcej, dzięki akcentowaniu aspektów ESG, firmy zyskują na atrakcyjności w oczach inwestorów, co potwierdzają globalne trendy wskazujące na rosnące zainteresowanie inwestycjami etycznymi (opisanymi w rozdz. 4.7). Takie podejście nie tylko przyciąga kapitał, lecz także pozwala na jego efektywne wykorzystanie. Jak przekonamy się w rozdziale 4.8, dotyczącym budowania wartości przedsiębiorstw, uwzględnienie apektów ESG może przynieść korzyści w postaci lepszego zarządzania ryzykiem i wyższej rentowności w perspektywie długoterminowej. Inwestycje w ekologiczne praktyki mogą na przykład chronić firmy przed wysokimi karami czy też wesprzeć je w adaptacji do nowych regulacji.

Oponenci włączania kryteriów ESG w zarządzaniu podnoszą, że wprowadzanie praktyk zgodnych z ESG może wiązać się z wyższymi kosztami początkowymi dla przedsiębiorstwa, gdyż wymaga zaangażowania stosownych zasobów. Nadal brakuje też jednolitych globalnych standardów dotyczących tego, w jaki sposób przedsiębiorstwa powinny uwzględniać, a przede wszystkim raportować wyniki w obszarze ESG, co może prowadzić do nieścisłości i nieporozumień. Kwestionują też korelację uwzględniania kryteriów ESG z wynikami finansowymi przedsiębiorstw. Chociaż niektóre badania wskazują, że jest ona pozytywna, inne badania są mniej jednoznaczne lub sugerują brak związku, co także zostanie szerzej omówione w rozdziałach 4.7 oraz 4.8.

Zgodnie z badaniami Perez i in. (2022) dla McKinsey główne zastrzeżenia zgłaszane wobec czynników ESG można podzielić na cztery główne kategorie. Po pierwsze, koncentracja na kryteriach ESG rozprasza uwagę menedżerów skupioną na podstawowej działalności i wynikach finansowych. Badanie zaufania inwestorów Edelman Trust Barometer z 2021 roku wykazało, że prawie trzech na czterech inwestorów instytucjonalnych nie ufa fir-

mom w zakresie realizacji deklarowanych zobowiązań dotyczących zrównoważonego rozwoju, uwzględniania czynników ESG, różnorodności, równości i integracji (Edelman Trust Barometer, 2021). Po drugie działania zgodne z kryteriami ESG są z natury zbyt trudne dla firm i tym samym niewykonalne. Osiągnięcie równowagi między trzema wymiarami „E", „S" oraz „G", w stopniu umożliwiającym ich drożenie w sposób satysfakcjonujących dla wszystkich interesariuszy, jest po prostu zbyt wymagające. Podczas gdy cel maksymalizacji wartości firmy dla jej akcjonariuszy jest klarowny, cel dostarczania wartości dla wielu interesariuszy może być obarczonymi kompromisami, a nawet – być niemożliwy do osiągnięcia. Ponadto otwartym pozostaje pytanie, w jaki sposób i komu należałoby wypłacać zysk płynący z wdrożenia kryteriów ESG – klientom poprzez niższe ceny; pracownikom poprzez zwiększone świadczenia lub wyższe płace; a być może środowisku naturalnemu za pomocą podatku węglowego? Optymalny wybór nie jest oczywisty, a nawet gdyby istniał, nie jest pewne czy przedsiębiorstwo miałoby wyraźny mandat swoich właścicieli i akcjonariuszy, aby go dokonać. Po trzecie kryteria ESG nie są wystarczająco mierzalne w praktyce. Podczas gdy poszczególne wymiary: środowiskowy, społeczny i ładu korporacyjnego mogą być mierzone, oceniane i podlegać audytowi, niektórzy krytycy twierdzą, że zagregowane wyniki ESG mają niewielkie znaczenie. Przyczyną tego stanu rzeczy są różnice w metodologiach oceny wyników ESG stosowane przez różnych dostawców ratingów i wyników ESG, o czym wspomniano w rozdziale 3.2 powyżej. Co więcej, organizacje, takie jak Global Reporting Initiative (GRI) i Sustainability Accounting Standards Board (SASB) mogą mierzyć te same zjawiska w różny sposób. Na przykład GRI uwzględnia kryterium szkolenia pracowników głównie poprzez kwoty na nie przeznaczane, podczas gdy SASB mierzy ten sam wskaźnik na podstawie godzin zrealizowanych szkoleń. Należy zatem oczekiwać, że różni dostawcy ratingów i wyników, którzy uwzględniają własne analizy i wagi, będą dostarczać rozbieżne wyniki. Ponadto, nierzadko główni inwestorzy często korzystają z własnych metodologii, które opierają się na różnych danych wejściowych (w tym wynikach ESG), które samodzielnie agregują przez lata. Należy jednak podkreślić, że wyniki badań również pokazują, że agencje ratingowe ESG starają się aktualizować swoje metodologie i włączać nowe kryteria do swoich modeli oceny, aby dokładniej i rzetelniej mierzyć wyniki przedsiębiorstw w celu reagowania na nowe globalne wyzwania, jeśli nawet jeszcze nie w pełni integrują zasady zrównoważonego rozwoju w procesie oceny wyników przedsiębiorstw (Escrig-Olmedo i in., 2019).

Istnieje także ryzyko, że konsultanci, bankierzy i menedżerowie inwestycyjni nadmiernie promują uwzględnianie czynników ESG. Dowody na to, że społecznie odpowiedzialne firmy mają niższe stopy dyskontowe, a tym

samym inwestorzy mają niższe oczekiwane zwroty, są silniejsze niż dowody na to, że społecznie odpowiedzialne firmy zapewniają wyższe zyski lub wzrost (Cornell i Damodaran, 2020). Istnieją oczywiście firmy, które czerpią korzyści z bycia społecznie odpowiedzialnymi, ale również istnieją firmy, w których bycie społecznie odpowiedzialnym generuje koszty bez równoważących je korzyści. Aktywne inwestowanie w ESG nie musi przynosić wyższych zwrotów niż pasywne i może okazać się, że uwzględnianie kryteriów ESG jest modą przynoszącą korzyści niewielu (głównie konsultantom, ekspertom i firmom tworzącym ratingi i indeksy ESG), nie czyniąc przedsiębiorstw bardziej odpowiedzialnymi.

Jako ostatni argument krytycy stosowania wymiarów ESG podają, że nawet jeśli można mierzyć wyniki ESG, nie mają one znaczącego związku z wynikami finansowymi przedsiębiorstw. Ich koronnym argumentem jest to, że pozytywna korelacja między wynikami ESG a wynikami finansowymi przedsiębiorstw jest spowodowania innymi czynnikami niż działania społeczne, środowiskowe czy też związane z ładem korporacyjnym (Whelan, Atz, Van Holt, Clark, 2021). To może również wyjaśniać niespójności w wynikach badań dotyczących relacji między kryteriami ESG a wynikami finansowymi przedsiębiorstw. Jednym z takich czynników może być zaawanasowane zarządzanie wykorzystujące najnowsze, dostępne technologie i narzędzia AI. Firmy lub fundusze, które są na tyle zaawansowane, aby uwzględniać czynniki ESG, mogą być jednocześnie lepiej zarządzane pod względem operacyjnym, strategicznym czy finansowym. Wzorowe zarządzanie może być zatem kluczowym czynnikiem przyczyniającym się do lepszych wyników finansowych. Dobrze zarządzane firmy dysponują zwykle bardziej doświadczoną, profesjonalną kadrą menedżerską. Spółki skupiające się na czynnikach ESG mogą przyciągać tzw. talenty na rynku pracy, czyli bardziej doświadczonych i kompetentnych menedżerów, którzy mogą przyczyniać się do lepszej wydajności operacyjnej i strategicznej. Wzorowo zarządzane organizacje zwykle cechuje lepsza adaptacja do zmieniającego się rynku, charakteryzująca się elastycznością i gotowością do adaptacji w odpowiedzi na zmieniające się warunki rynkowe czy oczekiwania klientów. Wreszcie firmy skoncentrowane na wymiarach ESG prowadzą z pewnością bardziej efektywną komunikację z interesariuszami, co może poprawić wizerunek marki i skłonić klientów do większej lojalności. Warto zauważyć, że te alternatywne wyjaśnienia nie wykluczają wpływu czynników ESG na wyniki finansowe. Mogą one działać wspólnie z zaangażowaniem w działania zrównoważone, przyczyniając się do globalnego sukcesu przedsiębiorstwa.

Zdaniem Perez i in. (2022) aktualna sytuacja geopolityczna, w tym konflikt w Ukrainie, kształtuje nowe wyzwania, w szczególności w kontekście

gwarantowania bezpieczeństwa energetycznego. Autentyczne podejście do kwestii ESG harmonizuje z przemyślaną strategią, która wspiera misję i model biznesowy przedsiębiorstwa oraz promuje odpowiedzialne zarządzanie. Wszystko to sugeruje, że wartości związane z ESG nabierają i nadal będą nabierać znaczenia w procesach zarządczych – od strategicznego, przez taktyczny, aż po operacyjny.

Jednocześnie presja wywierana przez już wprowadzone regulacje, inwestorów i interesariuszy na firmy, aby ujawniały swoje wyniki w zakresie ESG, wpływa także na ich negatywne postawy (Aldowaish, Kokuryo, Othman Almazyad i Goi, 2022). Prowadzi to do takich zjawisk, jak manipulowanie wynikami w zakresie ESG, *greenwashing* (o czym szerzej poniżej), *value washing*[89], czy też *blue washing*[90], mających głównie na celu przyciągnięcie funduszy i pozyskanie akceptacji interesariuszy. Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (European Securieties and Markets Authority, ESMA), jak też inne międzynarodowe instytucje i organizacje, promują walkę z tymi zjawiskami i postulują transparentność działań i ujawniania informacji ESG[91].

Greenwashing jest złożonym, wieloaspektowym zjawiskiem, które ma różne przyczyny, przybiera różne formy i może negatywnie wpływać na decyzje inwestorów. Nie ma tłumaczenia terminu *greenwashing* na język polski i dlatego też powszechnie używany jest termin anglojęzyczny. Najbliższe jemu byłoby „wybielanie", które oznacza „bronienie się przed zarzutami, wytłumaczenie się przed kimś"[92]. Najczęściej kojarzony jest on z zieloną komunikacją marketingową, którą firmy podejmują, aby być postrzegane jako przyjazne dla środowiska i zaangażowane społecznie (m.in.: Vos, 2009; de Jong i in., 2020; de Freitas Netto i in., 2020), a *de facto* chcą przekonać interesariuszy, że „firma robi więcej dla ochrony środowiska niż w rzeczywistości"[93]. Firmy świadomie podejmują takie działania i *greenwashing* może być również określany jako współtworzenie zewnętrznego oskarżenia wobec

[89] Praktyka promowania pewnych wartości lub ideałów przez organizację, bez faktycznego zaangażowania w te wartości (Sugai, 2021).

[90] Sposób, w jaki firmy ukrywają szkody społeczne spowodowane przez ich politykę (Ruiz-Blanco, Romero i Fernandez-Feijoo, 2022) lub wykorzystują logo ONZ Global Compact w celu uzyskania legitymizacji nieetycznych działań (Zammit, 2003).

[91] ESMA. https://www.esma.europa.eu/esmas-activities/sustainable-finance (dostęp: 29.05.2023).

[92] Słownik Języka Polskiego PWN. Hasło: wybielanie – definicja, synonimy, przykłady użycia. https://pwn.pl (dostęp: 29.05.2023).

[93] Cambridge Dictionary. https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/greenwashing?q=Greenwashing (dostęp: 30.07.2023).

organizacji w odniesieniu do prezentowania wprowadzającego w błąd zielonego przekazu (Seele i Gatti, 2017). Według Greenpeace *greenwashing* to działanie polegające na wprowadzaniu konsumentów w błąd w odniesieniu do praktyk środowiskowych firmy lub korzyści środowiskowych płynących z produktu lub usługi[94]. Mitchell i Ramey (2011) precyzują, że aby być uznanym za *greenwashing*, działanie musi być celowe. Dlatego też *greenwashing* zakłada intencjonalność oszustwa (Nyilasy, Gangadharbatla i Paladino, 2012). Szkodzi on interesom nie tylko konsumentów, lecz także całego społeczeństwa. Niezbędne są zatem przepisy i regulacje mające na celu ograniczanie takich praktyk (Yang, Nguyen, Nguyen, Nguyen i Cao, 2020).

Zarówno interesariusze przedsiębiorstw, jak i ogół społeczeństwa domagają się przejrzystości w ujawnianiu informacji o wpływie działalności spółek na środowisko. Komunikacja ta powinna być dynamiczna, prowadzona różnymi kanałami i mieć na celu podnoszenie świadomości społecznej dotyczącej aktualnych wyzwań społecznych i środowiskowych (de Freitas Netto i in., 2020). Federalna Komisja Handlu w USA zaleca, aby używać jasnego i wyraźnego języka kwalifikującego, aby przekazywać, że ogólne twierdzenie dotyczące środowiska odnoszą się tylko do konkretnych i ograniczonych korzyści dla środowiska[95]. Z tych samych powodów Komisja Europejska pracuje nad przedstawioną poniżej (w rozdz. 4.6), Taksonomią UE, aby poprzez skoordynowane działania w wielu sektorach, znaleźć wspólne rozwiązania dla całej Unii Europejskiej, co ma kluczowe znaczenie dla ochrony zarówno inwestorów, jak i konsumentów, pracowników i całego społeczeństwa.

Konieczność uwzględniania czynników ESG oraz raportowania pozafinansowego wywiera presję na firmy, aby rozwijały szeroki zestaw kryteriów społecznych i środowiskowych w swoich łańcuchach dostaw bez względu na koszty ekonomiczne (Porter, Kramer i Serafreim, 2019). Presja ta doprowadziła do wielu ulepszeń, ale także wzmocniła przekonanie inwestorów, że uwzględnianie aspektów społecznych i środowiskowych może odbywać się kosztem ekonomicznej efektywności. Tym samym mimo wielu przeprowadzonych badań i rosnącej akceptacji ratingów ESG, nie jest jasne czy większość inwestorów w znaczący sposób wykorzystuje kryteria ESG w procesie selekcji inwestycji. Wielu z nich uważa nawet, że korporacyjne wydatki społeczne i środowiskowe są marnotrawieniem zasobów akcjonariuszy. Badania prze-

[94] Zob. https://www.greenpeace.org.uk/news/what-is-greenwashing/ (dostęp: 30.07.2023)

[95] Federal Trade Commission. (2012). Guides for the use of environmental marketing claims. https://www.ftc.gov/sites/default/files/documents/ federal_register_notices/ guides-use-environmental-marketing-claim s-green-guides/greenguidesfrn.pdf. (dostęp: 30.07.2023)

prowadzone przez Serafeima i Ioannou (2018) pokazały, że analitycy inwestycyjni rzadziej wydawali rekomendacje kupna dla spółek, które intensywnie inwestowały w zrównoważony rozwój. W związku z tym, zdaniem Portera, Kramera i Serafeima (2019), wielu inwestorów wybiera potencjalne inwestycje poprzez analizę czysto finansową, która ignoruje kwestie społeczne i środowiskowe, a następnie wykorzystuje dostępne wyniki ESG firmy jako ostateczny ekran w celu zmniejszenia ryzyka.

Jednocześnie Clément, Robinot i Trespeuch (2022) sugerują, że należy zachować ostrożność przy stosowaniu wyników ESG jako miernika. Kryteria ESG zostały opracowane w konkretnym celu i podlegają znacznym ograniczeniom, gdy są stosowane w innych kontekstach. Może to ograniczyć zakres i reprezentatywność ustaleń opartych na wynikach ESG. Jeśli na przykład zalecenia dotyczące poprawy wyników społecznych oparte na jej wynikach ESG nie odzwierciedlają odpowiednio pozytywnych efektów zewnętrznych związanych z ochroną środowiska naturalnego lub ich wpływ na społeczeństwo pozostaje znikomy, może to wywołać znaczące konsekwencje. Badania pokazują m.in., że rynek akcji reaguje negatywnie na ogłoszenia o wydatkach filantropijnych firm, co sugeruje, że ten rodzaj działań społecznych nie jest ceniony przez inwestorów (Masulis i Reza, 2015). Mimo że wymiary ESG stanowią pozytywny krok w kierunku szerszego uwzględnienia Celów Zrównoważonego Rozwoju ONZ w inwestycjach finansowych, ich głównym ograniczeniem jest to, że nie zapewniają obiektywnej miary wyników spółek w tym zakresie (Viviers i Eccles, 2012).

Podsumowując argumenty krytyczne wysuwane wobec uwzględniania kryteriów ESG, warto odnieść się do badań Larcker, Tayan i Watts z 2022 roku. Autorzy wyszczególnili siedem mitów dotyczących czynników ESG, podając uzasadnienie, dlaczego uważają je za powszechne przekonania niepoparte rzeczywistymi dowodami badawczymi.

Mit 1. Cele ESG są dla wszystkich jasne. Pomimo oczekiwań wysuwanych w stosunku do przedsiębiorstw odnośnie do stosowania kryteriów ESG, zdania i oczekiwania różnych grup interesariuszy dotyczące problemów, jakie kryteria ESG mają rozwiązywać, są podzielone. Część interesariuszy widzi je przede wszystkim jako remedium dla krótkoterminowej orientacji rynków kapitałowych, w której firmy są nagradzane za osiąganie zysków w krótkim okresie.

Jednakże niektóre wyniki badań sugerują, że presja na osiąganie zysków w krótkim okresie nie jest tak widoczna, jak mogłoby się wydawać. Denis (2019) potwierdził, że brakuje systematycznych dowodów na wszechobecność krótkoterminowości jako problemu dla amerykańskich spółek, podczas gdy Edmans (2020) argumentuje, że firmy mogą zwiększać wartość ekonomiczną

poprzez reorientację na cele długoterminowe i ograniczenie krótkoterminowych inwestycji. Debata ta pokazuje, że perspektywa wymiarów ESG może okazać się subiektywna i definiować różne cele dla różnych przedsiębiorstw.

Mit 2. ESG zwiększa wartość. Drugim mitem dotyczącym ESG jest przekonanie, że uwzględnianie czynników środowiskowych, społecznych lub związanych z ładem korporacyjnym poprawia wyniki przedsiębiorstw dla ich akcjonariuszy i interesariuszy.

Wyniki badań w tej kwestii są bardzo zróżnicowane (o czym szerzej w rozdz. 4.8). Kitzmueller i Shimshack (2012) na podstawie systematycznego przeglądu literatury stwierdzili, że społeczna odpowiedzialność biznesu nie jest powiązana z lepszymi wynikami. Podobne wnioski wysnuli Margolis i in. (2009), którzy nie znaleźli znaczącej poprawy wyników w metaanalizie 35 lat badań nad społeczną odpowiedzialnością biznesu oraz Atz i in. (2022), którzy przeanalizowali ponad 1100 artykułów i 27 metaanaliz i stwierdzili, że średnie wyniki finansowe inwestycji ESG były nie do odróżnienia od inwestycji konwencjonalnych. Pedersen i in. (2021) obliczyli empiryczną granicę efektywności inwestycji ESG i pokazali koszty i korzyści odpowiedzialnego inwestowania. Wskazali również, że uwzględnianie kryteriów ESG może wpływać na wyniki poprzez różne kanały (takie jak między innymi przepływy pieniężne), które mogą przewidywać zupełnie odmienne wyniki. Berk i van Binsbergen (2021) wykazali, że polityka dezinwestycji ma niewielki wpływ na wyniki finansowe spółek lub ich koszt kapitału, sugerując, że inwestorzy mogą osiągnąć lepsze wyniki, zachowując swoje inwestycje i zachęcając do poprawy polityki ESG.

Mit 3. Możemy ocenić czy deklarowane działania w obszarze ESG są faktycznie zgodne z założeniami ESG. Wyzwanie związane z oceną wpływu ESG komplikuje fakt, że nie zawsze możemy stwierdzić czy dana inicjatywa jest rzeczywiście ESG (Cornell 2020; Cornell i Damodaran, 2020). Skoro przedsiębiorstwa promują swoje inicjatywy, aby zademonstrować zaangażowanie w sprawy społeczne i środowiskowe, możemy przypuszczać, że jednocześnie ukrywają swoje negatywne działania w tym zakresie.

Choć ratingi ESG opracowywane przez zewnętrzne agencje ratingowe w dużej mierze opierają się na selektywnym ujawnianiu informacji, wiele inicjatyw jest ściśle powiązanych z istniejącym modelem biznesowym firmy i są one nie do odróżnienia od standardowych decyzji biznesowych mających na celu maksymalizację wartości dla akcjonariuszy poprzez ograniczanie ryzyka operacyjnego (Cornell i Shapiro, 2021).

Mit 4. Agenda ESG przedsiębiorstwa jest dobrze zdefiniowana i kierowana przez jego zarząd. Mitem jest, że firmy mają rygorystyczne, dobrze zdefiniowane ramy działań ESG, które zostały planowane i są nadzorowane

przez zarząd i kierownictwo firmy. Teoretycznie agenda ESG firmy jest tworzona na podstawie analizy jej działania, rozpoznaniu kluczowych interesariuszy i zrozumieniu ich związków z prowadzoną działalnością. Proces ten obejmuje także kategoryzację rodzajów ryzyka i szans związanych z różnymi aspektami operacji przedsiębiorstwa. Oceniane są także możliwości inwestycyjne pod względem wpływu na strategię, działania operacyjne i ryzyko, a następnie, po zatwierdzeniu, monitorowane, by ocenić ich skuteczność. Jednak dane z badań wskazują, że w praktyce proces ten nie zawsze wygląda tak idealnie (Larcker, Tayan i Watts, 2022).

Mit 5. Ład korporacyjny jest składową wymiarów ESG. Ład korporacyjny, będący trzecim filarem ESG (obok kwestii środowiskowych i społecznych), odnosi się do systemu kontroli i równowagi w przedsiębiorstwie, mającego na celu zapewnienie, że decyzje menedżerskie są podejmowane w interesie firmy. Teoria agencji zakłada, że bez odpowiedniej kontroli menedżerowie, kierując się własnym interesem, mogą działać na niekorzyść przedsiębiorstwa. Wprowadzone mechanizmy kontroli, takie jak niezależna rada nadzorcza i dodatkowe zachęty do wynagrodzeń, mają na celu przeciwdziałanie temu zjawisku. Jakość zarządzania i jej pomiar są w dużej mierze niezależne od czynników ESG, a firma może równocześnie dążyć do maksymalizacji zysków lub ich równoważenia z celami społecznymi i środowiskowymi. Część „G" w ESG odnosi się do jakości zarządu, odpowiednich wynagrodzeń, odpowiedzialności za własność i etycznych praktyk biznesowych, a te aspekty są wymagane zarówno od firm skoncentrowanych na ESG, jak i od tych, które nie kładą na ESG nacisku, co podkreśla uniwersalną potrzebę jakości zarządzania we wszystkich organizacjach.

Mit 6. Ratingi ESG dokładnie mierzą wyniki ESG. Ratingi ESG, tworzone przez wyspecjalizowane w tym celu agencje, okazują się mieć słaby związek z wynikami finansowymi firm, a także wykazują brak spójności między sobą.

Jak zauważono powyżej Berg i in. (2022) zidentyfikowali znaczące różnice w zakresie pomiarów ESG różnych agencji ratingowych, wykrywając także efekt oceniającego, w którym ogólny pogląd na firmę wpływa na jego subiektywną ocenę poszczególnych kategorii. Podobnie Chatterji i in. (2016) badając ratingi sześciu dostawców, podkreślają „zaskakujący brak porozumienia" i niską ważność ich ocen. Dimson i in. (2020), analizując oceny ESG dostarczane przez MSCI, Sustainalytics i FTSE Russell, pokazali niezwykle niską korelację wyników częściowych i zagregowanych. Metodologie różnią się w prawie każdym aspekcie – od metryk wejściowych do sposobu traktowania brakujących danych. Różnorodność wskaźników ESG (np. MSCI ocenia 35 wymiarów ESG) czyni rygorystyczny pomiar każdego kryterium skomplikowanym. Tworzenie wiarygodnych ratingów ESG, łączących oceny

kryteriów środowiskowych, społecznych i zarządczych, jak również ich jakość i użyteczność predykcyjna pozostają zatem ogromnym wyzwaniem (Daines, Grow i Lacker, 2010).

Mit 7. Obowiązkowe ujawnianie informacji rozwiąże problem oceny kryteriów ESG. Ostatnim mitem jest przekonanie, że większa ilość ujawnianych informacji rozwiąże problem, z jakim borykają się uczestnicy rynku w zakresie oceny działań ESG i ich efektywności.

Christensen i in. (2022) zwracają jednak uwagę, że większa skala ujawnianych informacji nie zniweluje rozbieżności w ratingach ESG, lecz wręcz może je zwiększyć. Ponadto pomimo znaczenia ujawniania informacji dla rynków kapitałowych, ich opłacalność jest kwestionowana. Obecne regulacje już zobowiązują spółki do ujawniania kluczowych informacji, a efektywność kosztowa istniejących standardów sprawozdawczości finansowej, takich jak ustawa Sarbanes-Oxley (przedstawiona w rozdz. 3.3.3), jest niejasna. Rozszerzenie ujawnień na informacje środowiskowe i społeczne wymaga znaczącej standaryzacji, audytów i inwestycji w różnych branżach, a także związane jest z kompromisem dotyczącym ochrony informacji. Z pewnością tworzenie wiarygodnych wskaźników ESG jest skomplikowane i stanowi spore wyzwanie.

Do podobnych wniosków doszli Christensen, Hail i Leuz (2021), którzy zasugerowali, że zwiększone ujawnianie informacji może przynieść korzyści rynkom poprzez większą płynność i niższy koszt kapitału, ale może również zaszkodzić spółkom poprzez ujawnianie informacji publicznych i narażanie ich na spory sądowe. Ich zdaniem obowiązkowe standardy mogą potencjalnie poprawić jakość informacji przekazywanych inwestorom i interesariuszom, ale efekt netto nie jest *a priori* oczywisty.

Choć regularne monitorowanie działalności przedsiębiorstw jest kluczowe do oceny ich wyników w obszarach ESG, wiele badań sugeruje, że nie zawsze przekłada się ono na istotne zmiany w postępowaniu firm (Hong i Kacperczyk, 2009; Salaber, 2013; Humphrey i Tan, 2014). Ponadto z uwagi na wspomniane powyżej rozbieżności w różnych wynikach ratingów dla tych samych przedsiębiorstw, trudno jest stworzyć wskaźniki, które w pełni odzwierciedlałyby złożoność ujawnianych przez nie informacji (Camillieri, 2018; 2020). Mimo że specyfikacja wskaźników może przeciwdziałać problemowi asymetrii informacji, uniwersalne kryteria dla firm chcących je przyjąć mogłyby wprowadzać koszty nieproporcjonalne do przewidywanych korzyści (Trinks i in., 2017).

Podsumowując powyższą debatę, warto podkreślić, że mimo wymienionych powyżej niedoskonałości, kryteria ESG pozostają najlepszą dostępną miarą oceny działań firmy w zakresie CSR (Cini i Ricci, 2018). Zapewniają one ilościową ocenę wysiłków podjętych przez organizacje w celu ochrony

ich środowiska naturalnego oraz społecznego i są powszechnie akceptowane, co ułatwia ich stosowanie i porównywanie między firmami. Ponadto ESG jest synonimem odpowiedzialności korporacyjnej (Larcker, Tayan i Watts, 2022). Jak pokazują wyniki badania Broadridge z 2021 roku, szczególnie dla młodszego pokolenia wartości, które reprezentują wymiary ESG, są ważne (Broadridge Financial Solutions, Inc., 2021). Zdaniem młodych ludzi korporacje powinny wykluczać społecznie i środowiskowo niepożądane praktyki i promować pozytywne postawy w biznesie. Pomimo przedstawionych wyzwań, rosnący trend w kierunku uwzględniania czynników ESG w zarządzaniu i inwestowaniu wskazuje, że korzyści dla przedsiębiorstw, inwestorów i społeczeństwa jako całości przeważają nad potencjalnymi stratami. Analiza ponad 2000 wyników badań empirycznych wykazała, że większość badań dotyczących uwzględniania wymiarów ESG wskazuje na ich pozytywny wpływ na wyniki finansowe przedsiębiorstw (Friede, Busch i Bassen 2015). Przegląd badań empirycznych w literaturze z zakresu rachunkowości i finansów obejmujący okres 45 lat również wykazał pozytywny związek między ESG a wynikami finansowymi (Brooks i Oikonomou, 2018).

Mimo pewnych kontrowersji i nierozstrzygniętych kwestii związanych z efektywnością i jednoznacznym wpływem kryteriów ESG na wartość przedsiębiorstw czy ekonomiczną opłacalność inwestowania, zainteresowanie tym obszarem rośnie zarówno w praktyce, jak i teorii zarządzania. Regulacje na poziomie państwowym i międzynarodowym, wymuszające ujawnianie informacji niefinansowych, podkreślają znaczenie tych aspektów w ocenie stabilności i perspektyw rozwoju rynków i przedsiębiorstw. W dobie globalizacji i rosnącego nacisku społecznego na odpowiedzialność biznesu, nie sposób ignorować aspektów ESG. Firmy, które rozumieją i wdrażają odpowiednie praktyki, są z pewnością lepiej przygotowane na przyszłe wyzwania i możliwości, a także zyskują zaufanie swoich interesariuszy. W tej dynamicznie zmieniającej się scenerii kryteria ESG z pewnością staną się kluczowym elementem strategii biznesowych oraz decyzji inwestycyjnych w najbliższych latach.

3.5. Podsumowanie

Niniejszy rozdział prezentuje powstanie i rozwój koncepcji wymiarów ESG – od społecznej odpowiedzialności, poprzez opublikowanie raportu ONZ (2004) proponującego kryteria ESG po raz pierwszy, aż po współczesne teorie i praktyki je uwzględniające. Poprzez retrospektywną analizę ukazano priorytety wymiarów ESG oraz wyzwania stojące przed organiza-

cjami w ich zakresie. Kluczowym elementem rozdziału jest prezentacja trzech aspektów ESG w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Pierwszy z nich, reprezentowany przez literę „E", dotyczy ekologii i ochrony środowiska naturalnego. W tej części zostało podkreślone znaczenie ochrony środowiska naturalnego, zrównoważonego zarządzania zasobami, minimalizacji śladu węglowego czy też ograniczania postępujących zmian klimatu. W części omawiającej kryterium społeczne "S" przedstawiono znaczenie otoczenia społecznego oraz roli firm w dbałości o interesariuszy, w szczególności klientów i pracowników. Ostatni filar, „G", dotyczył zagadnień związanych z ładem korporacyjnym, w ramach których zarysowano charakterystykę praktyk zarządczych, podkreślając znaczenie transparentności i odpowiedzialności w budowaniu relacji z interesariuszami, a także znaczenia konieczności działania w ramach lokalnych przepisów prawa. Przedstawiono ponadto argumenty zwolenników i przeciwników uwzględniania kryteriów ESG w zarządzaniu w postaci debaty przybliżającej zarówno mity dotyczące praktyk ich uwzględniania, jak przykłady wyników badań i faktycznych działań przedsiębiorstw.

Na zakończenie warto podkreślić, że współcześnie rozumiane wymiary ESG są uosobieniem wieloaspektowej i dynamicznej ewolucji podejścia do odpowiedzialności w biznesie. Przez dekady firmy zmieniały swoje priorytety i dostosowywały strategie, aby sprostać rosnącym oczekiwaniom społecznym i rynkowym. Współczesne praktyki zarządzania oparte na czynnikach ESG stanowią wyraz dojrzałości tego podejścia, próbę jego kwantyfikowalności i podkreślają rolę biznesu w tworzeniu zrównoważonej przyszłości.

ROZDZIAŁ 4

Wymiary ESG na rynkach kapitałowych

4.1. Wprowadzenie

Współczesny rynek kapitałowy przekształca się, stając się areną wymiany wartości ekonomicznych, ale również przestrzenią wyrażania wartości etycznych, społecznych i środowiskowych. Czynniki ESG cieszą się zaś coraz większą uwagą zarówno inwestorów, jak i samych przedsiębiorstw. Mają one bowiem wpływ nie tylko na wartość i wycenę finansową tych ostatnich, ale też na reputację, relacje z interesariuszami oraz zdolność do tworzenia trwałej wartości w dłuższej perspektywie.

W niniejszym rozdziale przyjrzano się znaczeniu czynników ESG w kontekście rynku kapitałowego. W rozdziale 4.2 przedstawiono rynek kapitałowy z perspektywy czynników ESG, ukazując ich wpływ na funkcjonowanie i decyzje podmiotów rynkowych. Rozdziały 4.3 oraz 4.4 poświęcone zostały coraz popularniejszemu podejściu do inwestycji i inwestowania, jakim jest inwestowanie społecznie odpowiedzialne, podczas gdy w części 4.5 skupiono się na indeksach ESG jako narzędziach mierzenia zaangażowania firm w działania zgodne z ideą społecznej odpowiedzialności i zrównoważonego rozwoju. Raportowanie niefinansowe, omówione w podrozdziale 4.6, staje się kluczowym elementem komunikacji przedsiębiorstw z rynkiem, umożliwiającym ocenę ich zaangażowania w aspekty ESG. W dalszej części, w sekcji 4.7, przybliżono efektywność inwestowania społecznie i ekologicznie odpowiedzialnego w świetle badań, by następnie, w rozdziale 4.8, omówić wpływ czynników ESG na wartość przedsiębiorstw.

Celem niniejszego rozdziału jest dostarczenie kluczowej wiedzy na temat znaczenia i wpływu czynników ESG na rynek kapitałowy oraz przedstawienie różnorodnych perspektyw i podejść do tej problematyki, w szczególności inwestowania społecznie odpowiedzialnego – jego efektywności oraz budowania wartości przedsiębiorstw.

4.2. Rynek kapitałowy z perspektywy czynników ESG

4.2.1. Istota rynku kapitałowego

Rynek kapitałowy stanowi kluczowy element współczesnego systemu finansowego, umożliwiając przepływ kapitału pomiędzy inwestorami a emitentami, którzy poszukują środków na finansowanie swojej działalności. Jedną z podstawowych cech rynku kapitałowego jest jego zdolność do długoterminowego alokowania zasobów (Greenwood i Smith, 1997), co odróżnia go od rynku pieniężnego skoncentrowanego na krótkoterminowych transakcjach (Begg, Foscher i Dornbusch, 2003). Rynek kapitałowy charakteryzuje się także wysokim stopniem złożoności, wynikającym z różnorodności instrumentów finansowych, takich jak akcje, obligacje czy instrumenty pochodne. Działa on, opierając się na rozbudowanych regulacjach prawnych, które mają na celu zapewnienie uczciwości, przejrzystości i ochrony inwestorów. Inną ważną cechą rynku kapitałowego jest jego zdolność do oceny ryzyka i adekwatnego wyceniania różnych aktywów (Bawa i Lindenberg, 1977). Dzięki temu inwestorzy mają możliwość dywersyfikacji swojego portfela, minimalizując ryzyko i oczekując odpowiednich stóp zwrotu. Wreszcie, rynek kapitałowy pełni funkcję informacyjną i monitorującą, dostarczając niezbędnych danych i analiz, które pozwalają uczestnikom rynku podejmować świadome decyzje inwestycyjne (Tadesse, 2004).

Uwzględnianie kryteriów pozafinansowych podczas podejmowania decyzji finansowych to główna cecha rynku kapitałowego z perspektywy czynników ESG. Tak rozumiany odpowiedzialny rynek kapitałowy jest elementem tzw. zrównoważonego rynku finansowego, zwanego również społecznie odpowiedzialnym i definiowanym jako „ogół stosunków zachodzących pomiędzy uczestnikami rynku, w których czynniki etyczne, społeczne i środowiskowe na równi z czynnikami ekonomicznymi determinują podejmowanie decyzji zakupowych i sprzedażowych dotyczących produktów oraz usług finansowych" (Kłobukowska, 2017, s.108).

Rynek kapitałowy jako segment rynku finansowego[96] służy do transferu kapitału emitowanego na okres przynajmniej roku[97]. Łączy on podmioty indywidualne i jednostki gospodarcze, które są zainteresowane ulokowa-

[96] Pozostałe segmenty, obok rynku kapitałowego, rynku finansowego tworzą rynek pieniężny oraz rynek walutowy. Więcej na ten temat: Bień, 2008, s. 183–185.

[97] Przyjęte jest (także w przepisach prawa, zob. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. 2005 Nr 183 poz. 1538), że termin zapadalności instrumentu finansowego wynoszący minimum jeden rok, oddziela rynek kapitałowy od rynku pieniężnego, który także jest segmentem rynku finansowego,

niem swoich środków w taki sposób, by uzyskać jak najwyższą stopę zwrotu, z podmiotami gospodarczymi dążącymi do pozyskania kapitału na inwestycje (Bochenek, 2010). Wśród podstawowych funkcji rynku kapitałowego należy wymienić (Jajuga, 2007): pozyskiwanie kapitału przez emitentów instrumentów finansowych (m.in. akcji, obligacji), pozyskiwanie dochodów przez inwestorów (np. w formie dywidendy), którzy nabywając instrumenty finansowe, udostępniają środki finansowe emitentom, efektywną alokację kapitału w gospodarce oraz prawidłową wycenę instrumentów finansowych (papierów wartościowych) dostępnych na rynku kapitałowym.

Kluczową funkcją rynku kapitałowego jest zatem kojarzenie podmiotów, które zgłaszają popyt na kapitał z podmiotami zgłaszającymi podaż zasobów finansowych (Bochenek, 2010). Przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym są papiery wartościowe, będące dokumentami potwierdzającymi określone prawa majątkowe, w walucie krajowej lub zagranicznej (Bień, 2008). Papiery wartościowe mają długą tradycję, lecz na szeroką skalę rozpowszechniły się w gospodarce kapitalistycznej – papiery lokacyjne stały się bowiem, obok systemu budżetowego i bankowego, trzecim, zasadniczym kanałem przemieszczania się kapitałów oraz kredytowania przedsięwzięć biznesowych (Bień, 2008).

Papierami wartościowymi na rynku kapitałowym są akcje, prawa do akcji, prawa poboru, warranty subskrypcyjne, kwity depozytowe, obligacje, listy zastawne, certyfikaty inwestycyjne i inne papiery wartościowe, w tym inkorporujące prawa majątkowe, odpowiadające prawom wynikającym z akcji lub z zaciągnięcia długu, wyemitowane na podstawie właściwych przepisów prawa oraz inne zbywalne prawa majątkowe, które powstają w wyniku emisji, inkorporujące uprawnienie do nabycia lub objęcia papierów wartościowych (Jajuga, 2007).

Ze względu na kryterium emisji, rynek kapitałowy można podzielić na:

- pierwotny, na którym nabywa się papiery wartościowe bezpośrednio od ich emitenta, za pośrednictwem biur maklerskich; papiery wartościowe są tu oferowane w drodze oferty publicznej (szczegóły reguluje ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi) lub prywatnej (dla wybranego grona inwestorów);
- wtórny, który jest niejako uzupełnieniem rynku pierwotnego; odbywa się na nim obrót papierami wartościowymi przez osoby inne niż emitent i, w odróżnieniu od rynku pierwotnego, nie następuje na nim zasilenie emitenta w kapitał; to najważniejsza część rynku papierów wartościowych, na którym dyskontowane są wszelkie informacje, które są dostępne dla

a którego instrumenty (m.in. krótkoterminowe kredyty, lokaty międzybankowe oraz papiery dłużne) mają termin zapadalności krótszy niż rok.

inwestorów oraz dokonywana jest wycena walorów przedsiębiorstw na nim notowanych (Bień, 2008, s. 187).

Rynek wtórny dzieli się z kolei na dwa segmenty (Nawrot, 2007):

- giełdowy – na którym odbywa się handel papierami wartościowymi;
- pozagiełdowy – tzw. *over-the-counter market* (OTC market), który można podzielić na:
  - regulowany – skierowany do mniejszych spółek o niższej płynności, niemogących sprostać wymogom giełdy (w Polsce instytucją powołaną do jego prowadzenia jest BondSpot S.A.[98]);
  - nieregulowany (alternatywny system obrotu).

Nabywca akcji (indywidualny lub instytucjonalny[99]) staje się akcjonariuszem spółki kapitałowej. Akcjonariusz posiada szereg uprawnień, które gwarantują mu stosowne przepisy prawa[100], a wśród nich przede wszystkim należy wymienić: prawo uczestnictwa w spółce; prawo uczestnictwa w walnym zgromadzeniu i prawo głosu; prawo do dywidendy; prawo poboru akcji nowej emisji; prawo do udziału w majątku spółki; prawo do ochrony swoich interesów; przewidujące odpowiedzialność cywilną i karną z tytułu szkód wyrządzonych akcjonariuszom i spółce.

Podstawową formą organizacji rynku kapitałowego jest giełda papierów wartościowych, czyli „działający w sposób stały, scentralizowany system obrotu papierami wartościowymi i innymi instrumentami wartościowymi, zapewniający inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej oraz jednolite i równe warunki zawierania transakcji dotyczących instrumentów finansowych, będących przedmiotem obrotu giełdowego" (Tomaszewski, 2007, s. 331). Giełdy odgrywają kluczową rolę w globalnej gospodarce oraz na rynku finansowym, stanowiąc centralne miejsce, gdzie inwestorzy i emitenci spotykają się, aby dokonywać transakcji instrumentami finansowymi, takimi jak akcje, obligacje czy instrumenty pochodne (Fisher, 1984). Służą one jako barometr kondycji ekonomicznej krajów i regionów, ponieważ reprezentują skumulowaną ocenę przyszłych perspektyw firm notowanych na giełdzie oraz ogólnej sytuacji gospodarczej (m.in. Arestis, Demetriades i Luintel, 2001; Ake, 2010). Pełnią też funkcję stymulującą rozwój światowej gospodarki i wzrostu gospodarczego (Arestis i in., 2001; Siliverstovs i Duong, 2006).

[98] Więcej na ten temat zob. https://www.bondspot.pl/o_spolce (dostęp: 15.08.2022).

[99] Do inwestorów instytucjonalnych zaliczamy m.in., fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, banki komercyjne i inwestycyjne, towarzystwa ubezpieczeniowe itp.

[100] W Polsce uprawnienia te określa ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. 2005 Nr 183 poz. 1538).

Dzięki giełdom przedsiębiorstwa mogą pozyskiwać kapitał na rozwój poprzez emisję akcji czy obligacji, oferując inwestorom udział w przyszłych zyskach (Smith, 1986). Dla inwestorów giełdy stanowią platformę do lokowania kapitału, dywersyfikacji portfela i osiągania zysków kapitałowych. W kontekście rynku kapitałowego, giełdy zapewniają płynność, przejrzystość cenową oraz dostęp do informacji dla inwestorów. W skali globalnej giełdy łączą różne gospodarki, umożliwiając przepływ kapitału między krajami, w ten sposób wspierając globalizację finansową (Harberger, 1980).

Na świecie działa wiele giełd papierów wartościowych, a wśród największych i najbardziej znanych można wymienić: Nowojorską Giełda Papierów Wartościowych (New York Stock Exchange), Giełdę Papierów Wartościowych w Szanghaju (Shanghai Stock Exchange), Tokijską Giełdę Papierów Wartościowych (Tokyo Stock Exchange), Londyńską Giełdę Papierów Wartościowych (London Stock Exchange), Giełdę Papierów Wartościowych we Frankfurcie (Frankfurter Wertpapierbörse) czy Giełdę Papierów Wartościowych w Amsterdamie (Euronext Amsterdam)[101]. Giełda działa również w Polsce i choć nie należy do największych, to z pewnością posiada bogatą tradycję. Założono ją w 1817 roku jako „giełdę kupiecką", na której handlowano nie tyle akcjami, ile obligacjami i wekslami (Giełdapełnawartości.pl, b.d.). Z chwilą wybuchu II wojny światowej giełda została zamknięta i ponownie otwarta dopiero w 1991 roku jako Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie. Obecnie oprócz głównego parkietu warszawska giełda posiada pięć innych rynków, wymienionych w ramce poniżej.

Rynki Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A, rozpoczęła swoją działalność 16 kwietnia 1991 roku i jest obecnie największą giełdą regionu Europy Środkowo-Wschodniej. Organizuje ona i prowadzi obrót papierami wartościowymi na następujących rynkach:

- Główny Rynek GPW – prowadzi obrót akcjami, instrumentami pochodnymi, innymi instrumentami finansowymi o charakterze udziałowym, a także innymi instrumentami rynku kasowego (https://www.gpw.pl/);
- NewConnect – prowadzi obrót akcjami i innymi instrumentami finansowymi o charakterze udziałowym małych i średnich spółek (https://newconnect.pl/);
- Global Connect – rynek akcji spółek zagranicznych notowanych na światowych giełdach papierów wartościowych, które są wprowadzane do obrotu przez Wprowadzających Animatorów Rynku (WAR) bez zgody emitenta (https://gpwglobalconnect.pl/);

[101] Więcej na ten temat: zob. Admiral markets, 2023.

- Catalyst – prowadzi obrót obligacjami korporacyjnymi, komunalnymi, spółdzielczymi, skarbowymi i listami zastawnymi (https://gpwcatalyst.pl/);
- Treasury BondSpot Poland – prowadzi hurtowy obrót obligacjami skarbowymi (http://bondspot.pl/);
- Towarowa Giełda Energii, TGE – prowadzi kupno i sprzedaż energii elektrycznej przed jej dystrybucją poprzez sieci przesyłowe i dystrybucyjne wśród użytkowników końcowych (https://tge.pl/).

Jednym z podstawowych narzędzi pozwalających na śledzenie giełdowej koniunktury jest indeks giełdowy, który jest miernikiem obrazującym zmianę kursów notowanych na giełdzie akcji spółek. Jest on kalkulowany na podstawie kursów wszystkich notowanych spółek (w przypadku GPW w Warszawie jest to indeks WIG) lub wybranej ich grupy[102].

Wycena przedsiębiorstw na rynku kapitałowym dokonywana jest nie tylko z perspektywy aktualnych właścicieli i akcjonariuszy przedsiębiorstw, lecz także na potrzeby ich przyszłych, potencjalnych właścicieli, czyli inwestorów. Korzystają oni z wielu dostępnych narzędzi ewaluacji kondycji finansowej przedsiębiorstw, mających na celu wsparcie ich procesu decyzyjnego. Do narzędzi najczęściej w tym kontekście stosowanych należy analiza techniczna oraz analiza fundamentalna. Analiza techniczna bada wycenę wartości akcji spółek na rynku kapitałowym na podstawie przewidywanych trendów cenowych. Opiera się ona na trzech podstawowych założeniach: cena akcji jest wynikiem wyłącznie gry sił rynkowych, zmiany cen akcji nie mają charakteru przypadkowego, lecz następują w trendach oraz formacje cenowe zaistniałe w przeszłości będą występowały także w przyszłości (Malinowska, 2011). Analiza fundamentalna natomiast bazuje na badaniu fundamentów ekonomicznych spółek, oparta jest bowiem na przekonaniu, że cena akcji przedsiębiorstwa jest wypadkową jego wartości, nawet jeśli w długim okresie jest ona weryfikowana przez rynek. Definiuje się ją jako proces poszukiwania rzeczywistej wartości akcji (zwanej wewnętrzną wartością akcji), polegający na badaniu wszystkich czynników, finansowych i niefinansowych, które w istotny sposób mogą wpływać na przyszłe dochody i dywidendy spółek (Borowski, 2014).

W kontekście przedstawionych powyżej narzędzi oceny wyników spółek giełdowych, istotna jest hipoteza efektywności rynku (ang. *Efficient Market Hypothesis*, EMH), sformułowana w 1970 roku przez laureata Nagrody Banku Szwecji im. Alfreda Nobla w dziedzinie ekonomii, Eugene'a F. Famę. Jest

[102] Zob. https://www.gpw.pl/slownik-terminow-gieldowych (dostęp: 18.06.2023).

ona jednym z fundamentalnych założeń analizy rynku kapitałowego. Według tej hipotezy ceny instrumentów finansowych na rynku kapitałowym w każdym momencie odzwierciedlają całą dostępną informację, co sprawia, że nie jest możliwe systematyczne przewidywanie przyszłych zmian cen w celu osiągnięcia nadzwyczajnych zysków (Fama, 1970). Na podstawie badań nad zasadnością sformułowanej hipotezy Fama (1970) zaproponował trzy formy efektywności rynku: słabą, półsilną i silną. W kontekście słabej formy efektywności rynku, historia cen akcji jest w pełni zawarta w obecnych cenach, co oznacza, że analiza techniczna jest bezużyteczna. Półsilna forma zakłada, że wszystkie publicznie dostępne informacje są już uwzględnione w cenach, co deprecjonuje wartość analizy fundamentalnej. Silna forma efektywności mówi, że ceny odzwierciedlają wszelkie informacje zarówno publiczne, jak i prywatne. Chociaż hipoteza efektywności rynku stała się kamieniem węgielnych teorii finansów, była i nadal jest przedmiotem wielu debat i badań (m.in.: Cao, Leggio i Schniederjans, 2005; Enke i Thawornwong, 2005; Lim i Brooks, 2011; Titan, 2015; Niroomand, Metghalchi i Hajilee, 2020; Wang i Wang, 2021).

4.2.2. Rozwój inwestycji w aktywa finansowe ESG na świecie

W erze globalizacji rynek kapitałowy stał się kluczową osią współczesnej gospodarki. Jest sercem światowego systemu finansowego, ale również siłą napędową dynamicznego wzrostu gospodarczego. Nastroje i decyzje inwestorów nie ograniczają się do rynku finansowego, gdyż mają bezpośredni wpływ na sferę gospodarki realnej. W tej rozbudowanej sieci powiązań rynku kapitałowego coraz bardziej widoczne staje się miejsce inwestycji i inwestowania ESG. Według badań EY (2022), w 2025 roku prognozowana wartość aktywów pozostająca w zarządzaniu instytucji finansowych skoncentrowanych na inwestycjach ESG wyniesie 53 bln USD (w 2016 roku wynosiła ona 22,8 bln USD, a w 2021 – 37,8 bln USD (EY, 2022). Według ostatniego, opublikowanego (na dzień 30 czerwca 2023 r.) raportu międzynarodowej organizacji Global Sustainable Investment Alliance w 2020 roku globalne zrównoważone aktywa inwestycyjne w zarządzaniu (ang. *Assets under Management*, AuM) osiągnęły 35,3 bln USD, odzwierciedlając 15% wzrost w porównaniu z 2018 rokiem (Global Sustainable Investment Alliance, 2020). Jednocześnie stanowiły one 35,9% wszystkich zarządzanych aktywów (AUM) na świecie, co oznaczało wzrost o 33,4% w porównaniu z 2018 rokiem. Zrównoważone inwestycje okazały się najwyższe w Stanach Zjednoczonych (17,1 bln USD), następnie w Europie (12,0 bln USD), Japonii (2,9 bln USD), Kanadzie

(2,4 bln USD) i Australii i Nowej Zelandii (906 mld USD). Zrównoważone aktywa inwestycyjne wzrosły w większości regionów, przy czym Kanada odnotowała największy wzrost w wartościach bezwzględnych w ciągu ostatnich dwóch lat (wzrost o 48%), następnie Stany Zjednoczone (wzrost o 42%), Japonia (wzrost o 34%) oraz Australia i Nowa Zelandia razem (wzrost o 25%) od 2018 do 2020 roku – szczegółowe dane zostały zaprezentowane w tabeli 12.

Tabela 12. Globalne zrównoważone aktywa inwestycyjne (w latach 2016, 2018, 2020, w mld USD)

Region	2016	2018	2020
Europa	12 040	14 075	12 017
USA	8 723	11 995	17 081
Kanada	1 086	1 699	2 423
Australia i Azja	516	734	906
Japonia	474	2 180	2 874
Suma	**22 839**	**30 683**	**35 301**

Źródło: Global Sustainable Investment Alliance (2020). *Global Sustainable Investment Review 2020.* https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf, s. 9.

W krajach europejskich idea inwestowania na rynkach kapitałowych w sposób zrównoważony i odpowiedzialny także zyskuje coraz szersze uznanie. Zgodnie z wynikami badań przeprowadzonych przez European Social Investment Forum (Eurosif)[103] w 2017 roku, europejski rynek inwestycji społecznie odpowiedzialnych był wart ponad 20 000 mld euro (Eurosif, 2019, s. 16–17). W Europie liderami inwestycji odpowiedzialnych społecznie i środowiskowo od wielu lat pozostają Wielka Brytania z inwestycjami rzędu 7138 mld euro, Francja – 3875 mld euro oraz Niderlandy – 2800 mld[104] euro. W Polsce również stopniowo zaczyna rozwijać się rynek inwestycji zrównoważonych i odpowiedzialnych, które w roku 2017 szacowane były na blisko 22 mld euro (tab. 13).

[103] European Sustainable Investment Forum (Eurosif) jest nie nastawioną na zysk, paneuropejską organizacją pozarządową, której misją jest propagowanie idei zrównoważonego rozwoju na rynkach finansowych. Wśród członków organizacji znajdują się fundusze emerytalne, dostawcy usług finansowych, firmy badawcze, instytuty naukowe oraz organizacje pozarządowe, zob. http://www.eurosif.org/ (dostęp: 18.04.2023).

[104] Inwestycje społecznie odpowiedzialne poczynione w 2017 roku.

W krajach azjatyckich można zaobserwować wiele negatywnych efektów społecznych i środowiskowych będących skutkiem dynamicznego wzrostu gospodarczego[105]. Wśród wyzwań i zagrożeń wymienia się przede wszystkim degradację środowiska naturalnego i nierówności społeczne. Wyzwania te zostały już zauważone przez rządy państw azjatyckich, jak i przedsiębiorstwa tam działające. Dotyczy to także inwestorów obecnych na azjatyckich rynkach kapitałowych, którzy szukają inwestycji zapewniających wyższy standard działań zgodnych z zasadami zrównoważonego rozwoju. Tym samym rynek inwestycji społecznie i ekologicznie odpowiedzialnych rozwija się w Azji bardzo dynamicznie – szacuje się, że na przestrzeni lat 2014–2020 zagregowany wzrost wyniósł 36% w samej Azji i Australii, znatomiast w Japonii – 168% (tabela 13).

Tabela 13. Inwestycje społecznie odpowiedzialne w wybranych krajach europejskich w 2017 roku (w mln euro)

Kraje europejskie	Razem
Austria	118 512
Belgia	421 420
Dania	301 640
Francja	3 875 451
Niemcy	1 716 130
Włochy	1 924 508
Niderlandy	2 800 676
Polska	21 953
Hiszpania	300 014
Szwecja	2 231 838
Szwajcaria	2 642 931
Wielka Brytania	7 138 315
Razem w mln EUR	**23 493 388**

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Eurosif. (2019). *Report.European SRI Study 2018.* Bruksela. www.eurosif.org (dostęp: 18.04.2023), s. 83.

[105] Więcej na ten temat na stronach wiodącej, niezależnej, pozarządowej organizacji badającej problematykę inwestycji SRI w Azji: zob. Association for Sustainable & Responsible Investment in Asia. http://www.asria.org/ (dostęp: 4.12.2022).

Tabela 14. Wzrost zrównoważonych aktywów inwestycyjnych według regionu w walucie lokalnej w latach 2014–2020 (w mld)

	Wzrost w latach 2014–2020							Złożony roczny
					WZROST			TEMPO WZROSTU
	2014	2016	2018	2020	2014–2016	2016–2018	2018–2020	2014–2020
Australia, Nowa Zelandia i Azja bez Japonii (AUD)	$203	$707	$1,033	$1,295	**248%**	**46%**	**25%**	**36%**
Japonia (JPY)	¥840	¥57,056	¥231,952	¥310,039	**6,69%**	**307%**	**34%**	**168%**

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Global Sustainable Investment Alliance (2020). *Global Sustainable Investment Review 2020* https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf, s. 10.

Wśród krajów azjatyckich rynek inwestycji ekologicznie i społecznie odpowiedzialnych szczególnie intensywnie rozwija się w Chinach. *Wytyczne w sprawie promowania inwestycji i finansowania w celu przeciwdziałania zmianom klimatu* zostały tam oficjalnie opublikowane w 2020 roku[106]. Był to pierwszy dokument, wspólnie opracowany na szczeblu ministerialnym przez Ministerstwo Ekologii i Środowiska Republiki Chińskiej, Narodową Komisję ds. Rozwoju i Reform, Bank Ludowy Chin, Chińską Komisję ds. Bankowości i Ubezpieczenia oraz Chińską Komisję Regulacyjną Papierów Wartościowych, dotyczący łagodzenia zmian klimatu po ogłoszeniu przez Chiny celu neutralności węglowej do 2060 roku. Wytyczne zawierają harmonogram przygotowania odpowiednich polityk inwestycyjnych do 2025 r. i podkreślają konieczność wspierania i zachęcania instytucji finansowych przez organy regulacyjne do opracowywania, a także wspierania produktów i projektów związanych z klimatem i zielonym finansowaniem.

Podsumowując, można śmiało stwierdzić, że inwestowanie społecznie i ekologicznie odpowiedzialne jest dziś praktycznie obecne na całym świecie. Oprócz wiodących, przedstawionych powyżej rynków, inwestowanie zrównoważone i odpowiedzialne można również odnaleźć w Afryce, głównie w Republice Południowej Afryki, Nigerii i Kenii, a także w krajach Ameryki Południowej. Co prawda ich rozwój nadal pozostaje stosunkowo niewielki w porównaniu z dominującymi rynkami Ameryki Północnej, czy Europy, jednak wiele wprowadzanych na tych rynkach regulacji związanych z realizacją celów zrównoważonego rozwoju wyznaczonych przez ONZ, a także inicja-

[106] Więcej na ten temat w: Ministerstwo Ekologii i Środowiska Republliki Chińskiej, 2020.

tywami płynącymi ze strony rządów i przedsiębiorstw[107] pozwala przypuszczać, że inwestycje społecznie odpowiedzialne również będą się tam rozwijać coraz bardziej intensywnie. Bloomberg Intelligence (2021) prognozuje, że inwestycje społecznie odpowiedzialne oparte na wynikach ESG przekroczą 53 bln USD do 2025 r., co będzie stanowić ponad jedną trzecią aktywów w zarządzaniu na świecie. Firmy będą musiały zatem coraz częściej wykazywać, że osiągają coraz lepsze wyniki w obszarze środowiskowym, społecznym oraz w zakresie ładu korporacyjnego (Clément, Robinot i Trespeuch, 2023).

4.3. Inwestowanie społecznie odpowiedzialne

Zrównoważone, odpowiedzialne i wywierające wpływ inwestowanie (*Sustainable, Responsible and Impact Investing* – SRI Investing)[108] jest praktyczną realizacją koncepcji społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw, zrównoważonego rozwoju oraz uwzględniania czynników ESG na rynkach kapitałowych. Inwestowanie SRI jest strategią inwestowania, która uwzględnia środowiskowe, społeczne oraz związane z ładem korporacyjnym kryteria ESG w celu generowania długoterminowych, konkurencyjnych finansowo zwrotów z inwestycji oraz ich pozytywnych społecznie i ekologicznie efektów[109]. Międzynarodowa Korporacja Finansowa (International Finance Corporation, IFC) podkreśla aspekt wywieranego wpływu (ang. *impact*) w inwestowaniu SRI, akcentując podejście inwestycyjne mające nie tylko generować zyski, lecz także przynosić mierzalne korzyści dla społeczeństwa i środowiska (International Finance Corporation, 2023).

W literaturze przedmiotu pojęcie „inwestowania społecznie odpowiedzialnego" przyjmuje wiele określeń, takich jak: etyczne, zielone, zrównoważone, społeczne czy inwestowanie z misją (Czerwonka, 2013). Aldowaish i in. (2022) wskazują, że zróżnicowanie terminologii w kontekście SRI może mieć podłoże kulturowe. Termin „odpowiedzialne inwestowanie"

[107] Więcej na ten temat w: Global Sustainable Investment Alliance, 2020.

[108] Termin *Sustainable*, *Responsible, Impact Investing* (SRI) zastąpił w literaturze przedmiotu poprzednio, powszechnie stosowane terminy *Socially Responsible Investing* oraz *Sustainable & Responsible Investing*. Jego skrót, SRI, nie zmienił się i jest powszechnie stosowany dla wszystkich ww. terminów. Dodane w ostatnich dwóch latach słowo *impact* podkreśla wpływ czynników ESG (środowiskowych, społecznych i zarządczych) na decyzje inwestycyjne. Więcej na ten temat na stronie The Forum for Sustainable and Responsible Investment: https://www.ussif.org/ (dostęp: 14.05.2023).

[109] Za: Forum for Sustainable and Responsible Investment. http://www.ussif.org/ (dostęp: 25.05.2023).

jest powszechnie stosowany w Wielkiej Brytanii, ale unikany we Francji czy Stanach Zjednoczonych, jeśli omawiane strategie pomijają istotne aspekty społeczne (Sandberg, Juravle, Hedesström i Hamilton, 2009). Wyniki badań także sugerują, że nie istnieje uniwersalny standard określający strukturę rynku inwestycji społecznie odpowiedzialnych, co wskazuje na duże znaczenie lokalnych uwarunkowań instytucjonalnych, a tym samym i terminologicznych (Adamska, Dąbrowski i Grygiel-Tomaszewska, 2015). Niemniej jednak współczesny trend łączenia zrównoważonego rozwoju z kryteriami ESG w sferze finansów jest określany wspólnym terminem SRI (Nagel, Hiss, Woschnack i Teufel, 2017; Widyawati, 2019). SRI, czyli inwestowanie społecznie odpowiedzialne, odnosi się do procesu integrowania czynników ESG, opartego na wyraźnym i systemowym uwzględnianiu kryteriów zarówno środowiskowych, jak i społecznych oraz ładu korporacyjnego w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych (Widyawati, 2020; Global Sustainable Investment Alliance, 2020; Abhayawansa i Mooneeapen, 2022). Niezależnie od stosowanej nazwy, ideą inwestowania społecznie odpowiedzialnego jest łączenie finansowych aspiracji inwestorów, w tym oczekiwanej stopy zwrotu, z pozytywnymi skutkami społecznymi i środowiskowymi ich decyzji. Coraz większa świadomość inwestorów, regulatorów i innych uczestników rynku, w zakresie potencjalnych rodzajów ryzyka oraz długoterminowych negatywnych skutków niewłaściwego inwestowania, podkreśla znaczenie tej koncepcji.

Zjawisko inwestowania społecznie odpowiedzialnego oraz teoretyczne ramy je opisujące intensywnie się rozwijają. Kluczowe etapy tej ewolucji zostały zarysowane w tabeli 15. Rozwój tego podejścia doprowadził do powstania wielu strategii inwestycyjnych, takich jak inwestowanie odpowiedzialne, zrównoważone, etyczne czy zielone. Niektórzy badacze, tacy jak Chang, Nelson i Witte (2012) czy Eyraud, Clements i Wane (2013), traktują zielone inwestowanie jako specyficzny segment inwestycji SRI, skoncentrowany na problematyce środowiskowej. Takie inwestycje mają na celu redukcję emisji gazów cieplarnianych, czy też zanieczyszczeń powietrza bez większego wpływu na produkcję i konsumpcję innych dóbr.

Na rynku można również zaobserwować wyraźny trend związany z inwestowaniem wywierającym wpływ (ang. *impact investing*). Chociaż jest ono podobne do inwestowania społecznie odpowiedzialnego, gdyż obie strategie mają na celu pozytywny wpływ na środowisko i społeczność, jak zaznacza Global Impact Investing Network (GIIN, 2019), istnieją między nimi pewne istotne różnice. *Impact investing* skupia się przede wszystkim na generowaniu mierzalnych korzyści społecznych i środowiskowych, często stawiając je ponad finansową stopę zwrotu. Strategie z nim związane są proaktywne, a inwestorzy wybierają te działania, które przynoszą pozytywny wpływ społeczny lub

środowiskowy, zamiast jedynie unikać ich negatywnych skutków. Kluczowym elementem jest też monitorowanie i mierzenie osiągniętego wpływu, co obejmuje wsparcie dla działań takich jak zrównoważone rolnictwo, ochrona bioróżnorodności, energia odnawialna, mikrofinansowanie lub dostęp do podstawowych usług, takich jak mieszkanie, zdrowie czy edukacja[110].

Tabela 15. Kroki milowe procesu rozwoju inwestycji ESG

Rok	Wydarzenie
2004	Pojawienie się koncepcji wymiarów ESG
2005	UNEP FI (United Nations Environment Programme Finance Initiative, globalne partnerstwo pomiędzy Programem Środowiskowym Organizacji Narodów Zjednoczonych, UNEP a sektorem finansowym) i korporacja prawnicza Freshfields, Bruckhaus i Deringer wspólnie przedstawiają definicję inwestycji ESG
2006	UN PRI (UN Principles for Responsible Investing) przedstawiła sześć zasad inwestowania ESG
2008	Goldman Sachs promuje zrównoważony portfel akcji: UBS, Blackrock, HSBC, Allianz, co rozszerzyło praktykę inwestycyjną ESG
2009	UNCTAD (United Nations Conference on Trade and Development (Konferencja Narodów Zjednoczonych ds. Handlu i Rozwoju), UN PRI, UN EPFI wspólnie uruchomiły inicjatywę UN SEE, Sustainable Stock Exchanges, czyli Zrównoważone Giełdy Papierów Wartościowych[a]
2012	International Finance Corporation (IFC), czyli Międzynarodowa Korporacja Finansowa (instytucja członkowska Grupy Banku Światowego) opublikowała standardy środowiskowe i społeczne (Environmental and Social Standards, ESS)[b], które powszechnie wykorzystywanymi wytycznymi do analizy programów infrastrukturalnych,
2015	UN SSE promuje dobrowolny instrument giełdowy, który pomaga wydawcom raportować kwestie związane z ESG
2016	Bank Światowy publikuje wytyczne ESG dla instytucji finansowych do oceny projektów infrastrukturalnych
2019	Bank Światowy tworzy platformę danych ESG na poziomie krajowym: ESG Sovereign Data Portal, https://esgdata.worldbank.org/
2020	UNEP i PSI, Principles for Sustainable Insurance, wspólnie opublikowały pierwsze wytyczne ESG dla globalnego sektora ubezpieczeniowego
	Komisja Europejska zatwierdziła Taksonomię UE w celu promowania rozwoju inwestycji ESG na rynku europejskim[c]
2021	Komisja Europejska proponuje nowy europejski standard zielonych obligacji[d]

[a] Więcej informacji zob. https://sseinitiative.org/about/ (dostęp: 20.07.2023).
[b] Więcej informacji zob. World Bank, b.d.
[c] Więcej informacji na ten temat w rozdziale 4.5. Zob. strona Komisji Europejskiej: https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities (dostęp: 20.07.2023).
[d] Więcej informacji zob. Komisja Europejska, 2021b.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: R. Li. (2022). *Literature Review of ESG Investment*. 2964–2972. https://doi.org/10.2991/978-2-494069-89-3_340 oraz informacji ze stron internetowych organizacji wymienionych w tabeli 17.

[110] Więcej informacji zob. GIIN, 2023; https://svx.ca/ (dostęp: 20.08.2023).

Inwestowanie regeneracyjne stanowi najnowszy trend w obszarze inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Jego charakterystyka przekracza ramy tradycyjnego dążenia do zachowania zasobów czy zrównoważonego rozwoju. W zamian inwestowanie regeneracyjne kładzie nacisk na aktywne działania zmierzające do rekompensaty, odnowienia i ożywienia społecznych i ekologicznych systemów (Regenerators, 2023). Przyjmując holistyczne podejście, inwestycje regeneracyjne traktują gospodarkę, społeczność i ekosystem jako wzajemnie powiązane elementy całości. Dlatego też ich działania są wieloaspektowe, a nie skupiające się na pojedynczych, izolowanych rozwiązaniach. Oprócz tradycyjnych wskaźników rentowności, stosują mierniki oceniające zdrowie społeczne, ekologiczną regenerację oraz odporność. Efektywność tych inwestycji mierzy się nie tylko przez pryzmat negatywnych działań, których uniknęły, ale przede wszystkim poprzez pozytywny wpływ, jaki wywarły na środowisko i społeczeństwo. Swoje zastosowanie znajdują w wielu sektorach – od rolnictwa, gdzie promuje się agroleśnictwo i regenerację gleb, po rynek nieruchomości, gdzie kluczowe staje się projektowanie ekologicznych budynków i dbałość o dobrobyt społeczny. Finansując na przykład rolnictwo, inwestycje regeneracyjne mogą wspierać praktyki przywracające bioróżnorodność czy zdolność gruntów do zatrzymywania wody. Z kolei w obszarze inwestycji społecznych nacisk kładzie się nie tylko na tworzenie miejsc pracy, ale przede wszystkim na holistyczne poprawianie życia lokalnych społeczności[111].

Początkowo inwestycje oparte na kryteriach ESG były głównie obszarem inwestowania instytucjonalnego. Jednak w ostatnich latach dynamiczny wzrost zainteresowania tą formą inwestowania ze strony inwestorów indywidualnych, zwłaszcza w Europie, stał się wyraźny – w 2019 roku udział inwestorów detalicznych sięgnął 31% (Matczak, Przybył i Wojciechowski, 2019). Włączanie czynników ESG do strategii inwestycyjnej polega na uwzględnianiu kwestii ekologicznych, społecznych oraz dobrego zarządzania w procesie decyzyjnym. W praktycznym wymiarze często przejawia się ono w adaptacji jednego z trzech głównych podejść: przesiewu inwestycji, zwanego także screeningiem, który polega na analizie potencjalnych inwestycji z uwzględnieniem indywidualnych preferencji inwestora, integracji aspektów ESG w procesie analizy i decyzyjności inwestycyjnej oraz inwestowania tematycznego, skoncentrowanego na konkretnych wyzwaniach środowiskowych czy społecznych, które dany produkt inwestycyjny adresuje (Principles for Responsible Investment, 2023b) (tab. 16).

[111] Więcej informacji: Capital Institute, 2023.

Tabela 16. Włączenie czynników ESG w istniejących praktykach inwestycyjnych

Przesiew inwestycji (tzw. *screening*)	Integracja ESG	Inwestowanie tematyczne
polega na zastosowaniu filtrów do zbioru papierów wartościowych, emitentów, sektorów lub innych instrumentów finansowych w celu podjęcia decyzji czy należy rozważyć ich inwestycję. Opiera się na kryteriach, takich jak preferencje inwestora lub określone wskaźniki inwestycyjne, określone w procesie inwestycyjnym lub odzwierciedlające mandat klienta lub funduszu. *Screening* może być pozytywny, oparty na normach lub negatywny (tzw. wykluczenia)	obejmuje uwzględnianie kwestii ESG w analizach i decyzjach inwestycyjnych w celu lepszego zarządzania ryzykiem i poprawy zwrotów	polega na poszukiwaniu możliwości stworzonych przez długoterminowe trendy ESG, takie jak przejście na energię odnawialną lub gospodarkę o obiegu zamkniętym. Może to oznaczać wybór produktu tematycznego, takiego jak fundusz lub indeks lub skonstruowanie portfela wokół takiego trendu

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Principles for Responsible Investment. (2023a). https://www.unpri.org/introductory-guides-to-responsible-investment/what-is-responsible-investment/4780.article (dostęp: 29.05.2023).

Proces inwestycyjny ESG

Proces inwestycyjny w obszarze ESG stał się współcześnie stosunkowo ustandaryzowany i można go podzielić na cztery główne etapy.

Etap 1. Spółki giełdowe ujawniają informacje ESG, opierając się na wybranych standardach. Ich głównymi źródłami są regulacje organizacji międzynarodowych (m.in. Global Reporting Initiative (GRI, 2023)), wymogi giełdowe (np. wytyczne giełdy w Nowym Jorku zawarte w *NYSE Best Practices for Sustainability Reporting* (NYSE, 2023)), a także polityki rządowe (np. wprowadzona przez Komisję Europejską w 2020 roku tzw. taksonomia ESG: *Taxonomy: Final Report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance* (Komisja Europejska, 2020a).

Etap 2. Agencje ratingowe, omówione w rozdziale 4.2, dokonują wstępnej analizy wyników przedsiębiorstw, opierając się na kryteriach ESG. Po tej pierwszej ocenie, dane są dalej przetwarzane w kontekście portfela inwestycyjnego, indeksów ESG czy też funduszy inwestycyjnych SRI. Warto podkreślić, że proces ten napotyka pewne trudności, głównie z powodu braku standaryzacji w zakresie ujawniania informacji pozafinansowych oraz niewystarczającej przejrzystości procesu oceny, co prowadzi do niskiej korelacji wyników ocen ESG między czołowymi agencjami ratingowymi, o czym mówiliśmy w rozdziale 3.2.

Etap 3. Firmy specjalizujące się w tworzeniu portfeli inwestycyjnych, indeksów ESG, czy też funduszy SRI (np. Sustainalytics*, Thomson Reuters**), konstruują owe indeksy, bazując na wynikach ratingów.

Etap 4. Korzystając z wielu strategii inwestycyjnych ESG, opisanych w kolejnych fragmentach tego rozdziału, inwestorzy integrują kryteria ESG oraz wyniki ratingów ESG

w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych, jednocześnie oczekując, że będą one uwzględniać, oprócz czynników ESG, inne ważne kryteria, takie jak ryzyko i zwrot z inwestycji.

* Zob. https://www.sustainalytics.com/ (dostęp: 29.05.2023).
** Zob. https://www.thomsonreuters.com/en.html (dostęp: 29.05.2023).

Źródło: opracowanie własne na podstawie: P. Leite i M.C. Cortez. (2014). Style and performance of international socially responsible funds in Europe. *Research in International Business and Finance*, *30*, 248–267. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2013.09.007; E. van Duuren, A. Plantinga i B. Scholtens. (2016). ESG Integration and the Investment Management Process: Fundamental Investing Reinvented. *Journal of Business Ethics*, *138*(3), 525–533. https://doi.org/10.1007/s10551-015-2610-8; A. Trinks i in. (2018). Fossil Fuel Divestment and Portfolio Performance. *Ecological Economics*, *146*, 740–748. https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2017.11.036; M. A. Camilleri. (2020). The market for socially responsible investing: A review of the developments. *Social Responsibility Journal*, *17*(3), 412–428. https://doi.org/10.1108/SRJ-06-2019-0194; R. Li. (2022). *Literature Review of ESG Investment. 2964–2972*. Proceedings of the 2022 5th International Conference on Humanities Education and Social Sciences (ICHESS 2022). https://doi.org/10.2991/978-2-494069-89-3_340.

Włączanie kryteriów ESG do strategii inwestycyjnej odzwierciedla indywidualne preferencje inwestora czy to indywidualnego, czy instytucjonalnego. Inwestorzy mogą stosować strategię wykluczeń polegającą na eliminacji spółek, funduszy czy sektorów niespełniających standardów zrównoważonego rozwoju. Stosujący taką strategię mogą na przykład pomijać sektory powiązane z wydobyciem lub wykorzystaniem węgla czy producentów broni. Podobnie jak w tradycyjnych strategiach inwestycyjnych mogą oni w tym celu przeprowadzać analizę fundamentalną spółek, ale z uwzględnieniem czynników ESG i włączając do niej, obok finansowych, także wskaźniki niefinansowe. Inni mogą skierować swoje zainteresowanie ku inwestycjom tematycznym, skupiając się na rozwiązaniach odpowiadających wyzwaniom ESG, takim jak technologie ekologiczne czy innowacje społeczne. Istnieje także podejście bazujące na zaangażowaniu interesariuszy, gdzie inwestorzy nawiązują dialog z zarządami spółek, motywując je do bardziej zrównoważonych praktyk. Dostępne są różnorodne produkty finansowe, takie jak fundusze ESG czy zielone obligacje, które już przeszły analizę pod kątem kryteriów ESG. Ostateczny wybór strategii inwestycyjnej jest uzależniony od osobistych preferencji inwestora, przy czym niektórzy optują za aktywnym zaangażowaniem w inicjatywy ESG, podczas gdy inni skłaniają się ku pasywnej alokacji środków w zrównoważone produkty finansowe.

W przypadku inwestorów instytucjonalnych, oprócz uwzględniania czynników ESG w decyzjach inwestycyjnych, coraz większa uwaga koncertuje się obecnie na tzw. zaangażowaniu akcjonariuszy, zjawisku, które organizacja

Principles for Responsible Investment (PRI) definiuje jako: „wykorzystanie przez inwestorów instytucjonalnych swojego wpływu w celu maksymalizacji długoterminowej wartości, w tym wartości wspólnych aktywów ekonomicznych, społecznych i środowiskowych, od których zależą zwroty oraz interesy klientów i beneficjentów”[112]. W praktyce inwestorzy mogą wypełniać swoje zobowiązania w zakresie aktywnego zarządzania aktywami za pomocą różnych metod i narzędzi, które można podzielić na zarządzanie relacjami ze zlecającym inwestycje (ang. *investee relations*) i szersze zarządzanie inwestycjami (ang. *broader stewardship*). Wiele z tych narzędzi i działań jest wykorzystywanych wspólnie przez inwestorów. Stosowane narzędzia i podjęte działania mogą się od siebie różnić, w zależności od klasy aktywów czy podmiotów inwestycyjnych, ale najczęściej obejmują między innymi zaangażowanie we współpracę z inwestorami (zarówno obecnymi, jak i potencjalnymi); głosowanie na zgromadzeniach akcjonariuszy; składanie, współskładanie lub przedkładanie uchwał lub wniosków akcjonariuszy; nominowanie dyrektorów do zarządów; wykorzystywanie ról w zarządzie lub komitetach zarządu; bezpośredni nadzór nad spółkami portfelowymi lub aktywami; współpracę z podmiotami ustanawiającymi standardy; zaangażowanie w grupy branżowe itp.[113].

W tabeli 17 zaprezentowano najczęściej stosowane kryteria decyzyjne w obszarze strategii inwestowania SRI na rynku europejskim, opracowane przez pozarządową organizację Eurosif. Najbardziej powszechnym kryterium decyzyjnym odpowiedzialnego inwestowania w Europie okazuje się integrowanie czynników ESG, następnie inwestycje w najlepszych w swojej klasie, czyli firmy, które warto naśladować, wspomniane powyżej zaangażowanie akcjonariuszy oraz inwestycje wywierające wpływ na środowisko naturalne i otoczenie społeczne. Zdecydowany spadek zainteresowania odnotowały inwestycje na podstawie uwzględnianych norm i standardów oraz stosujące strategię wykluczania branż, firm czy nawet całych krajów.

W literaturze przedmiotu selekcja negatywna jest klasyfikowana jako pierwsza generacja strategii SRI, czyli ta, która pojawiła się na rynku jako pierwsza. Druga generacja obejmuje selekcję pozytywną, trzecia – strategię zaangażowania, a na czwartą generację składa się strategia integracji czynników ESG (Renneboog, Ter Horst i Zhang, 2008). Jednocześnie strategie negatywnej i pozytywnej selekcji stanowią tzw. wąskie ujęcie SRI, a strategie zaangażowania i integracji czynników ESG zaliczane są do kategorii

[112] Zob. https://www.unpri.org/stewardship/about-stewardship/6268.article (dostęp: 29.05.2023).

[113] Więcej na ten temat zob. https://www.unpri.org/stewardship/about-stewardship/6268.article (dostęp: 29.05.2023).

Tabela 17. Siedem kryteriów strategii inwestowania SRI według Eurosif

Lp.	Kryteria inwestowania SRI	Opis	Zagregowane roczne stopy wzrostu: 2017 vs. 2015
1.	**Inwestycje uwzględniające zrównoważony rozwój** *(Sustainability Themed)*	wybór inwestycji ze względu na wybraną problematykę z obszaru zrównoważonego rozwoju (np. odnawialne źródła energii)	1%
2.	**Inwestycje w najlepszych w swojej klasie** *(Best-in-Class)*	selekcja inwestycji w najlepszych w swojej klasie, czyli w przedsiębiorstwa będące liderami swoich branż, uwzględniające odpowiedzialność społeczną, ochronę środowiska naturalnego oraz ład korporacyjny	9%
3.	**Inwestycje na podstawie uwzględnianych norm** *(Norms-based Screening)*	inwestowanie na podstawie uwzględnianych i potwierdzonych przez dany podmiot międzynarodowych norm i standardów	–21%
4.	**Wykluczenie portfela inwestycji** *(Exclusions)*	negatywna selekcja, wykluczenie portfela inwestycji w dane przedsiębiorstwa, branże lub kraje	–3%
5.	**Integracja czynników ESG** *(ESG Integration)*	integracja kryteriów ESG w analizie finansowej i decyzji inwestycyjnej	27%
6.	**Zaangażowanie akcjonariuszy** *(Engagement and Voting)*	zaangażowanie właścicieli i akcjonariuszy potencjalnej inwestycji w zrównoważony rozwój	7%
7.	**Inwestycje wywierające wpływ** *(Impact Investment)*	inwestycje w przedsiębiorstwa, organizacje lub fundusze z intencją wygenerowania społecznego i ekologicznego oddziaływania wraz jednoczesnym uzyskaniem finansowego zwrotu z inwestycji (m.in., pożyczki mikro finansowe, inwestycje w społeczność lokalną, przedsiębiorstwa społeczne i start-upy)	5%

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Eurosif. (2019). *European SRI Study 2018.* Bruksela. www.eurosif.org (dostęp: 12.05.2023), s. 16–17.

inwestowania społecznie odpowiedzialnego w szerokim ujęciu (Mikołajek-Gocejna, 2018). Wymienione wyżej kryteria strategii SRI są wykorzystywane niemal na całym świecie, choć w poszczególnych regionach mogą występować pewne różnice, co wynika z odrębności definicyjnych tego typu inwestycji w różnych krajach, o czym już wspominano wcześniej. Niemniej jednak wydaje się, że inwestorzy wolą nagradzać firmy, które wykazują działania proekologiczne i prospołeczne, niż je wykluczać na podstawie określonych produktów lub praktyk (Berry i Junkus, 2013)

Mimo to, na europejskim rynku kapitałowym pod względem wartości największym powodzeniem cieszą się nadal inwestycje SRI uwzględniające ww. wykluczenia, czyli negatywną selekcję oraz zaangażowanie akcjonariuszy (mimo spadku zainteresowania tymi strategiami inwestycyjnymi przedstawionego w tab. 17). Istotna od wielu lat pozostaje także integracja czynników ESG oraz uwzględnianie norm i standardów, natomiast inwestycje ukierunkowane na zrównoważony rozwój, najlepszych w swojej kategorii czy też inwestycje wywierające wpływ przyciągają znacznie mniej aktywów finansowych (tab. 18). Warto jednocześnie podkreślić, że wraz z intensywnymi pracami nad wytycznymi raportowania niefinansowego, a w szczególności ujawniania informacji na temat zrównoważonego finansowania, nad którymi pracuje Komisja Europejska (omówionymi szerzej w rozdz. 4.6), należy oczekiwać zmian i korekt w obszarze kryteriów strategii inwestowania SRI w takim zakresie, aby mogły być one zarówno dostosowane do praktyki rynkowej, a jednocześnie spełniać wymagania unijnych dyrektyw[114].

Inwestorzy odgrywają kluczową rolę w promowaniu kryteriów ESG, co zostało podkreślone w literaturze dotyczącej integracji czynników społecznych i środowiskowych w inwestycyjnym procesie decyzyjnym (Sultana, Zainal i Zulkifli, 2018), zarządzania ryzykiem (Duuren, Plantinga i Scholtens, 2016) oraz optymalizacji procesu inwestycyjnego (Cappucci, 2018). Niemniej jednak pewne badania wskazują na potencjalne zagrożenia związane z nadmiernym skupianiem się na kryteriach ESG. Do problemów tych zalicza się między innymi ryzyko przeoczenia kluczowych aspektów modeli biznesowych i finansowych (Schoenmaker i Schramade, 2019), a także niespójność biznesowych uzasadnień inwestycji, niesatysfakcjonującą jakość dostarczanych danych oraz brak jednolitych standardów i definicji (Friede, 2019). Mimo to inwestorzy z rosnącym zainteresowaniem analizują aktywa, kierując się danymi niefinansowymi i biorąc pod uwagę aspekty ekologiczne, takie jak emisja dwutlenku węgla, czynniki społeczne, w tym satysfakcję pracowników oraz kwestie zarządzania, na przykład strukturę zarządu (Matos, 2020). Dążą do ograniczenia

[114] Więcej na ten temat w raporcie: Eurosif, 2022.

Tabela 18. Kryteria strategii inwestowania SRI w wybranych krajach europejskich w poszczególnych kategoriach strategii inwestycyjnych w 2017 roku (w mln euro)

Kraje europejskie	**Najlepsi w swojej kategorii** (*Best-in-Class*) (w mln EUR)	**Zrównoważony rozwój** (*Sustainability Themed*) (w mln EUR)	**Uwzględnianie norm** (*Norms-based Screening*) (w mln EUR)	**Integracja czynników ESG (***ESG Integration*) (w mln EUR)	**Zaangażowanie akcjonariuszy** (*Engagement and Voting*) (w mln EUR)	**Wykluczenia** (*Exclusions*) (w mln EUR)	**Inwestycje wywierające wpływ** (*Impact Investing*) (w mln EUR)	**Razem** (w mln EUR)
Austria	14 023	992	9 871	3 695	12 358	76 543	1 030	118 512
Belgia	15 570	8 101	31 654	97 428	18 502	249 014	1 151	421 420
Dania	100	65	50 080	16 527	23 820	211 048	0	301 640
Francja	295 178	20 620	1 845 679	920 055	23 897	768 128	1 894	3 875 451
Niemcy	22 068	9 184	50 789	49 612	92 084	1 487 161	5 232	1 716 130
Włochy	58 137	52 861	105 842	70 425	135 729	1 449 554	51 960	1 924 508
Niderlandy	83 449	7 125	631 721	627 477	724 809	724 704	1 391	2 800 676
Polska	0	0	6 841	2 500	5 431	7 181	0	21 953
Hiszpania	10 364	12 665	11 327	67 995	11 750	176 742	9 171	300 014
Szwecja	25 419	1 966	305 833	297 182	874 724	720 292	6 422	2 231 838
Szwajcaria	40 889	18 775	64 435	77 069	77 925	2 348 797	15 041	2 642 931
Wielka Brytania	20 536	16 463	28 391	2 007 847	2 854 400	2 195 394	15 284	7 138 315
Razem	**585 733**	**148 817**	**3 142 463**	**4 237 812**	**4 855 429**	**10 414 558**	**108 576**	**23 493 388**

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Eurosif. (2019). *European SRI Study 2018.* Bruksela. www.eurosif.org (dostęp: 12.03.2023), s. 83.

zaangażowania w inwestycje o podwyższonym ryzyku ESG oraz do motywowania firm do przyjmowania bardziej zrównoważonych praktyk.

Badania nad inwestowaniem SRI rozwijają się multidyscyplinarnie i są skoncentrowane w przeważającej części na rynkach rozwiniętych, zwłaszcza Ameryki Północnej i Europy. Stymulująca rola czynników ESG w procesie rozwoju inwestowania społecznie odpowiedzialnego oraz rynku inwestycji SRI wydaje się kluczowa (Widyawati, 2020). Na podstawie systematycznego przeglądu literatury Abhayawansa i Mooneeapen (2022) zidentyfikowali cztery obszary badań nad inwestowaniem SRI: (1) zachowania inwestorów w odniesieniu do inwestowania ESG; (2) strategii inwestowania ESG; (3) wyników i charakterystyki funduszy i portfeli skoncentrowanych na czynnikach ESG oraz (4) ratingów ESG. Ponadto, jednym z aktywnie obecnie rozwijanych nurtów badań jest ocena ekspozycji portfela inwestycyjnego na ryzyko związane ze zmianami klimatycznymi (Matos, 2020).

Podsumowując warto podkreślić, że współczesne kluczowe aktywa na globalnej scenie nie ograniczają się jedynie do akcji przedsiębiorstw ocenianych przez pryzmat kryteriów ESG. Do tego zestawu dołączają również czołowe fundusze inwestujące w sposób odpowiedzialny społecznie (Riedl i Smeets, 2017). W związku z powyższym produkty finansowe stają się niejednokrotnie odzwierciedleniem wartości i przekonań inwestorów. Co więcej, analiza portfeli pod kątem czynników ESG znacząco podwyższa ich standard (Fritz i von Schnurbein, 2019). W konsekwencji inwestorzy mają do dyspozycji bogatą gamę atrakcyjnych społecznie, ekologicznie i zarządczo odpowiedzialnych opcji inwestycyjnych, które prowadzą do tworzenia zróżnicowanych i dobrze skomponowanych portfeli. Takie możliwości są dostępne dla inwestorów zarówno indywidualnych, jak i instytucjonalnych. W krajach, takich jak Stany Zjednoczone czy inne zachodnie ekonomie, wiodące fundusze SRI są obecne w każdej głównej klasie aktywów[115] (Camilleri, 2020). W rezultacie rośnie liczba inwestorów, którzy dostrzegają możliwość podniesienia wartości swoich inwestycji, jednocześnie przyczyniając się do realizacji celów społecznych i środowiskowych.

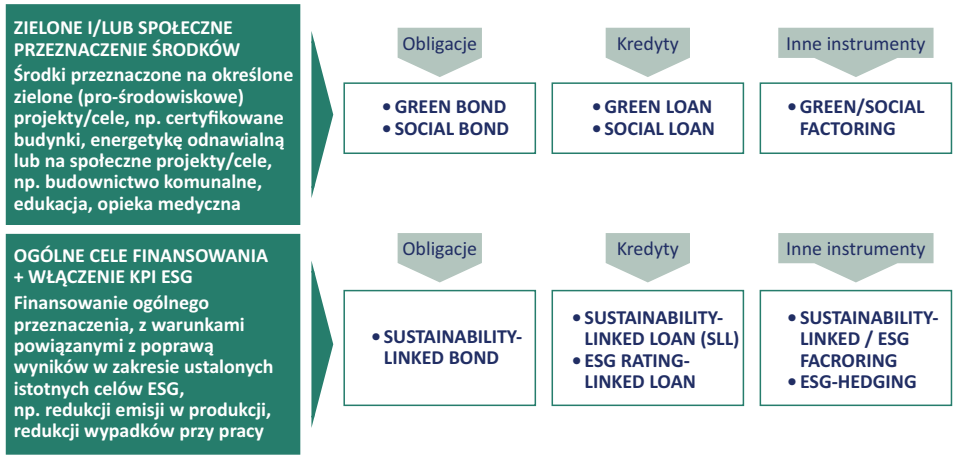
4.4. Kluczowe instrumenty inwestycji ESG

Kryteria ESG zdobywają coraz większe uznanie w świecie inwestycji, co potwierdza dynamiczny wzrost środków lokowanych w zrównoważonych fun-

[115] Wiodące klasy aktywów na rynkach kapitałowych to: akcje, obligacje, fundusze inwestycyjne, instrumenty pochodne itp.

duszach inwestycyjnych – z 5 mld USD w 2018 r. do niemal 70 mld USD w 2021 roku (Pérez i in., 2022). Kluczowym instrumentem w tej sferze jest celowe finansowanie, w tym tzw. zielone finansowanie, mające na celu pozyskiwanie kapitału na realizację projektów przynoszących korzyści dla środowiska i społeczeństwa. Dotyczy to między innymi inwestycji w energię odnawialną, efektywność energetyczną, zrównoważone budownictwo i ochronę bioróżnorodności. Na płaszczyźnie społecznej zielone finansowanie obejmuje między innymi budownictwo komunalne i infrastrukturę edukacyjną czy medyczną dla potrzebujących. Dla przedsiębiorstw również kluczowe jest zdobywanie finansowania różnych potrzeb i planów rozwoju czy to przez kredyty, czy emisję obligacji (Krawczyńska-Kaczmarek, 2023). Rysunek 26 przedstawia uproszczony podział zrównoważonych rozwiązań finansowych ze względu na przeznaczenie środków – celowe lub ogólne.

Rysunek 26. Przegląd zrównoważonych rozwiązań finansowych



Źródło: M. Krawczyńska-Kaczmarek. (2023). Finansowanie w formule Sustainability Linked katalizatorem zrównoważonej transformacji w realnej gospodarce. W L. Kotecki (red.), *Zielone finanse w Polsce.* Instytut Odpowiedzialnych Finansów, s. 51.

Zrównoważone finansowanie, w tym pożyczki, fuzje, przejęcia oraz produkty kapitałowe dedykowane celom ESG, obejmuje w ostatnich latach wiele innowacyjnych instrumentów. Ich różnorodność i brak jednoznacznych definicji mogą utrudniać jednolite mierzenie ich efektów. Główne kategorie tych narzędzi to (McKinsey & Company, 2022):

- zielone obligacje i pożyczki – środki z nich płynące są przeznaczane na inicjatywy klimatyczne i ekologiczne;

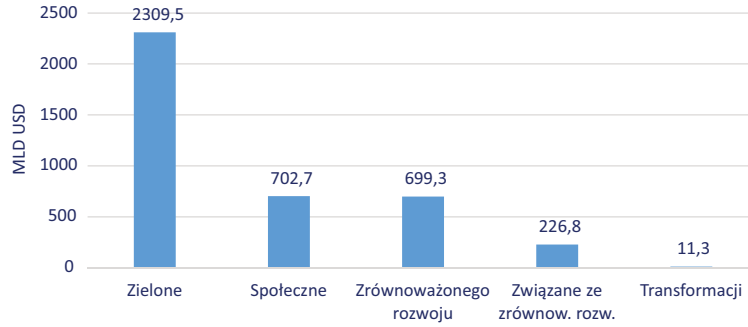
- obligacje zrównoważonego rozwoju, z których zyski przeznaczane są na projekty łączące aspekty ekologiczne i społeczne;
- obligacje transformacyjne emitowane przez organizacje o wysokim śladzie węglowym, mają na celu wspieranie procesów dekarbonizacji;
- obligacje społeczne ukierowane na projekty społeczne, takie jak poprawa dobrobytu społecznego czy generowanie pozytywnych zmian w społecznościach;
- obligacje i pożyczki powiązane z zrównoważonym rozwojem, których warunki są dostosowywane do celów zrównoważonego rozwoju emitującego je podmiotu, aby promować jego ekologiczną i społeczną odpowiedzialność;
- finansowanie projektów z zakresu czystej energii, w którym pożyczki wspierają projekty związane z czystą energią, w tym technologie niskoemisyjne i magazynowanie energii w sieci.

Dzięki szerokiemu wachlarzowi dostępnych instrumentów, rynki finansowe stają się coraz bardziej zaangażowane w promowanie zrównoważonego rozwoju. Łączna wartość emitowanych zrównoważonych obligacji na świecie, w tym zielonych, społecznych oraz tych powiązanych z zrównoważonym rozwojem, sięgnęła 965 mld dolarów, co stanowi wzrost o 80% w stosunku do roku poprzedniego (McKinsey & Company, 2022). Z kolei wartość zrównoważonych pożyczek konsorcjalnych w 2021 roku wyniosła 683 mld dolarów, notując wzrost o ponad 200% w porównaniu z rokiem 2020 (McKinsey & Company, 2022). Zrównoważone obligacje stanowią obecnie około 12% całkowitego, globalnego rynku obligacji, a zrównoważone pożyczki reprezentują blisko 13% globalnego rynku pożyczek. Szczególnie imponujący wzrost w emisjach miał miejsce w 2020 roku. Było to głównie spowodowane dynamicznym rozwojem kredytów związanych z zrównoważonym rozwojem, które potroiły się pomiędzy 2020 a 2021 rokiem, oraz zielonych kredytów, które wzrosły o 71% w tym samym okresie (McKinsey & Company, 2022).

Wiodącymi instrumentami dłużnymi dedykowanym finansowaniu inwestycji ESG na świecie są obligacje „GSS+", których akronim pochodzi od angielskich słów: *green*, *social*, *sustainable* (zielony, społeczny, zrównoważony). Według raportu Climate Bond Initiative (2023b), ich skumulowany, światowy wolumen osiągnął 3,9 bln USD w I kwartale 2023 roku (rys. 27).

Wśród obligacji GSS+ wymienić należy przede wszystkim obligacje: zielone, społeczne, zrównoważonego rozwoju oraz związane ze zrównoważonym rozwojem (ang. *sustainability linked bonds*, SLB) oraz obligacje transformacji, jednak to zielone obligacje stanowią instrument o największej kapitalizacji (tab. 19). Na ich przykładzie przenalizujemy charakterystykę

Rysunek 27. Skumulowany wolumen instrumentów dłużnych GSS+ na koniec pierwszego kwartału 2023 roku



Źródło: opracowanie własne na podstawie: Climate Bonds Initiative. (2023b). *Sustainable Debt Market Summary Q1 2023*, May 2023, s. 1. https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_susdebt_q1_2023_01e.pdf (dostęp: 18.11.2023).

Tabela 19. Instrumenty dłużne GSS+ w I kwartale 2023 r. oraz kumulacyjnie od 2006 roku

Obligacje GSS+	Q1 2023		Kumulacyjnie od 2006	
	USD mld	% udział	USD mld	% udział
Zielone	122,9	60	2309,5	58
Społeczne	30,6	15	702,7	18
Zrównoważonego rozwoju	29,6	14	699,3	18
Związane ze zrównoważonym rozwojem	21,4	10	226,8	6
Transformacji	0,2	1	11,3	0
Razem	**204,7**	**100**	**3949,6**	**100**

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Climate Bonds Initiative. (2023b). *Sustainable Debt Market Summary Q1 2023*, May 2023, s. 1. https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_susdebt_q1_2023_01e.pdf (dostęp: 18.11.2023).

wyżej wymienionych, licznych zielonych narzędzi finansowych wspierających rozwój zrównoważonych inwestycji.

Zielone obligacje różnią się od konwencjonalnych obligacji tym, że wymagają precyzyjnego określenia przeznaczenia środków uzyskanych z ich emisji na cele związane ze zrównoważonym rozwojem lub ochroną środowiska naturalnego. Zostały one w szczegółowy sposób zdefiniowane w postaci cenionych przez rynek, niewiążących wytycznych opracowanych przez Międzynarodowe Stowarzyszenie Rynków Kapitałowych (*International Capital Market Association*, ICMA) oraz Inicjatywę Obligacji Klimatycznych (*Climate Bonds Initiative*, CBI). Powyższe wytyczne, dotyczące procesu emisji zielonych obligacji (ang. *Green Bond Principles*, GBP), zostały opublikowane w czerwcu 2018 roku, a następnie zaktualizowane w czerwcu 2021 roku (ICMA, 2021).

Aby obligacje mogły zostać uznane za zielone na międzynarodowym rynku finansowym, muszą przejść proces certyfikacji, za który odpowiada ICMA. Zasady zielonych obligacji (ang. *Green Bonds Principles*, GBP) służą pomocą emitentom w finansowaniu przyjaznych dla środowiska i zrównoważonych projektów, które wspierają gospodarkę w zerowej emisji netto gazów cieplarnianych i chronią środowisko. Zalecają emitentom transparentny proces emisji i ujawnianie informacji, które inwestorzy, banki, subemitenci, agenci i inne podmioty mogą wykorzystać do zrozumienia cech danej zielonej obligacji. Zasady GBP obejmują cztery kluczowe elementy: wykorzystanie środków, proces oceny i selekcji projektów, zarządzanie środkami oraz raportowanie[116]. Podstawą zielonych obligacji jest przeznaczenie środków z emisji na zielone projekty, co powinno znaleźć odzwierciedlenie w dokumentacji prawnej każdej emitowanej serii obligacji. Do tych projektów mogą należeć między innymi: energia odnawialna, efektywność energetyczna, ochrona bioróżnorodności, zapobieganie powstawaniu zanieczyszczeń i ich kontrola itp.[117].

W 2007 roku Europejski Bank Inwestycyjny (ang. European Investment Bank, EIB) jako pierwszy na świecie wprowadził zielone obligacje (pod nazwą *Climate Awareness Bonds*) (Sertore, 2022) i od tamtej pory zaczęto monitorować i raportować przeznaczenie środków z emisji zielonych obligacji na projekty ekologiczne. Zielone obligacje stają się coraz bardziej popularne. Rynek zielonych obligacji, zarówno na świecie, jak i w Unii Europejskiej, w latach 2015–2020 rósł średnio o 50% rocznie i stanowił od 3 do 3,5% całkowitej emisji obligacji (Climate Bonds Initiative, 2021). Tylko w Europie w 2020 roku łączna wartość zielonych emisji wyniosła około 1747 mld złotych (Ministerstwo Finansów, 2021). Organizacja Climate Bonds Initiative, która monitoruje rynek obligacji GSS+, w 2023 roku przedstawiła listę ich największych, światowych emitentów (tab. 20). Chociaż prognozy przewidują, że rynek ten będzie nadal się rozwijał, zadaniem analityków istnieje potrzeba szybszego rozwoju rynku wysokiej jakości zielonych obligacji, aby osiągnąć cele określone w porozumieniu paryskim (EU Briefing, 2022).

Komisja Europejska, w odpowiedzi na rosnące zainteresowanie zrównoważonym finansowaniem, pracuje nad realizacją emisji zielonych obligacji w ramach programu *Next Generation EU* (*Unia Europejska następnej generacji*). Działanie to ma na celu pozyskanie funduszy sięgających 250 mld euro (Komisja Europejska, 2021a). Ramy *Next Generation EU* dla zielonych

[116] Pełen katalog projektów wraz z przykładami, które zasady GBP obejmują jest dostępny na stronie Stowarzyszenia ICMA (ICMA, 2023).

[117] Pełen katalog projektów wraz z przykładami, które zasady GBP obejmują jest dostępny na stronie Stowarzyszenia ICMA (ICMA, 2023).

Tabela 20. Dziesięciu największych emitentów zielonych obligacji w I połowie 2023 roku

Emitent	Kraj	Wolumen (w mld USD)
Niemcy	Niemcy	15,0
EIB	podmiot międzynarodowy	13,2
Włochy	Włochy	13,0
Wielka Brytania	Wielka Brytania	9,8
KFW	Niemcy	7,3
Unia Europejska	podmiot międzynarodowy	6,5
Austria	Austria	6,4
Intesa Sanpaolo SpA	Włochy	5,6
Gaci First Investment Co PIF	Arabia Saudyjska	5,5
Bank of China	Chiny	4,4

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Climate Bonds Initiative. (2023a). *Sustainable Debt Market Summary H1 2023*, s. 4. https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_susdebtsum_h12023_01b.pdf (dostęp: 19.11.2023).

obligacji zapewnią inwestorom klarowność w zakresie sposobu wykorzystania pozyskanych środków oraz mechanizmów sprawozdawczości. Koncentrują się one na czterech kluczowych aspektach: przeznaczeniu środków, procesie selekcji inwestycji, zarządzaniu uzyskanymi funduszami oraz transparentności w zakresie wpływu tych inwestycji na środowisko. Istotne jest, że przyjęte przez Komisję Europejską wytyczne są w pełni zgodne z zasadami zielonych obligacji określonymi przez Międzynarodowe Stowarzyszenie Rynku Kapitałowego (ICMA). Warto również podkreślić, że Polska nie pozostaje w tyle w tym trendzie – już w 2016 roku Ministerstwo Skarbu RP przeprowadziło emisję pierwszych polskich zielonych obligacji, co zostanie dokładniej omówione w rozdziale 5.3 na temat polskiego rynku ESG.

Rozwój rynku zielonych obligacji, który zaobserwowano na światowych rynkach, przyczynił się do wzrostu handlu tymi instrumentami finansowymi (Lipowicz, 2023). Odpowiadając na te trendy, w 2014 roku zainicjowano specjalistyczne indeksy dla zielonych obligacji, mające wspomagać inwestorów w podejmowaniu przemyślanych decyzji inwestycyjnych. Pojawienie się tych indeksów skutecznie zredukowało braki informacyjne, oferując inwestorom wskazania na temat opłacalności różnych emisji oraz umożliwiając dokładniejsze ich porównania. Wśród pionierskich indeksów z 2014 roku można wskazać Bank of America Merrill Lynch Green Bond Index, monitorujący obligacje finansujące ekologiczne projekty oraz inicjatywy proekologiczne

(Next Finance, 2014) czy też Bloomberg Barclays MSCI Global Green Bond Index, dostarczający kompleksowy przegląd globalnego rynku zielonych obligacji o stałym dochodzie[118]. Kolejne renomowane indeksy, które warto wymienić to: S&P Green Bond Index[119], Bloomberg MSCI Global Green Bond Index[120] oraz Solactive Green Bond Index[121].

Polska jest światowym liderem w obszarze emisji tzw. zielonych obligacji rządowych (Skuza i Modzelewska, 2020). Polski rząd, jako pierwszy rząd na świecie, emitował zielone obligacje mające na celu finansowanie projektów korzystnie wpływających na środowisko (wyemitowano je w grudniu 2016 roku). Działania te zostały docenione na arenie międzynarodowej, a w 2017 r. organizacja Climate Bonds Initiative przyznała polskiemu rządowi nagrodę *Climate Bonds Award* za pierwszą na świecie rządową emisję zielonych obligacji.

Oprócz zielonych obligacji warte również uwagi są obligacje społeczne (ang. *social bonds*), które pozyskują fundusze na już istniejące lub nowe projekty o pozytywnych skutkach społecznych. Zasady obligacji społecznych (ang. *social bonds principles*), analogicznie do przypadku zielonych obligacji, zostały opracowane w 2017 roku przez ICMA i mają na celu wspieranie emitentów w finansowaniu projektów, które przynoszą korzyści społeczne. Emisja zgodna z zasadami SBP powinna zapewniać przejrzyste referencje społeczne wraz z możliwością inwestycyjną. Zasady obligacji społecznych, zaktualizowane w czerwcu 2023 r., są dobrowolnymi wytycznymi, które zalecają ich emitentom jasny proces i ujawnianie informacji, które inwestorzy, banki, subemitenci, agencje ratingowe i inne podmioty mogą wykorzystać do zrozumienia cech danej obligacji społecznej[122].

Podobnie jak zielone obligacje, również obligacje społeczne mogą być emitowane przez rządy i banki centralne w celu finansowania szerokiej gamy projektów przynoszących korzyści społeczne, takich jak na przykład budowanie przystępnych cenowo mieszkań czy rozszerzanie dostępu do opieki zdrowotnej. W 2015 roku Instituto de Crédito Oficial (ICO) wprowadziło pierwszą oficjalną obligację społeczną, której celem było wsparcie małych i średnich przedsiębiorstw w ekonomicznie trudnych regionach Hiszpanii,

---

[118] Zob. https://www.msci.com/documents/10199/242721/Barclays_MSCI_Green_Bond_Index.pdf/6e4d942a-0ce4-4e70-9aff-d7643e1bde96 (dostęp: 14.08.2023).

[119] Zob. https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/esg/sp-green-bond-index/#overview (dostęp: 14.08.2023).

[120] Zob. https://www.bloomberg.com/quote/GBGLTRUU:IND#xj4y7vzkg (dostęp: 14.08.2023).

[121] Zob. https://www.solactive.com/?allgemein/lithium-reporting/?lang=DE000A1EY-8J4&index=DE000SLA0FS4 (dostęp: 14.08.2023).

[122] Więcej informacji zob. ICMA, 2023a.

a jednocześnie sprzyjanie ochronie oraz tworzeniu nowych miejsc pracy (Goldman&Sachs, 2023). W kontekście pandemii COVID-19 w 2020 roku, w Komisja Europejska wprowadziła inicjatywę SURE (ang. *Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*) jako odpowiedź na wyzwania gospodarcze i społeczne wywołane pandemią. W jej ramach miała miejsce emisja obligacji społecznych o wartości 17 mld euro, której celem było pokrycie kosztów bezpośrednio związanych z finansowaniem krajowych strategii reagowania na kryzys społeczny związany z pandemią. W realizacji tej emisji Komisji Europejskiej asystowały takie instytucje finansowe, jak Barclays (IRL), BNP Paribas, Deutsche Bank, Nomura oraz UniCredit. Zgromadzone środki zostały przekazane państwom beneficjentom w formie pożyczek, aby pomóc im w pokryciu kosztów bezpośrednio związanych przede wszystkim z zachowaniem miejsc pracy (Komisja Europejska, 2020).

Podsumowując, należy podkreślić, że instrumenty finansowe inwestycji ESG stanowią obecnie istotne narzędzie w kształtowaniu zrównoważonej gospodarki przyszłości. Umożliwiają one inwestorom alokację kapitału w projekty, które nie tylko przynoszą korzyści finansowe, lecz także przyczyniają się do osiągnięcia celów społecznych i środowiskowych. Ich rosnące znaczenie podkreśla ewolucję rynku kapitałowego w kierunku powszechnej integracji kryteriów ESG i jednocześnie wzrostu wielkości alokowanych aktywów finansowych.

4.5. Indeksy ESG

Sektor inwestycji społecznie odpowiedzialnych na świecie rozwija się niejako dwutorowo. Z jednej strony na globalnym rynku kapitałowym mamy do czynienia z bogatą ofertą portfeli i funduszy inwestycyjnych, w tym powierniczych produktów strukturyzowanych, inwestujących kapitał w podmioty, dla których produkty bądź usługi społecznie odpowiedzialne, w tym ekologiczne, stanowią podstawowy obszar działalności. Wśród nich można wymienić przedsiębiorstwa produkujące bądź przyczyniające się do produkcji odnawialnych źródeł energii, oferujące usługi mikrofinansowe dla najuboższych, zajmujące się zbiórką i recyklingiem odpadów opakowaniowych, opracowujące nowe bio- i ecotechnologie. Z drugiej zaś – aktywnie rozwija się rynek inwestowania w spółki, które oferują tradycyjne produkty oraz usługi i jednocześnie uwzględniają w swojej działalności i strategii zarządzania kryteria ESG. W przypadku tych ostatnich, pomocne w decyzjach inwestycyjnych są giełdowe indeksy społecznej odpowiedzialności.

Indeksy ESG, nazywane także indeksami SRI, społecznej odpowiedzialności czy zrównoważonego rozwoju, grupują przedsiębiorstwa poddające się

audytowi w zakresie działań prospołecznych i prośrodowiskowych. Powstały one w odpowiedzi na rosnące zapotrzebowanie rynku kapitałowego na ustandaryzowane narzędzia oceny inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Takie indeksy oceniają wyniki spółek nie tylko w kategoriach środowiskowych, społecznych i zarządczych, lecz także pod kątem długoterminowej wartości finansowej. Ich głównym celem jest zestawienie wyników różnorodnych firm, przy uwzględnieniu aspektów zarówno finansowych, jak i niefinansowych. Dzięki temu stanowią one kompas dla inwestorów, umożliwiając podejmowanie decyzji inwestycyjnych w sposób odpowiedzialny w każdym wymiarze: ekonomicznym, ekologicznym i społecznym. Tego rodzaju narzędzia są szczególnie cenne dla inwestorów tak indywidualnych, jak i instytucjonalnych, gdyż umożliwiają analizę tych aspektów działalności przedsiębiorstwa, które tradycyjnie nie znajdują się w jego raporcie finansowym. Wiele firm rozpoznało tę rynkową potrzebę i dobrowolnie przystępuje do takich indeksów, co często wiąże się z zaangażowaniem znacznych zasobów w proces kwalifikacyjny i monitorujący. Przed włączeniem do indeksu spółki muszą także udostępnić wiele informacji niezbędnych do oceny ich działań w kontekście czynników ESG.

Indeksy ESG tworzone są przez agencje i organizacje specjalizujące się w analizach oraz ocenach, jak przedsiębiorstwa radzą sobie w kontekście ekologicznym, społecznym oraz ładu korporacyjnego. Najbardziej renomowane spośród nich, wraz z ich odpowiadającymi indeksami ESG, zostały zestawione w tabeli 21. W samej tylko Europie notowanych jest obecnie ponad 500 indeksów ESG – ich na bieżąco aktualizowaną listę można znaleźć między innymi na stronach internetowych Euronext[123]. Pierwszym i jednocześnie najstarszym indeksem odpowiedzialności społecznej na świecie jest MSCI KLD 400 Social Index, wprowadzony na rynek w Stanach Zjednoczonych 1 stycznia 1990 roku pod nazwą KLD 400 Social Domini Index (Łudzińska, 2009a; Łudzińska, 2009b) i obecnie notowany jako FTSE Russell's KLD's Domini 400 Social Index. Kolejnym, jednym z najstarszych indeksów SRI oceniających CSR i zrównoważony rozwój, jest Dow Jones Sustainability Index (Łudzińska, 2013a). Spółki wchodzące w skład indeksów Dow Jones są analizowane przez S&P Dow Jones Indices (wymienionym również w tab. 21). Wśród wiodących na światowych rynkach indeksów SRI, z pewnością wymienić także należy rodziny indeksów S&P ESG Index Family oraz MSCI ESG Indexes obecne na rynku amerykańskim, FTSE4Good Index Series obecne na rynku brytyjskim oraz Stoxx EURO Sustainability Indexes obecne na rynkach europejskich.

[123] Zob. https://live.euronext.com/en/products/indices/esg-indices (dostęp: 2.05.2023).

Tabela 21. Wybrane, wiodące indeksy ESG na świecie

Organizacja	Opis	Główne Indeksy ESG*
S&P Dow Jones Indices	Międzynarodowa spółka, tworzy, zarządza i licencjonuje różne indeksy giełdowe na całym świecie. Jest to jedna z najbardziej znanych i uznanych firm zajmujących się indeksami na rynkach finansowych. Firma została utworzona w wyniku połączenia działalności indeksowej Standard & Poor's (S&P) i Dow Jones & Company. Najbardziej znanym i jednym z pierwszych indeksów SRI na świecie jest Dow Jones Sustainability Index. Strona internetowa indeksów ESG S&P Dow Jones: https://www.spglobal.com/spdji/en/index-family/esg/	**główne indeksy ESG:** S&P ESG • ESG Select Equal Weight • Dow Jones Sustainability Indices • DJSI Diversified • S&P Sustainability Screened **klimatyczne indeksy ESG:** • Paris-Aligned & Climate Transition (PACT) • Carbon Efficient • S&P Global 1200 Fossil Fuel Free • Carbon Budget **tematyczne indeksy ESG:** • Paris-Aligned & Climate Transition (PACT) • Carbon Efficient • S&P Global 1200 Fossil Fuel Free • Carbon Budget
MSCI Inc. (Morgan Stanley Capital International)	Globalna firma specjalizująca się w narzędziach dla inwestorów, takich jak indeksy, analityka portfelowa, narzędzia zarządzania ryzykiem i inne usługi. Jest to jedna z najbardziej uznanych firm w dziedzinie inwestycji na świecie, a jej indeksy są szeroko stosowane przez inwestorów, zarządzających funduszami i inne instytucje finansowe. MSCI jest szczególnie znane z szerokiej gamy indeksów ESG. Strona internetowa indeksów ESG MSCI: https://www.msci.com/our-solutions/indexes/esg-indexes	**indeksy ESG Screen**: (indeksy z wyłączeniami dotyczącymi określonych kwestii zaangażowania biznesowego lub ograniczeniem ekspozycji na podmioty emitujące największe ilości dwutlenku węgla): • MSCI ESG Screened • MSCI ex Controversial Weapons • MSCI ex Tobacco Involvement • MSCI USA Catholic Values • MSCI Islamic **indeksy ESG Integrate** (indeksy reprezentujące zdywersyfikowane strategie integrujące dane ESG z indeksami szeroko notowanymi): • MSCI SRI • MSCI KLD 400 • MSCI ESG Leaders • MSCI ESG Focus • MSCI ESG Universal • MSCI USA ESG Select **indeksy ESG Target** (indeksy zaprojektowane w celu ukierunkowania na wybrany obszar ESG): • MSCI Sustainable Impact • MSCI Women's Leadership • MSCI Japan Human and Physical Investment
FTSE Russell	Globalny dostawca indeksów i danych analitycznych, którego produkty są wykorzystywane przez inwestorów na całym świecie. Firma powstała w 2015 r. po połączeniu London Stock Exchange Group (LSEG) FTSE Group oraz Russell Investments I oferuje m.in. indeksy FTSE4Good.	**indeksy klimatyczne:** • FTSE Green Revenues • FTSE ex Fossil Fuels • FTSE EU Climate Benchmarks • FTSE Environmental Markets • FTSE EPRA Nareit Green Real Estate • Russell Green America

Tabela 21. cd.

Organizacja	Opis	Główne Indeksy ESG*
FTSE Russell		• FTSE TPI Climate Transition • FTSE JPX Net Zero Japan • FTSE Global Climate • FTSE Smart Sustainability
	Strona internetowa indeksów ESG FTSE Russell: https://www.ftserussell.com/index/category/sustainable-investment	**indeksy ESG:** • FTSE Global Choice • Russell US ESG • FTSE4Good • FTSE UK ESG Risk-Adjusted • FTSE Blossom Japan • FTSE ESG • FTSE Ping and China ESG • FTSE ESG Emerging Markets • FTSE ESG Low Carbon Select • FTSE Women on Boards Leadership
STOXX Ltd.	Globalny dostawca indeksów, który jest częścią grupy Qontigo, joint venture między Deutsche Börse Group a General Atlantic. Firma oferuje szeroką gamę indeksów, które są wykorzystywane przez inwestorów na całym świecie. Strona internetowa indeksów STOXX: https://www.stoxx.com/discovery-search?category=theme&superType=esg&sustainability&indexFamily=standard	**kluczowe indeksy ESG:** • STOXX® ASIA/PACIFIC 600 ESG BROAD MARKET • EURO STOXX 50® ESG • STOXX® EUROPE 600 ESG-X • STOXX® USA 500 ESG-X • STOXX® GLOBAL ESG LEADERS • STOXX® GLOBAL ESG ENVIRONMENTAL LEADERS • STOXX® GLOBAL ESG SOCIAL LEADERS • STOXX® GLOBAL ESG GOVERNANCE LEADERS • EURO STOXX® ESG TARGET • EURO STOXX® ESG TARGET TE
		indeksy liderów ESG: • EURO STOXX® ESG Leaders 50 • STOXX® Europe ESG Leaders 50 • STOXX® Asia/Pacific ESG Leaders 50 • STOXX® North America ESG Leader 50
		indeksy klimatyczne: • EURO STOXX® 50 LOW CARBON • STOXX® EUROPE 600 LOW CARBON • EURO STOXX® CLIMATE TRANSITION BENCHMARK • EURO STOXX® PARIS-ALIGNED BENCHMARK • STOXX® EUROPE 600 CLIMATE TRANSITION BENCHMARK • STOXX® EUROPE 600 PARIS-ALIGNED BENCHMARK • EURO STOXX 50® ESG

Tabela 21. cd.

Organizacja	Opis	Główne Indeksy ESG*
STOXX Ltd.		**ISS STOXX® indeksy biodywersyfikacji:** • ISS STOXX® ASIA/PACIFIC AC BIODIVERSITY • ISS STOXX® DEVELOPED EUROPE BIODIVERSITY • ISS STOXX® DEVELOPED WORLD BIODIVERSITY • ISS STOXX® EMERGING MARKETS BIODIVERSITY • ISS STOXX® EUROPE 600 BIODIVERSITY • ISS STOXX® US BIODIVERSITY • ISS STOXX® WORLD AC BIODIVERSITY • ISS STOXX® WORLD AC BIODIVERSITY LEADERS
		inne indeksy ESG: • STOXX® GLOBAL ESG SELECT KPIS INDEX • EURO STOXX® ESG-X Select Dividend 30 • STOXX® Europe ESG-X Select Dividend 30 • STOXX® Asia/Pacific ESG-X Select Dividend 30 • STOXX® North America ESG-X Select Dividend 40 • iSTOXX® Global ESG Select 100 • iSTOXX® Global ESG Select 50 • iSTOXX® Europe ESG Select 30
NASDAQ	NASDAQ oferuje kompletną rodzinę indeksów środowiskowych, śledzących rosnący sektor czystej energii, znany również jako „zielone" indeksy. W skład indeksów wchodzą spółki pracujące nad zwiększeniem rozwoju gospodarczego w oparciu o redukcję emisji dwutlenku węgla. Strona internetowa zielonych indeksów NASDAQ: https://www.nasdaq.com/solutions/green-equity-indexes	**rodziny zielonych indeksów NASDAQ:** • Nasdaq OMX Solar • Nasdaq OMX Global Water • Nasdaq OMX U.S. Water • Nasdaq OMX Wind • Nasdaq OMX Green Economy

* Wybrane indeksy są indeksami kapitałowymi (ang. *equity*), które śledzą notowania spółek kapitałowych. Zestawienie nie zawiera natomiast indeksów dłużnych (ang, *fixed income*), czyli rynku obligacji (rządowych, korporacyjnych i innych). Status opracowania: 1.08.2023.

Źródło opracowanie własne na podstawie informacji na stronach internetowych: ESG S&P Dow Jones: https://www.spglobal.com/spdji/en/index-family/esg/; ESG MSCI: https://www.msci.com/our-solutions/indexes/esg-indexes; ESG FTSE Russell: https://www.ftserussell.com/index/category/sustainable-investment; STOXX: https://www.stoxx.com/discoverysearch?category=theme&superType=esg&sustainability&indexFamily=standard; NASDAQ: https://www.nasdaq.com/solutions/green-equity-indexes (dostęp: 28.07.2023).

Wśród innych, uznanych na rynku indeksów SRI, które nie zostały wymienione w tabeli 21, można wymienić indeksy Bloomberg[124] oraz Calvert Social Index[125] czy Thomson Reuters i Refinitive: Refinitiv Lipper ESG Funds Indices, Refinitiv Global Resource Protection Indices, Refinitiv Diversity & Inclusion Index oraz Refinitiv Carbon Efficient Indices[126].

Proces włączenia spółki do indeksu ESG jest skomplikowany i aby go zilustrować, przyjrzyjmy się ramowej metodologii serii indeksów FTSE4Good przedstawionej w ramce poniżej. W swoim procesie selekcji FTSE4Good korzysta z ogólnego ratingu ESG oraz modelu danych FTSE Russell. Powyższe ratingi i dane dotyczą ponad 7200 papierów wartościowych z 47 różnych rynków. Składają się one z ogólnego wyniku, wykorzystywanego następnie do dostosowywania wag w serii indeksów FTSE4Good. Wynik ten jest następnie dzielony na różne tzw. filary i tematy, które bazują na ponad 300 indywidualnych wskaźnikach oceny. Te ostatnie są stosowane do indywidualnej oceny ekspozycji każdej spółki na ryzyko ESG.

Ramowy proces konstrukcji indeksu ESG na przykładzie indeksu FTSE4Good

Ramowy proces tworzenia indeksu składa się z trzech głównych kroków, a inicjuje go przegląd komponentów indeksu bazowego z uwzględnieniem ich kapitalizacji rynkowej. W przypadku indeksu FTSE4Good indeksami bazowymi są: FTSE Developed Index i FTSE All-Share Index.

Krok 1. Wybór spółek – składników indeksu. Z indeksu bazowego wybierane są spółki do objęcia indeksem ESG. Kryteria ich wyboru zostały opracowane w taki sposób, aby odzwierciedlały najlepsze praktyki zarządzania ryzykiem ESG. Aby znaleźć się w indeksie FTSE4Good Index Series, muszą one uzyskać ogólną ocenę ESG na poziomie 3,3 punktów z 5,0 możliwych do uzyskania, jeśli pochodzą z rynków rozwiniętych lub minimum 2,9 punktów, jeśli pochodzą z rynków rozwijających się. Podobne wskaźniki przyjmuje się, by spółkę z indeksu usunąć – jeśli uzyska ona wynik niższy niż 2,9 (dla rynku rozwiniętego) i 2,4 (dla rynku wschodzącego). Proces ten gwarantuje, że uwzględniane są tylko te spółki, które wykazują najlepsze praktyki zarządzania w zakresie ESG.

Krok 2. Wykluczanie spółek na podstawie kontrowersji i działalności biznesowej. Spółki narażone na znaczące kontrowersje czy prowadzące działalność w obszarach budzących wątpliwości etyczne nie znajdują swojego miejsca na liście Index Series. Aby zapewnić, że indeksy te są zgodne z najwyższymi standardami odpowiedzialności

[124] Zob. https://www.bloomberg.com/professional/product/indices/esg-and-climate-indices-resources/#sasb (dostęp: 28.07.2023).

[125] Zob. https://www.calvert.com/calvert-indexes.php (dostęp: 28.07.2023).

[126] Zob. https://www.refinitiv.com/en/financial-data/indices/esg-index (dostęp: 28.07.2023).

społecznej, wykluczane są spółki zaangażowane w produkcję tytoniu, systemów uzbrojenia oraz kontrowersyjnych rodzajów broni, takich jak amunicja kasetowa, miny przeciwpiechotne, broń oparta na zubożonym uranie, broń chemiczna, biologiczna czy jądrowa. Również producenci węgla nie kwalifikują się do włączenia. W skrajnych przypadkach, jeżeli firma będąca już częścią indeksu zostanie uwikłana w kontrowersyjne działania, zostanie również z indeksu usunięta.

Krok 3. Publikacja i ponowny przegląd składu indeksu. Seria indeksów FTSE4Good podlega regularnemu przeglądowi dwa razy do roku – w czerwcu i w grudniu. Jeśli firma otrzyma rating poniżej ustalonego minimalnego progu, przyznawany jest jej 12-miesięczny okres karencji, by poprawić swoją pozycję, zanim zostanie ostatecznie wykluczona z indeksu. Taki mechanizm nie tylko motywuje przedsiębiorstwa do ulepszania swoich praktyk korporacyjnych, lecz także przyczynia się do stabilności i przejrzystości indeksu, zachęcając firmy do dostosowywania się do wymaganych standardów.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: FTSE Russell. (2023*). Index overview. FTSE4Good Index Series. Pioneering global ESG indexes.* https://research.ftserussell.com/products/downloads/ftse-4good-brochure.pdf (dostęp: 29.07.2023).

Przedstawiony w ramce przykładowy proces dołączania do indeksu FTSE4Good Index Series nie jest uniwersalny dla wszystkich firm czy indeksów. Każda instytucja posiada własną, specyficzną metodologię w zakresie wyboru spółek do swojego indeksu. Współczesny rozwój technologiczny sprawia, że coraz więcej firm korzysta z zaawansowanych narzędzi sztucznej inteligencji (AI) w celu usprawnienia i automatyzacji procesów decyzyjnych związanych z selekcją spółek do indeksów (Jagyasi i Raut, 2022). AI może przyspieszyć analizę, identyfikować wzorce oraz dokonywać bardziej precyzyjnych projekcji, co czyni proces bardziej efektywnym i precyzyjnym. Wybór najodpowiedniejszego modelu AI w celu konstrukcji indeksu zależy od charakteru, jakości oraz ilości posiadanych danych (Croom i in., 2018).

Dotychczasowe wyniki badań dotyczących indeksów ESG podkreślają ich znaczenie i efektywność w ocenie przedsiębiorstw. Adeneye i Ahmend (2015) w analizie przeprowadzonej wśród 500 firm z Wielkiej Brytanii zaobserwowali wyraźną, pozytywną korelację pomiędzy zwrotem z zainwestowanego kapitału a społeczną odpowiedzialnością przedsiębiorstw potwierdzoną włączeniem do indeksu SRI. Poprawa reputacji firm po dołączeniu do indeksów społecznej odpowiedzialności skutkuje zwykle istotnym wzrostem wartości ich akcji (Blajer-Gołębiewska, 2014). Taka tendencja wynika z rygorystycznych procedur przyłączania do indeksów, które zmuszają firmy do spełnienia wymagających kryteriów. Tym samym już po ogłoszeniu zbliżającego się włączenia do indeksu SRI, a przed jego faktycznym dokonaniem, wskaźniki zwrotu z inwestycji firm wzrastają. Sam proces przygotowawczy zmierzający

do przyłączenia do indeksu SRI sprawia, że przedsiębiorstwa dostosowują swoje praktyki do wymagań stawianych im przez procedury i kryteria przyłączenia do indeksów ESG (Slager, Gond i Moon, 2010). Badania przeprowadzone przez Ramchander, Schwebach i Staking (2012), dotyczące wyników finansowych firm z indeksu Domini Social 400 Index, potwierdziły, że dołączenie do indeksu powoduje wzrost wartości akcji firmy, wpływając negatywnie na wartość akcji konkurentów. Strategie oparte na społecznej odpowiedzialności umożliwiają firmom lepszy dostęp do kapitału, dzięki obniżeniu kosztów i trwalszym relacjom z interesariuszami, a także zwiększają transparentność, co redukuje asymetrię informacyjną (Cheng, Iannou i Serafeim, 2014). Taki stan rzeczy stanowi zachętę dla wielu globalnych przedsiębiorstw do przyłączenia do indeksów SRI. Jak zauważył Camilleri (2020), działają one jak certyfikat wiarygodności dla przedsiębiorstw pragnących pokazać, że ich działania przynoszą realne, pozytywne efekty.

Podsumowując, warto zauważyć, że indeksy ESG pełnią również dodatkową funkcję komplementarnego wskaźnika inwestycyjnego, analizującego wyniki spółek giełdowych (Joliet i Titova, 2018). Badania przeprowadzone przez van Duuren i in. (2016) wykazały, że menedżerowie zarządzający konwencjonalnymi funduszami inwestycyjnymi również uwzględniają wyniki ESG w swoich decyzjach inwestycyjnych. Indeksy ESG są także często wykorzystywane przez inwestorów do oceny zarówno wyników spółek, jak i programów i polityk, a nawet branż w zakresie zrównoważonego rozwoju (Lassala, Orero-Blat i Ribeiro-Navarrete, 2021). W rezultacie coraz większa liczba inwestorów, analityków oraz firm badawczych specjalizuje się w zbieraniu oraz analizowaniu danych ESG, monitorując przy tym praktyki korporacyjne (Dumas i Louche, 2016). Wielu z nich posiada zaawansowane bazy danych ESG i korzysta z nich, aby dostarczać klientom analizy, wskazówki, benchmarki oraz strategie zaangażowania społeczno-środowiskowego. Przedstawiają oni katalogi etycznych funduszy inwestycyjnych, wskazując na ich strategie, kryteria wyboru i politykę głosowania (Leite i Cortez, 2014). W ten sposób oferują wsparcie odpowiedzialnym inwestorom w dokonywaniu świadomych wyborów inwestycyjnych. Śmiało można zatem stwierdzić, że indeksy ESG stanowią obecnie jedno z kluczowych narzędzi w procesie oceny i mierzenia zaangażowania przedsiębiorstw w dziedzinie zrównoważonego rozwoju. Umożliwiają inwestorom szybką ocenę i dostrzeżenie, które firmy najlepiej radzą sobie z wyzwaniami społecznymi, środowiskowymi i zarządczymi. Jednocześnie zapewniają punkt odniesienia dla metod benchmarkingu i analiz porównawczych w danej branży czy sektorze. Ich istnienie podkreśla wagę integracji kryteriów ESG w strategiach inwestycyjnych oraz akcentuje rosnące oczekiwania społeczne wobec odpowiedzialności biznesu.

4.6. Raportowanie niefinansowe

Współczesny rynek stawia przed przedsiębiorstwami coraz większe wymagania, oczekując informacji nie tylko finansowych, lecz także tych dotyczących ochrony środowiska naturalnego, transparentności operacji finansowych, działań związanych z zarządzaniem personelem, innowacyjności, strategii rozwoju i wielu innych. W związku z powyższym raportowanie niefinansowe stało się w ostatnich latach kluczowym elementem procesu komunikacji przedsiębiorstw z otoczeniem. Dostarcza ono informacji o wynikach ekonomicznych, ale również o praktykach zarządzania i oddziaływaniu firmy na różnego rodzaju interesariuszy, w tym pracowników, społeczność lokalną oraz środowisko naturalne. W dobie rosnącej świadomości społecznej oraz nacisków na społeczną i ekologiczną odpowiedzialność biznesu, transparentność w zakresie działań niefinansowych jest oczekiwana, a wręcz wymagana przez inwestorów, konsumentów i partnerów biznesowych. Ponadto, jak zauważa Świderska (2007), rozbieżność pomiędzy wartością bilansową, prezentowaną w raportach finansowych a wartością firmy[127] świadczy o tym, że sprawozdania finansowe nie zaspokajają potrzeb informacyjnych interesariuszy. Efektywny raport biznesowy powinien zatem obejmować również charakterystykę otoczenia zewnętrznego, zestawienie kluczowych czynników sukcesu w kreowaniu wartości, plany operacyjne i strategiczne, a także analizę konkurencyjności i obszarów ewentualnego ryzyka.

Od 2004 roku, gdy koncepcja wymiarów ESG została zaproponowana po raz pierwszy we wspomnianym powyżej raporcie na zlecenie ONZ (ONZ, 2004), znalazła ona swoje miejsce we wszystkich regionach, branżach i różnego rodzaju firmach i organizacjach, i coraz więcej zasobów jest przez firmy przeznaczanych na poprawę wyników w ramach kryteriów ESG (Pérez i in., 2022). Ponad 90% spółek z indeksu S&P 500 i około 70% spółek z indeksu Russell 1000 publikuje obecnie raporty ESG (G&A Institute, 2021). W badaniu przeprowadzonym przez KPMG w 2020 roku pokazano, że aż 80% globalnych firm publikuje raporty niefinansowe (Threlfall, King, Shulman i Bartels, 2020), w tym blisko 90% przedsiębiorstw amerykańskich. Corporate Register podaje, że łącznie 27 335 firm na świecie udostępniło dotychczas ponad 193 460 raportów niefinansowych[128]. W Polsce portal rejestr raportów.pl zgromadził 508 tego typu publikacji[129].

[127] Pojęcie „wartości firmy" zostało szerzej omówione w rozdziale 5.2.
[128] Zob. https://www.corporateregister.com/ (dostęp: 1.09.2023).
[129] Zob. http://www.rejestrraportow.pl/ (dostęp: 1.09.2023).

Zarówno w literaturze przedmiotu, jak i w praktyce działania przedsiębiorstw raporty niefinansowe są również nazywane raportami ESG, społecznej odpowiedzialności biznesu, czyli raportami CSR, ekoraportami, raportami odpowiedzialności korporacyjnej, raportami społecznymi czy też raportami zrównoważonego rozwoju. Mimo różnych nazw, opierają się one na tej samej, kluczowej zasadzie – w odróżnieniu od raportów finansowych nie prezentują kondycji finansowej i ekonomicznych wyników przedsiębiorstw w postaci bilansu finansowego, rachunku zysków i strat, rachunku przepływów pieniężnych i innych wymaganych przepisami informacji, lecz działania i ich rezultaty w obszarze społecznym, środowiskowym i związanym z ładem korporacyjnym.

Wśród raportów przygotowywanych i publikowanych przez przedsiębiorstwa możemy wyróżnić trzy podstawowe grupy:
1) sprawozdania (raporty) finansowe;
2) raporty niefinansowe;
3) raporty zintegrowane.

1. Sprawozdania (raporty) finansowe, które są opracowywane na podstawie lokalnych regulacji poszczególnych państw, jak również międzynarodowych standardów raportowania danych finansowych, stanowią podstawę raportowania przedsiębiorstw na całym świecie. Wiodącą organizacją w zakresie raportowania finansowego pozostaje fundacja IFRS (International Financial Reporting Standards), czyli Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej (MSSF), które są organizacją non-profit utworzoną w celu opracowywania wysokiej jakości, zrozumiałych, egzekwowalnych i globalnie akceptowanych standardów rachunkowości, a obecnie również ujawniania informacji dotyczących zrównoważonego rozwoju[130]. W Polsce przedsiębiorstwa raportują zgodnie z ustawą o rachunkowości oraz szczegółowymi przepisami dotyczącymi poszczególnych typów przedsiębiorstw[131]. Najbardziej popularną formą przekazywania okresowych informacji są raporty roczne, których zasadniczą część stanowi sprawozdanie finansowe (składające się z wyżej wymienionego bilansu finansowego, rachunku zysków i strat, rachunku przepływów pieniężnych i innych wymaganych przepisami dokumentów).

2. Raporty niefinansowe prezentują zazwyczaj w ciągu roku informacje na temat działalności firm w obszarze środowiskowym, społecznym oraz związanym z ładem korporacyjnym, które miały miejsce w ustalonym okre-

[130] Zob. https://www.ifrs.org/ (dostęp: 21.07.2023).

[131] Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. 1994 Nr 121 poz. 591) i jej kolejne aktualizacje.

sie. Przedstawiają one w sposób całościowy strategię firmy, jej politykę społeczną i działania w zakresie ochrony środowiska naturalnego oraz społecznej odpowiedzialności wobec kluczowych interesariuszy. Adresatami raportów społecznych są szeroko rozumiani interesariusze przedsiębiorstwa, a więc nie tylko właściciele, akcjonariusze oraz potencjalni inwestorzy, lecz także klienci, dostawcy oraz całe społeczeństwo. Raporty niefinansowe są najczęściej opracowywane w formie dokumentu elektronicznego i umieszczane na stronach internetowych przedsiębiorstw.

3. Raporty zintegrowane prezentują wyniki zarówno finansowe, jak i niefinansowe przedsiębiorstw, gdyż „raportowanie zintegrowane łączy w sobie istotne informacje na temat strategii, zarządzania, wyników i perspektyw na przyszłość organizacji, w sposób, który odzwierciedla ekonomiczny, społeczny i środowiskowy kontekst, w którym ona działa. Takie raportowanie stanowi jasne i zwięzłe przedstawienie, w jaki sposób organizacja demonstruje swoją odpowiedzialność i jak tworzy wartość, teraz i w przyszłości. Raportowanie zintegrowane łączy najbardziej istotne elementy informacji obecnie przedstawianych w oddzielnych dokumentach (raport finansowy, sprawozdanie zarządu, oświadczenie o stosowaniu ładu korporacyjnego, raport zrównoważonego rozwoju) w spójną całość" (Ministerstwo Gospodarki RP, 2013).

Christensen, Hail i Leuz (2021) przygotowali zestawienie najważniejszych różnic między raportowaniem finansowym a raportowaniem ESG. Zdaniem autorów ze względu na szeroki zakres problematyki, którą to zestawienie obejmuje, może być ono jedynie pośrednio związane z podstawową działalnością firm. W rezultacie raportowanie niefinansowe różni się od tradycyjnej sprawozdawczości finansowej, która dotyczy finansowych implikacji podstawowej działalności biznesowej firm. Szczególne cechy raportowania ESG zostały podsumowanie w tabeli 22.

Tabela 22. Charakterystyka raportowania ESG

Lp.	Integralne cechy	Charakterystyka
1.	Różnorodność użytkowników i zastosowań	potencjalna grupa odbiorców raportowania CSR jest szersza niż w przypadku raportowania finansowego; nawet jeśli standardy są opracowywane z myślą o potrzebach inwestorów, po ujawnieniu informacji CSR każdy może z nich skorzystać, nie tylko osoby będące ekspertami w dziedzinie zarządzania
2.	Różnorodność tematów	CSR i zrównoważony rozwój obejmują szeroki zakres tematów, działań i polityk ESG; tematy te różnią się znacznie w zależności od firmy, branży i kraju; w rezultacie raportowanie CSR ma charakter wielowymiarowy, co prowadzi do szerokiej gamy ujawnień i formatów raportowania oraz utrudnia porównania i standaryzację (m.in. Liang i Renneboog 2017b; Amel-Zadeh i Serafeim 2018)

Tabela 22. cd.

Lp.	Integralne cechy	Charakterystyka
3.	Funkcja celów	raportowanie CSR ma wiele celów i odpowiada na szeroki zakres interesów i preferencji wewnątrz i na zewnątrz firmy; te interesy i preferencje mogą dynamicznie zmieniać się, gdy na przykład firma staje się celem kampanii aktywistów w wyniku zdarzeń, takich jak wypadek lub katastrofa powstała z przyczyn niezależnych od firmy (np. Bonetti i in. 2023)
4.	Różnorodność pomiarów	wiele działań CSR przejawia się w obserwowalnych i mierzalnych zachowaniach lub wynikach (np. emisja CO_2, liczba uratowanych drzew), ale niekoniecznie są one mierzalne w kategoriach pieniężnych (Kitzmueller i Shimshack, 2012) i w związku z brakiem jednolitych standardów raportowania ESG, trudno jest stosować dla nich typowe standardy rachunkowości (m.in. Cohen i Simnett, 2015; Moroney i Trotman, 2016)
5.	Dobrowolny charakter działań CSR	dla większości przedsiębiorstw działania i polityki CSR nadal mają charakter dobrowolny i wykraczają poza wymogi prawne, regulacyjne i umowne; na przykład firma może ograniczyć zanieczyszczenie środowiska w stopniu wykraczającym poza przepisy prawa lub zapewnić dobro publiczne lokalnej społeczności; w rezultacie to, co firmy ujawniają i raportują jest ich wyborem
6.	Długoterminowy horyzont	CSR jest często postrzegana jako działalność „strategiczna", która rezygnuje z krótkoterminowych zysków w zamian za długoterminowe korzyści dla firmy (np. Bénabou i Tirole, 2009); w związku z tym raportowanie CSR często musi dotyczyć długoterminowych perspektyw, które są trudne do skwantyfikowania i mają charakter niematerialny (np. relacje z pracownikami)
7.	Kluczowa rola efektów zewnętrznych	CSR często odnosi się do efektów zewnętrznych, czyli wpływu przedsiębiorstw na środowisko i społeczeństwo, czego klasycznym przykładem jest emisja CO_2; zajęcie się takimi efektami zewnętrznymi jest jedną z głównych motywacji dla systemu raportowania ESG; co więcej, raportowanie ESG może obejmować tematy i działania wykraczające poza tradycyjne granice firmy (np. gdy firma nakłada ograniczenia dotyczące pracy dzieci wśród partnerów, w swoim łańcuchu dostaw)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: H.B. Christensen, L. Hail i C. Leuz (2021). Mandatory CSR and sustainability reporting: Economic analysis and literature review. *Review of Accounting Studies*, *26*(3), 1176–1248. https://doi.org/10.1007/s11142-021-09609; R. Bénabou i J. Tirole. (2010). Individual and Corporate Social Responsibility. *Economica*, *77*(305), 1–19. https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.2009.00843.x; M. Kitzmueller i J. Shimshack. (2012). Economic Perspectives on Corporate Social Responsibility. *Journal of Economic Literature*, *50*(1), 51–84. https://doi.org/10.1257/jel.50.1.51; J.R. Cohen i R. Simnett. (2015). CSR and Assurance Services: A Research Agenda. *AUDITING: A Journal of Practice & Theory*, *34*(1), 59–74. https://doi.org/10.2308/ajpt-50876; R. Moroney i K.T. Trotman. (2016). Differences in Auditors' Materiality Assessments When Auditing Financial Statements and Sustainability Reports. *Contemporary Accounting Research*, *33*(2), 551–575. https://doi.org/10.1111/1911-3846.12162; H. Liang i L. Renneboog. (2017b). On the Foundations of Corporate Social Responsibility. *The Journal of Finance*, *72*(2), 853–910. https://doi.org/10.1111/jofi.12487; A. Amel-Zadeh i G. Serafeim (2018). Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey. *Financial Analysts Journal*, *74*(3), 87–103. https://doi.org/10.2469/faj.v74.n3.2.; P. Bonetti, C.H. Cho i G. Michelon. (2023). Environmental Disclosure and the Cost of Capital: Evidence from the Fukushima Nuclear Disaster. *European Accounting Review*, *0*(0), 1–29. https://doi.org/10.1080/09638180.2023.2203410.

Przedstawione w tabeli 22 kluczowe cechy raportowania ESG wiążą się z heterogenicznością praktyk sprawozdawczych. Różnorodność działań przedsiębiorstw w zakresie wymiarów ESG stanowi wyzwanie dla pomiaru, porównywalności i standaryzacji w odniesieniu do sprawozdawczości, w tym sprawozdawczości finansowej. Prace nad międzynarodowymi standardami rachunkowości, które uwzględniają zrównoważony rozwój i kryteria ESG, z pewnością są bardzo potrzebne i przyniosą oczekiwaną przez rynek zmianę[132].

Z perspektywy raportowania niefinansowego istotna jest kwestia rozróżnienia między raportowaniem ESG a tzw. ujawnianiem przez przedsiębiorstwa informacji niefinansowych (ang. *nonfinancial disclosure*), czasem zwanym też w literaturze przedmiotu informacjami społecznymi (ang. *social disclosure*) i informacjami środowiskowymi (ang. *environmental disclosure*). Ujawnianie informacji niefinansowych można zdefiniować jako podawanie przez przedsiębiorstwo wszelkich informacji do wiadomości publicznej (zazwyczaj w ramach lub dodatkowo do rocznego sprawozdania finansowego lub w samodzielnym dokumencie), które odnoszą się do jego wyników, standardów lub działań w ramach społecznej odpowiedzialności biznesu (Brooks i Oikonomou, 2018). W odpowiedzi na zapotrzebowanie inwestorów i innych interesariuszy wiele firm na całym świecie ujawnia informacje na temat swoich działań społecznie i ekologicznie odpowiedzialnych (Tsang, Frost i Cao, 2023). Chociaż liczba ujawnień w obszarze społecznej i ekologicznej odpowiedzialności przedsiębiorstw znacznie wzrosła w ostatnich dziesięcioleciach, nadal większość takich ujawnień jest dobrowolna i nieaudytowana (Christensen, Hail i Leuz, 2021). Ujawniane informacje mogą nieść konsekwencje nie tylko dla konsumentów i różnego rodzaju interesariuszy, ale przede wszystkich dla uczestników rynku kapitałowego. W związku z tym coraz więcej przedsiębiorstw podchodzi do problematyki ujawniania w profesjonalny i odpowiedzialny sposób. Zgodnie z badaniem KPMG dotyczących praktyk raportowania zrównoważonego rozwoju, w 2020 r. około 50% dużych i średnich firm zainwestowało w zewnętrzną weryfikację swoich informacji dotyczących zrównoważonego rozwoju, co stanowiło wzrost o 30% w stosunku do roku 2010 (Threlfall, King, Shulman i Bartels, 2020). Chociaż ujawnianie informacji w obszarze ESG często bywa utożsamiane z ich raportowa-

[132] Na stronie Integrated Reporting, należącej do fundacji Międzynarodowych Standardów Sprawozdzwczości Finansowej (ISFR) dostępne są mateirały informacyjne oraz przykłady raportów zintegrowanych; zob. https://examples.integratedreporting.org/ (dostęp: 16.05.2023).

niem (m.in. Brooks i Oikonomou, 2018; Conca, Manta, Marrone i Toma, 2021) różni się ono od raportowania w kilku podstawowych kwestiach, które dla porządku zostały przedstawione w tabeli 23. Można by powiedzieć, że każdy raport niefinansowy stanowi ujawnienie informacji przedsiębiorstwa w obszarze ESG, ale nie każde ujawnienie tychże informacji jest raportem niefinansowym.

Tabela 23. Ujawnianie *versus* raportowanie ESG

Ujawnianie ESG	Raportowanie ESG
różne formy komunikacji i przekazywania informacji, m.in. komunikaty prasowe, wywiady, prezentacje dla inwestorów itp.	zazwyczaj w formie formalnego raportu, opracowanego zgodne z określonymi standardami i wytycznymi, które wymagają struktury i jasności w przedstawianiu informacji; zorganizowany, formalny proces spełniający określone założenia i wymagania formalne dotyczące m.in. sposobów prezentowania danych i informacji oraz ich analizy
elastyczny proces, mogący obejmować różne aspekty działalności firmy związane z aspektami ESG	obejmuje konkretne informacje dotyczące działań i ich wyników firmy w obszarze środowiskowym, społecznym i ładu korporacyjnego
na bieżąco i w odpowiedzi na konkretne zdarzenia lub potrzeby	cyklicznie, na przykład raz do roku
elastyczna formy doboru środków komunikacji, w zależności od potrzeb i możliwości organizacji, m.in. własne strony internetowe, profile w mediach społecznościowych, zewnętrzne portale informacyjne itp.	publikacja raportu odbywa się w określony, w z góry przyjęty sposób; raport jest najczęściej umieszczany na oficjalniej stronie przedsiębiorstwa, a także rozsyłany do zainteresowanych nim interesariuszy, w tym inwestorów, regulatorów, audytorów i innych uczestników rynku kapitałowego

W swojej sprawozdawczości społecznej i środowiskowej firmy mogą działać proaktywnie, przewyższając minimalne oczekiwania interesariuszy, lub reaktywnie, odpowiadając na naciski społeczne w miarę ich pojawiania się (Norris i O'Dwyer, 2004). Praktyki ujawniania informacji ESG różnią się znacznie w zależności od przedsiębiorstwa, pod względem zarówno ilości, jak i jakości. W związku z tym Conca i in. (2021) w swoich badaniach zajęli się w kwestią zweryfikowania skuteczności raportowania ESG poprzez wpływ, jaki ujawnianie informacji ESG ma na rentowność i wartość notowanych na europejskich parkietach spółek. Ich wyniki pokazują, że praktyki ujawniania informacji ESG przedsiębiorstw wpływają na ich rentowność. Co ciekawe potwierdzono istnienie pozytywnego związku między rentownością a prak-

tykami ujawniania informacji środowiskowych i społecznych, negatywnego zaś – między wartością rynkową spółki a praktykami ujawniania informacji związanych z ładem korporacyjnym. Wyniki te sugerują, że większa transparentność w ujawnianiu informacji społecznych i środowiskowych przyczynia się do poprawy rentowności przedsiębiorstw, natomiast ujawnianie informacji w zakresie ładu korporacyjnego takiej funkcji nie pełni.

W kontekście ewolucji raportowania niefinansowego stosunkowo od niedawna dominuje trend raportowania informacji finansowych i niefinansowych połączonych w jednym raporcie, czyli raportowania zintegrowanego, które, zdaniem jego zwolenników, zapewnia lepszy wgląd w tworzenie wartości firmy (Landau, Rochell, Klein i Zwergel, 2020). Prace nad międzynarodowymi standardami zintegrowanego raportowania rozpoczęły się w sierpniu 2010 roku, gdy utworzono Międzynarodową Radę ds. Sprawozdawczości Zintegrowanej (International Integrated Reporting Council, IIRC), będącą globalną koalicją organów regulacyjnych, inwestorów, spółek, podmiotów ustanawiających standardy, przedstawicieli zawodu księgowego, środowiska akademickiego i organizacji pozarządowych[133]. IIRC stara się opracować szeroko akceptowane ramy koncepcyjne raportowania zintegrowanego, które definiuje jako „zwięzły komunikat o tym, w jaki sposób strategia, zarządzanie, wyniki i perspektywy organizacji, w kontekście jej otoczenia zewnętrznego, prowadzą do tworzenia wartości w krótkim, średnim i długim okresie”[134].

W związku z dotychczasowym brakiem jednolitego standardu raportowania niefinansowego, na rynku funkcjonuje wiele wytycznych w tym zakresie, które są popularne wśród firm. Udział najważniejszych z nich w puli wszystkich raportów niefinansowych publikowanych przez spółki giełdowe na świecie został przedstawiony na rysunku 28 (wymieniono je również w ramce poniżej). Jednym z najczęściej stosowanych standardów raportowania niefinansowego jest standard stworzony przez pionierską w tym obszarze, założoną w 1997 roku, niezależną organizację Global Reporting Initiative (GRI)[135]. Raporty zgodne ze standardem GRI są opracowywane przez przedsiębiorstwa w ponad 90 krajach. GRI współpracuje z międzynarodowymi organizacjami, między innymi: OECD, UN Global Compact, UNEP oraz ISO, doradza rządom, zarządom giełd i ustawodawcom wielu krajów w zakresie standardów raportowania społecznie odpowiedzialnego. Standardy GRI są najbardziej popularnymi, dobrowolnymi wytycznymi

[133] Zob. https://www.integratedreporting.org/the-iirc-2/council/ (dostęp: 12.05.2023).
[134] Zob. https://www.integratedreporting.org/ (dostęp: 12.05.2023).
[135] Zob. https://www.globalreporting.org (dostęp: 8.05.2023).

raportowania społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw na świecie – w 2020 roku 78% 250 największych firm świata przygotowało raporty społeczne zgodnie ze standardami GRI (Threlfall, King, Shulman i Bartels, 2020). Standardy GRI są cyklicznie, co kilka lat aktualizowane. Najnowszy z nich to zestaw standardów GRI 2021, który zastąpił standardy „G4" z lat 2013 i 2016. Obecne standardy GRI oferują system modułowy składający się z trzech serii norm: uniwersalnych standardów GRI, sektorowych standardów GRI oraz tematycznych standardów GRI[136].

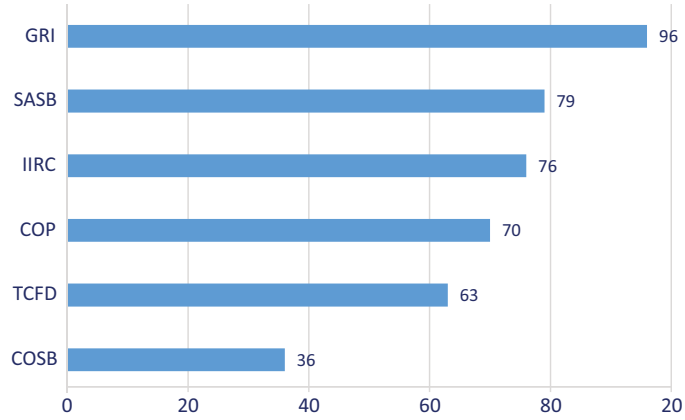
Wiodące międzynarodowe wytyczne raportowania niefinansowego

Do raportowania niefinansowego spółki giełdowe na świecie stosują najczęściej następujące standardy (Sustainable Stock Exchange Initiative, 2023):

- Global Reporting Initiative, GRI – ramowe, nieobowiązkowe wytyczne do raportowania niefinansowego zgodnie z kryteriami ESG, elastyczny i modułowy system raportowania (https://www.globalreporting.org/);
- Sustainability Accounting Standards Board opracowuje Standardy, SASB – specyficzne dla branży; organizacja opracowała zestaw 77 standardów raportowania ESG różnych branż, które zawierają dedykowane wytyczne dla każdej z nich (https://sasb.org/);
- International Integrated Reporting Council, IIRC – promuje zintegrowane raportowanie (łączące raportowanie finansowe i niefinansowe) mające na celu komunikowanie sposobu, w jaki organizacje tworzą wartość w krótkim, średnim i długim okresie (https://www.integratedreporting.org/);
- CDP Disclosure, dawniej Carbon Disclosure Project – dostarcza systemów do mierzenia, ujawniania, zarządzania i dzielenia się ważnymi informacjami dotyczącymi środowiska naturalnego (https://www.cdp.net/en);
- Task Force on Climate-related Financial Disclosures, TCFD – to grupa robocza powołana przez Financial Stability Board, międzynarodową organizację za zajmującą się monitorowaniem i opracowywaniem wytycznych dotyczących światowego systemu finansowego, głównie w zakresie ładu korporacyjnego, strategii i zarządzania ryzykiem (https://risilience.com/);
- Climate Disclosure Standards Board, CDSB – opracowała wytyczne dla firm dotyczące informowania o swoich wynikach środowiskowych i związanych z klimatem w ramach raportów głównych (ang. *mainstream corporate reports*), czyli w tradycyjnych sprawozdaniach finansowych i innych formalnych sprawozdaniach korporacyjnych (https://www.cdsb.net/).

[136] Więcej na ten temat zob. GRI, b.d..

Rysunek 28. Standardy sprawozdawcze spółek giełdowych (w %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie: Sustainable Stock Exchange Initiative. (2023). *ESG Disclosure Guidance Database*. https://sseinitiative.org/esg-guidance-database/ (dostęp: 9.05.2023).

Historia raportowania danych niefinansowych sięga lat 80. XX wieku i aż do 31 grudnia 2016 roku stanowiła dobrowolne zobowiązanie przedsiębiorstw w większości krajów, także w Europie i w Polsce. Obecnie większość międzynarodowych form ujawniania informacji ESG to ujawnianie obowiązkowe dla wszystkich spółek kapitałowych (stosowane w USA, Australii, Francji, Hongkongu, Chinach), ujawnianie częściowo obowiązkowe dla wybranych podmiotów (stosowane w Unii Europejskiej, Wielkiej Brytanii i Chinach kontynentalnych), a także nieobowiązkowe (stosowane między innymi w Brazylii i Singapurze) (GRI, 2023). W Stanach Zjednoczonych Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (Securities and Exchange Commission, SEC) rozważa wprowadzenie nowych zasad, które wymagałyby bardziej szczegółowego ujawniania ryzyka związanego z klimatem i emisji gazów cieplarnianych. Dodatkowe regulacje SEC dotyczące innych aspektów ESG również zostały zaproponowane i są już w toku procedowania (SEC, 2022). Organizacja Narodów Zjednoczonych zaleca, aby wszystkie duże firmy były zobowiązane do publikowania raportów zrównoważonego rozwoju do 2030 roku (UNEP, 2013).

W odpowiedzi na rosnący popyt na jednolite i wiarygodne raportowanie dotyczące ryzyka klimatycznego i związanych z nim szans, w 2015 roku Rada Stabilności Finansowej G20 powołała Grupę Zadaniową ds. Ujawniania Informacji Finansowych Związanych z Klimatem (Task Force on Climate-Related Financial Disclosures, TCFD). W 2017 roku grupa ta zaprezentowała strukturę raportowania w zakresie klimatu. Rekomendacje TCFD skupiają się na czterech kluczowych obszarach: zarządzaniu, strategii, kon-

troli ryzyka oraz wskaźnikach i założeniach (TCFD, 2017). Chociaż rekomendacje TCFD mają charakter dobrowolny i stanowią oddolną inicjatywę rynkową, organy regulacyjne aktywnie zachęcają do ich przyjęcia przez jak najszersze spektrum uczestników rynku. Jako ilustrację tej tendencji można wskazać na niewiążące wytyczne dotyczące ujawniania kwestii klimatycznych, które uzupełniają dyrektywę NFRD (przedstawioną poniżej). Wspomniane wytyczne podkreślają zalecenia TCFD jako miarodajne standardy dotyczące komunikacji kluczowych informacji klimatycznych o znaczeniu finansowym i włączają je do swojego zakresu (TCFD, 2017).

W marcu 2022 r. Rada Międzynarodowych Standardów Zrównoważonego Rozwoju (ISSB) opublikowała projekty dwóch standardów IFRS S1 oraz IFRS S2 i po konsultacjach, w czerwcu 2023 roku ISSB we współpracy z MSSF opublikowała oba standardy: IFRS S1 dotyczący ogólnych wymogów ujawniania informacji finansowych związanych ze zrównoważonym rozwojem (IFRS, 2023a) oraz standard oraz IFRS S2 dotyczący ujawniania informacji związanych z klimatem (IFRS, 2023b) (ich założenia przedstawiono w ramce poniżej). Warto podkreślić, że nowe standardy IFRS S1 oraz IFRS S2 wprowadzają wymagające kryteria sprawozdawcze, które spowodują szereg konsekwencji dla podmiotów podlegających ich wymogom, między innymi w postaci konieczności utworzeniem odrębnego systemu sprawozdawczego oraz jego integracji z dotychczasowym raportowaniem finansowym. Otwarta też pozostaje kwestia funkcji biegłych rewidentów oraz potencjalnego nakładania się nowych wymagań na obecne przepisy dotyczące rachunkowości i sprawozdawczości w kontekście zrównoważonego rozwoju (Indyk, 2022).

Standard IFRS S1
Rady Międzynarodowych Standardów Zrównoważonego Rozwoju (ISSB)

Nowy standard IRSF S1 obowiązuje przedsiębiorstwa w odniesieniu do rocznych okresów sprawozdawczych rozpoczynających się 1 stycznia 2024 r. lub po tej dacie, przy czym dopuszcza się jego wcześniejsze zastosowanie, o ile zastosowano również standard IFRS S2 dotyczący ujawniania informacji związanych z klimatem (przedstawiony poniżej). Celem IFRS S1 jest nałożenie na podmiot wymogu ujawniania informacji o ryzykach i szansach związanych ze zrównoważonym rozwojem, które są użyteczne dla użytkowników sprawozdań finansowych ogólnego przeznaczenia przy podejmowaniu decyzji dotyczących zapewnienia zasobów podmiotowi. IFRS S1 wymaga, aby podmioty ujawniały informacje o wszystkich ryzykach i szansach związanych ze zrównoważonym rozwojem, co do których można racjonalnie oczekiwać, że wpłyną na przepływy pieniężne jednostki, jej dostęp do finansowania lub koszt kapitału w perspektywie krótko-, średnio- lub długoterminowej (łącznie określane jako „ryzyka i szanse związane ze zrównoważonym rozwojem, co do których można racjonalnie

oczekiwać, że wpłyną na perspektywy jednostki"). Standard wskazuje również, w jaki sposób jednostka przygotowuje i raportuje swoje ujawnienia finansowe związane ze zrównoważonym rozwojem, określając ogólne wymogi dotyczące treści i prezentacji tych ujawnień, tak aby ujawniane informacje były użyteczne dla użytkowników przy podejmowaniu decyzji związanych z zapewnieniem zasobów jednostce. IFRS S1 określa również wymogi dotyczące ujawniania informacji o ryzykach i szansach związanych ze zrównoważonym rozwojem. W szczególności podmiot jest zobowiązany do ujawnienia informacji na temat procesów zarządzania, kontroli i procedur stosowanych w celu monitorowania, zarządzania i nadzorowania ryzyk i szans związanych ze zrównoważonym rozwojem; strategii w zakresie zarządzania ryzykami i szansami związanymi ze zrównoważonym rozwojem; stosowanych procesów w celu identyfikacji, oceny, priorytetyzacji i monitorowania ryzyk i szans związanych ze zrównoważonym rozwojem oraz wyników w odniesieniu do ryzyk i szans związanych ze zrównoważonym rozwojem, w tym postępów w realizacji wszelkich celów, które podmiot a wyznaczył lub jest zobowiązany osiągnąć na mocy przepisów prawa lub regulacji.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: IFRS. (2023a). IFRS S1 General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information. IFRS S1 general requirements. https://www.ifrs.org/issued-standards/ifrs-sustainability-standards-navigator/ifrs-s1-general-requirements/ (21.07.2023).

Standard IFRS S2
Rady Międzynarodowych Standardów Zrównoważonego Rozwoju (ISSB)

Podobnie jak IFRS S1, standard IFRS S2 obowiązuje dla rocznych okresów sprawozdawczych rozpoczynających się 1 stycznia 2024 r. lub po tej dacie, przy czym dozwolone jest jego wcześniejsze zastosowanie, o ile stosowany jest również standard IFRS S1. Celem standardu IFRS S2 jest nałożenie na jednostkę wymogu ujawniania informacji o ryzykach i szansach związanych z klimatem, które są użyteczne dla użytkowników sprawozdań finansowych ogólnego przeznaczenia przy podejmowaniu decyzji dotyczących udostępniania zasobów jednostce. IFRS S2 wymaga, aby jednostka ujawniała informacje o ryzykach i szansach związanych z klimatem, co do których można racjonalnie oczekiwać, że wpłyną na przepływy pieniężne jednostki, jej dostęp do finansowania lub koszt kapitału w perspektywie krótko-, średnio- lub długoterminowej (łącznie określane jako „ryzyka i szanse związane z klimatem, co do których można racjonalnie oczekiwać, że wpłyną na perspektywy jednostki"). IFRS S2 ma zastosowanie do ryzyk związanych z klimatem, na które narażona jest jednostka (fizycznego ryzyka związanego z klimatem, ryzyka transformacji związanej z klimatem oraz możliwości związanych z klimatem dostępnych dla jednostki). Standard IFRS S2 określa wymogi dotyczące ujawniania informacji o ryzykach i możliwościach związanych z klimatem, w szczególności wymagając od jednostki ujawnienia informacji, które umożliwią użytkownikom sprawozdań finansowych ogólnego przeznaczenia zrozumienie: procesów zarządzania, kontroli i procedur stosowanych przez jednostkę w celu monitorowania, zarządzania i nadzorowania ryzyk i szans związanych z klimatem; strategii

jednostki w zakresie zarządzania ryzykami i szansami związanymi z klimatem; procesów stosowanych przez jednostkę w celu identyfikacji, oceny, ustalania priorytetów i monitorowania ryzyk i szans związanych z klimatem, w tym tego, czy i w jaki sposób procesy te są zintegrowane z ogólnym procesem zarządzania ryzykiem jednostki i informują o nim oraz wyniki jednostki w odniesieniu do ryzyk i szans związanych z klimatem, w tym postępy w realizacji wszelkich celów związanych z klimatem, które jednostka wyznaczyła, oraz wszelkich celów, które jednostka jest zobowiązana osiągnąć na mocy przepisów prawa lub regulacji.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: IFRS. (2023b). IFRS S2 Climate-related DisclosuresIFRS S1 general requirements. https://www.ifrs.org/issued-standards/ifrs-sustainability-standards-navigator/ifrs-s2-climate-related-disclosures/ (21.07.2023).

W przypadku krajów Unii Europejskiej, w tym Polski, dnia 15 kwietnia 2014 roku Parlament Europejski uchwalił dyrektywę w sprawie sprawozdawczości niefinansowej nr 2014/95/EU (*Non-Financial Reporting Directive*, NFRD), nakładającą obowiązek raportowania[137] na temat czynników ESG przez „jednostki zainteresowania publicznego"[138] oraz przedsiębiorstwa zatrudniające średnio w roku powyżej 500 osób i posiadające minimum 20 mln euro sumy bilansowej na koniec roku obrotowego lub obroty netto powyżej 40 mln euro w co najmniej dwóch kolejnych latach obrotowych (Komisja Europejska, 2014; Forum Odpowiedzialnego Biznesu, 2014). Dyrektywa weszła w życie z dniem 1 stycznia 2017 roku i tym samym raportowanie społecznej odpowiedzialności przestało być dobrowolnym zobowiązaniem dla części przedsiębiorstw. Komisja Europejska szacuje, że dyrektywa NFRD objęła wówczas około 6 000 największych przedsiębiorstw w Unii Europejskiej. W 2019 r. dyrektywa NFRD została rozszerzona o suplement dotyczący raportowania informacji klimatycznych opracowany przez wymienioną powyżej organizację – Task Force on Climate-related Financial Disclosures, TCFD (Komisja Europejska, 2019a).

W Polce Ministerstwo Inwestycji i Rozwoju RP podało, że od 1 stycznia 2018 r. około 300 spółek zostało objętych obowiązkiem rozszerzonego raportowania danych niefinansowych wraz z wejściem dyrektywy NFRD w życie[139].

[137] Poza sprawozdaniem finansowym, w oddzielnym raporcie, którego forma jest dowolna, lecz rekomendowane są międzynarodowe standardy: GRI, UN Global Compact lub ISO 26 000.

[138] Przedsiębiorstwa notowane na giełdach lub nie, ale ważne dla szerokiego grona – np. banki, firmy ubezpieczeniowe, fundusze inwestycyjne. Więcej informacji także w rozdziale 5.7 na temat raportowania niefinansowego w Polsce.

[139] Więcej informacji na stronach Ministerstwa Inwestycji i Rozwoju RP (2018).

Dodatkowe, nieobowiązkowe wytyczne miały pomóc podmiotom objętym dyrektywą NFRD w skuteczniejszym opisywaniu ich wpływu na środowisko, a także wpływu zmian klimatu na ich działalność. Komisja Europejska zachęcała w nich do prezentowania informacji dotyczących klimatu w pięciu kluczowych obszarach raportowania określonych w dyrektywie NFRD: modelu biznesowego, polityk i należytej staranności, wyników tych polityk, głównych czynników ryzyka i zarządzania ryzykiem oraz kluczowych wskaźników efektywności.

21 kwietnia 2021 r. Komisja przyjęła wniosek dotyczący kolejnej dyrektywy w sprawie sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju (Corporate Sustainability Reporting Directive, CSRD)[140], która zmienia istniejące wymogi w zakresie sprawozdawczości od 1 stycznia 2024 roku. Od dnia jej publikacji w Dzienniku Urzędowym UE (16 grudnia 2022 r.) kraje członkowskie miały 18 miesięcy na implementowanie dyrektywy do krajowego porządku prawnego (Ministerstwo Funduszy i Polityki Regionalnej, 2023). Dyrektywa CSRD zastąpiła wyżej wymienioną dyrektywę NFRD. Tabela 24 prezentuje porównanie zasad obu dyrektyw (NFRD i CSRD) oraz kluczowe wymagania dotyczące raportowania niefinansowego w nich sformułowane.

Nowe zasady sprawozdawczości niefinansowej, zgodnie z nową dyrektywą CSRD, obowiązują przedsiębiorstwa od 1 stycznia 2024 r., pierwszych raportów ESG zgodnie z nią przygotowanych możemy się zatem spodziewać w 2025 roku. Dyrektywa CSRD przewiduje wprowadzenie obowiązku raportowania zagadnień ESG przez wszystkie duże spółki i duże grupy kapitałowe (w tym duże spółki giełdowe), znacznie rozszerzając liczbę podmiotów zobowiązanych do raportowania. Dyrektywa ma zastosowanie także do tzw. jednostek zainteresowania publicznego, czyli spółek giełdowych, banków i firm ubezpieczeniowych, a także do dużych przedsiębiorstw, zatrudniających ponad 500 pracowników. Polski rząd szacuje, że będzie ona dotyczyć ponad 3 000 polskich spółek (Ministerstwo Funduszy i Polityki Regionalnej, 2023). W kolejnych krokach planowane jest, że dla raportów za rok 2025 publikowanych w roku 2026, obowiązek raportowania informacji niefinansowych obejmie pozostałe duże spółki podlegające dyrektywie CSRD, czyli wszystkie firmy zatrudniające powyżej 250 pracowników, a dla raportów za rok 2026 publikowanych w roku 2027 – obowiązek obejmie ostatnią grupę, czyli małe i średnie przedsiębiorstwa notowane na giełdzie, zatrudniające powyżej 10 pracowników (Grzybek, 2023).

[140] Więcej na ten temat zob. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/qanda_21_1806 (dostęp: 10.11.2022).

Tabela 24. Porównanie zasad dyrektyw NFRD oraz CSRD

Instrument	NFRD	CSRD
Zakres	spółki publiczne zatrudniające ponad 500 pracowników	• od 01.01.2024: spółki notowane na giełdzie oraz duże przedsiębiorstwa spełniające co najmniej dwa z trzech kryteriów: suma bilansowa min. 20 mln EUR; obrót netto 40 mln EUR lub zatrudnienie 250 pracowników • od 01.01.2027: przedsiębiorstwa zatrudniające ponad 10 pracowników
Informacje w raporcie	• kwestie środowiskowe • sprawy socjalne i sytuacja pracowników • poszanowanie praw człowieka • przeciwdziałanie korupcji • różnorodność w zarządach spółek (pod względem wieku, płci, wykształcenia i doświadczenia)	informacje uwzględnione w NFRD oraz: • strategia i cele firmy • rola zarządu i kierownictwa • główne negatywne skutki związane z działalnością firmy i jej łańcuchem dostaw • sposób identyfikowania raportowanych informacji
Standard raportowania	brak, niewiążące wytyczne dotyczące: • raportowania niefinansowego (2017) oraz • klimatycznego (2019)	unijne standardy (European Sustainability Reporting Standards, ESRS) określające sposób raportowania zagrożeń związanych z obszarami środowiskowymi, społecznymi i ładu korporacyjnego
Rodzaj dokumentu	raport jako część sprawozdania zarządu lub odrębny dokument	raport zarządczy
Format raportu	elastyczny i dowolny	cyfrowy, zdatny do odczytu maszynowego, uwzględniający taksonomię w odczycie cyfrowym
Audyt raportowania	niewymagany	wymagany w formie *limited assurance* (analiza i przegląd informacji), a w późniejszym etapie – *reasonable assurance* (szczegółowe analizy przedstawionych informacji)
Sanacje i egzekwowanie przepisów	brak	egzekwowanie sprawozdawczości przez właściwe organy krajowe w oparciu o wytyczne Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (European Securities and Markets Authority, ESMA)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: N. Pfaff, S. Utermarck, A. Carabia i O. Altun. (2021). *The sustainability disclosure regime of the European Union.* International Capital Market Association. https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/The-Sustainability-Disclosure-Regime-of-the-European-Union-ICMA-September-2021-220921.pdf.

Obecnie Komisja Europejska pracuje nad wypracowaniem wspólnych, jednolitych standardów raportowania przez przedsiębiorstwa na temat ich działań w obszarze zrównoważonego rozwoju i 31 lipca 2023 roku opublikowała pierwszy zestaw 12 Europejskich Standardów Sprawozdawczości w zakresie Zrównoważonego Rozwoju (European Sustainability Reporting Standards, ESRS), które mają być stosowane przez wszystkie spółki podlegające wspomnianej powyżej dyrektywie CSRD w sprawie sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju (Komisja Europejska, 2023). Standardy ESRS zostały opracowane przez zespół ekspertów Komisji Europejskiej, European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG)[141] oraz International Sustainability Standards Board (ISSB) (IFRS, 2023), którzy wspólnie pracowali nad poprawą interoperacyjności nakładających się wymogów i standardów dotyczących ujawniania informacji związanych z ochroną środowiska naturalnego. Prace te doprowadziły do dostosowania i uproszczenia wytycznych dla wszystkich podmiotów, które chcą stosować standardy zarówno ISSB, jak i ESRS. Komisja Europejska wraz z EFRAG i ISSB będą nadal wspólnie pracować nad optymalizacją interoperacyjności opracowanych standardów. Oprócz publikacji wytycznych, które mają pomóc jednostkom w poruszaniu się między standardami, wspólne dalsze prace będą koncentrować się na cyfrowym oznaczaniu ujawnień jako sposobie dalszego ułatwiania interoperacyjności. W praktyce oznacza to między innymi, że raporty niefinansowe w standardzie opracowanym przez Global Reporting Initiative (GRI) będą zgodne z nowymi standardami ESRS (GRI, 2023).

Nowe, europejskie standardy sprawozdawczości w zakresie zrównoważonego rozwoju, czyli standardy ESRS, są zbudowane modułowo, składają się z oddzielnych, ale powiązanych ze sobą elementów (zob. tab. 25). Wprowadzają ujednolicone zasady raportowania, co stanowi prawdziwą rewolucję w obszarze ujawniania informacji ESG. Jedną z istotnych zmian jaką wnoszą jest bowiem to, że raporty niefinansowe ESRS będą podlegały obowiązkowemu audytowi, a podanie nieprawdziwych danych będzie podlegało odpowiedzialności karnej i finansowej, także dla członków zarządów przedsiębiorstw (EFRAG, 2023).

W zakresie merytorycznym ESRS to zestaw standardów odnoszących się do pełnego spektrum wymiarów ESG, w którym kluczową rolę odgrywają aspekty środowiskowe, zwłaszcza wskaźniki klimatyczne. Istnieje pięć standardów poświęconych kwestiom środowiskowym, z których standard ESRS E1, „Zmiana klimatu", skupiający się na opisie planu transformacji w kierunku

[141] Zob. https://www.efrag.org/ (dostęp: 2.08.2023).

Tabela 25. Grupy standardów ESRS

Standardy przekrojowe		
ESRS 1. Zasady ogólne Standard ESRS 1 nie zawiera żadnych wskaźników, opisuje ogólne zasady posługiwania się standardami i tworzenia raportów zrównoważonego rozwoju zgodnie z ESRS		
ESRS 2. Wymogi dotyczące ujawniania informacji ogólnych, strategii, zarządzania i oceny istotności Standard ESRS 2 zawiera zestaw obowiązkowych wskaźników (12 wymaganych ujawnień), dotyczących informacji ogólnych o podmiocie raportującym, strategii, zarządzaniu, a także przeprowadzonej na potrzeby raportu analizie istotności (ESRS wprowadzają w tym zakresie zasadę podwójnej istotności)		
Standardy tematyczne niezależne od sektora*		
Środowisko (E)	**Społeczeństwo (S)**	**Ład zarządczy (G)**
ESRS E1 – Zmiana klimatu (9) ESRS E2 – Zanieczyszczenie (6) ESRS E3 – Zasoby wodne i morskie (5) ESRS E4 – Bioróżnorodność i ekosystemy (6) ESRS E5 – Wykorzystywanie zasobów i gospodarka o obiegu zamkniętym (6)	ESRS S1 – Zatrudnienie (17) ESRS S2 – Pracownicy w łańcuchu wartości (5) ESRS S3 – Otoczenie społeczne (5) ESRS S4 – Konsumenci i użytkownicy końcowi (5)	ESRS G1 – Praktyki biznesowe (6)

* W nawiasach umieszczono liczbę wymaganych ujawnień.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: KPMG. (2023a). *Benchmark klimatyczno-środowiskowy. Analiza raportowania zrównoważonego rozwoju*. https://kpmg.com/pl/pl/home/insights/2023/06/benchmark-klimatyczno-srodowiskowy-analiza-raportowania-zrownowazonego-rozwoju.html (dostęp: 20.08.2023); KPMG. (2023b). *Raportowanie ESG – czym są ESRS i w jaki sposób rozpocząć ich wdrażanie?* https://kpmg.com/pl/pl/blogs/home/posts/2023/01/raportowanie-esg-czym-sa-esrs-i-w-jaki-sposob-rozpoczac-ich-wdrazanie.html; EY. (2023). *European Sustainability Reporting Standards (ESRS)*. https://www.ey.com/en_gl/ifrs-technical-resources/european-sustainability-reporting-standards-esrs-adopted-by-ec (dostęp: 4.08.2023).

neutralności węglowej, jest szczególnie istotny (Grzybek, 2023). Jego wymogi będą obowiązujące dla wszystkich spółek, nawet jeżeli nie uznały one tych kwestii za kluczowe. Co więcej, standard E1 kładzie nacisk na raportowanie emisji w zakresie całego łańcucha wartości firmy. Inne standardy, takie jak ESRS E2 („Zanieczyszczenie") czy ESRS E3 („Zasoby wodne i morskie") w równym stopniu kładą nacisk na raportowanie polityk, celów i działań w obszarze zanieczyszczeń czy zasobów wodnych. Natomiast standard ESRS E4, dotyczący bioróżnorodności, wprowadza dodatkowe wymagania związane z celami dotyczącymi różnorodności biologicznej. Z kolei ESRS E5 skupia się na efektywnym wykorzystaniu zasobów i promuje modele biznesowe oparte na obiegu zamkniętym. Te standardy razem tworzą ramy dla odpowiedzialnego działania w kontekście środowiskowym.

Chociaż niektóre aspekty związane z ESG są uniwersalne i ważne dla wszystkich przedsiębiorstw, istotność innych będzie się różnić w zależności

od branży, specyfiki danej firmy oraz jej kontekstu biznesowego. W związku z powyższym wytyczne raportowania zgodnie ESRS również wskazują, które czynniki ESG uznać za ważne zgodnie z zasadą tzw. podwójnej istotności (ang. *double materiality*). Podwójna istotność to koncepcja, która dostarcza przedsiębiorstwom wskazówek, które działania uwzględnić w obowiązkowym raportowaniu niefinansowym zgodnie z dyrektywą CSRD oraz wytycznymi ESRS. Zasada podwójnej istotności uwzględnia zarówno wagę wpływu działań firmy na społeczeństwo oraz środowisko i jednocześnie istotności finansowej tychże działań z punktu widzenia firmy. Działanie w obszarze ESG spełnia zatem kryterium podwójnej istotności, jeśli jest istotne z perspektywy wpływu na społeczeństwo i/lub środowisko, lub z perspektywy finansowej, lub z obu perspektyw jednocześnie (EFRAG, 2022).

W kontekście raportowania ESG na europejskim rynku kapitałowym (i tym samym polskim) istotne są również zapisy rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady Europy z dnia 27 listopada 2019 r., w sprawie ujawniania informacji na temat zrównoważonego finansowania, znane jako rozporządzenie SFDR (ang. *Sustainable Finance Disclosure Regulation*)[142]. Wprowadza ono wiele wymogów dotyczących przejrzystości w zakresie informowania na temat zrównoważonych inwestycji w sektorze usług finansowych. Ponadto, ze względu na mnogość działań uznawanych za odpowiedzialne społecznie, ekologicznie i zarządczo, zaistniała również potrzeba stworzenia ich uniwersalnego katalogu. Komisja Europejska wprowadziła rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 z dnia 18 czerwca 2020 r., które taki katalog zrównoważonych praktyk i działań wprowadza i z tego też powodu, nazywane jest Taksonomią UE[143]. W praktyce Taksonomia dostarcza technicznych kryteriów dla różnych sektorów i różnych rodzajów działalności gospodarczej, aby określić czy są one zrównoważone. Tym samym Taksonomia precyzuje, które inwestycje spełniają kryteria zrównoważonego rozwoju i mogą być uznane za inwestycje ESG, a które nie.

---

[142] Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2088 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych (Dz. Urz. UE 9.12.2019 L 317/1). https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A32019R2088 (dostęp: 21.08.2023).

[143] Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 z dnia 18 czerwca 2020 r. w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje, zmieniające rozporządzenie (UE) 2019/2088 (Dz. Urz. UE 22.6.2020 L 198/13). https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=celex%3A32020R0852 (dostęp: 21.08.2023).

Dyrektywa SFRD – najważniejsze założenia

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady Europy z dnia 27 listopada 2019 r. (ang. Sustainable Finance Disclosure Regulation, SFDR) wymaga od podmiotów finansowych ujawniania na ich stronach internetowych informacji o tym, jak integrują ryzyko związane ze zrównoważonym rozwojem w swoich procesach inwestycyjnych oraz o zgodności ich strategii wynagrodzeń z tymi rodzajami ryzyka. Na poziomie produktów finansowych, rozporządzenie zobowiązuje do dostarczania informacji o tym, w jaki sposób biorą one pod uwagę kryteria ekologiczne, społeczne i zarządcze (ESG) oraz w jaki sposób spełniają one deklarowane cechy ekologiczne lub społeczne. Rozporządzenie ma na celu eliminację *greenwashingu*, czyli fałszywego przedstawiania produktów jako „zielonych", oraz dąży do harmonizacji ujawnień, aby inwestorzy mogli łatwiej porównywać produkty pod względem ich wpływu na zrównoważony rozwój (Parlament Europejski i Rada UE, 2019).
Przepisy rozporządzenia SFDR zostały zmienione i uzupełnione rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 z dnia 18 czerwca 2020 r. w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje (Parlament Europejski i Rada UE, 2020). Rozporządzenie to uzupełnia i dodatkowo precyzuje niektóre aspekty rozporządzenia SFDR. Celem tej uzupełniającej legislacji jest zapewnienie, że inwestycje finansowane w Unii Europejskiej jako „zrównoważone" faktycznie przyczyniają się do zrównoważonych celów społecznych i środowiskowych.

Źródło: Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2088z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych. (Dz. Urz. UE 9.12.2019 L 317/1). https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R2088&from=PL (dostęp: 21.08.2023).

Taksonomia UE – najważniejsze założenia

Taksonomia Unii Europejskiej została wprowadzona dyrektywą Parlamentu Europejskiego i Rady UW nr 2020/852 z dnia 18 czerwca 2020 r. w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje. Jest ona jednocześnie kluczowym elementem *Europejskiego Planu Działania na rzecz Finansowania Zrównoważonego Rozwoju* (ang. *Action Plan on Financing Sustainable Growth**) i została wdrożona jako część inicjatywy *Europejskiego Zielonego Ładu* (ang. *European Green Deal*), którego ambicją jest osiągnięcie neutralności klimatycznej do 2050 r., chociaż jej szczegółowe regulacje i wytyczne są w dalszym ciągu rozwijane (Ministerstwo Rozwoju i Technologii, 2023). Celem *Europejskiego Zielonego Ładu* jest przekierowywanie kapitału w stronę zrównoważonych inwestycji w celu osiągnięcia trwałego wzrostu, zarządzania ryzykami związanymi ze zmianami klimatycznymi, ograniczenia negatywnego wpływu na środowisko oraz promocji przejrzystości w działalności finansowej i gospodarczej**.
Taksonomia ma przede wszystkim zapewnić przejrzystość i porównywalność praktyk dla inwestorów, umożliwiając im zrozumienie, które działania lub inwestycje są zgodne z celami zrównoważonego rozwoju (Maruszkin, 2021). Jednocześnie jest narzędziem

służącym do przekierowywania prywatnych inwestycji na bardziej zrównoważone działania gospodarcze oraz do promowania przejrzystości i wiarygodności w sektorze finansowym. Obecnie główny nacisk Taksonomii kładziony jest na kwestie środowiskowe, lecz w planach jest również jej rozszerzenie o aspekty społeczne i związane z ładem zarządczym. Współdziałanie obu rozporządzeń – SFDR oraz Taksonomii – służy zapewnieniu większej przejrzystości w zakresie zrównoważonych inwestycji w UE oraz umożliwieniu inwestorom dokładniejszego rozróżnienia między tym, co naprawdę jest działaniem zgodnym z zasadami zrównoważonego rozwoju, a tym, co może być przedstawiane jako takie, ale tak naprawdę takie nie jest.

* Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 z dnia 18 czerwca 2020 r. w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje, zmieniające rozporządzenie (UE) 2019/2088 (Dz. Urz. UE 22.6.2020 L 198/13). https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=celex%3A32020R0852 (dostęp: 21.08.2023).

** Zob. https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities_en (dostęp: 29.07.2023).

Źródło: Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 z dnia 18 czerwca 2020 r. w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje, zmieniające rozporządzenie (UE) 2019/2088 (Dz. Urz. UE 22.6.2020 L 198/13). https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=celex%3A32020R0852 (dostęp: 21.08.2023).

Raportowanie niefinansowe stało się nieodłącznym elementem odpowiedzialnej komunikacji korporacyjnej. Wszechstronność i wieloaspektowość takiego raportowania wychodzą poza klasyczne informacje finansowe, obejmując aspekty społeczne, środowiskowe i inne, które są kluczowe dla różnych interesariuszy. Wśród korzyści związanych z takim podejściem można wymienić (IIRC, 2017):

- połączenie informacji finansowych i niefinansowych, które daje pełniejszy obraz działalności przedsiębiorstwa;
- ujęcie dokonań ekonomicznych, społecznych i środowiskowych, co pomaga zrozumieć wpływ organizacji na otoczenie;
- wzmacnianie relacji między różnymi obszarami działalności firmy, co pozwala lepiej ocenić ich wzajemne powiązania;
- wspieranie efektywnej alokacji zasobów oraz lepszej identyfikacji szans i zagrożeń;
- prezentowanie informacji o potencjale firmy w tworzeniu wartości w różnych horyzontach czasowych;
- przedstawienie modelu biznesowego oraz łatwiejszy dostęp do finansowania;
- budowanie zaufania wśród interesariuszy przez przejrzystość i odpowiedzialność;

- zmniejszenie ryzyka utraty reputacji oraz skupienie na długoterminowej wizji rozwoju;
- promowanie podejścia strategicznego i przyszłościowego;
- wzmocnienie relacji z inwestorami i innymi kluczowymi interesariuszami;
- zwiększenie stabilności rynkowej i zaangażowania w proces raportowania.

Raportowanie niefinansowe, mimo rosnącego znaczenia i niezaprzeczalnych korzyści, nie jest pozbawione pewnych słabości. Jak zauważa Krzysztofek (2018) w procesie raportowania zaangażowanych jest wiele grup interesariuszy, co może prowadzić do komplikacji i różnic w oczekiwaniach. Brak standaryzacji i ujednolicenia mierników niefinansowych utrudnia analizę i interpretację danych, a informacje niefinansowe nie zawsze są porównywalne między różnymi firmami, co utrudnia ich interpretację. Ponadto może wystąpić dysproporcja między dostarczanymi informacjami finansowymi a niefinansowymi, prowadząca do nierównowagi w percepcji działalności firmy. Przesyt informacjami i potencjalny chaos informacyjny mogą sprawić, że kluczowe kwestie zostaną przeoczone lub niezauważone przez odbiorców. Sam proces tworzenia raportu niefinansowego jest często pracochłonny i kosztowny, co może stanowić barierę dla mniejszych przedsiębiorstw. Firmy dążące do przejrzystego i rzetelnego raportowania niefinansowego muszą w obliczu tych wyzwań zachować ostrożność, by nawet w sposób niezamierzony nie wprowadzić interesariuszy w błąd. Z tego też powodu potrzeba wprowadzenia uniwersalnych, międzynarodowych regulacji w zakresie raportowania niefinansowego staje się pilna. Unia Europejska już podjęła kroki w tym kierunku, ale, jak sugeruje raport Europejskiej Rady ds. Sprawozdawczości Finansowej, wprowadzenie przepisów ustawowych i wykonawczych w celu poprawy istotności, porównywalności i rzetelności ujawnianych informacji ESG jest niezbędne (EFRAG, 2021).

Podsumowując, warto podkreślić, że raportowanie niefinansowe stało się kluczowym elementem odpowiedzialnego biznesu i sposobem komunikowania przez przedsiębiorstwa ich wpływu na społeczeństwo oraz środowisko naturalne. Dzięki transparentności w ujawnianiu informacji finansowych i niefinansowych, firmy mogą budować zaufanie i lepsze relacje z inwestorami, klientami i pracownikami, także innymi interesariuszami. W obliczu rosnących oczekiwań społecznych i wyzwań klimatycznych, standardy i wytyczne dotyczące przekazywania informacji niefinansowych ewoluują i stają się coraz bardziej precyzyjne. Te przedsiębiorstwa, które dostrzegają w nich nie tylko obowiązek, ale też wartość dodaną, z pewnością zostaną docenione przez rynek, partnerów, konkurentów i klientów i pozostałych interesariuszy.

4.7. Efektywność inwestowania społecznie odpowiedzialnego

Efektywność inwestowania społecznie odpowiedzialnego zarówno w środowiskach finansowych, jak i akademickich pozostaje nadal kwestią dyskusyjną. Poszukiwanie związku między wynikami środowiskowymi i społecznymi (CSP) a wynikami finansowymi przedsiębiorstw (CFP) sięga początku lat 70. ubiegłego wieku. Od tego czasu zarówno naukowcy, jak i eksperci, inwestorzy i różnego rodzaju organizacje opublikowali ponad 2000 badań empirycznych i wiele badań przeglądowych dotyczących tej relacji (Friede, Busch i Bassen, 2015)[144]. Nawet najbardziej przekrojowe badania przeglądowe literatury analizują jedynie ułamek istniejących badań pierwotnych, co tym bardziej utrudnia uogólnienie wniosków. W związku z powyższym wiedza na temat finansowych efektów uwzględniania kryteriów ESG pozostaje fragmentaryczna.

Badania w obszarze inwestowania SRI najczęściej koncentrują się na analizie rentowności portfeli inwestycyjnych zorientowanych na zrównoważony rozwój i społeczną odpowiedzialność biznesu w porównaniu z portfelami tradycyjnymi. W tym przypadku wyniki badań najczęściej okazują się niespójne i nie potwierdzają ani też nie zaprzeczają wyższej efektywności inwestowania w sposób społecznie czy ekologicznie odpowiedzialny w stosunku do inwestowania w sposób tradycyjny. Wiele badań jest również skoncentrowanych na tym, czy inwestowanie w spółki uwzględniające kryteria ESG prowadzi do zmniejszenia ryzyka portfela, czy może wręcz przeciwnie. Badacze starają się także zrozumieć motywacje inwestorów decydujących się na strategie SRI, analizując, jakie czynniki wpływają na ich decyzje i jakie są długoterminowe efekty takiego podejścia. Równocześnie sprawdzane jest czy firmy bardziej zaangażowane w praktyki ESG czerpią z tego korzyści, takie jak lepsza reputacja, czy niższe koszty finansowania. Ze względu na rosnące zainteresowanie SRI wiele badań skupia się również na tworzeniu i doskonaleniu narzędzi oceny i indeksów, które pomagają inwestorom określić jak „odpowiedzialne" są poszczególne inwestycje. W tle tych badań leżą fundamentalne pytania: czy możliwe jest połączenie odpowiedzialności społecznej i ekologicznej z dążeniem do maksymalizacji zysku; czy cele te są komplementarne, czy też konkurencyjne i w związku z tym nie można ich pogodzić?

Jednym z pierwszych, który podjął się badań w obszarze finansowej efektywności inwestowania społecznie odpowiedzialnego i jednocześnie argu-

[144] Wiodące wyniki badań w tym obszarze zostały częściowo przedstawione w rozdziale 2.8. poświęconym społecznej odpowiedzialności w kontekście finansowych wyników przedsiębiorstw.

mentował, że może ono przynosić wyższe zyski był Moskowitz (1972). Na podstawie danych z czternastu wyróżniających się spółek w Stanach Zjednoczonych zauważył, że te, które działają społecznie odpowiedzialnie mogą liczyć na lepsze wyniki finansowe. W kolejnych badaniach Diltz (1995), Russo i Fouts (1997) oraz King i Lenox (2002) potwierdzili pozytywną korelację występującą pomiędzy wyższymi stopami zwrotów z inwestycji a odpowiedzialnym ekologicznie postępowaniem korporacji. Guerard (1997) wykazał, że stosowanie społecznego audytu ofert inwestycyjnych może prowadzić do większych zwrotów z zainwestowanego kapitału, a Feldman, Soyka i Ameer (1997) oszacowali, że firmy poprawiające swoją ekologiczną politykę i praktykę przynoszą potencjalnie o 5% wyższy zwrot z zainwestowanego kapitału niż firmy, które o ekologię nie dbają. Russell i Brockman (2011) także pokazali, że spółki odpowiedzialne społecznie dają wyższy zwrot z kapitału, a ponadto zapewniają niższy wskaźnik ryzyka inwestycyjnego oraz minimalizują ryzyko poniesienia straty. Brzeszczyński i McIntosh (2014) badali wyniki brytyjskich społecznie odpowiedzialnych portfeli akcji, które znalazły się na liście „100 najbardziej zrównoważonych i trwałych przedsiębiorstw globalnych" (*Global-100*), publikowanej każdego roku w Wielkiej Brytanii przez organizację pozarządową Corporate Knights[145]. W wyniku badań potwierdzili oni, że w latach 2000–2010, zwroty z portfeli SRI były średnio wyższe niż zwroty z porównywalnych indeksów giełdowych. Roczna średnia różnica wskaźnika zwrotu (z uwzględnieniem dywidend) z portfeli SRI wynosiła 5,26% w porównaniu z indeksem FTSE100 oraz 5,69% w porównaniu z indeksem FTSE4GOOD. Badane różnice w zwrotach w całym okresie 11 lat, jak również w poszczególnych latach oraz innych, badanych krótszych okresach nie były jednak statystycznie istotne.

Z kolei Bauer, Koedijk i Otten (2005) w swoich międzynarodowych badaniach opartych na 103 powierniczych funduszach społecznie odpowiedzialnego inwestowania z Niemiec, Wielkiej Brytanii oraz Stanów Zjednoczonych, nie znaleźli potwierdzenia istotnych różnic w zwrocie z zainwestowanego kapitału z uwzględnieniem ryzyka (ang. *Risk Adjusted Returns*) pomiędzy etycznymi a tradycyjnymi funduszami inwestycyjnymi w latach 1990–2001. Statman (2000) porównywał wskaźniki najstarszego indeksu SRI na świecie, KLD Domini Social 400 Index[146] oraz indeksu S&P500 i nie zauważył

[145] Zob. http://www.corporateknights.com/reports/global-100/ (dostęp: 15.05.2022).

[146] Domini Social Index został stworzony w 1990 roku przez Kinder, Lyndber, Domini Copmany i wzorowany na indeksie Standards&Poor 500. W latach 2000. był notowany pod nazwą MSCI KLD 400 Social Index, a obecnie należy do rodziny MSCI ESG Indexes, zob. http://www.kld.com/indexes/ds400index/index.html (dostęp: 28.03.20022) oraz http://www.msci.com/products/indexes/esg/sri/# (dostęp: 28.03.2023).

znaczącej statystycznie różnicy pomiędzy ich wynikami na przestrzeni lat 1990–1998. Dziesięć lat później Ramchander, Schwebach i Staking (2012) także badali wyniki ekonomiczne spółek objętych tym samym indeksem KLD Domini Social 400 Index i stwierdzili, że dołączanie do indeksu uzyskuje pozytywną odpowiedź rynku kapitałowego w postaci wzrostu kursu akcji, natomiast usunięcie spółki z Indeksu KLD Domini Social400 Index skutkuje spadkiem kursu jej akcji.

Obecnie, Indeks MSCI KLD 400 Social Index jest częścią rodziny indeksów zrównoważonego inwestowania MSCI ESG Indexes, które obejmują spółki o wyróżniającym się ratingu czynników ESG, a jednocześnie wyłączają przedsiębiorstwa o negatywnym wpływie na społeczeństwo lub środowisko naturalne. Porównawczym indeksem dla MSCI KLD 400 Social Index jest indeks MSCI USA IMI, którego spółki nie są weryfikowane pod względem czynników ESG. W tabeli 26 oraz na rysunku 29, zaprezentowano wyniki obydwu wymienionych powyżej indeksów. Różnice między nimi w dalszym ciągu pozostają statystycznie praktycznie nie istotne.

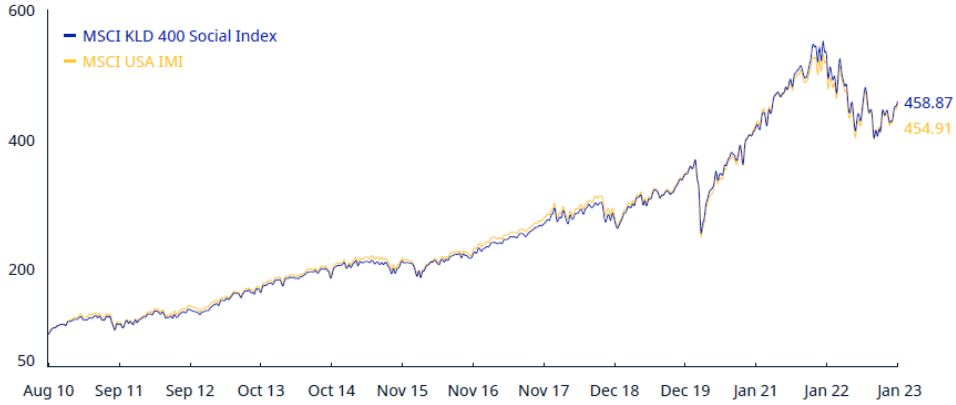
Tabela 26. Wyniki MSCI KLD Social Index oraz MSCI USA IMI Index na dzień 31 stycznia 2023 roku

Stopa zwrotu z kapitału netto MSCI KLD 400 Social Index oraz MSCI USAIMI Index								
	1 miesiąc	3 miesiące	1 rok	1 rok do 29.04.2016 (YTD)	3 lata	5 lat	10 lat	Od 31.08.2010
MSCI KLD Social Index	7,07	7,50	–10,59	7,07	9,58	9,38	12,23	13,04
MSCI USA IMI Index	6,94	5,87	–8,60	6,94	9,22	8,71	11,75	12,96

Źródło: https://www.msci.com/documents/10199/af2f3499-c8fe-497c-afde-4f2fc82465bf (dostęp: 5.02.2023).

Badania przeprowadzone przez Geczy, Stambauch oraz Levin (2005), dotyczące decyzji inwestycyjnych inwestorów instytucjonalnych, wykazały trend odwrotny. Wybierając fundusze SRI w miejsce funduszy tradycyjnych, inwestorzy mogli tracić potencjalnie 3,7% w skali roku. Podkreślić jednak należy, że potencjalna strata nie dotyczyła „stylu inwestowania w sposób społecznie odpowiedzialny", lecz indywidualnego sposobu wyboru funduszu oraz jego indywidualnej efektywności inwestowania. Faktycznie badacze zauważyli, że inwestorzy, którzy preferują fundusze zgromadzone w ramach wskaźników SRI radzą sobie bardzo podobnie do tych, którzy wybierają fun dusze tradycyjne (średnia strata w obu przypadkach wynosiła 0,5% rocznie).

Rysunek 29. Zestawienie wyników MSCI KLD Social Index oraz MSCI USA IMI Index w okresie od 1 sierpnia 2010 r. do 31 stycznia 2023 roku



Źródło: https://www.msci.com/documents/10199/af2f3499-c8fe-497c-afde-4f2fc82465bf (dostęp: 5.02.2023).

Dużo większe straty pochodzą z wyboru jednego z aktywnych stylów inwestowania w zakresie np. inwestowania w wartość, gdyż w tym przypadku istnieje dużo mniej możliwości wyboru spośród funduszy SRI. Schroeder (2007) badał natomiast efektywność inwestowania SRI, nie analizując wyników funduszy SRI, lecz notowania 29 różnych indeksów społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw. Wyniki jego badań pokazały, że indeksy społecznej odpowiedzialności nie wykazują istotnie innego zwrotu skorygowanego o ryzyko niż ich indeksy porównawcze. Ponadto część badanych indeksów SRI wykazywała nawet nieco wyższy poziom ryzyka w stosunku do poziomu ryzyka indeksów porównawczych.

W późniejszych badaniach Fritz i von Schnurbein (2019) stwierdzili zarówno negatywne skutki, jak i ich brak dla portfeli inwestycyjnych poddawanych screeningowi pod kątem uwzględniania czynników ESG. Ich zdaniem screening ESG zmniejsza ryzyko reputacyjne, a nawet poprawia wysokość zwrotu z inwestycji przy szczególnym uwzględnieniu, wśród kryteriów ESG, kwestii związanych z ładem korporacyjnym. Podobnie Brooks i Oikonomou (2018) twierdzą, że w literaturze przedmiotu panuje konsensus, poparty metaanalizami (m.in. Friede i in., 2015; Revelli i Viviani, 2015), zgodnie z którymi portfele poddawane kontroli pod względem czynników społecznych i środowiskowych nie osiągają ani lepszych, ani gorszych wyników niż portfele konwencjonalne o podobnej charakterystyce. Ich zdaniem jest kilka przyczyn takiej sytuacji. Po pierwsze, pozytywne (zwiększające wartość lub zmniejszające ryzyko) efekty działań w obszarze społecznym i środowisko-

wym na poziomie firmy są niemal dokładnie równoważone przez negatywne skutki nieoptymalnej dywersyfikacji w portfelach SRI, co prowadzi do neutralnego ogólnego wyniku. Po drugie, nie można zapominać, że niewiele badań dotyczących analizy przedsiębiorstw uwzględnia koszty transakcyjne, opłaty za prowadzenie funduszy lub inne koszty poboczne, podczas gdy uwzględnianie powyższych kosztów jest normą w badaniach dotyczących portfeli inwestycyjnych. Ponoszone koszty transakcyjne i poboczne, które mogą być wyższe w przypadku portfeli SRI, mogą sprawiać, że pozytywny wpływ wyników w obszarach społecznym i środowiskowym w analizie wyników przedsiębiorstw zostanie zniwelowany.

Mimo wieloletnich oraz wielowymiarowych badań dotyczących finansowej efektywności inwestycji opartych na zasadach SRI, wnioski nadal pozostają niekonkluzywne. Jednocześnie na rynku inwestycji SRI obserwowalny jest wzrost liczby interesariuszy, w tym agencji, organizacji pozarządowych i firm badawczych, które są zaangażowane w kontrolę działań przedsiębiorstw w zakresie ochrony środowiska, spraw społecznych i ładu korporacyjnego. W związku z tym portfele SRI są regularnie sprawdzane przez wyspecjalizowane podmioty w celu oceny i weryfikacji ich wiarygodności środowiskowej, społecznej i ładu korporacyjnego (Camilleri, 2020). Rosnąca liczba dowodów sugeruje, że wielu inwestorów niekoniecznie musi poświęcać wysokie wyniki finansowe, gdy inwestują w aktywa społecznie odpowiedzialne lub zrównoważone środowiskowo. Wyniki badań zaprzeczają twierdzeniu, że screening pod kątem czynników ESG może skutkować gorszymi wynikami spółek (Salaber, 2013; Trinks i Scholtens, 2017). Okazuje się też, że motywy finansowe odgrywają mniejszą rolę, gdyż to przede wszystkim preferencje społeczne wyjaśniają decyzje dotyczące społecznie odpowiedzialnych inwestycji (Riedl i Smeets, 2017). Inwestorzy odpowiedzialni społecznie oczekują niższych zwrotów z funduszy SRI niż z funduszy konwencjonalnych, co sugeruje, że są oni nawet skłonni rezygnować z potencjalnie wyższych wyników finansowych, byle inwestować zgodnie ze swoimi preferencjami środowiskowymi i społecznymi. Analizy przeprowadzone przez Hartzmark i Sussman (2019) potwierdziły tę tezę. W swoich badaniach przedstawili oni dowody na to, że inwestorzy na amerykańskim rynku funduszy inwestycyjnych cenią zrównoważony rozwój bardziej niż oczekiwaną, maksymalną stopę zwrotu z kapitału. Ich analizy pokazały, że zaklasyfikowanie funduszy do kategorii niskiego zrównoważonego rozwoju spowodowało odpływy netto w wysokości ponad 12 mld dolarów amerykańskich, podczas gdy zaklasyfikowanie do kategorii wysokiego zrównoważonego rozwoju doprowadziło do napływów netto w wysokości ponad 24 mld dolarów. Zebrane

dane sugerują, że zrównoważony rozwój jest postrzegany jako pozytywnie prognozujący przyszłe wyniki, ale jednocześnie nie potwierdzają, że fundusze o wysokim poziomie zrównoważonego rozwoju osiągają lepsze wyniki finansowe niż fundusze o niskim poziomie zrównoważonego rozwoju. Badacze interpretują te wyniki jako spójne z przywiązywaną przez inwestorów wagą do motywów pozafinansowych wpływających na ich decyzje inwestycyjne. Do podobnych wniosków doszli Bauer, Ruof i Smeetz (2021), którzy przeprowadzili badania wśród uczestników jednego z amerykańskich funduszy emerytalnych, który zapewnia swoim członkom rzeczywisty głos w sprawie polityki zrównoważonego inwestowania. Wyniki pokazały, że dwie trzecie akcjonariuszy badanego funduszu emerytalnego preferuje zwiększenie jego zaangażowania w spółki oparte na celach zrównoważonego rozwoju, nawet jeśli spodziewają się, że zaangażowanie to zaszkodzi ich wynikom finansowym.

Analogiczny trend można zaobserwować w strategii inwestowania, która stanowi przeciwieństwo inwestycji SRI, gdyż skupia się na sektorach wykluczanych podczas etycznej selekcji inwestycyjnej, obejmujących m.in. producentów alkoholu, tytoniu czy broni. Analizy dotyczące efektywności inwestowania w „grzeszne akcje" (ang. *sin stock*) sugerują, że główną przyczyną unikania tych sektorów jest nacisk moralny na inwestorów, a nie niższe wyniki finansowe takich inwestycji (m.in. Hong i Kacperczyk, 2009; Kim i Venkatachalam, 2011). Badania Duliniec i Tomaszewskiego (2016) pokazały, że inwestycje w aktywa uważane za nieetyczne w dłuższej perspektywie przynoszą na szerokim rynku wyższy zwrot z zainwestowanego kapitału niż tradycyjne inwestycje czy te uznawane za etyczne. Podobnie Bolton i Kacperczyk (2021) badali wpływ poziomu emisji dwutlenku węgla na przekrój zwrotów z inwestycji na amerykańskim rynku akcji. Stwierdzili, że akcje spółek o wyższej całkowitej emisji dwutlenku węgla przynoszą wyższe zwroty z inwestycji mierzone ogólnodostępnymi wskaźnikami giełdowymi (m.in. wartości rynkowej do wartości księgowej, P/BV). Nie udało się jednak wyjaśnić premii za wyższą emisję dwutlenku węgla różnicami w nieoczekiwanej rentowności lub innymi znanymi czynnikami ryzyka. Stwierdzili natomiast, że inwestorzy instytucjonalni wdrażają wykluczający monitoring przesiewowy inwestycji w oparciu o bezpośrednią intensywność emisji (stosunek całkowitej emisji CO_2 do wielkości sprzedaży) w kilku istotnych branżach i już teraz domagają się rekompensaty za swoją ekspozycję na ryzyko emisji dwutlenku węgla.

Wiele również wskazuje na to, że zależność między wynikami ESG a wynikami finansowymi inwestycji SRI nie jest liniowa, co może przynajmniej czę-

ściowo tłumaczyć brak konkluzywności dotychczasowych wyników badań. Barnett i Salomon (2006) przeprowadzili nowatorską analizę, która pokazała, że wyniki funduszy SRI z bardzo małą lub dużą liczbą kryteriów środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego (ESG) wyraźnie przewyższają wyniki funduszy ze średnią liczbą takich filtrów. Ten wyłaniający się obraz ukazuje niemonotoniczny, U-kształtny związek pomiędzy zaangażowaniem w aspekty społeczne, środowiskowe i związane z ładem zarządczym a wynikami finansowymi. Najniższe wyniki, skorygowane o ryzyko, dotyczą funduszy koncentrujących się na niewielu wymiarach ESG. Podejście to, zdaniem autorów, ma swoje uzasadnienie – fundusze z ograniczonym zakresem kryteriów ESG mogą efektywnie dywersyfikować większość ryzyka nienagradzanego, podczas gdy fundusze z szerokim zakresem kryteriów ESG korzystają z dodatnich efektów działań społecznych i środowiskowych. Natomiast fundusze o średniej liczbie kryteriów ESG znajdują się w sytuacji najmniej korzystnej, gdyż nie osiągają znaczących sukcesów w żadnym zakresie, co skutkuje porównywalnie słabszymi wynikami finansowymi w stosunku do rywali.

Kotsantonis, Pinney i Serafeim (2016) podjęli próbę uporządkowania danych na temat wyników finansowych inwestowania SRI, przy jednoczesnym skorygowaniu szeregu powszechnych, lecz ich zdaniem błędnych przekonań na temat tej strategii inwestowania. Swoje wnioski przedstawili w zestawie sześciu mitów, które prezentując, jednocześnie demaskują.

Mit nr 1 – programy ESG zmniejszają zwroty z kapitału i długoterminową wartość dla akcjonariuszy. W rzeczywistości firmy aktywnie wdrażające standardy ESG zdobywają strategiczną przewagę na rynkach produktów, pracy oraz kapitałowych. Portfele uwzględniające kluczowe wskaźniki ESG nie tylko oferują inwestorom zwroty przewyższające te z tradycyjnych portfeli, lecz także charakteryzują się zredukowanym ryzykiem.

Mit nr 2 – ESG jest już dobrze zintegrowane z głównym nurtem zarządzania inwestycjami. W rzeczywistości jedynie sygnatariusze wspomnianej powyżej organizacji UN PRI zadeklarowali przestrzeganie zasad odpowiedzialnego inwestowania, lecz ten standard istotnie różni się od pełnej integracji kwestii ESG w ich decyzjach inwestycyjnych.

Mit nr 3 – spółki nie mogą wpływać na rodzaj akcjonariuszy, którzy kupują ich akcje, a menedżerowie korporacyjni muszą często rezygnować z realizacji celów zrównoważonego rozwoju, by wypełniać kwartalne cele finansowe dla coraz bardziej zorientowanych krótkoterminowo inwestorów. W rzeczywistości przedsiębiorstwa, które realizują inicjatywy w zakresie zrównoważonego rozwoju i informują na ich temat w raportach niefinansowych lub innych formach komunikacji z inwestorami, odnoszą również sukcesy w pozyskiwaniu grona długoterminowych akcjonariuszy.

Mit nr 4 – dane ESG wykorzystywane do analizy fundamentalnej[147] są często ograniczone i niewiarygodne. W rzeczywistości dzięki zaangażowaniu organizacji raportujących, inwestorów oraz dostawców danych z zakresu ESG, w ostatniej dekadzie obserwujemy znaczący wzrost dostępności istotnych informacji ESG dotyczących przedsiębiorstw.

Mit nr 5 – ESG podnosi wartość głównie poprzez minimalizację ryzyka. W rzeczywistości, obok niższego ryzyka i mniejszego kosztu kapitału, firmy o wysokich osiągnięciach w zakresie ESG odnotowują także poprawę efektywności operacyjnej i ekspansję na nowe segmenty rynku.

Mit nr 6 – włączanie czynników ESG może kolidować z obowiązkami powierniczymi pewnych inwestorów. W rzeczywistości badania wykazały, że wiele aspektów ESG pozytywnie koreluje z wynikami finansowymi i wartością przedsiębiorstw. Takie odkrycia skłoniły do zrewidowania wytycznych aktu ERISA w Stanach Zjednoczonych w 2015 roku dla funduszy emerytalnych w zakresie stosowania czynników „niefinansowych" w procesie inwestycyjnym[148].

Podsumowując badania empiryczne dotyczące wpływu działań w obszarze ESG na wyniki finansowe, warto przedstawić kilka kluczowych obserwacji Brooks i Oikonomou (2018). Sprawozdawczość ESG często koreluje z lepszymi wynikami zarówno w obszarze ESG, jak i w obszarze finansowym. Zauważalny jest pozytywny, statystycznie istotny, choć ekonomicznie niewielki, związek między działaniami społecznie i ekologicznie odpowiedzialnymi a wynikami finansowymi przedsiębiorstw. Wyniki funduszy i indeksów SRI, skorygowane o ryzyko, niemalże pokrywają się z wynikami ich konwencjonalnych odpowiedników. Strategie inwestycyjne oparte na negatywnym wykluczeniu wiążą się z pewnymi kosztami finansowymi. Wyraźny jest również negatywny związek między wynikami działań ESG a ryzykiem finansowym, obserwowany w różnych klasach aktywów i na różnych rynkach. Istnieje także asymetria w finansowych konsekwencjach działań społecznych i środowiskowych, gdzie negatywne skutki finansowe społecznej nieodpowiedzialności bywają bardziej dotkliwe niż korzyści finansowe płynące z zaniechania działań społecznie odpowiedzialnych. Niemniej jednak relacja między

[147] Zob. rozdz. 4.2.1.

[148] ERISA to skrót od *Employee Retirement Income Security Act* z 1974 roku – amerykański akt prawny, który ustanawia standardy dla większości planów emerytalnych i zdrowotnych w sektorze prywatnym. Jego głównym celem jest ochrona jednostkowych uczestników planu emerytalnego i ich beneficjentów, zapewniając odpowiednie informacje i narzędzia, które pozwolą uczestnikom i beneficjentom na osiągnięcie zabezpieczenia finansowego. Więcej informacji: https://www.dol.gov/general/topic/retirement/erisa (dostęp: 23.07.2023).

wynikami społecznymi i środowiskowymi a wynikami finansowymi nie jest w pełni jasna. Ostatecznie działania oraz wyniki w obszarze ESG mają znaczenie w kontekście kluczowych decyzji korporacyjnych, takich jak wynagrodzenia kadry kierowniczej czy fuzje i przejęcia.

Podsumowując, warto podkreślić, że choć efektywność inwestowania SRI nadal pozostaje przedmiotem dyskusji, zdobywa coraz większą uwagę zarówno w teorii, jak i praktyce inwestycyjnej. Wieloaspektowe badania dowodzą, że odpowiedzialne inwestycje mogą przynieść korzyści zarówno finansowe, jak i społeczne, środowiskowe i związane z ładem korporacyjnych. Istotność tych kwestii jest obecnie ważna ze względu na rosnące wymagania społeczne, środowiskowe oraz zmieniające się dynamicznie warunki rynkowe. W przyszłości ze względu na globalne wyzwania, takie jak zmiany klimatyczne czy nierówności społeczne, strategie SRI mogą stać się nieodłącznym elementem odpowiedzialnego zarządzania.

4.8. Wartość przedsiębiorstw w kontekście czynników ESG

W obszarze ESG kluczowym kierunkiem badań pozostaje analiza wpływu działań o charakterze społecznym, ekologicznym oraz zarządczym na wartość przedsiębiorstw. Eksperci dążą do zrozumienia czy i w jaki sposób te czynniki mogą przyczyniać się do zwiększania wartości firmy zarówno w kontekście bezpośrednich korzyści finansowych, jak i długoterminowej wartości rynkowej.

W celu opisania czym jest wartość przedsiębiorstwa można zastosować wiele podejść i definicji, gdyż jest ona pojęciem niezwykle obszernym i niejednoznacznym, wynikającym z oddziaływania wielu czynników, które ją determinują (Zarzecki, 2002). W naukach o zarządzaniu i jakości oraz ekonomii kwestia wartości rozumiana jest jako wszystko to, co cenne i godne pożądania, co stanowi cel ludzkich dążeń, co jest podstawą ocen, norm oraz kulturowo ukształtowanych wzorów myślenia i postępowania (Kuciński, 2010). Rozważania na temat wartości przedsiębiorstw sięgają początków tej dziedziny wiedzy jako nauki, a więc czasów Adama Smitha (Pioch, 2001). Wraz z rozwojem teorii przedsiębiorstwa, problem jego wartości nurtował ekonomistów, rzecz by można, nieustannie. W ekonomii klasycznej, a szczególnie w pracach przedstawicieli szkoły marginalnej Jevonsa, Mengera i Walrasa, podstawnym założeniem było dążenie do maksymalizacji zysku (Gruszecki, 2002). W ekonomii neoklasycznej prymat konieczności maksymalizacji zysku pozostał nadal aktualny, szczególnie w dziełach Marshalla, który rozważał funkcje przedsiębiorcy i teorię źródeł jego zysku. Jak zauważa

Gruszecki (2002) teoria neoklasyczna przyjmuje, że celem przedsiębiorstwa jest zysk, ale w istocie definiuje przedsiębiorstwo jako kategorię ekonomiczną przez ten cel.

Postulat maksymalizacji zysku przedsiębiorstwa jest przyjmowany zarówno w praktyce, jak i teorii zarządzania do dziś. Zasadę tę trudno wyeliminować z analizy przedsiębiorstw, gdyż zachowuje znaczenie poznawcze jako ogólna zasada przedsiębiorczego działania, ale jednocześnie trudno traktować ją jako wystarczającą (Noga, 2009). Jak zauważył Herman (2016), mimo że obecnie nadal dominuje model neoliberalnej gospodarki, w którym przedsiębiorstwa są traktowane jak maszyny do osiągania możliwie jak największych zysków, w możliwie jak najkrótszym okresie, przełom pierwszej i drugiej dekady XXI wieku nasilił krytykę tej doktryny i ideologii. Stosunkowo niedawno dokonana zmiana za sprawą koncepcji zarządzania przez wartość oraz nowego paradygmatu przedsiębiorstwa bazującego na wartościach ekonomicznych, społecznych i środowiskowych zmieniły perspektywę prymatu maksymalizacji zysku ponad wszystkie inne cele prawdopodobnie na zawsze. Tabela 27 przedstawia kamienie milowe w ewolucji teorii wartości przedsiębiorstwa, kształtujące zarówno jej definicję, jak i percepcję.

Z perspektywy oceny wartości przedsiębiorstwa podstawowe, tradycyjne jej miary wciąż pozostają niezmienne. Z jednej strony, wartość księgowa netto firmy, oparta na bilansie (różnicy między sumą aktywów netto a sumą zobowiązań) jest stosowana jako podstawowa metryka wartości przedsiębiorstwa (Malik, 2015). Ze względu na konserwatyzm rachunkowości opartej na podejściu historyczno-kosztowym, może ona nie odzwierciedlać rzeczywistej wartości przedsiębiorstwa, zwłaszcza w świetle jego przyszłych perspektyw. Z drugiej zaś – wartość rynkowa kapitału własnego, będąca kapitalizacją rynkową wszystkich wyemitowanych akcji, jest uznawana za bardziej dynamiczne i aktualne odzwierciedlenie wartości firmy. Zakładając efektywność rynku w formie półsilnej, cena akcji powinna agregować wszystkie informacje. Mimo pewnych obiekcji wobec pełnej efektywności rynku (przedstawionych krótko w rozdziale 4.2.1), a także prowadzonych badań dotyczących problematyki wartości firmy (więcej na ten temat w rozdziale 5.2.), wartość rynkowa kapitału jest powszechnie akceptowana w środowisku finansowym jako preferowany wskaźnik wartości firmy (Malik, 2015).

Badania dotyczące relacji między kryteriami ESG a wartością przedsiębiorstw stanowią kluczowy element współczesnej analizy rynkowej. Naukowcy i analitycy dążą do określenia, które aspekty ESG najbardziej przyczyniają się do wzrostu wartości firm. Ponadto prace te eksplorują potencjalne korzyści, jakie przedsiębiorstwa mogą uzyskać poprzez wdrażanie standardów ESG, nie tylko w kontekście bezpośredniego wzrostu wartości, lecz także w zakresie

Tabela 27. Kamienie milowe w rozwoju teorii wartości przedsiębiorstwa

Autor	Przełomowa publikacja	Najważniejsze wnioski
Marshall	*Zasady oeconomicusa [Principles of oeconomicus]*, 1890	przedsiębiorstwo generuje prawdziwy zysk po pokryciu kapitału własnego i obcego – koncepcja dochodu rezydualnego
Graham Dodd	*Analiza papierów wartościowych* [*Security Analysis]*, 1934	zaprezentowali specyfikę inwestowania w wartość (*value investing*) oraz zwrócili uwagę na tendencję rynku giełdowego do niedoszacowania wartości akcji wielu spółek
Graham	*Inteligentny inwestor* [*Intelligent Investor*], 1949	posługując się metaforą „Mr. Market" dla rynku kapitałowego, postulował koncentrowanie się przez inwestorów na faktycznych wynikach spółek i strumieniach dywidend, a nie na irracjonalnych działaniach rynku proponował inwestowanie w spółki niedowartościowane, które mają szansę na zyskanie wartości w dłuższej perspektywie
Miller i Modigliani	*The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment*, artykuł w: „American Economic Review", 48, 1958	wartość spółki jest określona przez dochód ekonomiczny; zdyskontowane przepływy gotówki (DFC) oraz wartość bieżąca netto (NPV) są podstawą decyzji ekonomicznych w przedsiębiorstwie; oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji jest uzależniona od ryzyka, a ceny akcji zależą w największym stopniu od racjonalnych oczekiwań dominujących inwestorów
Jensen i Meckling	*Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure*, artykuł w: „Journal of Financial economics", 3, 1976	menedżerowie przedsiębiorstw mogą preferować realizację własnych celów kosztem realizacji celów akcjonariuszy i w związku z tym niezbędne jest ponoszenie kosztów kontroli menedżerów w trosce o wartość powierzonych im kapitałów
Rappaport	*Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora* [*Creating Shareholder Value. A Guide for Managers and Investors*], 1986	pozycja stanowi podwaliny nurtu zarządzania opartego na ekonomicznej wartości przedsiębiorstwa (*Value Based Management*, VBM) oraz zarządzania wartością dla akcjonariuszy (*shareholder value*); polityka tworzenia wartości dla akcjonariuszy polega na ocenie ekonomicznej wartość inwestycji na podstawie prognozowanych wolnych przepływów pieniężnych (*Free Cash Flow*), zdyskontowanych kosztem kapitału. Zasady i narzędzia kreowania wartości dla akcjonariuszy można stosować do analizy przedsiębiorstw (nie tylko notowanych na giełdzie), a także do analizy strategii i produktów
Copeland, Koller i Murrin	*Wycena. Mierzenie i zarządzanie wartością przedsiębiorstw [Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies]*, 1990	wyjaśnili zadania menedżerów w obszarze budowania wartości, zwłaszcza maksymalnego generowania wolnej gotówki; przedstawili także szczegółowo metody wyceny przedsiębiorstw, w tym znaczenia szacowania średniego ważonego kosztu kapitału (WACC)

Tabela 27. c.d.

Autor	Przełomowa publikacja	Najważniejsze wnioski
Bennet Stewart	*W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy* [*The Quest for Value*], 1991	wprowadził pojęcie „ekonomicznej wartości dodanej" (*Economic Value Added*, EVA*), będącej zyskiem rezydualnym (ekonomicznym); wartość kreowana wówczas, gdy EVA ma wartość dodatnią, czyli gdy zwrot z zainwestowanego kapitału jest większy niż średni, ważony zainwestowany koszt kapitału; wprowadził także pojęcia „rynkowej wartości dodanej" (Market Value Added, MVA), która jest różnicą między wartością rynkową spółki a rynkową wartością jej własnych i obcych kapitałów
Kaplan i Norton	*Zrównoważona karta wyników: Przekładanie strategii na działanie [The balance Scorecard: translating strategy into action]*, 1996	zaproponowali metodę formułowania i wyboru strategii przedsiębiorstwa za pomocą „Zrównoważonej karty wyników"; opracowali model przedsiębiorstwa uwzględniający cztery równorzędne perspektywy: finansową, klienta, procesów wewnętrznych oraz uczenia się i wzrostu
Edvinsson i Malone	*Kapitał intelektualny: Ujawnianie rzeczywistej wartości twojej firmy poprzez określenie ukrytego potencjału umysłowego* [*Intellectual capital: Realizing your company's true value by defining its hidden brainpower*], 1997	przedstawili rozmiary i znaczenie kapitału intelektualnego w życiu każdej organizacji, inicjując badania nad niematerialnymi źródłami wartości przedsiębiorstw
Doyle	*Marketing oparty na wartości. Strategie marketingowe dla wzrostu korporacyjnego i wartości dla akcjonariuszy [Value Based Marketing. Marketing Strategies for Corporate Growth and Shareholder Value]*, 2000	nakreślił nową wizję marketingu, podporządkowaną budowaniu wartości dla właścicieli i udziałowców przedsiębiorstw, w której zadaniem marketingu jest utrwalanie relacji z cenionymi klientami i tworzenie przewagi konkurencyjnej
Copeland i Dalgoff	*Zarządzanie oparte na oczekiwaniach [Expectations – Based Management]*, 2005	koncepcja włącza do analizy oczekiwania inwestorów, dla których proces kreowania wartości wymaga zarówno generowania zysków ekonomicznych (zapewniania stopy zwrotu powyżej zainwestowanego kapitału), jak i realizowania powstającej wartości, m.in.: poprzez wzrost wartości akcji, czyli generowania wyników lepszych niż te, przez nich pierwotnie oczekiwane

Tabela 27. c.d.

Autor	Przełomowa publikacja	Najważniejsze wnioski
Porter i Kramer	*Creating Shared Value. How to reinvent capitalism—and unleash a wave of innovation and growth, artykuł w: Harvard Business Review, 89(1/2),* 2011	koncepcja wspólnej wartości (ang. *Shared Value*) Portera i Kramera podkreśla, że firmy mogą jednocześnie zwiększać swoją wartość ekonomiczną i przyczyniać się do rozwiązywania społecznych wyzwań; w przeciwieństwie do tradycyjnych podejść do odpowiedzialności społecznej, gdzie działania społeczne nie są powiązane z podstawową działalnością firmy, wspólna wartość integruje te inicjatywy z główną strategią firmy; tym samym inwestowanie w społeczność, innowacje i zrównoważony rozwój mogą prowadzić do długoterminowego wzrostu i konkurencyjności firmy
Camilleri	*Corporate sustainability and responsibility: creating value for business, society and the environment*, artykuł w: *Asian Journal of Sustainability and Social Responsibility, 2*(1), 2017	odpowiedzialne praktyki biznesowe, zrównoważony rozwój oraz zarządzanie relacjami z interesariuszami tworzą wartość ekonomiczną i społeczną poprzez synchronizację celów ekonomicznych, społecznych i środowiskowych przedsiębiorstw
Geissdoerfer, Savaget, Bocken i Hultink	*The Circular Economy – A new sustainability paradigm? Artykuł w: Journal of Cleaner Production, 143,* 2017	gospodarka obiegu zamkniętego jako nowy model biznesowy tworzenia zarówno wartości firmy, jak i jej łańcuchów wartości
Wirtz, So, Mody, Liu i Chun	*Platforms in the peer-to-peer sharing economy*, artykuł w: *Journal of Service Management, 30*(4), 2019	model ekonomii współdzielenia (ang. *sharing economy*) jako źródło przewagi konkurencyjnej i rozwoju ekosystemów wirtualnych organizacji

* EVA jest zastrzeżonym znakiem handlowym firmy Stern Stewart & Co.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: A. Szablewski. (2008). Budowanie wartości i społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw. W A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz (red.), *Value Based Management. Koncepcje, narzędzia, przykłady* (s. 21–48). Poltext, s. 21–25; M. Panfil i A. Szablewski. (2014). Wycena a cena akcji. W: M. Panfil, A. Szablewski (red.), *Wycena spółek z WIG 30* (s. 22–31). Poltext, s. 27–28; M. Mikołajek-Gocejna. (2013a). Zarządzanie oczekiwaniami inwestorów. W A. Szablewski (red.), *Zmienność rynków a wartość przedsiębiorstw* (s. 209–237). Poltext; M.E. Porter i M.R. Kramer. (2011). Creating Shared Value. *Harvard Business Review*, *89*(1/2), s. 62–67; M.A. Camilleri. (2017). Corporate sustainability and responsibility: Creating value for business, society and the environment. *Asian Journal of Sustainability and Social Responsibility*, *2*(1), 59–74; J. Wirtz, K.K.F. So, M.A. Mody, S.Q. Liu i H.H. Chun. (2019). Platforms in the peer-to-peer sharing economy. *Journal of Service Management*, *30*(4), 452–483.

umacniania pozycji rynkowej i budowania trwałej przewagi konkurencyjnej. Zrozumienie tych relacji ma fundamentalne znaczenie dla inwestorów, menedżerów oraz wszystkich zainteresowanych trwałym i odpowiedzialnym rozwojem biznesu.

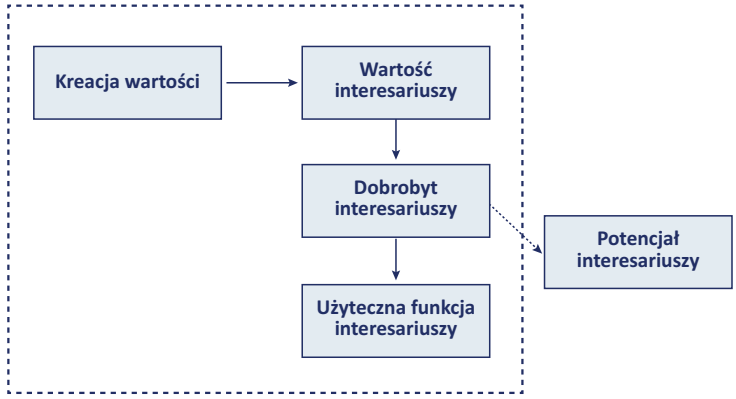
Tymczasem teoria interesariuszy dostarcza odpowiednich narzędzi do rozważenia bardziej kompleksowej perspektywy kreowania wartości przedsiębiorstw. Harrison i Wicks (2013) zaproponowali czteroczynnikową perspektywę analizy wartości, wychodzącą poza wartość ekonomiczną. Perspektywa ta uwzględnia: 1) użyteczność interesariusza w połączeniu z oferowanymi produktami i usługami; 2) użyteczność interesariusza w połączeniu z organizacyjną sprawiedliwością; 3) użyteczność interesariusza wynikającą z afiliacji oraz 4) użyteczność interesariusza wynikającą z dostrzeganych kosztów alternatywnych. Harrison, Bosse i Philips (2010) udowodnili, że przedsiębiorstwa, które alokują więcej zasobów, niż byłoby to wystarczające, by zaspokoić potrzeby swoich interesariuszy, wytwarzają więcej potencjału oraz korzystnych warunków dla kreowania wartość firmy. Dzieje się tak dlatego, że firmy te rozwijają relacje z interesariuszami oparte na zaufaniu i wzajemnej sprawiedliwości, dzięki czemu interesariusze są bardziej skłonni, by dzielić się niuansami i drobnymi informacjami dotyczącymi ich funkcjonalnej użyteczności. Dzięki uzyskanym informacjom firma może w bardziej efektywny sposób alokować swoje zasoby w obszarach, w których są najbardziej potrzebne i będą najlepiej wykorzystane. Ponadto powyższa wymiana informacji sprzyja innowacyjności oraz lepszemu dostosowywaniu się do zmian zachodzących w otoczeniu przedsiębiorstwa.

Jednocześnie Garriga (2014) zauważa, że pewne pytania nadal pozostają bez odpowiedzi. Nie wiemy, jak firma powinna traktować interesariuszy, by kreować wartość. Co oznacza „wartość" dla danej grupy interesariuszy i jak firmy tworzą różne rodzaje wartości? Jak mierzyć wartość tworzoną przez interesariuszy? Na podstawie badań własnych Garriga zaproponowała metodę pomiaru potencjału interesariuszy i w jej ramach zidentyfikowała istotne dla budowania wartości, elementy potencjału interesariuszy: bycie zatrudnialnym, bycie innowacyjnym, bycie przedsiębiorczym, bycie responsywnym, bycie społecznie zintegrowanym, bycie empatycznym, bycie „zielonym" i bycie zdrowym. W teorii interesariuszy potencjał interesariusza jest równoznaczny z jego gotowością do działania na rzecz firmy oraz dobrowolnego zaangażowania w tworzenie wartości. Zaproponowane przez Garriga podejście do potencjału interesariuszy służy zrozumieniu relacji pomiędzy firmą a interesariuszami, nie tylko w zakresie potencjału ich zasobów, lecz także w zakresie różnych możliwości i szans, które interesariusze mogą eksplorować w kontekście relacji firma – interesariusz. Model kreowania war-

tości opartego na potencjale interesariuszy zaproponowany przez Garriga został przedstawiony na rysunku 30.

Changa, Kima i Li (2014) zagregowali różne wymiary działań w zakresie społecznej odpowiedzialności biznesu zgodnie z typologią interesariuszy zaproponowaną przez Clarksona (1995) i przedstawili spójne dowody na to, że mocne strony CSR skierowane do różnych interesariuszy mają swój unikalny wpływ na ryzyko firmy i wyniki finansowe. Instytucjonalne działania społeczne i środowiskowe, ukierunkowane na drugorzędnych interesariuszy są negatywnie powiązane z ryzykiem firmy, mierzonym ryzykiem całkowitym i ryzykiem systematycznym. Działania społeczne i ekologiczne ukierunkowane na głównych interesariuszy są natomiast pozytywnie powiązane z wynikami finansowymi firm. Wyniki ich badań, przeprowadzonych na próbie firm wchodzących w skład indeksu S&P 500 w latach 1995–2009, są spójne z poglądem na temat zarządzania ryzykiem „altruistycznych" działań CSR oraz z teorią interesariuszy.

Rysunek 30. Kreowanie wartości a potencjał interesariuszy



Źródło: opracowanie własne na podstawie: E. Garriga. (2014). Beyond Stakeholder Utility Function: Stakeholder Capability in the Value Creation Process. *Journal of Business Ethics*, (120), s. 493.

Relacje pomiędzy wskaźnikami ESG a wynikami finansowymi również stanowią istotny nurt badań w obszarze kreowania wartości przedsiębiorstw. Analiza tych relacji pozwala zrozumieć, w jaki sposób odpowiedzialne działania przedsiębiorstw wpływają na ich zdolność do generowania zysków (m.in. Brammer i in., 2006; Friede i in., 2015; Lo i Sheu, 2007; McWilliams i Siegel, 2001 Nollet i in., 2016; Surroca i in., 2010; van Beurden i Gössling, 2008). Choć wiele badań sugeruje, że działania związane z ESG korzystnie wpływają na wyniki finansowe (np. Lo i Sheu, 2007; Filbeck, Gorman

i Zhao, 2009; Eccles i in., 2014; Cahan i in., 2015; Fatemi i in., 2015; Friede, Busch i Bassen, 2015; Rodriguez-Fernandez, 2016; Wang i Sarkis, 2017; Brooks i Oikonomou, 2018.), istnieją również prace wskazujące na trend przeciwny (m.in. Brammer i in., 2006; Lee i in., 2016, Duque-Grisales i Aguilera-Caracuel, 2021). Analogicznie zatem do badań dotyczących efektywności inwestycji opartych na kryteriach SRI, wyniki dotyczące wpływu czynników ESG na osiągnięcia finansowe firm nie są jednoznaczne (Duque-Grisales i Aguilera-Caracue, 20121).

Friede, Busch i Bassen (2015) przeprowadzili metaanalizę dostępnych wyników 2200 indywidualnych badań pierwotnych i wtórnych, dotyczących związków działań firm w wymiarach ESG w kontekście ich wyników finansowych. Ich wnioski sugerują, że inwestycje ESG mają uzasadnienie biznesowe. Około 90% analizowanych wyników badań wykazało nieujemną relację ESG-CFP, a więc dodatni lub obojętny wpływ działań w obszarze ESG na finansowe wyniki przedsiębiorstw. Co ważniejsze, w tej grupie zdecydowana większość badań wykazała pozytywne, a nie obojętne wyniki. Ponadto pozytywny wpływ czynników ESG na wyniki finansowe przedsiębiorstw okazał się stabilny w czasie oraz niezmienny w różnych regionach geograficznych i dla różnych portfeli inwestycyjnych, w tym młodych klas aktywów inwestycji ESG, takich jak rynki wschodzące, obligacje korporacyjne i zielone nieruchomości.

Podobnie Dimson, Karakaş i Li (2015) zaobserwowali dodatnie zwroty z akcji po udanym zaangażowaniu inwestorów, które dotyczyło kwestii ESG. Przeanalizowali obszerną, własną bazę danych dotyczących zaangażowania w kwestie środowiskowe, społeczne i związane z ładem korporacyjnym amerykańskich spółek publicznych w latach 1999–2009. Zaobserwowali, że po udanym (lub nieudanym) zaangażowaniu następują dodatnie (lub zerowe) anormalne zwroty. Spółki z gorszym ładem korporacyjnym i posiadające świadomych społecznie inwestorów instytucjonalnych są bardziej skłonne do zaangażowania. Sukces w zaangażowaniu jest bardziej prawdopodobny, jeśli zaangażowana firma ma obawy o reputację i większą zdolność do wdrażania zmian. Współpraca między aktywistami odgrywa kluczową rolę w zwiększaniu wskaźnika powodzenia działań środowiskowych i społecznych. Po udanym zaangażowaniu, szczególnie w kwestie środowiskowe lub społeczne, spółki osiągają lepsze wyniki w zakresie rachunkowości i zarządzania oraz zwiększają udział własności instytucjonalnej.

Natomiast Brammer i in. (2006) doszli do odwrotnych wniosków. Analizowali oni związek między wynikami społecznymi przedsiębiorstw w zakresie ochrony środowiska, zatrudnienia i działalności społecznej, a zwrotami z akcji spółek w Wielkiej Brytanii i stwierdzili niższe zwroty z akcji dla firm

osiągających wysokie wyniki zagregowanego wskaźnika ESG niż w grupie kontrolnej. Podobnie Lee i in. (2016) stwierdzili, że inwestycje ESG pogarszają wyniki finansowe przedsiębiorstw i argumentują, że może to wskazywać na niższy koszt kapitału własnego dla firm o wysokich wynikach ESG. Trzecia grupa autorów stwierdza, że w rzeczywistości nie ma związku między wynikami w obszarze ESG a wynikami finansowymi lub ten związek jest obojętny (Orlitzky i in., 2003; Horváthová, 2010; Surroca, Tribó i Waddock, 2010).

Równocześnie badano także związek między raportowaniem ESG a wynikami finansowymi przedsiębiorstw, ale wyniki tych badań również nie zawsze są spójne. Chociaż wiele badań dostarcza mieszanych sygnałów dotyczących wpływu raportowania ESG na wartość rynkową firm, istnieją prace, które oferują bardziej jednoznaczne wnioski. Między innymi Conca i in. (2021) odkryli pozytywny związek między raportowaniem ESG a rentownością przedsiębiorstw w swoim badaniu opartym na europejskich spółkach giełdowych z sektora spożywczego. Równocześnie Landau i in. (2020) zauważyli, że raportowanie ESG może negatywnie wpływać na wartość rynkową spółki, sugerując jednocześnie, że poprawa jakości raportów może złagodzić ten negatywny wpływ.

W literaturze przedmiotu można odnotować kilka przyczyn braku konkluzywności otrzymywanych wyników badań w zakresie związku wymiarów ESG i wyników finansowych przedsiębiorstw. Z uwagi na fakt, że kryteria ESG są zróżnicowane i opierają się na wynikach firm w zakresie czynników środowiskowych, społecznych i związanych z ładem korporacyjnym w równych proporcjach, możliwe jest, że przedsiębiorstwa uczestniczą w poszczególnych działaniach E, S i G na różnych poziomach (Humphrey i in., 2012). Niektóre firmy mogą rozwijać inicjatywy w jednym z tych trzech wymiarów, które przyczyniają się do generowania wartości, podczas gdy ich działania w innych wymiarach ESG mogą zmniejszać pozytywny wpływ na wyniki finansowe. Firma może zarządzać praktykami społecznymi i relacjami z interesariuszami, a jednocześnie nie być świadoma ekologicznych skutków swoich działań lub efektów stosowania niskich standardów ładu korporacyjnego. W związku z tym bardziej szczegółowa analiza różnych czynników ESG może okazać się kluczowa dla zrozumienia wpływu ich działań na wyniki finansowe (Duque-Grisales i Aguilera-Caracue, 2019).

Związek pomiędzy ładem korporacyjnym a działaniami prospołecznymi i prośrodowiskowymi jest kolejną kwestią szeroko omawianą w literaturze przedmiotu. Jo i Harjoto (2011) wykorzystali szeroki zakres wskaźników ładu korporacyjnego (m.in. przywództwo CEO, niezależność rady nadzorczej, własność instytucjonalna, śledzenie rekomendacji analityków, przepisy zapobiegające przejęciom), aby udokumentować pozytywny związek mię-

dzy ładem korporacyjnym a zaangażowaniem firm w CSR. Brown, Helland i Smith (2006) przeanalizowali działalność filantropijną firm, wykorzystując dane dotyczące wysokości darowizn i ich priorytetów. Stwierdzili oni, że firmy z bardziej licznym składem rady nadzorczej są powiązane ze znacznie większymi darowiznami pieniężnymi. W innym badaniu zaobserwowano, że im większa troska zarządów o interesariuszy, tym większe prawdopodobieństwo, że firmy będą postrzegać potrzebę skutecznego wdrażania inicjatyw CSR. Hung (2011), opierając się na badaniu 120 dyrektorów pracujących w korporacjach, udokumentował, że mogą oni wspierać proces zarządzania relacjami z interesariuszami i pomagać w ochronie interesów ich własnej organizacji jako interesariusza. Bear, Rahman i Post (2010) potwierdzili, że różnorodność rad nadzorczych i ich skład pod względem płci (szczególnie pod względem liczby kobiet w radach nadzorczych) wpływają pozytywnie na oceny działań społecznie odpowiedzialnych i reputację firm. Rupley, Brown i Marshall (2012) pokazali, że dobrowolne ujawnianie informacji środowiskowych jest pozytywnie powiązane z niezależnością, różnorodnością i doświadczeniem rady nadzorczej. Wyniki ich uzupełniających analiz sugerują, że inwestorzy instytucjonalni wywierają wpływ na decyzje menedżerów dotyczące raportowania środowiskowego tylko w obliczu negatywnych informacji na ten temat w mediach. Ponadto działania ESG mogą odzwierciedlać problemy agencji menedżerskiej, a menedżerowie korporacyjni angażują się w działania społecznie odpowiedzialne w celu zwiększenia własnej użyteczności, a nie dobrobytu akcjonariuszy (Benabou i Tirole, 2010). Niemniej jednak wyniki badań wydają się potwierdzać, że wyższa jakość działań społecznie i ekologicznie odpowiedzialnych jest związana z dobrym ładem korporacyjnym (Malik, 2015). Tak więc mechanizm zarządzania firmą nie tylko chroni interesy akcjonariuszy, lecz także dba o innych interesariuszy, a tym samym może znacząco wpływać na wyniki firmy poprzez mechanizm ich monitorowania.

Badacze zaproponowali wiele różnych mechanizmów, za pomocą których działania ESG mogą tworzyć wartość dla firm, jednak wszystkie zasadniczo należą do jednej z dwóch kategorii (Gillan, Koch i Starks, 2021). Po pierwsze, działania ESG mogą tworzyć wartość, ponieważ zwiększają bogactwo akcjonariuszy, dzięki zwiększaniu przepływów pieniężnych (np. klienci nabywają produkty i usługi tych firm, które mają dobrą reputację w zakresie odpowiedzialności społecznej), wyższej produktywności pracowników oraz obniżeniu stopy dyskontowej (np. wpływając na obniżenie kosztu kapitału). Po drugie, działania ESG mogą tworzyć wartość firmy poprzez kanał maksymalizacji użyteczności dla akcjonariuszy, którzy mogą cenić dobra środowiskowe lub społeczne wytwarzane przez firmy o wysokim profilu ESG, dodat-

kowo do generowanych przez nie przepływów pieniężnych. W ten sposób akcjonariusze otrzymują więcej korzyści z posiadania akcji odpowiedzialnych firm, nawet jeśli przepływy pieniężne są takie same, jak w przypadku firm nieuwzględniających czynników ESG. Jednocześnie firmy, których pracownicy rozpoznają jasność celu społecznego i środowiskowego, zapewniają lepsze zyski dla akcjonariuszy (Gartenberg, Prat i Serafeim, 2019). To, co było dotychczas pomijane w myśleniu o ESG to fakt, że innowacje społeczne w kluczowych kwestiach w każdej branży mogą głęboko wpływać na strategiczne pozycjonowanie zarówno pod względem zróżnicowania, jak i oszczędności kosztów.

Podobnie Zumente i Bistrova (2021) badały, w jaki sposób ESG buduje długoterminową wartość dla akcjonariuszy oraz czy firmy są świadome pozytywnych efektów ESG, a tym samym, czy staną się tym bardziej zaangażowane w działania ESG. W ramach jakościowej analizy porównały deklaracje misji publicznie notowanych spółek z Europy Środkowej i Wschodniej (CEE) opublikowane aktualnie oraz przed dziesięciu laty. Wyniki przeprowadzonej analizy pokazują, że spółki o wyższej świadomości zrównoważonego rozwoju zapewniają tworzenie wartości dla akcjonariuszy poprzez lepsze wyniki finansowe, jakość zarządzania, a także niższe wskaźniki ryzyka. Ponadto jakościowe czynniki niefinansowe, takie jak reputacja, zaufanie interesariuszy, satysfakcja i zaangażowanie pracowników, mają jeszcze większy wpływ na długoterminową wartość niż kwestie czysto finansowe. Tym samym firmy stają się bardziej świadome wartości uwzględniania aspektów ESG w swoim podejściu do zarządzania, reagując na globalny trend zrównoważonego rozwoju.

Gillan, Koch i Starks (2021) argumentują jednak, że firmy o większej wartości i wyższych wynikach finansowych mają większą zdolność do wydatkowania swoich zasobów na działania ESG, co *de facto* bywa też rozwiązaniem ich problemu agencji wolnych przepływów pieniężnych. Zauważyli oni, że w tym przypadku przyczynowość ma przeciwny kierunek, gdyż to wysokie, rynkowe wyceny spółek i ich lepsze wyniki finansowe prowadzą do wyższego poziomu wyników w wymiarach ESG. Niemniej jednak oba kierunki przyczynowości przewidują pozytywny związek między wynikami ESG a miarami tzw. bogactwa akcjonariuszy (ang. *shareholders wealth*). Co więcej, związek ten wydaje się być szeroko wspierany przez dane empiryczne, gdyż wyższe wyniki ESG okazują się najbardziej rozpoznawalne w większych firmach z większymi zasobami i w krajach rozwiniętych gospodarczo.

W literaturze dotyczącej związku kryteriów ESG z wartością firmy szczególną uwagę poświęcono analizie wpływu zaangażowania środowiskowego na wyniki finansowe oraz wartość przedsiębiorstw. Analizując działania

z zakresu ochrony środowiska, badacze próbowali zrozumieć, jak inicjatywy proekologiczne mogą przekładać się na konkretne korzyści finansowe dla organizacji. Jedno z badań sugeruje, że działania te przekładają się nie tylko na poprawę wyników środowiskowych, lecz także na wysokość inwestycji i wyniki ekonomiczne organizacji (Ahmad, Yaqub i Lee, 2023). Przyjęcie zatem polityki ESG może zwiększać potencjał działań innowacyjnych w celu tworzenia wartości. Lee i in. (2016) badali w jaki sposób odpowiedzialność środowiskowa wpływa na wyniki finansowe przedsiębiorstw mierzone zwrotem z kapitału własnego (ang. *Return on Equity*, ROE) i zwrotem z aktywów (ang. *Return on Assets*, ROA). Wyniki ich badań pokazały, że relacje między wynikami w zakresie odpowiedzialności środowiskowej a ROE i ROA firm są pozytywne i statystycznie istotne. Jednocześnie okazało się, że wydatki na badania i rozwój nie wpływają ani na odpowiedzialność środowiskową, ani na wyniki finansowe badanych przedsiębiorstw. Konar i Cohen (2001) również koncentrowali swoje badania wokół wpływu wyników środowiskowych na wyniki finansowe przedsiębiorstw. Korzystając z obszernej próby dużych amerykańskich korporacji, pokazali, że toksyczne emisje są silnie negatywnie powiązane z wieloma miarami wyceny rynkowej spółek, szczególnie w branżach tradycyjnie zanieczyszczających środowisko. Analizując dane z Wielkiej Brytanii, Thomas (2001) podobnie zauważył, że zarówno wdrożenie polityki środowiskowej przez przedsiębiorstwo, jak i konsekwencje prawne związane z naruszeniem norm ekologicznych, mają istotny wpływ na nadzwyczajne zwroty finansowe firmy. W ramach szeroko zakrojonych badań Sharfman i Fernando (2008) wykazali, że lepsze wyniki przedsiębiorstw w zakresie ochrony środowiska prowadzą do obniżenia kosztów kapitału, ale również do przejścia z finansowania kapitałowego na finansowanie dłużne i wyższych korzyści podatkowych związanych z możliwością zwiększenia zadłużenia. Ponadto Coelho i in. (2023) pokazali, że wpływ działań CSR na wyniki finansowe firm staje się bardziej znaczący, gdy wyniki ESG ulegają poprawie. Wówczas planowanie działań operacyjnych z uwzględnieniem czynników ESG otwiera możliwości dotarcia do nowych klientów, charakteryzujących się świadomością społeczną i środowiskową, ułatwia dostęp do nowego finansowania projektów inwestycyjnych, a także wzmacnia odporność organizacji na kryzysy.

Innym wymiarem społecznego działania firmy, któremu poświęcono wiele uwagi w kontekście kreowania wartości, są relacje z pracownikami i ogólny poziom ich zadowolenia z pracy. Tradycyjnie najczęściej stosowanym wskaźnikiem dla tego atrybutu jest umieszczenie firmy w rankingach takich na przykład, jak *100 Best Companies to Work For* magazynu „Forbes" (*100 najlepszych firm, dla których warto pracować*), która to lista uwzględnia poczucie

dumy i koleżeństwa wśród pracowników, a także ich zaufanie do zespołu zarządzającego (Brooks i Oikonomou, 2018). Już Filbeck i Preece w swoich badaniach z 2003 r. potwierdzili statystycznie istotną pozytywną reakcję na ogłoszenie wyników takiej listy ratingowej i wyższe długoterminowe zwroty skorygowane o ryzyko tych firm, które się na niej znalazły w porównaniu z pozostałymi. Oprócz statystycznie istotnych wyników w dniu ogłoszenia, wzrost wartości akcji spółek, które mogą znaleźć się w rankingu nastąpił już w ciągu dwóch tygodni poprzedzających ogłoszenie jego wyników i okazał się on nawet statystycznie wyższy niż w okresie kilku tygodniu po ogłoszeniu wyników rankingu, co badacze tłumaczą asymetrią informacji, czyli nierównym dostępem do informacji graczy rynkowych oraz tym, że firmy mogą być nagradzane tytułem „100 najlepszych firm" na podstawie wyższych wyników w latach poprzedzających badanie. Wyniki ich badań sugerują ponadto, że inwestor nie może osiągnąć lepszych wyników niż rynek, inwestując w spółki wymienione w rankingu „100 najlepszych firm" w ujęciu rocznym. Jakie są implikacje dla inwestorów? „100 najlepszych firm" jest wybieranych na podstawie ankiety przeprowadzonej wśród pracowników, a nie ekspertów. Wyniki badań wskazują zatem, że zadowoleni pracownicy prowadzą do zadowolenia akcjonariuszy, a rynek akcji docenia troskę przedsiębiorstw o pracowników.

Podobne wnioski można znaleźć w wynikach badań Edmansa (2011), który stwierdził, że portfel *100 najlepszych firm przyjaznych pracownikom w Ameryce* osiągnął średnie anormalne zwroty w wysokości 3,5% w latach 1984–2009. Również wyniki badań Faleye i Trahan (2011) pokazały, że firmy stosujące praktyki przyjazne pracownikom osiągają lepsze wyniki pod względem długoterminowych zwrotów z akcji i wyników operacyjnych niż pozostałe. Brammer, Brooks i Pavelin (2009) potwierdzili natomiast, że firmy, które zostały niedawno włączone do rankingu etyki w biznesie *America's Best 100 Corporate Citizens* (*100 najlepszych obywateli korporacyjnych Ameryki*) i jednocześnie nie są objęte indeksem S&P500, zapewniają inwestorom giełdowym wysokie, ponadprzeciętne zwroty z inwestycji. Wreszcie Kane, Velury i Ruf (2005) wykazali, że firmy o lepszych relacjach z pracownikami lepiej radzą sobie w negocjacjach z nimi, zwłaszcza w trudnych gospodarczo czasach, i tym samym istnieje mniejsze prawdopodobieństwo, że znajdą się one w trudnej sytuacji finansowej.

Kilka wyników badań dokumentuje pozytywny związek pomiędzy ocenami społecznego i środowiskowego zaangażowania firm a miarami wyników finansowych lub wartości firmy. Gillan i in. (2010) badali związek między ocenami ESG firm a ich wynikami przy użyciu siedmiu kategorii stosowanych przez firmę ratingową KLD, stwierdzając, że firmy o wyższych ocenach ESG mają wyższe wyniki operacyjne. Borghesi, Houston, Naranjo (2014) stwier-

dzili wyższe wyniki ratingu KLD dla firm o lepszych wynikach operacyjnych i firm o większych wolnych przepływach pieniężnych. Ich zdaniem menedżerowie często inwestują w działania uznawane za społecznie odpowiedzialne, nawet jeśli nie zwiększają one wartości (kierując się między innymi własnymi, altruistycznymi pobudkami). W tym kontekście Borghesi, Houston, Naranjo (2014) badali różne czynniki, które motywują menedżerów do inwestowania w społecznie odpowiedzialne działania. Okazuje się, że większe firmy, firmy z większymi wolnymi przepływami pieniężnymi i wyższymi nakładami na reklamę wykazują wyższy poziom społecznej odpowiedzialności biznesu (CSR). Ponadto spółki publiczne będące własnością instytucjonalną rzadziej inwestują w CSR – co poddaje w wątpliwość argument, że inwestycje te mają na celu promowanie wartości dla akcjonariuszy. Badając w jaki sposób cechy osobiste CEO, wpływają na podejmowanie decyzji korporacyjnych, stwierdzili, że kobiety na stanowiskach CEO, młodzi CEO i menedżerowie, którzy przekazują darowizny zarówno na rzecz partii republikańskiej, jak i demokratycznej są znacznie bardziej skłonni do inwestowania w CSR. Ten ostatni wynik sugeruje, że inwestycje w CSR mogą nie wynikać wyłącznie z altruistycznych pobudek, ale mogą być częścią szerszej strategii mającej na celu stworzenie dobrej woli i pomoc w utrzymaniu dobrych stosunków politycznych. Wreszcie, stwierdzili silny pozytywny związek między poziomem zainteresowania mediów firmą i jej prezesem a poziomem inwestycji w CSR. Odkrycie to sugeruje, że uwaga mediów pomaga skłonić firmy do dokonywania społecznie odpowiedzialnych inwestycji. Ferrell, Hao i Renneboog (2016) również stwierdzili pozytywny związek między wynikami CSR a wartością firmy. Przedsiębiorstwa skutecznie zarządzane, charakteryzujące się mniejszym ryzykiem agencji (objawiającym się niższymi rezerwami gotówki, wynagrodzeniami uzależnionymi od wyników, niskim poziomem kontroli i silną ochroną menedżerów), są bardziej aktywne w obszarze CSR.

Jeszcze inne podejście do kwestii wartości przyjęli Chang i in. (2019), którzy analizowali związek między wartością firmy a praktykami ESG, sprawdzając czy wartość dodatkowego dolara w gotówce jest wyższa dla firm o wysokim wynikach ESG niż dla firm o niskim ESG. Okazuje się, że dodatkowy dolar w gotówce powoduje większe zmiany wartości firmy w przypadku firm o wysokich wynikach ESG niż tych o niskich wynikach. Badacze doszli zatem do wniosku, że działania społecznie odpowiedzialne skutkują wyższą wartością firmy, a ponadto pokazali, że przedsiębiorstwa odpowiedzialne społecznie wykorzystują gotówkę jako narzędzie do wywiązywania się z ukrytych zobowiązań wobec interesariuszy.

Na zakończenie warto przytoczyć wnioski z badań i Raut (2022), którzy podjęli się jednej z pierwszych prób zastosowania sztucznej inteligencji (AI)

i uczenia maszynowego (ang. *machine learning*, ML) do identyfikowania potencjalnego wpływu kryteriów ESG na wyniki finansowe i wartość przedsiębiorstw. Zaproponowali model, który wykorzystuje sztuczną inteligencję i uczenie maszynowe do analizy danych ESG i pomaga określić, które przedsiębiorstwa mają większe szanse na osiągnięcie długoterminowego sukcesu. Swoje badania przeprowadzili na próbie spółek giełdowych. Wyniki ich badań sugerują, że organizacje z wyższymi wynikami ESG mają większe szanse na lepsze długoterminowe wyniki finansowe i wartość firmy. Ponadto wdrożenie modelu uczenia maszynowego pomaga w identyfikacji czynników ESG, które osiągają dobre wyniki w aspektach środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego, biorąc pod uwagę perspektywy finansowe. Wyniki tych badań mogą znaleźć praktyczne zastosowanie do przeprowadzania analiz inwestycyjnych zarówno przez inwestorów indywidulanych, jak i instytucjonalnych- czy samych przedsiębiorstw w ocenie ich wyników przy użyciu sztucznej inteligencji i uczenia maszynowego. Narzędzia AI i ML usprawniają taką pracę, tworząc znormalizowany model, który może pomagać w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Według Croom i in. (2018) pozytywnym zjawiskiem jest to, że narzędzia AI mogą analizować ryzyka i szanse ESG, co jest efektywniejszą metodą niż metody wcześniej stosowane. Trudno nie zgodzić się z tym, że narzędzia te skutecznie usprawniają analizę danych (Vo, Liu i Xu, 2019).

Zastosowanie AI i ML w badaniach dotyczących efektywności inwestowania ESG i wartości przedsiębiorstw z pewnością oferuje szereg nieporównywalnych korzyści. Dzięki zdolnościom tych technologii do przetwarzania ogromnych zbiorów danych w krótkim czasie, badacze mogą identyfikować subtelne powiązania i korelacje, które byłyby trudne do zdiagnozowania przy użyciu tradycyjnych metod. Ponadto adaptacyjna natura technologii ML umożliwia ciągłe doskonalenie modeli i narzędzi na podstawie nowych danych, co docelowo prowadzi do bardziej precyzyjnych i wiarygodnych wyników zarówno w aspekcie zarządzania działaniami w obszarze ESG, jak i kreowania wartości przedsiębiorstw. Tymczasem teren ten pozostaje *carte blanche* w badaniach i ogromnym polem do dalszym eksploracji i testowania hipotez efektywności i rzetelności zastosowania technologii AI oraz ML w badaniach zarówno nad kreowaniem wartości przedsiębiorstw w kontekście wymiarów ESG na rynkach kapitałowych, jak i inwestowania społecznie odpowiedzialnego.

4.9. Podsumowanie

Współczesne rynki kapitałowe coraz bardziej zwracają uwagę na kryteria ESG, co potwierdzają omówione w niniejszym rozdziale zagadnienia. Analiza rynku kapitałowego, przeprowadzona przez pryzmat czynników ESG, identyfikuje ich rosnące znaczenie w kontekście globalnych inwestycji. Kluczowe instrumenty inwestycji ESG wskazują na różnorodność narzędzi dostępnych dla inwestorów zainteresowanych tym obszarem. Inwestowanie społecznie odpowiedzialne oraz indeksy ESG stały się standardem, wskazując na coraz głębsze włączanie tych koncepcji w główny nurt praktyk rynkowych. Ważnym elementem tej dynamiki jest raportowanie niefinansowe, które dostarcza inwestorom przejrzystych informacji o działalności przedsiębiorstw z perspektywy wymiarów ESG. Jednak, jak pokazano w rozdziale 4.7, nie wszystkie inwestycje o charakterze społecznym i ekologicznym przynoszą oczekiwane korzyści. Przeprowadzona analiza wyników badań wskazuje, że co prawda działania w obszarze ESG częściej wydają się przekładać na lepsze wyniki finansowe, ale relacja między odpowiedzialnością społeczną, środowiskową i związaną z ładem korporacyjnym a efektami finansowymi nie jest jednoznaczna. Oprócz oceny efektywności inwestowania na rynkach kapitałowych przez pryzmat kryteriów ESG, wydają się one również mieć coraz większe znaczenie w ocenie wartości przedsiębiorstw, co podkreśla kluczową rolę uwzględniania wymiarów ESG w długoterminowej strategii firmy.

Mimo to istnieją argumenty zarówno za, jak i przeciw stosowaniu kryteriów ESG w zarządzaniu, co wskazuje na konieczność prowadzenia dalszych badań w tym obszarze. Jednakże bez względu na ich wynik już dziś można stwierdzić, że wymiary ESG stają się nieodłącznym elementem rynków kapitałowych, kształtując zarówno bieżące strategie inwestycyjne, jak i przyszłe kierunki ich rozwoju.

ROZDZIAŁ 5

ESG w zarządzaniu na rynku polskim

5.1. Wprowadzenie

Do debaty nad rozwojem uwzględniania czynników ESG w działalności przedsiębiorstw Polska również wniosła swoje unikalne spojrzenie i doświadczenie. Polski rynek, wraz ze swoją bogatą historią i specyficznym kontekstem społeczno-gospodarczym, oferuje unikalną perspektywę na te zagadnienia.

W niniejszym rozdziale przedstawiono wkład myśli polskiej do światowego nurtu badań nad zarządzaniem wartością przedsiębiorstw w kontekście czynników ESG (rozdz. 5.2). Omówiono w nim specyfikę wymiarów ESG z perspektywy rynku polskiego (rozdz. 5.3), skupiając się na kryteriach szczególnie istotnych dla naszego kraju. Analizie poddano indeksy ESG funkcjonujące na polskim rynku kapitałowym: indeks RESPECT oraz WIG–ESG Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (rozdz. 5.4). Polski rynek inwestycji SRI, występujące na nim aktualne trendy i wyzwania omówiono natomiast w rozdziale 5.5. Na zakończenie poddano analizie wyniki badań dotyczących efektywności inwestowania społecznie odpowiedzialnego na polskim rynku kapitałowym oraz kwestie raportowania niefinansowego, stanowiącego ważny element komunikacji przedsiębiorstw z interesariuszami, w szczególności z inwestorami.

Celem niniejszego rozdziału jest nie tylko przedstawienie wkładu polskich naukowców i ekspertów w globalny dyskurs dotyczący uwzględniania wymiarów ESG w teorii i praktyce zarządzania, lecz także przedstawienie lokalnego procesu jego rozwoju oraz dalszych perspektyw.

5.2. Wkład myśli polskiej do nurtu badań nad zarządzaniem wartością przedsiębiorstw w kontekście czynników ESG

Rozwój polskiej myśli naukowej w zakresie zarządzania wartością przedsiębiorstw nierozerwalnie wiąże się z adaptacją i kreatywną interpretacją globalnych trendów w dziedzinie zarządzania. Polski dorobek w tym zakresie, choć mniej znany na arenie międzynarodowej, dostarczył wielu istotnych refleksji i rozwiązań, które wpłynęły na kształtowanie się nowoczesnych podejść do zarządzania wartością również w kontekście zrównoważonego rozwoju, społecznej odpowiedzialności i uwzględniania kryteriów ESG. Swój szczególny wkład do dorobku wnieśli pracownicy Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, ale także innych ośrodków, w tym Wydziału Ekonomiczno-Socjologicznego Uniwersytetu Łódzkiego, Instytutu Ekonomii i Finansów Uniwersytetu Szczecińskiego, Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego oraz Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego.

W literaturze źródłowej brakuje spójnej definicji wartości przedsiębiorstwa. Jak zauważa Kamela-Sowińska (1996, s. 30) termin „wartość firmy" zmieniał swoje znaczenie na przestrzeni wielu lat, a po raz pierwszy pojawił się w orzeczeniu sądu brytyjskiego z 1571 roku jako termin *goodwill*[149], stosowany w literaturze anglojęzycznej do dzisiaj. Tym samym należy odróżnić wartość firmy od wartości przedsiębiorstwa. „Wartość firmy jako kategoria ekonomiczna jest tworzona przez zespół identyfikowalnych, niedających się samodzielnie wycenić atrybutów przedsiębiorstwa, które funkcjonują niezależnie od identyfikowalnych jego aktywów" (Kamela-Sowińska, 1996, s. 73). Wartość firmy współtworzą zatem niematerialne, niefinansowe czynniki, nieobecne w bilansie finansowym przedsiębiorstwa[150]. Różnica między wartością przedsiębiorstwa a wartością firmy (*goodwill*) polega więc na spostrzeżeniu, że aktywa materialne samoistnie generują wartość netto, a składniki niematerialne generują wartość firmy (Siudak, 2001). W tym sensie wartość przedsiębiorstwa zawiera się w wartości firmy. Powyższe rozróżnienie, między wartością firmy (*goodwill*) a wartością przedsiębiorstwa, sprowadza się także do stosowania różnych metod pomiaru wartości aktywów firmy oraz aktywów przedsiębiorstwa, co skutkuje pojawieniem się luki wartości w postaci różnicy

[149] Zgodnie z definicją International Valuation Standard Council, *goodwill* oznacza „jakąkolwiek przyszłą, ekonomiczną korzyść powstałą z przedsiębiorstwa, z zainteresowania jego działalnością lub z wykorzystania części jego aktywów, których nie można z niego wydzielić"; zob. http://ivsc.org/ (dostęp: 20.10.2022).

[150] Więcej na ten temat m.in. w: Marcinkowska, 2006, s. 191–194.

pomiędzy księgową a rynkową wartością przedsiębiorstwa, która w literaturze przedmiotu również określana jest „wartością firmy" (Marcinkowska, 2000). W szczególności na rynkach kapitałowych, na których informacje na temat notowanych przedsiębiorstw są ogólnie dostępne, różnice w wartości księgowej i wartości rynkowej są w prosty sposób identyfikowalne za pomocą publikowanych przez giełdy wskaźników wartości księgowej (ang. *book value*, PB) i wartości rynkowej (ang. *price*, P) notowanych spółek.

W polskiej literaturze definicję wartości firmy zaproponowała Kamela-Sowińska (1996, s. 73): „wartość firmy, jako kategoria ekonomiczna jest tworzona przez zespół identyfikowalnych, niedających się samodzielnie wycenić, atrybutów przedsiębiorstwa, które funkcjonują niezależnie od jego identyfikowalnych aktywów". Wartość firmy to także „…suma pieniędzy odzwierciedlająca jego cenność, walory, ustalona według określonej procedury" (Pioch, 2001, s. 10). Powyższą procedurę stanowią metody wyceny, a cena – kwotę faktycznie zapłaconą za przedsiębiorstwo lub jego część. Warto podkreślić, że wartość firmy jest także kategorią prawną, opartą na normach prawa cywilnego, a jej problematyka pojawia się szczególnie wówczas, gdy mamy do czynienia ze sprzedażą przedsiębiorstwa. W Polsce, jak i na całym świecie, wartość firmy jest zaliczana do kategorii wartości niematerialnych i prawnych. W Polsce reguluje ją ustawa o rachunkowości z dnia 29 września 1994 r. (Dz.U. 1994 Nr 121 poz. 591) wraz z jej nowelizacjami.

Zdaniem Hermana (2016) przyczyn zainteresowania wartością przedsiębiorstwa należy poszukiwać w procesie zmiany perspektywy w analizie tworzenia wartości ekonomicznej oraz akumulacji i reprodukcji kapitału i tym samym przeniesienia zainteresowania badawczego na szczebel mikroekonomiczny. W ramach rosnącej konkurencyjności między kapitałami prywatnymi oraz postępującej, globalnej ewolucji rynków kapitałowych (w postaci, między innymi zniesienia barier celnych oraz ograniczeń w przepływie kapitału, a także wzrostu znaczenia inwestorów instytucjonalnych), zaczęto poszukiwać źródeł i możliwości maksymalizacji ich rentowności. Nie bez znaczenia dla rozwoju koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa okazał się także dynamiczny rozwój technologii telekomunikacyjnych i informatycznych, który umożliwił nieograniczony przepływ informacji potrzebnych inwestorom (Szczepankowski, 2007). Za sprawą powyższych czynników doszło do narodzin teorii zarządzania wartością przedsiębiorstwa jako wyodrębnionego nurtu badawczego.

W jego obszarze dominującą współcześnie koncepcją pozostaje Value Based Management, VBM, czyli zarządzanie przez wartość, którą zaproponowali Rappaport (1986) oraz Copeland, Koller i Murrin (1990). Koncepcja VBM powstała w wyniku rozwoju teorii i praktyki zarządzania strate-

gicznego w latach 80. XX wieku oraz rosnącej świadomości związku strategii biznesowej przedsiębiorstwa z jego rentownością (Panfil, 2011). Zrodziła się ona także z praktycznej potrzeby znalezienia sposobu pomiaru i komunikowania wyników firmy między menedżerami zarządzającymi przedsiębiorstwami a ich właścicielami i akcjonariuszami. Koncepcja zarządzania wartością pozwala bowiem przełożyć oczekiwania inwestorów na budżet firmy oraz zrozumieć, jak wyniki operacyjne przedsiębiorstwa wpływają na jego wycenę giełdową (Pniewski i Bartoszewicz, 2008). VBM pozwala również objąć i uporządkować całość strategii, planów, zadań i działań przedsiębiorstwa wokół wspólnego celu, jakim jest tworzenie wartości oraz wdrożyć mechanizmy wpływające na jego osiąganie.

Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa jest procesem oddziaływania na wszystkie istotne podsystemy wykonawcze i dokonywania zmian w kierunku lepszego wykorzystania zasobów w celu maksymalizacji jego wartości (Jaki, 2004). Zarządzanie przez wartość polega także na tym, aby finansowy obraz przedsiębiorstwa był jak najlepszy, co spowoduje wzrost jego wartości na rynkach kapitałowych (Szczepankowski, 2007). Koncepcję VBM można zatem określić jako integracyjną i holistyczną, gdyż skupia ona wszystkie aspekty działania przedsiębiorstwa, na wszystkich szczeblach jego organizacyjnej struktury, wokół wspólnego, nadrzędnego celu budowania wartości. Jak zauważa Szczepankowski (2007) VBM jest systemem zarządzania integrującym trzy podstawowe obszary narzędzi menedżerskich i analitycznych: wycenę wartości przedsiębiorstwa, mierniki okresowej oceny wyników w zakresie kreowania wartości oraz programy motywacyjne dla menedżerów i pracowników, uzależniające wysokość ich wynagrodzeń od zmian wartości przedsiębiorstwa w danym czasie. Tym samym koncepcja VBM podnosi świadomość finansowych skutków wszystkich działań podejmowanych w przedsiębiorstwie.

Jednocześnie w ujęciu empirycznym zarządzanie wartością jest pewną filozofią zarządzania, która powinna być odpowiednio przetworzona i dostosowana do potrzeb konkretnego przedsiębiorstwa (Nita, 2007). Zgodnie z nią przez ekonomiczną wartość przedsiębiorstwa rozumiemy jego zdolność do generowania wolnych przepływów pieniężnych (Szablewski, 2011). Wartość firmy jest zatem określana „przez wolną gotówkę a nie zysk księgowy oraz przyszłość przedsiębiorstwa a nie jego przeszłość" (Szablewski, 2011, s. 27).

Uwzględnienie oczekiwań inwestorów w procesie zarządzania przedsiębiorstwem nosi nazwę zarządzania oczekiwaniami (ang. *Expectations Based Management*, EBM). Koncepcja, autorstwa Copelanda i Dolgoffa (2005) włącza do analizy zarządzania wartością przedsiębiorstwa oczekiwania inwestorów. Z ich punktu widzenia bowiem proces kreowania wartości wymaga zarówno

generowania zysków ekonomicznych (zapewniania stopy zwrotu powyżej zainwestowanego kapitału), jak i realizowania powstającej wartości, m.in.: poprzez wzrost wartości akcji, co jest warunkowane generowaniem wyników lepszych niż oczekiwane przez inwestorów (Mikołajek-Gocejna, 2013). Podstawą tej koncepcji jest konstatacja, że oczekiwania inwestorów mają odzwierciedlenie w cenie akcji. Gdy przedsiębiorstwo jest w stanie sprostać oczekiwaniom, każdy posiadacz akcji otrzyma spodziewany zwrot z zainwestowanego kapitału. Natomiast, gdy nie jest ono w stanie ich spełnić, ma miejsce korekta cen akcji w dół, a zatem wartość dla akcjonariuszy jest mniejsza. Prawidłowość ta może prowadzić do zaskakujących sytuacji, kiedy to przedsiębiorstwo zapewniające 40% zwrot z kapitału może uzyskać niższą wycenę rynkową niż przedsiębiorstwo zapewniające 10% stopę zwrotu z powodu większych oczekiwań inwestorów wobec pierwszego przedsiębiorstwa.

Koncepcja zarządzania wartością przedsiębiorstwa zapoczątkowała nowy nurt w rozważaniach nad celami działalności przedsiębiorstw. W literaturze przedmiotu panuje obecnie zgoda, że budowanie wartości jest nadrzędnym celem działania przedsiębiorstw (Marcinkowska, 2000; Jamka, 2010; Panfil i Szablewski, 2011; Herman, 2016; Tarczyński, Tarczyńska-Łuniewska i Majewski, 2020). Cel ten zyskał powszechne uznanie, gdyż wartość firmy jest, choć nie jedyną, to istotną miarą oceny jej działalności. Jednocześnie jest ona ważną kwestią, na którą zwracają uwagę interesariusze, tacy jak inwestorzy, pracownicy (w tym menedżerowie), klienci czy dostawcy. Ma ona także szczególne znaczenie w przypadku inwestycji długoterminowych z wykorzystaniem metod analizy fundamentalnej (Tarczyński, Tarczyńska-Łuniewska i Majewski, 2020).

Początkowo panowała zgoda, że wartość powinna być kreowana wyłącznie dla właścicieli i akcjonariuszy przedsiębiorstwa (Rappaport, 1986), gdyż w ten sposób są jednocześnie realizowane oczekiwania pozostałych interesariuszy (Copeland, Koller i Murrin, 1990). Najnowsze kierunki badań nad maksymalizacją wartości, kierują uwagę już nie tylko w stronę właścicieli i udziałowców, lecz także wszystkich interesariuszy przedsiębiorstwa. Celem firmy jest bowiem budowanie wartości, a tym samym przysparzanie korzyści wszystkim interesariuszom przedsiębiorstwa oraz społeczeństwu (Kopycińska, 2001; Siudak, 2001). Jak zauważa Adamczyk (2009), jest to słuszne myślenie, gdyż postulat maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa dla różnych grup interesów jest celem zorientowanym na przyszłość, który motywuje kierownictwo firmy do długookresowego planowania i myślenia strategicznego. Panfil i Szablewski (2011) podkreślają ponadto, że kryzys finansowy z lat 2007–2009 skłania do ewolucji koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa i jako główne kierunki jej modyfikacji wyznaczają między innymi

konieczność przeformułowania celu przedsiębiorstwa – od maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy do maksymalizacji wartości dla interesariuszy poprzez wzmocnienie społecznego wymiaru zarządzania wartością przedsiębiorstwa w postaci społecznej jego odpowiedzialności i zrównoważonego rozwoju.

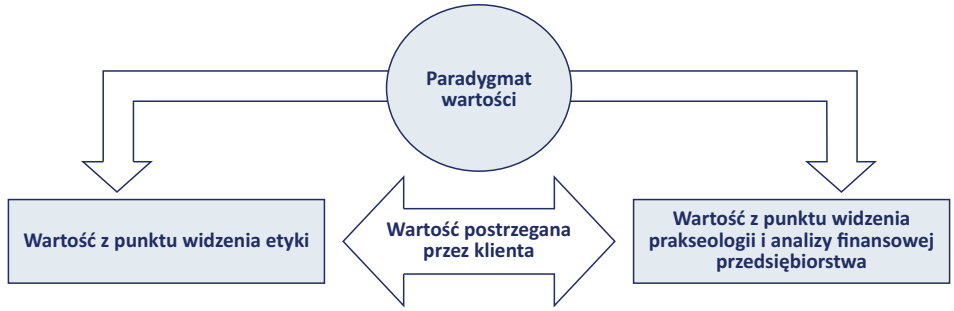
W polskiej literaturze przedmiotu postulat maksymalizowania wartości przedsiębiorstwa dla wszystkich interesariuszy zyskał wielu zwolenników (m.in.: Herman, 2006; Szczepankowski, 2007; Szablewski, 2008; 2009; Grudzewski i in., 2010; Herman, 2016; Łudzińska, 2017). Model teoretyczny zaprezentowany na rysunku 31 przedstawia kreowanie wartości przedsiębiorstwa dla wszystkich interesariuszy poprzez CSR. Obrazuje on relację między wartością realizowanej koncepcji społecznej odpowiedzialności a wartością ekonomiczną przedsiębiorstwa, rozumianą w tradycyjnym ujęciu jako wartość dla właścicieli i akcjonariuszy. Uwzględnianie koncepcji CSR w teorii i praktyce zarządzania, prowadzi do budowania wartości tak dla właścicieli i akcjonariuszy, jak i dla wszystkich interesariuszy przedsiębiorstwa, w tym: pracowników, klientów, dostawców, kooperantów, społeczności lokalnej oraz całego społeczeństwa i środowiska naturalnego. W ten sposób wartość zostaje kreowana w znaczeniach finansowym oraz niefinansowym dla dobra samego przedsiębiorstwa i ogółu społeczeństwa.

Rysunek 31. Wartość przedsiębiorstwa dla wszystkich interesariuszy poprzez CSR



Jak zauważają Grudzewski, Hejduk, Sankowska i Wańtuchowicz (2010) wartość przedsiębiorstwa może być interpretowana za pomocą kryteriów nie tylko ekonomicznych, ale i etycznych. Wartości wyznaczają bowiem standardy i kryteria wyborów celów firmy oraz sposobów ich realizowania. Połączenie wymiaru etycznego, społecznego i ekonomicznego wartości firmy byłoby ważnym krokiem w rozwoju nauk o zarządzaniu i teorii ekonomii (rys. 32).

Rysunek 32. Paradygmat wartości przedsiębiorstwa



Źródło: W.M. Grudzewski, I.K. Hejduk, A. Sankowska i A. Wańtuchowicz. (2010). *Sustainability w biznesie, czyli przedsiębiorstwo przyszłości*. Poltext, s. 156.

W związku z przedstawionym powyżej nowym paradygmatem budowania wartości przedsiębiorstwa Oleksyn (2016) opracował katalog wartości użytecznych w zarządzaniu organizacjami, który podzielił na trzy główne grupy wartości:

1) ekonomiczno-zarządczych, a do nich zaliczył (w porządku alfabetycznym): bezpieczeństwo, dyscyplinę, efektywność (skuteczność i ekonomiczność), jakość, orientację biznesową, przedsiębiorczość, subsydiarność, wartość dodaną, współpracę, zrównoważony rozwój (w tym ochronę środowiska);
2) kompetencyjno-społecznych, takich jak: innowacyjność i kreatywność, mądrość (w tym wiedza), odwaga, pozytywne myślenie, profesjonalizm, przywództwo, rozwój, zdrowie i forma psychofizyczna;
3) etyczno-kulturowych obejmujących: godność i szacunek, lojalność, odpowiedzialność, otwartość, prawość (w tym uczciwość), solidarność, sprawiedliwość, umiar, wielkoduszność, zaufanie, życzliwość.

Niektórzy autorzy podkreślają komplementarność teorii interesariuszy względem koncepcji VBM, co zyskało miano „oświeconego VBM" (Doś, 2011). Propagatorzy i zwolennicy „oświeconego VBM" zauważają, że założenie o sprzeczności interesów właścicieli i pozostałych interesariuszy jest błędne, gdyż maksymalizacja wartości dla właścicieli nie może odbywać się bez poszanowania interesów pozostałych grup.

W kontekście kreowania wartości przedsiębiorstw, szeroko dyskutowana jest również problematyka identyfikacji czynników ją kształtujących, zwanych także nośnikami lub generatorami wartości przedsiębiorstwa (ang. *value drivers*). Trwają poszukiwania optymalnego zaangażowania i wykorzystania zasobów oraz źródeł kreowania wartości przedsiębiorstw. Które czynniki są, a które nie są źródłami wartości przedsiębiorstw? Które z nich przynoszą największy i najbardziej trwały wzrost wartości? Które z nich i w jakim

stopniu wykorzystane okażą się najbardziej efektywne? Problem ten jest kompleksowy i wieloaspektowy, gdyż wartość przedsiębiorstwa nie wynika z żadnego pojedynczego czynnika, lecz z całego ich szeregu, a także interakcji między nimi (Grudzewski i in., 2010). Źródeł budowania wartości przedsiębiorstw jest wiele i są one złożone. Stanowią o nich zasoby i procesy wewnętrzne w organizacji, ale także czynniki makroekonomiczne, wśród których możemy wyróżnić procesy społeczno-polityczne, gospodarcze i systemy prawa (Kamela-Sowińska, 1996).

Wśród wewnętrznych zasobów i procesów organizacji w literaturze przedmiotu są wymieniane trzy podstawowe grupy generatorów wartości: finansowe, marketingowe oraz niematerialne, które zostały zaprezentowane w tabeli 28.

Tabela 28. Generatory wartości przedsiębiorstwa

Finansowe	Marketingowe	Niematerialne
1) wzrost sprzedaży > 10% rocznie 2) wzrost marży zysku operacyjnego 3) utrzymanie na dotychczasowym poziomie stopy podatkowej w gotówce 4) kapitał pracujący; wzrost poniżej wzrostu sprzedaży 5) powiększenie majątku trwałego, ale o dodatnim IRR 6) obniżenie średniego ważonego kosztu kapitału 7) wydłużanie okresu wzrostu wartości	1) pozyskiwanie nowych klientów 2) utrzymanie dotychczasowych klientów 3) budowa nowych kanałów dystrybucji 4) umiędzynarodowianie wzrostu 5) korzystne alianse i przejęcia 6) zdobywanie nowych rynków zbytu	1) kapitał intelektualny 2) zdolność do innowacji 3) wzmacnianie siły marki 4) skuteczna logistyka 5) tworzenie i rozwój kultury wewnętrznej 6) komunikacja, budowa zaufania i wzmacnianie reputacji społecznej

Źródło: M. Panfil i A. Szablewski. (2011). Historia, standardy i techniki wyceny przedsiębiorstwa (2011). W M. Panfil, A. Szablewski (red.), *Wycena przedsiębiorstwa. Od teorii do praktyki* (s. 19–41). Poltext, s. 35.

Obecnie wśród generatorów wartości przedsiębiorstw punkt ciężkości przesuwa się z finansowych (dominacja w latach 90. XX wieku) i marketingowych (dominacja w latach 2001–2010) do niematerialnych (Panfil i Szablewski, 2011). Wśród niematerialnych składowych wartości firmy można wymienić wiele elementów, które są przedmiotem badań nauk o zarządzaniu i jakości, między innymi: siłę i reputację marki, kulturę organizacyjną, sprawność zarządzania kadry menedżerskiej czy też wykształcanych i zaangażowanych pracowników. Do powyżej listy istotnych czynników kreujących wartość przedsiębiorstw można by dodać także inne, uzupełniające powyższą listę kategorie, między innymi: zarządzanie wiedzą (Grudzewski i Hejduk, 2003; 2004; 2006; Koźmiński, 2005; Herman, 2006), nadzór korporacyjny (Solarz, 2006), zaufanie (Żądło, 2009; Grudzewski i in., 2010), zarządzanie

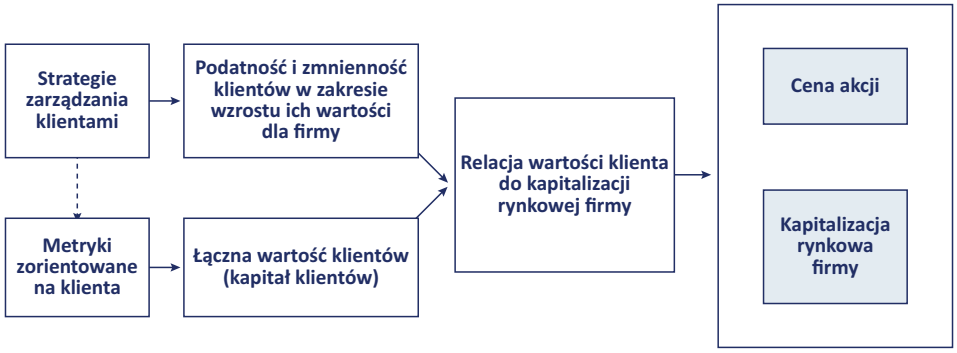
wartością klienta (Dobiegała-Korona, 2006a; 2006b; 2008; 2009; 2011; 2015; Sobolewska, 2006; Doligalski 2006; 2013), zarządzanie IT (Orzechowski, 2008), systemy Business Intelligence (Surma, 2008), otwartość informacyjną oraz zarządzanie Investor Relations (Mikołajek–Gocejna, 2009a; 2009b), wykupy menedżerskie (Panfil, 2008; 2008a), fuzje i przejęcia (Piotrowska, 2008), zarządzanie innowacyjnością (Poznańska, 2009), reputację społeczną (Szablewski, 2008; 2009; 2011) oraz wszelkie inne systemy zarządzania, które mogą poprawić efektywność przedsiębiorstwa, będąc kluczowymi czynnikami budującymi jego i wartość. Coraz częściej wskazuje się także na czynniki ekologiczne i zrównoważony rozwój przedsiębiorstw jako na elementy wspierające kształtowanie wartości firm.

Zdaniem Marcinkowskiej (2006b) aktywa przedsiębiorstwa można przyrównać do góry lodowej, z której tylko niewielka część unosi się nad powierzchnią wody i jest widoczna, pozostała zaś znajduje się pod powierzchnią wody i nie sposób jej dostrzec bez odpowiednich narzędzi. Aktywa widoczne w sprawozdaniach finansowych – między innymi: środki trwałe, gotówka, należności czy zapasy – stanowią wierzchołek góry lodowej. „Pod powierzchnią wody" znajdują się kategorie aktywów będące niematerialnymi elementami kształtowania wartości firmy, takimi jak: kapitał ludzki, marka, misja, wizja i strategia firmy, infrastruktura, *public relations*, klienci, jakość, działania proekologiczne itp.

Należy także pamiętać, że kapitał, a szczególnie wpływy gotówkowe, generują nie tylko inwestorzy, lecz przede wszystkim nabywcy i konsumenci. Podstawowym warunkiem tworzenia wartości przedsiębiorstw jest zatem satysfakcjonowanie i utrzymywanie lojalnych i rentownych klientów. Skoro przyszłe przepływy pieniężne są elementem ekonomicznej wartości przedsiębiorstwa, a te z kolei są pochodną wpływów ze sprzedaży i marży zysku operacyjnego, to rentowność i wpływy przedsiębiorstw zależą przede wszystkim od możliwości oferowania wartości (produktów i usług), za które chcą płacić ich klienci (Dobiegała-Korona, 2006a).

W tym kontekście szczególnego znaczenia nabiera kapitał klienta jako źródło budowania wartości przedsiębiorstw. Obecnie coraz więcej badaczy weryfikuje możliwość wyceny firm poprzez kapitał klientów oraz analizuje możliwość wpływu strategii marketingowych nastawionych na wzrost wartości klienta na wynik finansowy oraz wartość przedsiębiorstw (Dobiegała-Korona, 2015). Szereg badań, prowadzonych także w Polsce (Kumar i Sash, 2009; Dobiegała-Korona, 2006b; 2011), potwierdziło wysoki stopień przełożenia wartości klienta na rynkową wartość przedsiębiorstwa. Powyższa zależność została przedstawiona w formie graficznej na rysunku 33.

Rysunek 33. Wartość klienta a wartość przedsiębiorstwa



Źródło: B. Dobiegała-Korona. (2015). Uwarunkowania i wyzwania budowy wartości klienta. W B. Dobiegała-Korona (red.), *Budowa wartości klienta* (s. 19–38). Difin, s. 22.

W dobie globalizacji i otwartych rynków kluczowym założeniem w ocenie wartości przedsiębiorstw jest przekonanie, że to atrakcyjność inwestycyjna determinuje ich wartość (Szablewski, 2013). Podstawą dla określenia wartości przedsiębiorstwa nie jest już jego majątek czy też renta położenia, lecz szereg materialnych i niematerialnych czynników budujących jego wartość, a w szczególności jego kapitał organizacyjny, zwany także kapitałem intelektualnym (Zarzecki, 1999; Marcinkowska, 2000; 2006; Malinowska, 2001; Jaki, 2004; Nita, 2007; Szczepankowski, 2007; Paździor, 2013). Wraz z rozwojem teorii wartości przedsiębiorstwa rozwija się również teoria i praktyka wyceny przedsiębiorstw, przez którą należy rozumieć ogół czynności wykonywanych zgodnie z regułami sztuki wyceny, prowadzących do wskazania szacunkowej (prawdopodobnej, oczekiwanej) wartości przedsiębiorstwa w danym momencie, w ramach wyraźnie określonych warunków gospodarczego jego funkcjonowania (Herman i Szablewski, 1999). Cena przedsiębiorstwa nie jest bowiem tożsama z jego wartością i oznacza kwotę, za jaką sprzedający jest gotowy przedsiębiorstwo (lub jego część) sprzedać, a nabywca kupić. Cena, jako kategoria ekonomiczna, jest wypadkową relacji podaży i popytu na konkretne przedsiębiorstwo oraz procesu negocjacji sprzedającego i kupującego. Jak zauważają Panfil i Szablewski (2011), na rynku kapitałowym spółka jest warta tyle, ile ktoś jest chętny za nią zapłacić. Wyniki fundamentalne spółki wpływają na ceny jej akcji w długim okresie, natomiast podaż i popyt kształtują ich ceny w krótkim horyzoncie. Gdy kupujących jest więcej niż sprzedających – cena akcji przedsiębiorstwa rośnie, gdy jednak sprzedających jest więcej – spada. Popytem i podażą w dużym stopniu kierują również nastroje inwestycyjne, które kształtują się pod wpływem ogólnych trendów rynko-

wych, danych makroekonomicznych płynących z gospodarki, informacji ze spółek itp.

Przesłanki wyceny przedsiębiorstw mogą być różnego rodzaju: o charakterze wewnętrznym, czyli na potrzeby właścicieli lub zarządu przedsiębiorstwa; o charakterze zewnętrznym – dla różnego rodzaju instytucji i organów regulacyjnych oraz o charakterze wewnętrzno-zewnętrznym, które dotyczą, przede wszystkim transakcji kupna i sprzedaży przedsiębiorstwa (Nita, 2007). Kasiewicz i Mączyńska (1999) zaproponowali zestawienie celów wyceny przedsiębiorstw ze względu na potrzeby procesu zarządzania, które w syntetycznej formie zostały zaprezentowane w tabeli 29.

Tabela 29. Cele wyceny przedsiębiorstwa w kontekście potrzeb procesu zarządzania

Potrzeby zarządzania	Cel wyceny
Stałe	• monitorowanie pracy zarządu • ustalanie wynagrodzenia dla zarządu i pracowników • przegląd działalności z punktu widzenia ich wpływu na tworzenie wartości przedsiębiorstwa • ubezpieczenia majątku • udział w rankingach
Okresowe	• restrukturyzacja przedsiębiorstwa • pozyskiwanie kapitału (kredyt, pożyczka, emisja akcji i obligacji, przyjmowanie aportów) • ocena atrakcyjności różnych form inwestowania
Przypadkowe	• zmiana właściciela i struktury własności • bankructwo przedsiębiorstwa • prywatyzacja przedsiębiorstwa • połączenie przedsiębiorstw • określenie wysokości podatku od dokonanej transakcji kupna–sprzedaży całości lub części przedsiębiorstwa • inne (np. nowe przepisy administracyjne)

Źródło: S. Kasiewicz i E. Mączyńska. (1999). Metody wyceny bieżącej wartości przedsiębiorstwa. W A. Herman, A. Szablewski (red.), *Zarządzanie wartością firmy.* Poltext, s. 106.

Skoro istnieje wiele metod wyceny wartości przedsiębiorstw, a także indywidualnych celów, dla których jest ona dokonywana, nie jest zaskakujące, że występują różnice w oszacowywaniu wartości danego przedsiębiorstw w tym samym czasie (Marcinkowska, 2000). W literaturze przedmiotu można spotkać różne ujęcia pomiaru wartości przedsiębiorstwa będącego podstawą jego wyceny, jednakże najczęściej występuje podział na pięć głównych podejść do określania wartości i wyceny przedsiębiorstw: majątkowe, dochodowe, majątkowo-dochodowe, zwane także podejściem mieszanym, porównawcze

(rynkowe) oraz niekonwencjonalne (Jaki, 2004; Panfil i Szablewski, 2011). Na rynkach kapitałowych najczęściej spotykane podejście porównawcze (rynkowe), obejmujące mnożnikowe metody wyceny przedsiębiorstw, które polegają na określeniu wartości przedsiębiorstwa poprzez porównanie jego wyników z wynikami innych przedsiębiorstw. Wśród tej grupy metod wyceny można wymienić mnożniki (Panfil i Szablewski, 2011):

- oparte na wartości rynkowej, między innymi: wskaźnik cena/zysk (C/Z, P/E), wskaźnik cena/wartość księgowa (C/WK, P/BV); wskaźnik stopy dywidendy (DY);
- oparte na wartości całego przedsiębiorstwa, między innymi: mnożnik wartości przedsiębiorstwa do zysku operacyjnego przed spłatą odsetek i opodatkowaniem (EV/EBIT), mnożnik wartości przedsiębiorstwa do zysku operacyjnego wraz z amortyzacją EV/EBITDA;
- oparte na charakterystycznych dla danego sektora wielkościach, które stanowią uzupełniającą metodę wyceny (np. EV/liczby hektolitrów piwa, EV/liczby użytkowników).

W odniesieniu do uprzednio wymienionych metod mnożnikowych wartość przedsiębiorstwa jest często określana na podstawie kilku mnożników, uwzględniając charakterystykę danej branży czy sektora. Jednakże, jak zauważa Marcinkowska (2000), to wskaźnik ceny do zysku (C/Z; ang. P/E) ma najszersze zastosowanie w wycenie spółek. Odzwierciedla on bowiem cenę, jaką należy zapłacić za zysk przypadający na jedną akcję spółki. Nim także kierują się inwestorzy giełdowi, którzy stosują strategię „inwestowania w wartość" przy wyborze inwestycji, które najlepiej rokują na przyszłość.

W swoich badaniach z 2010 roku Arnold skupił się na identyfikacji czynników decydujących o wyborach inwestycyjnych. Analizując metody stosowane przez renomowanych globalnych inwestorów, doszedł do wniosku, że kluczowym kryterium wyceny akcji jest zdolność firmy do generowania stałego zysku dla właścicieli. Arnold podkreślił, że fundamentalne dla takiej wyceny są stabilne ekonomiczne podstawy przedsiębiorstwa, uczciwość i kompetencje kadry menedżerskiej oraz zdrowa sytuacja finansowa firmy. Po dogłębnym przeanalizowaniu istniejących badań i literatury na ten temat, zaproponował strategię skoncentrowaną na wzroście wartości kapitału. Podkreślił przy tym komplementarność strategii inwestowania w wartość i we wzrost: podczas poszukiwań wartościowych inwestycji warto mieć na uwadze potencjał wzrostowy, natomiast inwestując z myślą o wzroście, warto poszukiwać tych aktywów, które są dostępne po korzystnej cenie.

Jednocześnie należy zauważyć, że firmy dążą do zwiększenia swojej wartości, chcąc jednocześnie przyciągnąć inwestorów, podczas gdy inwestorzy preferują zakup akcji po jak najniższej cenie, licząc na przyszły zysk po

korekcie rynkowej (Terebelski, 2011). To prowadzi do wniosku, że wartość firmy jest inaczej postrzegana przez przedsiębiorstwa i ich właścicieli i akcjonariuszy, a inaczej przez inwestorów. Co interesujące, gdy inwestorzy stają się akcjonariuszami, oczekują maksymalizacji wartości akcji, które posiadają. Jest to swego rodzaju paradoks, który można wyjaśnić przez zmianę oczekiwań, które ewoluują w zależności od przybranej roli inwestora lub akcjonariusza.

Najnowszą propozycją polskich autorów w zakresie tworzenia wartości firmy z uwzględnieniem aspektów społecznych i środowiskowych jest koncepcja „firmy-idei" przedstawiona przez Hausnera i Zmyślonego w 2015 roku. Bazując na koncepcji wspólnej wartości zaproponowanej przez Portera i Kramera (2011), Hausner i Zmyślony rozwijają myśl, nazywając ją „firmą-ideą" rozumianą jako specyficzny dla danego przedsiębiorstwa sposób tworzenia wartości ekonomicznej. Ich firma-idea opiera się na założeniu, że działania ludzkie, w tym gospodarcze, są zakorzenione w kulturze, stanowiąc sferę pełną wartościowej komunikacji i współpracy. Jednocześnie prawdziwy sens działania nie płynie wyłącznie z samego działania, lecz jest zrozumiały poprzez odniesienie do wyznawanych wartości. Dlatego, by działania firmy były skuteczne i miały głęboki sens, firma musi posiadać jasno określoną ideę i system wartości kierujący jej misją i działaniami. Bez tej wyraźnej idei działania firmy, nawet te najbardziej efektywne, mogą nie przyczynić się do jej długoterminowego rozwoju. Definiując ideę firmy jako unikalny sposób tworzenia wartości, Hausner i Zmyślony (2015) odrzucają prostą koncepcję liniowego łańcucha wartości. Ich zdaniem proces ten powinien być dynamiczny, napędzany innowacją, a nie tylko rutyną. Kluczem jest kreatywne wykorzystanie zasobów, które nie tylko przekształcają się w wartość rynkową, ale także rozwijają i pomnażają w celu długotrwałego wytwarzania wartości ekonomicznej oraz dalszego rozwoju.

Podsumowując, warto podkreślić, że tworzenie wartości poprzez działania społecznie i ekologicznie odpowiedzialne może zostać wkomponowane w DNA firmy, czyli w cały proces strategicznych działań przez nią planowanych i podejmowanych. Doś (2011, s. 37–38) opisuje pięć strategii tworzenia wartości firmy na bazie działań społecznie odpowiedzialnych.

1. Strategia doskonalenia, która dotyczy budowania wartości przedsiębiorstwa opartego na doskonaleniu procesów w nim zachodzących, co przekłada się na zmniejszenie negatywnego oddziaływania na środowisko naturalne i społeczności lokalne, co z kolei skutkuje poprawą sił napędowych kreowania wartości. Można by dodać, że strategia ta nie dotyczy ograniczania negatywnych skutków, ale dodawania pozytywnych – doskonalenie procesów zawsze prowadzi do większej efektywności, koncentracji

na strategii, w tym strategii relacji społecznych – zgodnie z postulatami Portera i Kramera (2006).
2. Strategia pozytywnej selekcji, która zakłada przyjęcie za kryterium wyboru pomiędzy alternatywnymi drogami kreowania wartości, które wiążą się z poprawą oddziaływania przedsiębiorstwa na środowisko i społeczności.
3. Strategia modyfikacji otoczenia, która ma na celu wykształcenie w otoczeniu postaw premiujących zwiększone starania przedsiębiorstwa na rzecz ochrony środowiska i społeczności lokalnych. W praktyce może ona być realizowana poprzez programy i akcje edukacyjne lub sponsoringowe.
4. Strategia transformacji, w której przedsiębiorstwo może rozważyć możliwość zmiany – całościowej lub częściowej – działalności podstawowej na taką, która prowadzi do wzrostu wartości przedsiębiorstwa, jednocześnie zapewniając poprawę jego oddziaływania na środowisko i społeczność (szczególnie, jeśli nie jest możliwa do zrealizowania strategia doskonalenia).
5. Strategia transpozycji, w której przedsiębiorstwo, po wykorzystaniu możliwości tworzenia wartości zgodnie z czterema poprzednimi strategiami, nie znajduje możliwości poprawy sił napędowych wartości przedsiębiorstwa ze względu na ograniczenia otoczenia i rozważa jego zmianę (np. zmiana rynku docelowego, zmiana miejsca rejestracji przedsiębiorstwa).

Koncepcja społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw okazała się szczególnie przydatna w budowaniu wartości na współczesnym rynku finansowym (Dziawgo i Dziawgo, 2014). Powszechna obecność idei CSR oznacza bowiem brak przyzwolenia na wyzysk i nieuczciwe praktyki. Proces społecznej ewolucji sektora finansowego w Polsce i na świecie jest widoczny i postępuje w nim zmiana uwarunkowana społecznie i środowiskowo, uwzględniająca tworzenie zintegrowanych systemów zarządzania instytucjami finansowymi.

W przyszłości możemy spodziewać się jeszcze większej integracji globalnych i lokalnych perspektyw w tym nurcie badań, co przyniesie kolejne, nowe podejścia i narzędzia, umożliwiające lepsze zrozumienie złożonych relacji pomiędzy wartością przedsiębiorstwa a czynnikami ESG.

5.3. Wymiary ESG z perspektywy rynku polskiego

Uwzględnianie wymiarów środowiskowych, społecznych i związanych z ładem korporacyjnym zyskuje na znaczeniu w kontekście globalnych trendów inwestycyjnych. W Polsce, będącej dynamicznie rozwijającym się ryn-

kiem, rozumienie i adaptacja tych wymiarów nabiera specyficznego charakteru. Analiza powyższych aspektów pozwala zrozumieć, jak kwestie ESG wpływają na kształtowanie się strategii przedsiębiorstw oraz oczekiwań inwestorów na naszym rodzimym rynku, a także przyjrzeć się różnego rodzaju inicjatywom inspirującym i wspierającym ich ewolucję.

Koncepcja społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw zaczęła zyskiwać popularność w Polsce na początku XXI wieku, w dużej mierze za sprawą Forum Odpowiedzialnego Biznesu, organizacji pozarządowej założonej w 2000 roku[151]. Inne organizacje, jak Akademia Rozwoju Filantropii, Fundacja Komunikacji Społecznej, Centrum Etyki Biznesu (CEBI), czy też polskie oddziały międzynarodowych organizacji, takich jak The Conference Board oraz Business Leaders Forum wsparły propagowanie odpowiedzialnego biznesu. W 2001 r. Polska dołączyła, jako pierwszy kraj w Europie, do inicjatywy UN Global Compact. Współpraca różnych firm globalnych, takich jak Deloitte czy PwC oraz krajowych, między innymi Better i CSR Consulting, przyczyniła się do tworzenia standardów CSR. Forum Odpowiedzialnego Biznesu w 2002 r. stało się partnerem CSR Europe i od tamtej pory aktywnie promuje ideę CSR w Polsce, publikując corocznie raporty *Odpowiedzialny Biznes w Polsce. Dobre praktyki*. W roku 2022, w dwudziestej pierwszej edycji raportu zaprezentowano rekordową liczbę 1705 dobrych praktyk zgłoszonych przez 272 firmy (Forum Odpowiedzialnego Biznesu, 2022).

W celu wspierania odpowiedzialnych społecznie i ekologicznie praktyk biznesowych, polski rząd powołał Krajowy Program Reform wspomagający realizację strategii Europa 2020. Ponadto 8 maja 2009 roku, na mocy Zarządzenia Nr 38 Prezesa Rady Ministrów, utworzono Zespół do Spraw Społecznej Odpowiedzialności Przedsiębiorstw. Skupia on grupy robocze odpowiedzialne m.in. za raportowanie niefinansowe, tzw. należytą staranność (ang. *due diligence*), odpowiedzialność społeczną uczelni[152]. Innym działaniem na rzecz CSR jest inicjatywa Urzędu Regulacji Energetyki, który zachęca do stosowania praktyk odpowiedzialnego biznesu w sektorze energetycznym[153].

---

[151] Zob. strony internetowe Forum Odpowiedzialnego Biznesu: https://odpowiedzialnybiznes.pl/ (dostęp: 17.08.2023).

[152] Więcej informacji zob. https://www.gov.pl/web/fundusze-regiony/zespol-ds-zrownowazonego-rozwoju-i-spolecznej-odpowiedzialnosci-przedsiebiorstw (dostęp: 20.05.2023).

[153] Więcej informacji zob. https://www.ure.gov.pl/pl/urzad/informacje-ogolne/aktualnosci/3218,Spoleczna-odpowiedzialnosc-przedsiebiorstw-energetycznych.html (dostęp: 20.05.2023).

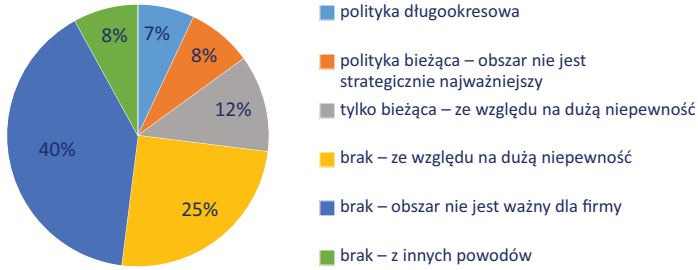
W 2018 roku Polska zainicjowała również udział w Dobrowolnym Narodowym Przeglądzie (VNR) dotyczącym realizacji Agendy 2030 w ramach Organizacji Narodów Zjednoczonych. W 2023 roku rząd polski zaprezentował raport z postępów osiągniętych w zakresie 17 celów zrównoważonego rozwoju w latach 2018–2022 (Ministerstwo Rozwoju i Technologii RP, 2023). Dokument powstał przy współpracy z UN Global Compact Network Poland, Forum Odpowiedzialnego Biznesu oraz Krajowej Izby Gospodarczej. W realizacji celów zrównoważonego rozwoju Polska kładzie szczególny nacisk na inicjatywy i działania w sferze zrównoważonego finansowania zarówno w sektorze publicznym, jak i w prywatnym, uwzględniając branżę finansową i ubezpieczeniową. Akcentuje się także priorytety naszej współpracy rozwojowej, skupiając się na finansowaniu działań na rzecz ochrony klimatu i promowania równości płci. Wśród polskich inwestorów kapitałowych rośnie zainteresowanie firmami transparentnie przedstawiającymi informacje niefinansowe, co odzwierciedla globalny trend i ewolucję regulacji na rozwiniętych rynkach.

Chociaż świadomość znaczenia czynników ESG w polskim biznesie rośnie, wiele firm wciąż postrzega je jako wyzwanie, a nie szansę. Przeszkody, takie jak brak wiedzy, ograniczona liczba specjalistów, ich koszty oraz brak odpowiednich narzędzi do raportowania stoją na drodze do pełnej integracji czynników ESG. Dodatkowe trudności, w postaci wojny w Ukrainie, kryzysu energetycznego i inflacji w gospodarce, pogłębiają te wyzwania dla przedsiębiorców.

Wyniki badań opublikowane przez Narodowy Bank Polski w styczniu 2023 r. rzucają nieco światła na status włączania kryteriów ESG w działalności przedsiębiorstw w Polsce. Raport *Szybki monitoring* prezentuje podsumowanie dorocznej ankiety skierowanej do polskich przedsiębiorstw w zakresie kwestii związanych z energią i środowiskiem (NBP, 2023). Badanie przeprowadzone w grudniu 2022 roku objęło 1696 firm z całego kraju, reprezentujących różnorodne sektory gospodarki, z wyjątkiem rolnictwa, leśnictwa i rybołówstwa. Główny nacisk został położony na duże przedsiębiorstwa (zatrudniające powyżej 250 osób), natomiast mikroprzedsiębiorstwa (z zatrudnieniem do 9 osób) były w badaniu niedostatecznie reprezentowane.

Niestety analiza wyników badania wskazuje na niepokojące tendencje. Większość polskich firm nie przywiązuje wystarczającej wagi do strategicznego planowania w zakresie wykorzystania energii, w tym energii odnawialnej. Tylko około jedna czwarta z nich posiada zdefiniowaną strategię w zakresie zarządzania energią, podczas gdy zaledwie 12% korzysta z odnawialnych źródeł energii czy ciepła (rys. 34).

Rysunek 34. Odsetek polskich firm posiadających politykę zarządzania wykorzystaniem nośników energii

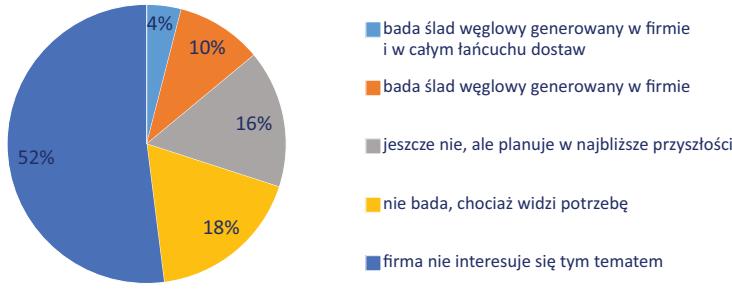


Źródło: NBP. (2023). *Szybki Monitoring, 100. edycja, styczeń 2023 r.* https://nbp.pl/publikacje/cykliczne-materialy-analityczne-nbp/szybki-monitoring/ (dostęp: 16.08.2023), s. 45.

Zaledwie jedna trzecia badanych przedsiębiorstw podejmowała działania zmierzające do redukcji emisji CO_2 i dążenia do neutralności klimatycznej, z czego dla 11% były one kluczową częścią strategii (NBP, 2023). Motywacją dla takich działań była głównie odpowiedzialność środowiskowa (63%), dążenie do obniżenia kosztów (61%), zapewnienie ciągłości dostaw energii (56%) i obowiązki prawne (51%). Niemniej jednak niemal połowa firm wskazywała na brak opłacalności takich działań (49%) oraz trudności w ich finansowaniu (47%). Ponadto, 34% firm nie widziało istotnego wpływu ich działań na klimat, a 24% nie interesowało się tym tematem. Co ważne, 35% przedsiębiorstw nie miało świadomości swojej emisji CO_2. Tylko 14% analizowało swój ślad węglowy, ale kolejne 16% planowało to uczynić w najbliższym czasie (rys. 35).

Pomimo wyzwań związanych z transformacją rynku energetycznego, aż 73% firm nie miało wypracowanej polityki w zakresie wykorzystania nośników energii (NBP, 2023). Jedynie 30% z nich stosuje odnawialne źródła

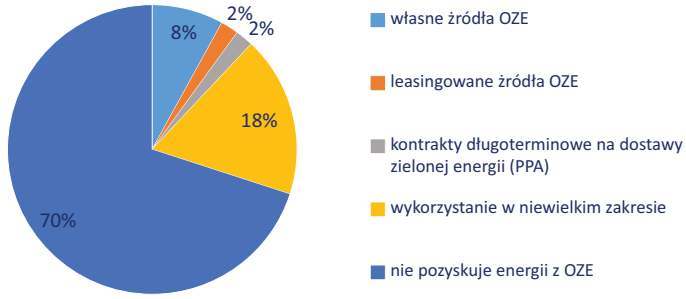
Rysunek 35. Odsetek polskich firm badających ślad węglowy generowany swoją działalnością



Źródło: NBP. (2023). *Szybki Monitoring, 100. edycja, styczeń 2023 r.* https://nbp.pl/publikacje/cykliczne-materialy-analityczne-nbp/szybki-monitoring/ (dostęp: 16.08.2023), s. 46.

energii, z czego większość (17%) na ograniczoną skalę (rys. 36). Jednakże, zgodnie z raportem, aż 34% firm ma w planach uruchomienie własnych źródeł OZE do końca 2023 roku. Przedsiębiorstwa zamierzają również inwestować w maszyny o wyższej efektywności energetycznej (36%), doskonalić efektywność energetyczną w produkcji (33%) oraz modernizować środki transportu na bardziej ekologiczne (31%).

Rysunek 36. Odsetek firm uzyskujących z OZE znaczące pokrycie zapotrzebowania na energię elektryczną i cieplną



Źródło: NBP. (2023). *Szybki Monitoring, 100. edycja, styczeń 2023 r.* https://nbp.pl/publikacje/cykliczne-materialy-analityczne-nbp/szybki-monitoring/ (dostęp: 16.08.2023), s. 46.

Zbliżone wyniki badań uzyskała firma EY, która przeprowadziła telefoniczne badanie ankietowe wśród reprezentatywnej próby 200 kluczowych polskich przedsiębiorstw, działających co najmniej na arenie ogólnopolskiej i zatrudniających minimum 200 pracowników w lutym 2022 roku (EY, 2022). Badanie skupiało się na postrzeganiu i wdrażaniu zasad zrównoważonego rozwoju. Wyniki ujawniły, że 90% badanych firm wskazuje, że ich misja uwzględnia aspekty ESG. Jednocześnie 67% firm deklarowało, że aktywnie wdraża te aspekty w swojej codziennej działalności, a 48% już zintegrowało zasady zrównoważonego rozwoju z różnymi obszarami działalności biznesowej. Głównymi motywatorami podjętych działań były oczekiwania konsumentów (71%) oraz partnerów handlowych (59%). Mimo tych pozytywnych wyników, zaledwie 17% firm publikuje raporty niefinansowe. Zdaniem autorów badania kluczową korzyścią włączenia kwestii ESG do strategii firmy jest dostosowanie oferty do rosnącej grupy świadomych konsumentów. Uwzględnianie oczekiwań interesariuszy oraz nowych regulacji może przyczyniać się do wzrostu wartości firmy w perspektywie długoterminowej. Istotną rolę w tym procesie odgrywa sektor finansowy, którego potrzeby i oczekiwania wobec przedsiębiorstw rosną. Dla największych globalnych graczy ograniczenie śladu węglowego jest kluczowe w aspekcie ESG, jednak w Polsce nie jest

to wskaźnik powszechnie wdrażany. Może to wynikać z niezrozumienia skutków ryzyk klimatycznych dla biznesu. Mimo że przedsiębiorstwa w Polsce traktują ochronę środowiska jako priorytetową dla swojego rozwoju, sama zgodność z normami już nie wystarcza. Wielu liderów zdaje sobie sprawę, że kwestie zrównoważonego rozwoju stają się coraz ważniejsze w ich sektorach, wkraczając także do łańcuchów dostaw. Już ponad połowa polskich firm podkreśla, że kryteria zrównoważonego rozwoju są kluczowe przy wyborze dostawców energii i technologii (EY, 2022).

W odpowiedzi na globalne wyzwania, Bank Gospodarstwa Krajowego stworzył Inicjatywę 3W (3W: woda – wodór – węgiel)[154]. Jest to pionierskie przedsięwzięcie na skalę międzynarodową, w ramach którego przedstawiciele świata nauki, biznesu i administracji publicznej wspólnie pracują nad innowacjami z zakresu gospodarki wodnej, wodoru oraz zaawansowanych technologii węglowych. Inicjatywa 3W to długoterminowy projekt, mający na celu kierowanie transformacją polskiej gospodarki w nadchodzących dekadach poprzez działania zmierzające do zrównoważonego wykorzystania zasobów wody, przyspieszenia transformacji energetycznej na bazie zielonych technologii wodorowych oraz tworzenia i implementacji technologii na bazie nanostruktur węglowych o wszechstronnych zastosowaniach w wielu gałęziach przemysłu[155].

W związku z wyzwaniami geopolitycznymi Komisja Europejska podjęła inicjatywę REPowerEU, która ma bezpośrednie implikacje dla transformacji energetycznej w Polsce. Dąży ona do uniezależnienia Europy od importu paliw kopalnych z Rosji do 2030 r. poprzez stawianie na odnawialne źródła energii, zwiększenie efektywności energetycznej i zielone technologie[156]. Plan zakłada przeznaczenie dodatkowych 30 mld euro na inwestycje w najbliższych pięciu latach, co ma uruchomić kolejne 115 mld euro inwestycji do 2027 roku. Grupa Europejskiego Banku Inwestycyjnego (EBI), dbając o klimat, zamierza zainwestować 1 bln euro do 2030 roku. W ubiegłym roku zaangażowała rekordowe 17 mld euro na projekty związane z czystą energią w UE. Polska również bierze w nich udział – w 2022 roku 49% z kwoty 4,9 mld euro przeznaczono na inicjatywy ekologiczne (Rabsztyn, 2023).

Polski Fundusz Rozwoju (PFR), za pośrednictwem programu PFR Green Hub, również wspiera przyspieszenie transformacji energetycznej w Polsce (PFR Green Hub, 2023). Kluczowym jej elementem jest pomoc dla innowa-

[154] Więcej informacji zob. https://www.bgk.pl/3w/ (dostęp: 18.08.2023).
[155] Więcej na ten temat zob. Zespół BGK, 2023, s. 110–111.
[156] Więcej informacji zob. Komisja Europejska, 2022.

cyjnych, ekologicznych projektów technologicznych. Jednakże zamiast bezpośredniego finansowania takich projektów, środki PFR kierowane są do specjalistycznych inwestorów, takich jak fundusze venture capital *i growth equity*. Dzięki temu rozwiązaniu, wykorzystuje się doświadczenie i ekspertyzę inwestorów w selekcjonowaniu i rozwijaniu najbardziej obiecujących przedsięwzięć. Do końca 2022 roku, PFR Ventures, odpowiedzialne za inwestowanie środków unijnych i krajowych w fundusze Venture Capital (VC) i Private Equity (PE), zawarło umowy z kilkoma kluczowymi funduszami, takimi jak Contrarian Ventures, Eurazeo, BeyondNetZero i polski Montis Capital. Wkład PFR Ventures w te fundusze wynosi około 250 mln zł. Co istotne, każdy z tych funduszy skupia się na „zielonych strategiach", które polegają na inwestowaniu w projekty będące odpowiedzią na wyzwania klimatyczne (Walczak, 2023). Jednocześnie każdy z ww. funduszy ma bezpośredni wpływ na rynek polski, inwestując w lokalne przedsiębiorstwa. Dzięki szerokiemu spektrum działania, PFR Green Hub zapewnia wsparcie finansowe dla spółek na każdym etapie ich rozwoju, jednocześnie wzmacniając polski ekosystem zielonych innowacji. Współpraca z doświadczonymi zespołami inwestycyjnymi z funduszy przyczynia się także do transferu wiedzy i najlepszych praktyk na rynek lokalny, czyniąc Polskę beneficjentem tych zaawansowanych inicjatyw.

Dla dalszego rozwoju polskiego rynku kapitałowego, wyznaczania jego kierunków i priorytetów na nadchodzące lata, kluczowa będzie *Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego*, przyjęta przez polski rząd 1 października 2019 roku (Serwis Rzeczypospolitej Polskiej, 2019). Istotny aspekt tej strategii stanowi wzrost roli rynku kapitałowego w finansowaniu przedsiębiorstw, w szczególności małych i średnich (MŚP) oraz zwiększenie ich dostępu do kapitału. Strategia podkreśla znaczenie edukacji ekonomicznej i finansowej społeczeństwa w celu podnoszenia świadomości oraz kompetencji w zakresie inwestowania. Zakłada ponadto dążenie do uproszczenia przepisów i procedur dla podmiotów korzystających z rynku kapitałowego, aby uczynić rynek bardziej konkurencyjnym i atrakcyjnym dla inwestorów. Planowana jest także promocja polskiego rynku kapitałowego, w tym warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych jako głównego centrum finansowego w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. Dokument zakłada również rozwój segmentu obligacji korporacyjnych, co ma na celu dywersyfikację źródeł finansowania dla firm. Strategia została opracowana z myślą o wzmocnieniu roli rynku kapitałowego w polskiej gospodarce, stymulowaniu inwestycji oraz wspieraniu długoterminowego, zrównoważonego wzrostu gospodarczego.

W lipcu 2022 roku zespół Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie przeprowadził badanie wpływu czynników ESG na decyzje inwestycyjne wśród inwestorów warszawskiego parkietu (GPW, 2022). Podsumowanie wyników badania wskazuje na rosnące znaczenie i wzrost świadomości kwestii ESG wśród inwestorów na rynku akcji. Niemal 40% ankietowanych dostrzega zależność między praktykami ESG a wynikami finansowymi spółek, choć jednocześnie podobna grupa respondentów nie potrafi wskazać na kierunek tej korelacji, co może sugerować brak zainteresowania tym aspektem działalności firm. Zdecydowana większość (81%) profesjonalnych inwestorów uważa, że spółki realizujące strategie ESG charakteryzują się niższym poziomem ryzyka. Pomimo tego odsetek inwestorów zauważających tę zależność nieznacznie spadł w porównaniu z poprzednim badaniem zrealizowanym w 2019 roku. *Dobre Praktyki Spółek Giełdowych*, opracowane przez zespół GPW w Warszawie (przedstawione w rozdz. 3.3.3.), okazały się istotne dla inwestorów – 81% ankietowanych traktuje je jako cenne źródło wiedzy, zwłaszcza w kontekście analiz i rekomendacji inwestycyjnych. Wskazują oni również, że pewne zagadnienia raportowane w wyniku tych regulacji są kluczowe w ich analizach. Co więcej, indeks WIG-ESG (o którym więcej w rozdz. 5.4.2) zdobył uznanie wśród ankietowanych. Po trzech latach od jego uruchomienia, aż 90% respondentów jest z nim zaznajomionych, co podkreśla znaczenie indeksu WIG-ESG jako istotnego wskaźnika dla inwestorów giełdowych. Co ważne, rekordowe 84% ankietowanych uwzględnia obecnie dane ESG w swoich decyzjach inwestycyjnych, co stanowi znaczący wzrost w porównaniu z wcześniejszymi latami. Świadomość istnienia funduszy zrównoważonych na rynku krajowym również wzrosła z 44 do 75%. Wreszcie, zgodnie z wynikami badania GPW (2022), ponad dwie trzecie respondentów widzi w funduszach zrównoważonych atrakcyjne narzędzia dla lokowania oszczędności w ramach programów emerytalnych, co świadczy o globalnym trendzie zwracania uwagi na aspekty ESG w strategiach inwestycyjnych.

Mimo wielu inicjatyw i wysiłków zarówno ze strony wiodących przedsiębiorstw, jak i różnego rodzaju organizacji, wyniki badań zrealizowanych w lutym 2022 roku przez Polskie Stowarzyszenie ESG, we współpracy z IBRiS i Quality Watch wśród 170 polskich firm średniej i dużej wielkości, pokazują, że świadomości zagadnień ESG nadal nie jest zadowalająca (Polskie Stowarzyszenie ESG, 2023). Badania ujawniły, że aż 53% badanych firm nie jest zaznajomionych z pojęciem „ESG". Zaledwie 14% respondentów dobrze znało tę tematykę, a 32% słyszało przynajmniej raz o raportowaniu niefinansowym. Sektory przemysłowy i budowlany okazały się najmniej świadome zagadnienia – 62% firm z sektora przemysłowego i 57% z sektora budowalnego nie znało problematyki ESG w ogóle. Interesujące jest to, że spośród

46% firm, które miały choć podstawową wiedzę na temat ESG, jedynie 28% przygotowuje raporty społeczne. Jedynie branża budowlana wyróżnia się na tym tle, przygotowując raporty w 33% przypadków, być może pod wpływem oczekiwań inwestorów. Natomiast w sektorze przemysłowym raporty te sporządza zaledwie 13% firm. Co więcej, główne obszary działań firm w kontekście ESG obejmują inicjatywy dotyczące wybranych, wąskich obszarów, takich jak oszczędność energetyczna, termomodernizacja oraz działania na rzecz zapobiegania mobbingowi w miejscu pracy.

Podsumowując, należy podkreślić, że rynek polski w kontekście czynników ESG wciąż pozostaje w początkowej fazie rozwoju w porównaniu z innymi, zaawansowanymi gospodarczo krajami Unii Europejskiej. Mimo zaangażowania władz oraz różnych organizacji, świadomość znaczenia kwestii społecznych, środowiskowych oraz ładu korporacyjnego nadal wymaga intensyfikacji. Kluczowe stają się dalsza edukacja i promocja koncepcji ESG wśród przedsiębiorców i inwestorów, a także aktywne wspieranie inicjatyw z zakresu zrównoważonego rozwoju.

5.4. Indeksy ESG na polskim rynku kapitałowym

5.4.1. RESPECT Index

Giełda Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie odgrywa kluczową rolę w kształtowaniu rynku kapitałowego w Polsce, aktywnie angażując się w promocję zasad odpowiedzialnego biznesu i wprowadzając regulacje zwiększające transparentność oraz zrównoważony rozwój. Pierwsze, wprowadzone w 2002 roku regulacje dotyczące ładu korporacyjnego, kontynuowane od 2007 roku w formie *Kodeksu Dobrych Praktyk* spółek giełdowych, doczekały się swojej ostatniej aktualizacji w 2021 roku i są nadal aktywnie rozwijane. Ponadto warszawska Giełda Papierów Wartościowych w 2009 roku dała początek indeksowi RESPECT, pierwszemu w Europie Środkowo-Wschodniej indeksowi spółek odpowiedzialnych społecznie. Ten krok stanowił przełom, a jego kontynuacją było wprowadzenie indeksu WIG ESG w 2019 roku (przedstawionego w kolejnym rozdz. 5.4.2).

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie stała się niekwestionowanym centrum finansowym dla Centralnej i Wschodniej Europy. Obecnie na warszawskiej giełdzie notowanych jest 414 spółek o łącznej kapitalizacji 1 305 526,93 mln złotych[157].

[157] Stan na dzień 01.09.2023; zob. https://www.gpw.pl/statystyki-gpw (dostęp: 2.09.2023).

19 listopada 2009 roku na parkiecie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie zadebiutował, pierwszy w Polsce i zarazem w Europie Centralnej i Wschodniej, indeks spółek odpowiedzialnych społecznie – RESPECT Index. Jego metodologia powstała przy współpracy warszawskiej giełdy, wydawnictwa Forbes, Kulczyk Investments oraz Deloitte Polska. Zgodnie z uchwałą Giełdy z dnia 18 listopada 2009 roku, pierwszy skład indeksu tworzyło 16 spółek notowanych na GPW, z wyłączeniem rynku NewConnect, spółek zagranicznych oraz duallistingowanych. Od tamtej pory, do swojego zamknięcia w 2019 roku, RESPECT Index doczekał się 12 aktualizacji swojego składu, które podsumowuje tabela 30.

Na przestrzeni 10 lat swojej obecności na warszawskim parkiecie liczba uczestników RESPECT Index niemal się podwoiła z początkowych 16 do 31. Tylko osiem spółek wchodziło w skład indeksu przez cały okres jego istnienia (w tab. 30 są one oznaczone kolorem zielonym). Niektóre spółki, takie jak PKN Orlen, Apator, Santander BP SA czy Bank Ochrony Środowiska nie były uwzględniane w poszczególnych latach (w tab. 30 są oznaczone kolorem szarym), a często też występowały w indeksie pod inną nazwą z powodu fuzji i przejęć oraz zmian właścicielskich. Taką spółką był między innymi Santander Bank Polska, który kontynuował obecność w RESPECT Index po przejęciu banku BZWBK, który to z kolei był notowany w portfelu RESPECT od 2013 roku (7. edycja) po przejęciu Kredyt Banku. Najbardziej dynamiczny wzrost uczestników indeksu nastąpił w ostatnich trzech latach jego istnienia.

Nazwa indeksu powstała jako akronim anglojęzycznych terminów: *responsibility* (odpowiedzialność), *ecology* (ekologia), *sustainability* (zrównoważony rozwój), *participation* (uczestnictwo), *environment (środowisko)*, *community* (społeczność), *transparency* (transparentność) (Sroka, 2011). W ten sposób powstał angielski termin *respect*, który w języku polskim oznacza szacunek.

Celem RESPECT Index było wyłonienie spółek zarządzanych w sposób odpowiedzialny i zrównoważony i jednocześnie atrakcyjnych pod kątem inwestycyjnym, czyli takich, które podobnie jak w przypadku innych indeksów giełdowych, charakteryzują się płynnością, jakością raportowania, wysokim poziomem relacji inwestorskich czy też ładu korporacyjnego. Dzięki uwzględnieniu powyższych kryteriów wśród kryteriów kwalifikacyjnych, „RESPECT Indeks stanowi realną referencję dla profesjonalnych inwestorów”[158].

[158] Zob. http://respectindex.pl/opis_projektu (dostęp: 16.06.2023).

Tabela 30. Skład 12 edycji RESPECT Index Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2009–2019

L.p.	Spółki rynku głównego (spółki WIG)						Spółki WIG20, mWIG40, sWIG80					
	inauguracja	rewizja składu indeksu 2 razy do roku					rewizja składu indeksu raz do roku					
	1. edycja	2. edycja	3. edycja	4. edycja	5. edycja	6. edycja	7. edycja	8. edycja	9. edycja	10. edycja	11. edycja	12. edycja
	19.11.2009	25.01.2011	14.07.2011	31.01.2012	31.07.2012	24.01.2013	18.12.2013	17.12.2014	16.12.2015	16.12.2016	14.12.2017	12.12.2018
	16 spółek	16 spółek	22 spółki	23 spółki	20 spółek	20 spółek	23 spółki	24 spółki	23 spółki	25 spółek	28 spółek	31 spółek
1	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	AGORA	AGORA
2	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	AMREST
3	APATOR	X	APATOR	X	APATOR	APATOR	APATOR	APATOR	APATOR	X	X	X
4	AZOTY TARNOW	AZOTY TARNOW	AZOTY TARNOW	AZOTY TARNOW	AZOTY TARNOW	AZOTY TARNOW	GRUPA AZOTY	GRUPA AZOTY	GRUPA AZOTY	GRUPA AZOTY	GRUPA AZOTY	GRUPA AZOTY
5	BANKBPH	X	X	BANKBPH	BANKBPH	BANKBPH	BANKBPH	BANKBPH	BANKBPH	X	X	X
6	BARLINEK	BARLINEK	BARLINEK	X	X	X	X	X	X	X	X	X
7	X	BOGDANKA	BOGDANKA	BOGDANKA	BOGDANKA	BOGDANKA	X	BOGDANKA	BOGDANKA	BOGDANKA	BOGDANKA	BOGDANKA
8	X	BRE	BRE	X	X	X	X	X	X	X	MBANK	MBANK
9	X	X	X	X	X	X	X	X	BOŚ	BOŚ	BOŚ	BOŚ
10	X	BUDIMEX	BUDIMEX	BUDIMEX	BUDIMEX	BUDIMEX	BUDIMEX	BUDIMEX	BUDIMEX	BUDIMEX	BUDIMEX	BUDIMEX
11	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	CCC
12	CIECH	X	X	CIECH	X	X	X	X	X	X	X	X
13	EL BUDOWA	EL BUDOWA	EL BUDOWA	EL BUDOWA	EL BUDOWA	EL BUDOWA	EL BUDOWA	EL BUDOWA	EL BUDOWA	EL BUDOWA	EL BUDOWA	EL BUDOWA
14	X	X	X	X	X	X	X	ENERGA	ENERGA	ENERGA	ENERGA	ENERGA
15	X	X	X	X	X	X	X	X	X	FORTE	FORTE	FORTE
16	X	X	X	X	X	X	GPW	GPW	GPW	GPW	GPW	GPW
17	HANDLOWY	HANDLOWY	HANDLOWY	HANDLOWY	HANDLOWY	HANDLOWY	HANDLOWY	HANDLOWY	HANDLOWY	HANDLOWY	HANDLOWY	HANDLOWY
18	X	X	IDMSA	IDMSA	X	X	X	X	X	X	X	X
19	INGBSK	INGBSK	INGBSK	INGBSK	INGBSK	INGBSK	INGBSK	INGBSK	INGBSK	INGBSK	INGBSK	INGBSK
20	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	INT CARS	INT CARS
21	X	X	X	X	JSW	JSW	JSW	JSW	X	X	JSW	JSW
22	KGHM	KGHM	KGHM	KGHM	KGHM	KGHM	KGHM	KGHM	KGHM	KGHM	KGHM	KGHM
23	X	X	X	KOGENERACJA	KOGENERACJA	KOGENERACJA	KOGENERA	KOGENERA	KOGENERA	KOGENERA	KOGENERA	KOGENERA

Tabela 30. cd.

L.p.	Spółki rynku głównego (spółki WIG)						Spółki WIG20, mWIG40, sWIG80					
	inauguracja	rewizja składu indeksu 2 razy do roku					rewizja składu indeksu raz do roku					
	1. edycja	2. edycja	3. edycja	4. edycja	5. edycja	6. edycja	7. edycja	8. edycja	9. edycja	10. edycja	11. edycja	12. edycja
	19.11.2009	25.01.2011	14.07.2011	31.01.2012	31.07.2012	24.01.2013	18.12.2013	17.12.2014	16.12.2015	16.12.2016	14.12.2017	12.12.2018
	16 spółek	16 spółek	22 spółki	23 spółki	20 spółek	20 spółek	23 spółki	24 spółki	23 spółki	25 spółek	28 spółek	31 spółek
24	X	X	KREDYTB	KREDYTB	KREDYTB	X	BZWBK	BZWBK	BZWBK	SANTANDER	SANTANDER	SANTANDER
25	LOTOS	LOTOS	LOTOS	LOTOS	LOTOS	LOTOS	LOTOS	LOTOS	LOTOS	LOTOS	LOTOS	LOTOS
26	X	MILLENNIUM	MILLENNIUM	MILLENNIUM	MILLENNIUM	MILLENNIUM	MILLENNIUM	MILLENNIUM	MILLENNIUM	MILLENNIUM	MILLENNIUM	MILLENNIUM
27	X	X	NETIA	NETIA	NETIA	NETIA	NETIA	X	X	X	X	X
28	ORANGE PL	ORANGE PL	ORANGE PL	ORANGE PL	ORANGEPL	ORANGE PL	ORANGE PL	ORANGE PL	ORANGE PL	ORANGE PL	ORANGE PL	ORANGE PL
29	X	X	PBG	PBG	X	X	X	X	X	X	X	X
30	X	X	X	X	X	X	X	X	X	PEKAO SA	PEKAO SA	PEKAO SA
31	X	X	X	X	X	PELION	PELION	PELION	PELION	PELION	X	X
32	X	X	PGE	PGE	PGE	PGE	PGE	PGE	PGE	PGE	PGE	PGE
33	PGNIG	PGNIG	PGNIG	PGNIG	PGNIG	PGNIG	PGNIG	PGNIG	PGNIG	PGNIG	PGNIG	PGNIG
34	PKN ORLEN	PKN ORLEN	PKN ORLEN	PKN ORLEN	PKN ORLEN	PKN ORLEN	PKN ORLEN	PKN ORLEN	PKN ORLEN	PKN ORLEN	X	PKN ORLEN
35	X	X	X	X	X	X	X	X	X	PRKil SA	PRKil SA	PRKil SA
36	X	X	X	PZU	PZU	PZU	PZU	PZU	PZU	PZU	PZU	PZU
37	X	X	X	X	X	X	RAFAKO	X	X	X	X	X
38	X	X	X	X	X	X	X	RAWLPLUG	X	X	X	X
39	X	X	X	X	X	X	X	X	X	ROKITA	ROKITA	ROKITA
40	ROPCZYCE	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
41	X	X	SNIEZKA	X	X	X	X	X	X	X	X	X
42	SWIECIE	SWIECIE	SWIECIE	SWIECIE	X	X	X	X	X	X	X	X
43	X	X	X	X	X	X	TAURON PE	TAURON PE	TAURON PE	TAURON PE	TAURON PE	TAURON PE
44	ZYWIEC	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X

Spółki objęte indeksem RESPECT nieprzerwanie od pierwszej edycji.
Spółki objęte indeksem RESPECT nieprzerwanie od swojego debiutu w składzie Indeksu.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW w Warszawie. Pozyskano z: www.gpw.pl (dostęp: 20.08.2023).

Skład indeksu był zmienny, opracowywany na podstawie ratingu spółek, poddanych audytowi pod kątem ich społecznej odpowiedzialności. Ubieganie się o przyjęcie do indeksu było dobrowolne i w pierwszych sześciu edycjach, do 2013 roku, polegało na zgłoszeniu spółki poprzez przesłanie wypełnionej ankiety ratingu RESPECT oraz wyrażeniu gotowości do udostępnienia dodatkowych informacji autoryzowanemu audytorowi, firmie Deloitte. O przyjęcie do indeksu mogły ubiegać się wyłącznie polskie spółki notowane na głównym rynku GPW. Wraz z 7. edycją z 17 grudnia 2013 roku zostały po raz pierwszy wzięte pod uwagę także spółki zagraniczne notowane na GPW[159]. Ponadto, począwszy od 7. edycji indeksu RESPECT w procesie weryfikacji nie były brane pod uwagę wszystkie spółki parkietu głównego, jak to miało miejsce poprzednio, lecz tylko te, które objęte były indeksem WIG20 lub mWIG40 lub sWIG80.

W pierwszym okresie, w latach 2009–2012, proces kandydowania do indeksu opierał się na dobrowolności. Spółki, chcąc znaleźć się w indeksie, musiały przesłać wypełnioną ankietę ratingu RESPECT oraz zadeklarować chęć udostępnienia dodatkowych danych audytorowi, którym była firma Deloitte. W sierpniu 2009 roku, na podstawie zgromadzonych ankiet, stworzono pierwszy RESPECT Rating, który posłużył do oceny spółek kandydujących do indeksu. Uzyskane wyniki określały klasy ratingowe poszczególnych spółek. Pierwszy skład RESPECT Index skupił 16 firm, które zdobyły najlepsze oceny w rankingu (Łudzińska, 2013a).

Ankieta ratingu RESPECT była oparta na międzynarodowym standardzie odpowiedzialności społecznej stworzonym przez wspominaną już Global Reporting Initiative (GRI). Chociaż wytyczne GRI mają na celu standaryzację raportowania niefinansowego, a nie kwalifikację do indeksów giełdowych, posłużyły jako fundament dla stworzenia pierwszej ankiety RESPECT, dostosowanej do specyfiki rynku polskiego. Ankieta koncentrowała się na zasadach zrównoważonego rozwoju, uwzględniając trzy kluczowe obszary: ekonomiczny, środowiskowy i społeczny. Dodano także obszar „strategia i zarządzanie", który harmonizował z definicją odpowiedzialności społecznej przedstawioną przez Duliniec, wówczas członkinię Rady Naukowej RESPECT Index. Definicja ta podkreślała, że odpowiedzialne prowadzenie działalności gospodarczej to nie tylko przestrzeganie norm, lecz także dbanie o interesy społeczne i szanowanie otoczenia, w którym firma działa (Łudzińska, 2013a). Dziś moglibyśmy dodać, że takie podejście odpowiada także kryteriom ESG. Ocena praktyk spółek w zakresie ładu korporacyjnego była przeprowadzana przez zespół GPW w Warszawie we współpracy ze Stowarzyszeniem Emitentów Giełdowych. Szczegóły dotyczące obszarów ratingu RESPECT przedstawiono w tabeli 31.

[159] Zob. http://respectindex.pl/opis_projektu (dostęp: 16.06.2023).

Tabela 31. Obszary ratingu ankiety RESPECT Index w latach 2009–2012

Obszary	Kategorie
Ekonomiczne	terminowość regulowania zobowiązań
	zyski
	wynagrodzenia i wspieranie działań społecznych
Środowiskowe	zarządzanie środowiskowe
	materiały i surowce
	energia i woda
	klimat
	odpady
	kary
Społeczne	pracownicze
	rynek i klienci
Strategia i zarządzanie organizacją	polityka CSR
	funkcjonowanie na giełdzie
	system zarządzania

Źródło: K. Ludzińska. (2013a). Indeksy zrównoważonego rozwoju a wycena przedsiębiorstw przez rynki kapitałowe. W A. Szablewski (red.), *Zmienność rynków a wartość przedsiębiorstw*. Poltext, s. 242.

Pierwsza ankieta RESPECT Rating składała się z 45 pytań zamkniętych, które pozwalały dokładnie ocenić stopień wdrożenia określonych praktyk i procesów w przedsiębiorstwie. Każde pytanie miało przypisaną wartość punktową (od 1 do 3) oraz wagę uwzględniającą jego znaczenie w obszarach ekonomicznym, społecznym lub środowiskowym. Informacje uzyskane z ankiet były dodatkowo sprawdzane w oparciu o dokumenty dostarczone przez spółki. Następnie dane podlegały zautomatyzowanej statystycznej analizie korelacji i regresji, identyfikującej ewentualne związki między odpowiedzialnym zarządzaniem a osiąganiem przez firmy konkretnych wyników (Ludzińska, 2013a).

RESPECT Index był indeksem dochodowym, uwzględniającym dochody z tytułu dywidend i praw poboru. Jako wartość bazową przyjęto 1000 punktów, natomiast jako kapitalizację bazową – stan zgodny z ogłoszeniem pierwszego RESPECT Ratingu. Datę bazową obliczania indeksu ustalono na 31 grudnia 2008 roku. W pierwszych okresie, w latach 2009–2012, wartość RESPECT Index była przeliczana dwa razy dziennie, z dokładnością do 0,01 punktu i podawana do publicznej wiadomości na stronach interne-

towych GPW. Udział akcji spółek w portfelu RESPECT Index był ograniczony do 10%. W przypadku, gdy liczba uczestników indeksu była mniejsza od 20, udział akcji jednej spółki w portfelu akcji był ograniczony do 25%. W odróżnieniu od innych indeksów ESG, na przykład Dow Jones Sustainability Indexes, w tamtym okresie RESPECT Index nie stosował ograniczeń ze względu na sektor (Łudzińska, 2009b).

Rewizji listy spółek objętych indeksem dokonywał Komitet Indeksowy na podstawie przeprowadzonego RESPECT Ratingu. Komitet Indeksowy był organem autoryzowanym do dokonywania tzw. korekty nadzwyczajnej, polegającej na usunięciu bądź dodaniu spółki do listy objętej indeksem. Bieżącą operacjonalizację indeksu nadzorował Komitet Sterujący, składający się z przedstawicieli autorów jego metodologii oraz Rady Naukowej, będącej gronem niezależnych ekspertów. W skład pierwszej Rady Naukowej weszli pracownicy naukowi Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie: prof. dr hab. Aleksandra Duliniec i prof. dr hab. Piotr Płoszajski oraz Uniwersytetu Warszawskiego w osobie prof. dr hab. Alojzego Z. Nowaka, ówczesnego Dziekana Wydziału Zarządzania UW i przewodniczącego Rady Naukowej Narodowego Banku Polskiego (Łudzińska, 2013a).

W 2013 roku, wraz z ogłoszeniem 7. edycji składu RESPECT Index, procedura kwalifikacyjna uległa zmianie i obowiązywała do ostatniej 12. edycji indeksu ogłoszonej 12 grudnia 2018 roku (jej szczegóły zostały przedstawione w ramce poniżej).

Procedura kwalifikacji spółek do RESPECT Index

Procedura kwalifikacji spółek do RESPECT Index była podzielona na trzy etapy:

I etap miał na celu wskazanie grupy spółek o najwyższej płynności, czyli tych, które znajdują się w portfelach indeksów: WIG20, mWIG40 oraz sWIG80;

II etap obejmował ocenę praktyk spółek w zakresie ładu korporacyjnego, ładu informacyjnego i relacji z inwestorami, dokonywaną przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie, we współpracy ze Stowarzyszeniem Emitentów Giełdowych, na podstawie ogólnodostępnych informacji publikowanych przez spółki, ich raportów oraz stron internetowych;

III etap był oceną poziomu dojrzałości spółek w zakresie społecznej odpowiedzialności, dokonywana na podstawie ankiet wypełnianych przez spółki, które podlegały szczegółowej weryfikacji przeprowadzanej przez partnera projektu – firmę Deloitte; wyniki III etapu stanowiły podstawę dla wyłonienia ostatecznej listy spółek – uczestników indeksu RESPECT.

Źródło: http://respectindex.pl/opis_projektu (dostęp: 16.02.2023).

Na podstawie zebranych i przeanalizowanych ankiet, spółki, w zależności od otrzymanej liczby punktów, zostawały przyporządkowane poszczególnym klasom ratingowym. Te z nich, które uzyskały najwyższe noty były kwalifikowane do składu RESPECT Index. Ankieta spółek ratingu RESPECT została zaktualizowana ponownie w oparciu o międzynarodowe standardy raportowania niefinansowego Global Reporting Initiative, lecz tym razem opierała się na koncepcji ESG obejmującej trzy obszary: społeczny, środowiskowy oraz ładu korporacyjnego. Szczegółowy zestaw obszarów oraz ich kategorii został przedstawiony w tabeli 32.

Tabela 32. Obszary ankiety działalności spółek RESPECT Index

Obszary	Kategorie
Społeczny (20 pytań zamkniętych)	bezpieczeństwo i higiena pracy
	zarządzanie zasobami ludzkimi
	relacje z dostawcami
	dialog z interesariuszami
	raportowanie społeczne
Środowiskowy (14 pytań zamkniętych)	zarządzanie środowiskowe
	ograniczanie oddziaływania środowiskowego
	bioróżnorodność
	aspekty środowiskowe produktów/usług
Ładu korporacyjnego (17 pytań zamkniętych)	zarządzanie strategiczne
	kodeks postępowania
	zarządzanie ryzykiem
	zarządzanie ryzykiem nadużyć
	audyt wewnętrzny i system kontrolo
	relacje z klientami

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.respectindex.pl (dostęp: 15.02.2022).

Zaktualizowana ankieta ratingu RESPECT obejmowała 51 pytań zamkniętych, pytaniom ponownie przyporządkowano punkty (od 1 do 3) oraz wagi w zależności od istotności pytania. Zebrane wyniki ankiet były również weryfikowane na podstawie dostarczonych przez spółki dokumentów i poddawane statystycznej analizie przez audytora RESPECT Index, firmę Deloitte.

RESPECT Index pozostał indeksem dochodowym, lecz od 7. edycji, czyli od 17 grudnia 2013 roku, obliczany był w sposób ciągły, w minutowych odstępach czasu. Wartość otwarcia indeksu była publikowana po otwarciu

sesji w przypadku, gdy kursy spółek pozwalały na wycenę co najmniej 65% portfela indeksu na tej sesji. Wartość zamknięcia indeksu podawana była do publicznej wiadomości na stronach internetowych GPW, jak również przez zainteresowane podmioty i agencje informacyjne po zakończeniu sesji[160]. Udziały spółek w indeksie (wagi) stanowiły liczbę akcji w wolnym obrocie, pomniejszoną o liczbę akcji wprowadzonych do obrotu giełdowego. Były one zaokrąglane do pełnych tysięcy. Udziały największych spółek w indeksie były limitowane do 25%, gdy indeks liczył mniej niż 20 uczestników i do 10%, gdy liczba uczestników indeksu była wyższa niż 20 spółek[161].

W pierwszych dwóch edycjach RESPECT, badanie spółek pod kątem dołączenia do indeksu było przeprowadzane raz do roku. Od 3. (której ogłoszenie składu miała miejsce 14 lipca 2011 r.) do 6. (której ogłoszenie składu odbyło 24 stycznia 2013 r.) edycji rewizję składu indeksu przeprowadzano 2 razy do roku, w okresach półrocznych, od 7. edycji (ogłoszonej 17 grudnia 2013 r.) indeks powrócił zaś do rewizji składu dokonywanej raz do roku w ostatni piątek listopada i ta zasada obowiązywała do dnia ogłoszenia jego ostatniego składu 12 grudnia 2018 roku.

Rysunek 37 obrazuje zagregowane, historyczne notowania RESPECT Index od dnia jego inauguracji, czyli 19 listopada 2009 roku do dnia jego ostatniego notowania 30 grudnia 2018 roku. W początkowym okresie jego notowania były niższe w porównaniu z notowaniami indeksu WIG-20 obejmującego 20 najlepszych spółek GPW. Od 2013 roku ten trend się odwrócił i to indeks RESPECT notował lepsze wyniki. Zgodnie z danymi GPW[162], wyniki notowań indeksu RESPECT pokazały, że spółki nim objęte charakteryzowały się również wyższą stopą zwrotu niż przeciętna rynkowa wyrażona indeksem WIG. Od listopada 2009 roku do grudnia 2018 r., czyli w ciągu dziewięciu lat istnienia indeksu, zwiększył on swoją wartość o 70%. W tym samym czasie indeks szerokiego rynku WIG wzrósł o 47%, a WIG20 spadł o 4% (GPW, 2018).

W kontekście polskiego rynku kapitałowego indeks RESPECT stanowił przedmiot intensywnych badań. Analizowano zarówno wyniki jego notowań, jak i skuteczność strategii inwestycyjnych opartych na nim w konfrontacji z inwestycjami kierowanymi przez kluczowe indeksy bazowe, takie jak WIG, WIG-20, WIG-40 czy WIG 80.

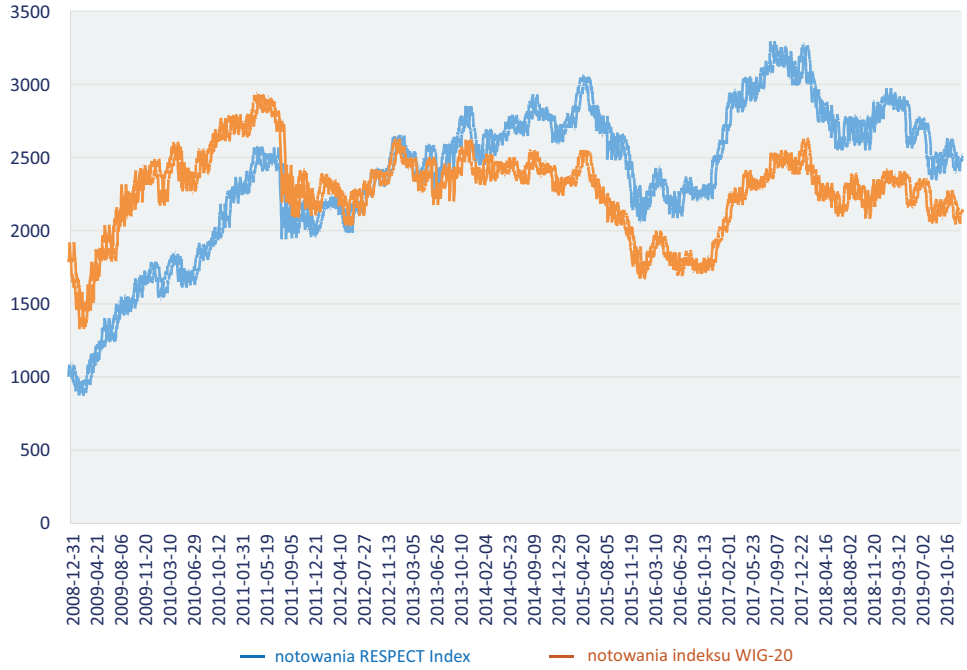
---

[160] Opracowanie własne na podstawie informacji GPW w Warszawie, zob. http://respectindex.pl/ (dostęp: 16.02.2023).

[161] Opracowanie własne na podstawie danych GPW w Warszawie, zob. www.respectindex.pl (dostęp: 15.02.2022).

[162] Zob. http://respectindex.pl/aktualnosci?ph_main_content_start=show&ph_main_content_cmn_id=1137 (dostęp: 12.02.2023).

Rysunek 37. Notowania RESPECT Index oraz indeksu WIG-20 na przestrzeni 10 lat: 2009–2019



Źródło: opracowanie własne na podstawie notowań historycznych RESPECT Index oraz WIG-20 GPW w Warszawie, zob. https://www.gpw.pl/archiwum-notowan? (dostęp: 10.07.2023).

Badania dotyczące długoterminowego wpływu zrównoważonego inwestowania w Polsce wyraźnie wskazywały, że pierwszy polski indeks SRI osiągnął lepsze wyniki niż konwencjonalne indeksy publikowane przez GPW (m.in.: Janik i Bartkowiak, 2015; Jedynak, 2012; Cegliński, 2015). RESPECT Index charakteryzował się ponadprzeciętną rentownością i relatywnie niskim ryzykiem inwestycyjnym przede wszystkim do 2012 roku (Czerwińska, 2012; Laskowska, 2018). Jednak po 2015 r. lepsze wyniki RESPECT Index zniknęły, a ryzyko z nim związane było porównywalne lub wyższe niż ryzyko inwestycji w większość innych portfeli indeksowych (Gołaszewska-Kaczan, Kilon i Marcinkiewicz, 2016). Zieliński (2015) pokazał, że w większości sektorów spółki portfela RESPECT Index osiągały wyższą wycenę niż pozostałe spółki, ale różnice były zbyt małe, aby uznać CSR za czynnik wpływający na tę wycenę.

W badaniu przeprowadzonym przez Lulewicz-Sas (2014) porównano wyniki RESPECT Index z indeksem WIG 20 przez pierwsze pięć lat notowania RESPECT na warszawskim parkiecie. Badanie wykazało, że spółki z RESPECT Index osiągały wyższe stopy zwrotu niż te z WIG 20, mimo

że oba indeksy miały zbliżony poziom ryzyka w różnych fazach koniunktury rynkowej. Akcje spółek RESPECT Index, w każdym z badanych lat, oferowały inwestorom większą premię za ryzyko niezależnie od sytuacji na rynku. W czasach hossy premia za ryzyko dla akcji z RESPECT była prawie dwukrotnie wyższa niż dla WIG 20, podczas gdy w okresach bessy akcje firm dbających o CSR były mniej podatne na gwałtowne spadki wartości lub utrzymywały stabilność finansową. Łudzińska (2017) również poddała analizie wyniki indeksu RESPECT oraz spółek nim objętych w latach 2009–2014 i wykazała, że wdrażanie koncepcji społecznej odpowiedzialności wspiera budowanie wartości przedsiębiorstw na rynku kapitałowym. Spółki objęte RESPECT Index charakteryzowały się wyższym zwrotem z zainwestowanego kapitału oraz wyższą stopą dywidendy. Jednocześnie wyniki badań pokazały, że z ostrożnością należy podchodzić do oceny wyników wskaźnika ceny do zysku oraz ceny do wartości księgowej zarówno spółek, jak i indeksów giełdowych, w kontekście oceny potencjalnego wpływu społecznej odpowiedzialności na budowanie wartości, ponieważ nie dały one jednoznacznych wyników w badanym okresie.

Wysokie stopy zwrotu RESPECT Index w pięciu pierwszych latach obecności na rynku były imponujące, co zdaniem Ceglińskiego (2015) było przede wszystkim efektem spektakularnych wzrostów wartości akcji dwóch składników indeksu: spółek KGHM i PKN Orlen. Przyjmując założenia Ceglińskiego, Zaremba (2023) przeanalizowała 9-letnie wyniki indeksu, w latach 2011–2019, na tle innych indeksów i wykazała, że inwestycja w RESPECT nie była bardziej opłacalna niż inwestycja w WIG, mWIG40 czy sWIG80, natomiast odnotowała jednocześnie wyższe stopy zwrotu w porównaniu z indeksem WIG20.

Z kolei Białkowski i Sławik (2021) badali efekty cenowe związane ze zmianami w składzie RESPECT Index w całym 10-letnim okresie jego obowiązywania, tj. w latach 2009–2019. Wyniki ich badań wskazują na silną negatywną reakcję cen akcji spółek, które były włączane lub wyłączane z indeksu. Zarówno włączenie, jak i wykluczenie w odniesieniu do RESPECT Index skutkowało niższym poziomem zwrotów. Efekt był krótkotrwały, ale statystycznie istotny i wskazywał, że wydarzenie, takie jak dodanie do indeksu ESG lub usunięcie z niego (a także ogłoszenie obu wydarzeń) tworzą okazję sprzedaży akcji spółek objętych indeksem. Ponadto, wyniki badań sugerują, że inwestorzy na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie – przynajmniej w krótkim okresie – mają tendencję do sprzedaży akcji spółek uznanych za społecznie odpowiedzialne. Wyniki są zaskakujące, co badacze tłumaczą tym, że ich badanie koncentrowało się na krótkoterminowej reakcji inwestorów.

Interesujące badania zrealizowali Sikacz i Wołczek (2017a), nie zajmowali się oni bowiem efektywnością inwestowania, lecz oceną spółek objętych

RESPECT Index pod kątem czynników ESG. Dane do analizy pochodziły z baz ASSET4 ESG i Thomson Reuters Eikon. Celem analizy było sprawdzenie czy przedsiębiorstwa z indeksu RESPECT faktycznie w pełni odpowiadają kryteriom zarządzania środowiskowego, społecznego i ładu korporacyjnego. Rezultaty badań wskazują na pewne rozbieżności w wynikach ESG uzyskanych przez spółki. Wyniki ESG pozyskane z bazy ASSET4 ESG okazały się korzystniejsze dla analizowanych spółek. Warto zauważyć, że do 10. edycji indeksu RESPECT zakwalifikowały się niektóre spółki z niskimi wynikami ESG, co budziło wątpliwości badaczy w stosunku do procesu selekcji firm do tego indeksu. Jednocześnie wyniki badań Sikacz i Wołczek (2017a) wydają się zbieżne z omawianym w rozdziale 4.9 wyzwaniem braku spójności wyników ESG tych samych spółek w ratingach przeprowadzanych przez różne agencje ratingowe (Berg, Kölbel i Rigobon, 2022).

Podsumowując warto podkreślić, że RESPECT Index jako pierwszy indeks społecznej odpowiedzialności w Europie Centralno-Wschodniej stał się symbolem innowacyjności i uwzględniania zasad społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw na polskim rynku kapitałowym. Został wprowadzony pod koniec 2009 roku, w trakcie globalnego kryzysu finansowego, a mimo to zyskał uznanie i okazał się sukcesem na rynku kapitałowym. Regularnie odnotowywał wyższe zwroty niż tradycyjne indeksy bazowe, podkreślając atrakcyjność inwestowania w spółki społecznie odpowiedzialne. Jednocześnie rozpropagował ideę społecznej odpowiedzialności i zrównoważonego rozwoju wśród szeroko rozumianych interesariuszy polskiego rynku kapitałowego. Mimo to po dekadzie istnienia indeksu RESPECT warszawska giełda postanowiła zaktualizować jego formułę i uchwałą zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie nr 804/2019 z dnia 12 sierpnia 2019 roku, począwszy od 3 września 2019 r., rozpoczęła obliczać i podawać do publicznej wiadomości nowy indeks społecznego inwestowania WIG-ESG Index, który zastąpił RESPECT Index.

5.4.2. WIG–ESG Index

Indeks WIG-ESG, notowany po raz pierwszy 3 września 2019 roku jest indeksem, w skład którego wchodzą wszystkie spółki objęte indeksem WIG20 i mWIG40. Oznacza to, że automatycznie trafiają do niego największe firmy notowane na GPW, bez względu na to czy i w jakim stopniu działają zgodnie z wytycznymi ESG, co jest znaczącą zmianą w stosunku do założeń indeksu RESPECT. WIG-ESG jest publikowany na podstawie wartości portfela akcji spółek, które przestrzegają zasad biznesu odpowiedzialnego społecznie, w szczególności w zakresie kwestii środowiskowych, społecznych, ekonomicznych i ładu korporacyjnego (GPW, 2019).

Uruchomienie indeksu było kolejną po RESPECT Index odpowiedzią zarządu warszawskiej giełdy na rosnące zainteresowanie odpowiedzialnym inwestowaniem oraz uwzględnianiem kryteriów ESG przez inwestorów. Badanie PwC z 2021 r. potwierdziło, że kwestie ESG wpływają na wycenę spółek na polskim rynku (PwC, 2021). Połowa inwestorów je dostrzega, choć nie uznaje za kluczowe, ale już blisko 30% badanych jest skłonna obniżyć swoją wycenę lub wycofać się z inwestycji, jeśli ryzyka ESG są zbyt wysokie. Mimo to, analitycy biur maklerskich nadal nie włączają kwestii ESG do swoich rekomendacji. Ponadto na polskim rynku nie ma jednolitego podejścia do źródeł informacji i kryteriów oceny inwestycji w zakresie ESG. Aktualnie inwestorzy czerpią wiedzę z kilkunastu różnych źródeł, przy czym w niewielkim stopniu polegają na raportach niefinansowych publikowanych przez spółki. Indeks WIG-ESG miał dostarczać im takich wskazówek na temat największych spółek notowanych na warszawskiej giełdzie. Pierwszym funduszem wykorzystującym indeks WIG-ESG jako benchmark był NN Investment Partners TFI[163].W swojej strategii inwestowania fundusz stosuje analizę czynników ESG, zaangażowanie akcjonariuszy oraz wykluczenia (przedstawione pokrótce w rodz. 4.2.1.). Nie inwestuje w spółki produkujące tytoń, uzyskujące istotną część przychodów z górnictwa węgla kamiennego, wydobywające ropę naftową z piasków roponośnych, produkujących kontrowersyjną broń i handlujących bronią z podmiotami objętymi embargiem[164].

Wartość bazowa indeksu WIG-ESG została ustalona na dzień 28 grudnia 2018 r. i wynosiła 10 000,00 punktów. WIG-ESG jest indeksem dochodowym, co oznacza, że przy jego obliczaniu bierze się pod uwagę zarówno zawarte w nim transakcje, jak i dochody z tytułu dywidend. Udział jednej spółki w indeksie jest ograniczony do 10%, natomiast sumaryczny udział spółek, z których udział każdej przekracza 5%, jest ograniczony do 40%[165]. W skład nowego indeksu WIG-ESG weszły 23 składniki ostatniej 12. edycji RESPECT Index. Siedem spółek dobrze zarządzających ryzykiem ESG (długoterminowych komponentów RESPECT Index), tj. Apator, ZEW Kogeneracja, Bank Ochrony Środowiska, Fabryka Mebli Forte, Trakcja PRKiI, PCC Rokita, nie weszło w skład indeksu WIG-ESG, gdyż nie były one komponentami WIG20 ani mWIG40 (Zaremba, 2023). Indeks WIG-ESG zawsze składa się z 60 spółek i, podobnie jak RESPECT Index, nie ma w nim ograni-

[163] Zob. https://etf.com.pl/fundusze-indeksowe/fundusze-akcji-polska/nn-indeks-odpowiedzialnego-inwestowania/ (20.12.2022).

[164] Więcej informacji zob. https://www.nntfi.pl/esg (20.12.2022).

[165] Zob. https://gpwbenchmark.pl/karta-indeksu?isin=PL9999998955 (dostęp: 21.12.2022).

czeń sektorowych. Skład indeksu na dzień 2 stycznia 2023 roku wraz z udziałem w portfelu spółek (od największego do najmniejszego, procentowego udziału) został przedstawiony w tabeli 33.

Tabela 33. Skład indeksu WIG-ESG na dzień 2 stycznia 2023 roku

Lp.	Instrument	Pakiet (PLN)	Udział w portfelu (%)	Lp.	Instrument	Pakiet (PLN)	Udział w portfelu (%)
1	PKOBP	22 028 969 040	10,462	31	GRUPAAZOTY	1 097 353 660	0,521
2	PKNORLEN	18 426 276 800	8,751	32	PEP	1 007 952 000	0,479
3	PZU	17 888 103 600	8,496	33	BENEFIT	1 000 150 000	0,475
4	DINOPL	12 535 961 500	5,954	34	CIECH	996 943 200	0,473
5	PEKAO	12 424 535 000	5,901	35	GPW	942 441 500	0,448
6	ALLEGRO	10 708 265 955	5,086	36	ENEA	872 017 740	0,414
7	KGHM	10 146 802 750	4,819	37	GRUPRACUJ	864 836 100	0,411
8	LPP	9 749 700 000	4,630	38	NEUCA	824 602 000	0,392
9	CDPROJEKT	9 210 378 800	4,374	39	EUROCASH	824 229 000	0,391
10	SANPL	8 693 330 000	4,129	40	HUUUGE	802 872 000	0,381
11	PEPCO	6 220 599 040	2,954	41	AMREST	799 136 000	0,380
12	INGBSK	5 620 320 000	2,669	42	COMARCH	790 326 000	0,375
13	KRUK	4 457 835 200	2,117	43	XTB	781 248 000	0,371
14	MBANK	4 182 080 000	1,986	44	DEVELIA	778 212 360	0,370
15	INTERCARS	3 933 819 000	1,868	45	SELVITA	770 804 400	0,366
16	KETY	3 921 760 000	1,863	46	FAMUR	743 759 996	0,353
17	CYFRPLSAT	3 657 169 200	1,737	47	ASBIS	694 012 000	0,330
18	ORANGEPL	3 624 369 408	1,721	48	AUTOPARTN	670 607 500	0,318
19	PGE	3 242 083 838	1,540	49	DOMDEV	558 489 600	0,265
20	ASSECOPOL	3 177 854 000	1,509	50	MOBRUK	549 153 000	0,261
21	MILLENNIUM	2 460 122 080	1,168	51	TSGAMES	538 254 600	0,256
22	HANDLOWY	2 395 937 000	1,138	52	KERNEL	514 413 000	0,244
23	ALIOR	2 251 320 600	1,069	53	STSHOLDING	450 489 188	0,214
24	BUDIMEX	1 965 678 000	0,934	54	BOGDANKA	395 543 200	0,188
25	JSW	1 637 733 260	0,778	55	PKPCARGO	280 490 840	0,133
26	CCC	1 552 791 100	0,737	56	ZEPAK	268 553 750	0,128
27	LIVECHAT	1 464 576 000	0,696	57	DATAWALK	194 454 000	0,092
28	TAURONPE	1 238 656 524	0,588	58	BUMECH	162 772 240	0,077
29	WIRTUALNA	1 218 355 600	0,579	59	MABION	148 529 400	0,071
30	11BIT	1 113 654 000	0,529	60	MERCATOR	85 762 820	0,041

Źródło: https://gpwbenchmark.pl/karta-indeksu?isin=PL9999998955#Portfolio (dostęp: 2.01.2023).

Za ocenę spółek pod kątem czynników ESG objętych indeksem WIG-ESG nie jest już odpowiedzialny zespół GPW w Warszawie oraz firma Deloitte, jako niezależny audytor, lecz firma Sustainalytics, która po fuzji z agencją Morningstar w kwietniu 2020 roku nosi nazwę Morningstar Sustainalytics[166]. Morningstar Sustainalytics jest jednym z wiodących na świecie dostawców badań i ocen ESG. Firma dostarcza dane, analizy i narzędzia, które pomagają inwestorom w podejmowaniu decyzji z wykorzystaniem czynników ESG. Morningstar Sustainalytics ocenia firmy na podstawie ich efektywności działań ESG, skupiając się na identyfikacji i analizie szczególnie tych ich aspektów, które mogą wpływać na zdolność przedsiębiorstwa do utrzymania zyskowności i zarządzania ryzykiem[167]. Firma przygotowuje ranking spółek WIG20 oraz mWIG40 pod kątem uwzględniania czynników ESG. W powyższym rankingu spółki mogą uzyskać od 0 do 100 punktów, przy czym im mniej ich mają, tym lepiej spółka przestrzega kryteriów oceny ESG (Rogowski i Lipski, 2022). Podmioty szeregowane są według wymienionych punktów oraz klasyfikowane w ramach pięciu grup. W zależności od przyporządkowania do określonej grupy liczba akcji w wolnym obrocie danego uczestnika indeksu jest ograniczana do 0% (dla spółek z pierwszej grupy) lub maksymalnie do 40% (dla spółek z piątej grupy) (Rogowski i Lipski, 2022).

Niemniej jednak, jak wspomniano powyżej, głównym kryterium pozycji w indeksie pozostaje, podobnie jak w indeksach WIG20 oraz mWIG40, kapitalizacja oraz wartość obrotu akcjami, co z jednej strony w oczywisty sposób premiuje największe spółki. Z drugiej zaś – spółki objęte indeksem WIG 20 oraz mWIG 40, które uzyskują niskie oceny w rankingu ESG, mogą mieć nawet o 30% mniejszy udział w indeksie WIG-ESG, niżby to wynikało z ich pozycji w indeksie WIG[168]. Sprawia to, że duże spółki ze słabym wynikiem ESG nadal będą miały istotną wagę w indeksie, jednakże zdecydowanie niższą, niż gdyby nie były objęte oceną ich społecznej, środowiskowej i związanej z ładem korporacyjnym odpowiedzialności. Należy zaznaczyć, że skład indeksów WIG20 oraz WIG40 może ulec zmianie po każdej korekcie kwartalnej, skutkującej zmianą składu indeksu WIG-ESG. W ciągu trzech lat od uruchomienia indeksu WIG-ESG do jego rewizji przeprowadzonej w marcu 2022 r. w portfelu indeksu wymieniono aż 15 spółek (Zaremba,

166 Zob. https://newsroom.morningstar.com/newsroom/news-archive/press-release-details/2020/Morningstar-to-Acquire-Sustainalytics-and-Expand-Access-to-ESG-Research-Data-and-Analytics-for-Investors-Worldwide/default.aspx (dostęp: 21.07.2023).

167 Więcej informacji zob. https://www.sustainalytics.com/ (dostęp: 21.07.2023).

168 Zob. https://gpwbenchmark.pl/opisy-indeksow (28.08.2023).

2023). W związku z tym pojawiają się już pierwsze głosy, by kryteria włączenia do indeksu WIG-ESG zostały zmienione w celu promowania spółek, które wyróżniają się pod kątek kryteriów ESG i wykluczenia tych, które podejmują znikome wysiłki w tym zakresie (Zaremba, 2023).

Zgodnie z badaniem GPW w Warszawie, przeprowadzonym w 2022 r. wśród inwestorów nt. wpływu czynników ESG na decyzje inwestycyjne, indeks WIG-ESG jest znany dla ponad 90% ankietowanych i stał się istotnym wskaźnikiem informacyjnym dla profesjonalnych inwestorów giełdowych (GPW, 2022). Przejście zatem od RESPECT Index do WIG-ESG okazało się płynne i dobrze przyjęte przez rynek. Najważniejsze różnice między nowym indeksem WIG-ESG a jego poprzednikiem, RESPECT Index, zostały zaprezentowane w tabeli 34.

Tabela 34. Kluczowe założenia indeksów RESPECT i WIG-ESG notowanych na GPW w Warszawie

Opis	RESPEC Index	WIG-ESG
Data pierwszego notowania	19 listopada 2009	3 września 2019
Data ostatniego notowania	30 grudnia 2019	––
Bazowa wartość indeksu	1000 punktów	10 000 punktów
Kryteria doboru spółek do indeksu	spółki o najwyższej płynności objęte indeksem WIG (do 2012) oraz spółki objęte indeksami WIG20, mWIG40 oraz sWIG80 (od 2013 do 2019) notowane na GPW w Warszawie; objęcie indeksem na podstawie dobrowolnych zgłoszeń spółek poprzez wypełnienie ankiety ESG oraz dostarczenie innych dokumentów	wszystkie spółki notowane na GPW objęte indeksami WIG20 oraz mWIG40, bez względu na sektor czy jakość wyników ESG
Wykluczenia sektorowe	nie	nie
Podmiot oceniający spółki pod kątem czynników ESG	GPW w Warszawie oraz Deloitte, jako niezależny audytor	Morningstar Sustainalytics, międzynarodowy dostawca rozwiązań w zakresie oceny ryzyka ESG

Źródło: opracowanie własne na podstawie: https://gpwbenchmark.pl/opisy-indeksow oraz http://respectindex.pl/ (28.08.2023).

Pod względem efektywności inwestowania, na podstawie danych GPW w Warszawie przedstawionych na rysunku 38 oraz w tabeli 35 można stwierdzić, że indeks WIG-ESG radzi sobie dobrze w porównaniu z innymi, wiodącymi indeksami warszawskiej giełdy, w szczególności w porównaniu z bazo-

wymi indeksami WIG20 oraz mWIG40, z których jego spółki się wywodzą. W krótkim okresie można na nim zyskać w stosunkowo najwięcej, natomiast w średnim okresie 3 lat – stracić stosunkowo najmniej.

Rysunek 38. Notowania indeksu WIG-ESG w okresie od 1 stycznia 2020 r. do 31 grudnia 2022 roku



Źródło: GPW Benchmark S.A. Pozyskano z: https://gpwbenchmark.pl/karta-indeksu?isin=PL9999998955#Portfolio (dostęp: 3.01.2023).

Tabela 35. Stopy zwrotu WIG-ESG oraz wiodących indeksów GPW w Warszawie na dzień 31 stycznia 2023 roku

Indeks	Wartość na koniec okresu	YTD	1M	2M	3M	6M	9M	1Y	3Y
WIG-ESG	9 960,41	6,05	6,05	9,07	21,50	12,80	7,08	–11,35	2,09
WIG20	1 902,25	6,15	6,15	9,56	23,82	10,52	2,37	–13,91	–7,92
mWIG40	4 412,00	6,20	6,20	7,38	15,38	6,28	0,96	–13,60	10,06
sWIG80	19 384,48	10,79	10,79	9,33	17,04	11,97	4,46	–0,51	53,64
WIG30	2 337,41	6,85	6,85	10,36	24,00	11,04	2,79	–12,91	–2,13
WIG	61 286,58	6,65	6,65	9,33	21,52	11,42	6,11	–9,10	8,12

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW w Warszawie: https://gpwbenchmark.pl/pub/BENCHMARK/files/PDF/statystyki/2023_01_stopy_zwrotu.pdf (dostęp: 2.02.2023).

Podsumowując, warto podkreślić, że indeks WIG-ESG, który automatycznie uwzględnia duże i średnie spółki notowane na GPW w Warszawie, nie kieruje się bezpośrednio ich zaangażowaniem w obszarze czynników ESG. Chociaż metoda ta jest unikalna dla tego indeksu, międzynarodowe standardy dotyczące tworzenia indeksów ESG oraz inwestycji SRI często przyj-

mują inny kierunek. Większość indeksów kładzie nacisk na autentyczne działania przedsiębiorstw związane ze zrównoważonym rozwojem i społeczną odpowiedzialnością, a nie na ich sektorową specyfikę czy wielkość rynkowej kapitalizacji. Skutkuje to podejmowaniem decyzji o włączeniu spółek do indeksów na podstawie szerokiej palety kryteriów, które odzwierciedlają dążenie do promowania odpowiedzialności w obszarze społecznym środowiskowym i zarządczym. Wobec tego metodyka oceny firm w indeksie WIG-ESG w świetle kryteriów ESG może rodzić pewne zastrzeżenia. Dlatego też, zdaniem Zaremby (2023), w najbliższym czasie należy rozważyć modyfikację metodologii indeksu WIG-ESG nie tylko poprzez dopuszczenie do indeksu mniejszych spółek (uczestników sWIG80, podobnie jak w przypadku RESPECT Index), lecz także poprzez wprowadzenie wyłączeń w zakresie punktacji ESG. Takie podejście pozwoli na wyłonienie spółek wyróżniających się w zakresie zarządzania ryzykiem ESG i zmotywuje inne firmy do podejmowania decyzji zorientowanych na zrównoważony rozwój. Ryzyko wykluczenia z indeksu spółek o niskim lub pogarszającym się ratingu ESG może stanowić lepszą motywację do działania zgodnego z kryteriami ESG niż samo uwzględnienie ratingu w celu dostosowania udziałów spółek w portfelu indeksu, jak to jest obecnie.

5.5. Rynek inwestycji społecznie odpowiedzialnych w Polsce

Mimo stosunkowo dobrej koniunktury utrzymującej się po kryzysie w latach 2007–2009 na rynkach finansowych i relatywnie wysokich wzrostów PKB w Polsce na tle pozostałych krajów Unii Europejskiej[169], polski rynek inwestowania społecznie odpowiedzialnego (SRI) wciąż pozostaje na wczesnym etapie rozwoju (Lulewicz-Sas i Kilon, 2014b; Remlein, 2017; Kravchuk, 2022). Dzieje się tak z wielu powodów: społecznych, ekonomicznych, politycznych czy legislacyjnych, a jako jeden z ważniejszych wymieniany jest dotychczasowy brak regulacji i przepisów uwzględniających czynniki ESG w polityce inwestycyjnej funduszy i menedżerów zarządzających aktywami, na tle innych krajów europejskich. Co prawda w 2009 roku Ministerstwo Finansów wprowadziło przepis dla spółek notowanych na GPW w Warszawie, które w swoich rocznych raportach muszą uwzględniać szczegółowy opis działań z zakresu ładu korporacyjnego, a na warszawskiej giełdzie zainicjo-

[169] Według danych Eurostat w 2022 roku PBK Polski wzrosło o 4,14%, co uplasowało nasz kraj na 6. miejscu wśród wszystkich członków UE; zob. https://www.statista.com/statistics/1373419/eu-gdp-percentage-share-member-state-2022/ (dostęp: 20.07.2023).

wano *Kodeks Dobrych Praktyk*[170], któremu została dedykowana odrębna, wyczerpująca i bogata w informacje oraz bieżące aktualizacje strona internetowa[171], jednakże działania te wydają się niewystarczające dla upowszechnienia idei inwestowania społecznie odpowiedzialnego. Długo oczekiwane europejskie standardy sprawozdawczości w zakresie zrównoważonego rozwoju (ESRS), które zostały omówione w rozdziale 4.6, będą z pewnością stanowiły odczuwalną zmianę w tym zakresie. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie wyszła im naprzeciw i w październiku 2023 roku, we współpracy z firmą Steward Redqueen i przy wsparciu Europejskiego Banku Odbudowy i Rozwoju (EBOR), opublikowała przewodnik dla spółek na temat raportowania ESG zgodnego z dyrektywą unijną CSRD oraz ww. wytycznymi raportowania ESRS. Ma on na celu wspierać spółki notowane na GPW w raportowaniu czynników ESG w sposób odpowiadający potrzebom inwestorów, pomóc im w przygotowaniu się do nadchodzących wymogów regulacyjnych oraz poprawić warunki do rozwoju zrównoważonych finansów w Polsce (GPW, 2023b). Z pewnością dokument ten okaże się istotnym ułatwieniem nie tylko we wdrażaniu unijnych wytycznych raportowania niefinansowego, ale przede wszystkim popularyzacji uwzględniania aspektów ESG w decyzjach inwestycyjnych podejmowanych na polskim rynku. W Europie jednym z przodujących krajów w obszarze inwestycji społecznie odpowiedzialnych pozostaje Wielka Brytania, gdzie już od 2000 roku, na mocy poprawki do ustawy emerytalnej, powiernicy kapitału, a szczególnie fundusze emerytalne, w swoich rocznych raportach mają obowiązek dołączania komentarza określającego w jakim stopniu ich inwestycje biorą pod uwagę kwestie społeczne, ekologiczne oraz etyczne[172]. W Polsce praktyka ta jest stosunkowo krótka, nadal więc istnieje wiele wyzwań związanych z rozwojem inwestycji społecznie odpowiedzialnych oraz promocją świadomości na temat wpływu inwestycji na kwestie społeczne, ekologiczne oraz etyczne.

Zgodnie z ostatnimi dostępnymi danymi Eurosif, w Polsce skala inwestycji SRI w 2017 roku sięgała 22 mld euro (Eurosif, 2019, s. 103). W tabeli 36 zostały przedstawione strategie inwestowania SRI obecne na polskim rynku kapitałowym w 2015 oraz 2017 roku, w których przewagę stanowiły inwestycje kierujące się wykluczaniem wybranych branż lub przedsiębiorstw oraz uwzględnianiem norm i standardów działania. Coraz bardziej popularny na

---

[170] *Kodeks Dobrych Praktyk* zainicjowano w 2005 roku, natomiast w 2021 roku został on zaktualizowany.

[171] Nowe wytyczne zostały opracowane i opublikowane w 2021 roku. Więcej na ten temat zob. http://www.corp-gov.gpw.pl/ (dostęp: 20.07.2023).

[172] Więcej na temat Association of British Insurers zob. www.abi.org.uk (dostęp: 2.03.2023).

świecie trend Impact Investing, czyli inwestowanie wywierające pozytywny wpływ na otoczenie społeczne i środowisko, nie cieszył się w naszym kraju uznaniem.

Poziom inwestowania SRI w Polsce jest znaczenie niższy niż w innych krajach Unii Europejskiej (zob. tab. 18 w rozdz. 4.4). Według Eurosif (2019) jednym z powodów tej sytuacji jest niski popyt na inwestycje społecznie i ekologicznie odpowiedzialne, wynikający z niedostatecznej wiedzy na temat tego typu inwestowania, jego skuteczności i efektywności w porównaniu z głównym nurtem „tradycyjnego" inwestowania na rynkach kapitałowych. Nie mamy też jeszcze w Polsce liderów inwestycji SRI, budujących portfel oparty na projektach ekologicznych i społecznych.

Tabela 36. Rynek inwestycji SRI w Polsce w 2015 oraz 2017 roku w poszczególnych kategoriach strategii inwestycyjnych

Inwestycje SRI w Polsce (w mln EUR)	2015	2017
Inwestycje tematyczne w zrównoważony rozwój	3 762	0
Najlepszy w swojej klasie	2 717	0
Uwzględnianie norm i standardów	2 769	6 841
Wykluczenia	2 769	7 181
Integracja czynników ESG	0	2 500
Zaangażowanie akcjonariuszy	0	5 431
Inwestowanie wywierające wpływ (Impact investing)	34	0

Źródło: Eurosif. (2019). *Report. European SRI Study 2018*. Bruksela. Pozyskano z: www.eurosif.org (dostęp: 12.03.2023), s. 103.

Jak wynika z badania na temat wpływu i skali faktycznego uwzględniania czynników społecznych i środowiskowych przez inwestorów w Polsce w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych zrealizowanego przez GPW w Warszawie oraz Deloitte w 2012 roku[173], znacząca większość respondentów dostrzegała możliwość wpływu działań z zakresu społecznej odpowiedzialności na wyniki finansowe przedsiębiorstw. Jednocześnie zaledwie 26% ankietowanych wiedziało o funkcjonowaniu na rynku polskim funduszy etycznych, które inwestują w spółki szczycące się zrównoważonym i społecznie odpo-

[173] Badanie miało na celu zdefiniowanie poziomu świadomości polskich inwestorów nt. CSR oraz szans rozwojowych związanych z uwzględnianiem czynników ESG w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych. Do wypełnienia ankiety on-line, zaproszono grupę 120 przedstawicieli inwestorów instytucjonalnych. Uzyskano zwrot odpowiedzi na poziomie 33%. Więcej na ten temat w raporcie Deloitte (2012).

wiedzialnym podejściem do prowadzonej działalności. Zdecydowana większość (94%) biorących udział w badaniu inwestorów była świadoma funkcjonowania na GPW indeksu spółek odpowiedzialnych, RESPECT Index. Mimo że 81% respondentów przyznało, że nie analizuje składu indeksu, to jednak coraz więcej inwestorów deklaruje fakt uwzględniania kryteriów ESG w podejmowanych decyzjach (Deloitte, 2012).

Szereg instytucji wspiera rozwój sektora inwestowania SRI, a także uwzględniania wymiarów ESG w biznesie w Polsce. Wymienić wśród nich należy Instytut Odpowiedzialnych Finansów[174], Polskie Stowarzyszenie ESG[175], Komitet Krajowej Izby Gospodarczej ds. ESG[176] oraz Platformę Zrównoważonych Finansów powołaną przy Ministerstwie Finansów RP. W gronie jej członków znalazły się kluczowe instytucje administracji publicznej i polskiego rynku kapitałowego, które wspierają rozwój polskiego rynku SRI[177]: Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, Ministerstwo Klimatu, Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych, Izba Domów Maklerskich, Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej, Komisja Nadzoru Finansowego, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Polski Fundusz Rozwoju, Związek Banków Polskich, Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych, Ministerstwo Aktywów Państwowych, Polska Izba Ubezpieczeń, Europejski Bank Inwestycyjny, Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami, Bank Gospodarstwa Krajowego, Ministerstwo Finansów, Narodowy Bank Polski, UN Global Compact Network Poland. Zdaniem Kłobukowskiej (2019), która w swoich badaniach identyfikowała elementy wyróżniające inwestowanie SRI jako innowację na polskim rynku finansowym, za fundament rynku społecznie odpowiedzialnego inwestowania w Polsce należy uznać ład korporacyjny, którego rangę podniosło wdrożenie prawa wspólnotowego po akcesji Polski do Unii Europejskiej w 2004 roku. Spółki publiczne notowane na GPW w Warszawie zobowiązane zostały do transparentnego informowania w swoich rocznych sprawozdaniach finansowych o stosowanej polityce w zakresie *corporate governance*. Po raz pierwszy rynek społecznie odpowiedzialnego inwestowania w Polsce został uwzględniony w raporcie Eurosif w 2010 roku. Wartość rynku w 2009 roku oszacowano na około 1 mld euro, co stanowiło około 0,3% całkowitej wartości zarządzanych aktywów (Eurosif, 2011). Jak

174 Zob. https://iof.org.pl/ (dostęp: 4.08.2023).

175 Zob. https://polskiestowarzyszenieesg.pl/ (dostęp: 4.08.2023).

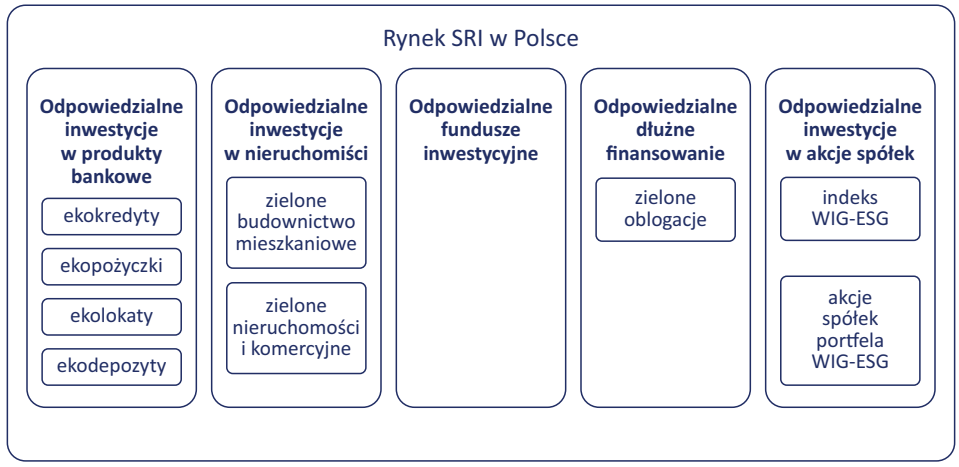
176 Zob. https://kig.pl/esg-i-zrownowazony-rozwoj/komitet-kig-ds-esg/ (dostęp: 4.08.2023).

177 Więcej informacji nt. Platformy Zrównoważonych Finansów zob. https://www.gov.pl/web/finanse/startuje-polska-platforma-zrownowazonych-finansow (dostęp: 4.08.2023).

wspomniano powyżej, ta sama organizacja szacuje obecnie wielkość polskiego rynku SRI na kwotę 20 mld euro.

Obecnie w naszym kraju inwestorzy mogą wybierać inwestycje zrównoważone i odpowiedzialne społecznie spośród następujących kategorii: produktów bankowych, nieruchomości, funduszy inwestycyjnych, dłużnego finansowania oraz akcji spółek. Graficzne przedstawienie ram polskiego rynku inwestycji SRI przedstawia rysunek 39, na którym przedstawiono przegląd kluczowych narzędzi dostępnych dla inwestowania SRI na polskim rynku.

Rysunek 39. Rynek SRI w Polsce – ramowy schemat



Odpowiedzialne inwestycje w produkty bankowe – obejmują między innymi kredyty, pożyczki, depozyty i lokaty. Banki oferujące te produkty biorą pod uwagę nie tylko kryteria ekonomiczne, ale także społeczne i środowiskowe. Ekokredyty czy ekopożyczki dla klientów indywidualnych służące finansowaniu projektów z zakresu energooszczędności, odnawialnych źródeł energii, instalacji fotowoltaicznych, pomp ciepła oraz innych inwestycji uwzględniających środowisko naturalne, oferuje większość banków w Polsce. Bank Ochrony Środowiska jest jednym z wiodących banków w tym obszarze, oferując zielone pożyczki, kredyt „czyste powietrze", EKOkredyt na zakup i montaż instalacji fotowoltaicznych czy też kredyt termomodernizacyjny na remont domów i mieszkań uwzględniający energooszczędne rozwiązania (Bank Ochrony Środowiska, 2023). Bank Pekao SA oferuje ekokredyt z oprocentowaniem RRSO 13,77% i prowizją 0% na cele ekologiczne, czyli na zakup i instalację odnawialnych źródeł energii (kolektorów słonecznych, paneli/ogniw fotowoltaicznych w tym magazynów energii);

kotłów centralnego ogrzewania z wykluczeniem kotłów węglowych oraz na ekogroszek; pomp ciepła oraz z wykorzystaniem ogrzewania geotermalnego; okien, drzwi i materiałów do ocieplenia domu, dachu; samochodów osobowych z napędem elektrycznym lub hybrydowym oraz motocykli i skuterów z napędem elektrycznym, rowerów elektrycznych; przydomowych oczyszczalni bio; wentylacji z odzyskiem ciepła; domowych stacji uzdatniania wody z ujęć własnych oraz systemów odzysku wody deszczowej (Bank Pekao S.A., 2023). Podobne oferty ekopożyczek i ekokredytów dla klientów indywidualnych oferują między innymi: Bank PKO BP S.A. (2023); Santander Bank Polska (2023) czy Alior Bank oferujący kredyt gotówkowy „czyste powietrze" (Alior Bank, 2023). Ekokredyty są również dostępne dla przedsiębiorstw. Bank City Handlowy wraz Bankiem Gospodarstwa Krajowego udziela kredytów ekologicznych współfinansowanych z programu Fundusze Europejskie dla Nowoczesnej Gospodarki 2021–2027 w ramach Działania 3.1. Kredyt ekologiczny. Jest to dotacyjna forma wsparcia dla mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw, także o statusie *small mid-cap* oraz *mid-cap*, przeznaczona na dofinansowanie inwestycji w infrastrukturę i technologie zwiększające efektywność energetyczną lub korzystanie z bardziej ekologicznych źródeł energii (Bank City Handlowy, 2023). Przykładem takiej inwestycji jest również kredyt ESG (ang. *ESG-linked loan*), który w 2019 roku udało się pozyskać Grupie Energa, jako pierwszej firmie w Polsce. Kredyt, na łączną kwotę 2 mld złotych i okres 5 lat, został sfinansowany przez konsorcjum pięciu banków w specjalnej formule *ESG-linked*, związanej z realizacją celów zrównoważonego rozwoju[178]. W skład ww. konsorcjum bankowego weszły: Santander Bank Polska S.A. (pełniący funkcję koordynatora, agenta i agenta ESG), Bank Gospodarstwa Krajowego, PKO Bank Polski SA, Caixa Bank SA Oddział w Polsce oraz MUFG Bank N.V. Uzyskane w ten sposób środki zostały przeznaczone m.in. na rozwój mocy wytwórczych odnawialnych źródeł energii (tzw. OZE) oraz dalszą modernizację linii elektroenergetycznych.

Odpowiedzialne inwestycje w nieruchomości – obejmują nowe projekty tzw. zielonego budownictwa zarówno mieszkaniowego, jak i nieruchomości komercyjnych (centrów handlowych, dystrybucyjnych, biurowców itp.), gdzie duży nacisk kładzie się na oszczędność energii oraz pozostałych mediów, kontrolę emisji CO_2 tak na poziomie budowy, jak i później w procesie zarządzania nieruchomością w sposób odpowiedzialny i zrównoważony. Inwestycje SRI w nieruchomości dotyczą także istniejącej infrastruktury budowlanej,

[178] Więcej na ten temat zob. https://media.energa.pl/pr/462341/energa-pozyskala-pierwszy-w-polsce-kredyt-odpowiedzialny-spolecznie-ma (dostęp: 14.08.2023).

jak również projektów rewitalizacyjnych związanych z obszarami postindustrialnymi, między innymi projektów taniego mieszkalnictwa. Ponadto odpowiedzialni inwestorzy zwracają też uwagę czy projekty inwestycji budowlanych oparte są na kontraktach szanujących prawa pracownicze i dobre praktyki gospodarcze[179]. Banki wpierają też tego typu inwestycje, oferując ekokredyty hipoteczne klientom indywidualnym. Jednym z nich jest mBank, który oferuje kredyt finansujący zakup lub budowę domu lub mieszkania w bloku lub budynku jednorodzinnym z niskim zużyciem energii (mBank, 2023). Wśród firm budowlanych na rynku polskim wyróżnia się między innymi spółka Echo Investment i jej strategia ESG Echo-Archicom 2030, która uwzględnia między innymi redukcję emisji CO_2 w inwestycjach budowalnych oraz własnych biurach, wprowadzanie procesów ograniczających ślad węglowy, osiągnięcie celu zero emisyjności do 2030 roku, chronienie miejskiej zieleni, przeciwdziałanie „rozlewaniu się miast" (czyli działanie na terenach już zurbanizowanych), korzystanie z odnawialnych źródeł energii i dostarczanie energii pozyskanej z OZE do wszystkich placów budowy do 2026 roku (Echo Investment, 2023).

Jedną z wiodących, pozarządowych organizacji w Polsce, która promuje projekty zielonego budownictwa, indywidualnego i komercyjnego, jest Polskie Stowarzyszenie Budownictwa Ekologicznego PLGBC (Polish Green Building Council), które od 2008 roku aktywnie działa dla transformacji budynków, miast i ich otoczenia, aby sposób ich planowania, projektowania, wznoszenia, użytkowania, modernizowania, rozbierania i przetwarzania był jak najbardziej zgodny z celami zrównoważonego rozwoju[180]. Polskie Stowarzyszenie stanowi część globalnej społeczności 77 organizacji stowarzyszeń zielonego budownictwa skupionych w ramach Światowego Stowarzyszenia Budownictwa Ekologicznego (ang. World Green Building Council)[181]. Stowarzyszenie zrzesza w Polsce 281 członków – 43% z nich to architekci, projektanci, dostawcy usług i zarządcy nieruchomości, natomiast 24% to firmy deweloperskie, inwestorzy i wykonawcy, kolejne 24% stanowią producenci, a pozostałe 9% – różnego rodzaju instytucje i samorządy (PLGBC, 2023). Stowarzyszenie prowadzi wiele projektów zarówno lokalnych, krajowych (np. „Budynki są jak ludzie"), jak i w ramach międzynarodowych działań (np. „Building Life", czyli budowanie życia dla europejskiego, zielo-

[179] Więcej na ten temat w raporcie Think Co. (2022).)

[180] Więcej informacji zob. na stronach Polskiego Stowarzyszenia Budownictwa Ekologicznego PLGBC: https://plgbc.org.pl/ (dostęp: 15.08.2023).

[181] Zob. plgbc.org.pl (dostęp: 15.08.2023).

nego ładu), które mają na celu promowanie dobrych praktyk i stymulowanie zmian na rynku na rzecz klimatu, zdrowia, zasobów i zrównoważonego rozwoju.

Odpowiedzialne fundusze inwestycyjne – różnią się tym od funduszy „tradycyjnych", że bierze się w nich pod uwagę sposób, w jaki generowany jest zysk z inwestycji (o czym była mowa w rozdz. 4.3 poświęconym inwestowaniu SRI na świecie). W warunkach polskich do funduszy SRI zalicza się te, które spełniają jednocześnie dwa kryteria (Gierałtowska, 2017): 1) posiadają w swojej polityce inwestycyjnej opis, że inwestują w przedsięwzięcia o charakterze etycznym, ekologicznym, w spółki o wysokich standardach społecznej odpowiedzialności oraz inne projekty lub firmy, których działalność jest powszechnie uznawana za odpowiedzialną; 2) w nazwach funduszy zawarte były elementy wskazanej powyżej polityki inwestycyjnej (tj. fundusze były oznaczane jako: zielone, etyczne, odpowiedzialne, SRI, ekologiczne, związane z medycyną).

Do 2017 roku nie było w Polsce funduszu SRI inwestującego na polskim rynku kapitałowym (Gierałtowska, 2017) i nadal nie ma jeszcze wielu. Obecnie fundusze spełniające kryteria ESG znajdują się w ofercie siedmiu krajowych towarzystw funduszy inwestycyjnych (TFI), głównie wywodzących się z zagranicy: Nationale Nederlanden TFI, Allianz Polska TFI, Amundi Polska TFI, Generali Investments TFI, UNIQA TFI, Santander TFI, ale także rodzimego funduszu PKO TFI (Zalewska, 2021). Obecnie dostępne są na polskim rynku oferty następujących funduszy SRI[182]: fundusze grupy Nationale Nederlandem[183]: NN (L) Globalny Odpowiedzialnego Inwestowania oraz NN Indeks Odpowiedzialnego Inwestowania FIO (dla którego benchmarkiem jest indeks WIG-ESG warszawskiej GPW); PKO Ekologii i Odpowiedzialności Społecznej Globalny (o stopie zwrotu w okresie październik 2019 r. – sierpień 2023 r. wynoszącej 26,72%[184]); Santander Prestiż Odpowiedzialnego Inwestowania Globalny; Generali Akcji Ekologicznych oraz UNIQA SFIO Subfundusz Akcji Europejskich ESG[185]. W ofercie funduszy SRI na polskim rynku kapitałowym nie znajdziemy jeszcze funduszy stricte etycznych (Czerwonka, 2023).

---

[182] Więcej informacji zob. na stronie: https://mojefundusze.pl/ (dostęp: 5.07.2023).

[183] Zob. https://www.nn.pl/notowania-i-wyniki-finansowe/notowania-ufk (dostęp: 14.08.2023).

[184] Zob. https://www.pkotfi.pl/fundusze-inwestycyjne/fundusze-inwestycyjne-otwarte/subfundusz-ekologii-i-odpowiedzialnosci-spolecznej-globalny/ (dostęp: 14.08.2023).

[185] Zob. https://www.uniqa.pl/informacje-tfi/wycena-tfi/uniqa-akcji-europejskich-esg-49/ (dostęp: 14.08.2023).

Narodowy Fundusz Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej[186], który powstał w 1989 roku we współpracy z samorządami lokalnymi, jest jedynym publicznym funduszem przeznaczającym środki na ochronę środowiska naturalnego oraz zasobów wody. Zielone inwestycje wspiera również Polski Fundusz Rozwoju (PFR), który w styczniu 2023 roku zaprezentował założenia swojej nowej strategii wspierającej budowę niskoemisyjnej gospodarki w Polsce – PFR Green Hub. Jednym z elementów działań PFR jest zainwestowanie 250 mln zł w cztery fundusze inwestycyjne skoncentrowane na zielonych inwestycjach: General Atlantic (inwestujący w ClimateTech), Eurozeo Smart City (inwestujący w projekty związane z ideą inteligentnych miast), Contrarian Ventures (inwestujący w startup-y we wczesnej fazie rozwoju) i Montis Capital (inwestujący w polskie zielone spółki)[187].

Odpowiedzialne dłużne finansowanie – forma pożyczania środków finansowych, która uwzględnia kryteria zrównoważonego rozwoju. Jednym z jego najbardziej popularnych narzędzi są zielone obligacje, które zostały przedstawione w rozdziale 4.4. Polska była pierwszym krajem na świecie, który w 2016 roku wyemitował zielone obligacje skarbowe na kwotę 750 mln euro, a w 2019 roku miała miejsce pierwsza emisja zielonych obligacji wśród przedsiębiorstw (Ministerstwo Finansów RP, 2021). Mimo podejmowania tego typu działań, rynek ten nie rozwija się intensywnie. Według analizy Ministerstwa Finansów RP, w porównaniu z krajami Europy Zachodniej czy Skandynawii, Polska ma znacznie mniejszą wartość zagregowanych emisji zielonych obligacji, ale prowadzi przed państwami z regionu o słabiej rozwiniętym rynku kapitałowym i tym samym posiada duży potencjał w zakresie przyszłych emisji zielonych obligacji korporacyjnych i komunalnych (Ministerstwo Finansów RP, 2021). Według Climate Bond Initative na dzień 15 sierpnia 2023 r. wielkość emisji zielonych obligacji wynosiła w Polsce 7,1 mld USD (Climate Bonds Initiative, 2023b).

Raport KPMG opracowany dla Ministerstwa Finansów RP i przedstawiony w 2021 r. prezentuje analizę możliwości dalszego rozwoju rynku zielonych obligacji w Polsce w związku ze Strategią Rozwoju Rynku Kapitałowego (SRRK), która wyróżnia działania w obszarze zrównoważonego finansowania (KPMG, 2021). Ministerstwo Finansów RP odgrywa wiodącą rolę we wdrożeniu strategii, która jest prowadzona we współpracy z Euro-

[186] Zob. https://www.gov.pl/web/nfosigw/narodowy-fundusz-ochrony-srodowiska-i-gospodarki-wodnej (dostęp: 2.03.2023).

[187] Więcej na ten temat zob. https://pfr.pl/pfr-green-hub.html (dostęp: 2.03.2023); https://strefainwestorow.pl/w-zielonej-strefie/klimat/pfr-zielone-inwestycje (dostęp: 2.03.2023).

pejskim Bankiem Odbudowy i Rozwoju i z wykorzystaniem środków Komisji Europejskiej w ramach Programu Wspierania Reform Strukturalnych. Samorządy lokalne dołączyły do trendu zrównoważonego finansowania, a Grudziądz stał się pierwszym polskim miastem, które postanowiło wyemitować zielone obligacje. Bezpośrednio w krok ten zaangażowane były Miejskie Wodociągi i Oczyszczalnia Sp. z o.o., które jako jednostka uzyskały certyfikat umożliwiający finansowanie i refinansowanie obligacji na sumę 63,2 mln zł w 2021 roku (Milewska, 2022). W całym procesie emisji miasto współpracowało z DNB Bank Polska, który zakupił te obligacje do swojego portfela. W ślady Grudziądza poszła również Łódź, emitując w tym samym roku zielone obligacje o wartości 50 mln zł z łącznej emisji 418 mln zł (Lipowicz, 2023). Pojawia się coraz więcej głosów, że samorządy mają duży potencjał do zwiększenia zadłużenia w postaci zielonych obligacji, aby finansować lokalne zielone inwestycje[188], więc z pewnością rynek ten nadal będzie się rozwijał.

Na polskim rynku kapitałowym zadebiutowały też już pierwsze zielone obligacje korporacyjne. Według danych GPW na koniec 2021 roku, polski rynek zielonych obligacji korporacyjnych składał się z 10 emitentów (Instytut Odpowiedzialnych Finansów, 2022). Tym samym zielone obligacje stały się atrakcyjnym narzędziem finansowania zrównoważonych inwestycji także dla polskich firm (Gemra, 2021). Pierwsza taka inicjatywa ze strony przedsiębiorstwa miała miejsce w 2020 roku dzięki Grupie Polsat Cyfrowy. Od tego czasu wiele innych firm, takich jak New Energy Investments czy PKN Orlen, podjęło się podobnych działań (Ślażyńska-Kluczek, 2022).

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie oferuje zielone obligacje korporacyjne za pośrednictwem rynku Catalyst. Jest to specjalistyczny segment rynku o nazwie „Warsaw Sustainable Segment", dedykowany dla emitentów i inwestorów zainteresowanych instrumentami dłużnymi przeznaczonymi do finansowania inwestycji zrównoważonego rozwoju. Catalyst umożliwia przedsiębiorstwom efektywne pozyskanie kapitału przez emisję obligacji, jednocześnie oferując inwestorom gamę możliwości inwestycyjnych. Aby znaleźć się w tym segmencie, emitent musi dostarczyć oświadczenie potwierdzające, że wskazane przez niego papiery wartościowe służą finansowaniu działań z zakresu zrównoważonego rozwoju (GPW, 2023a). Obecnie ośmiu emitentów oferuje 11 instrumentów na rynku zielonych korporacyjnych obligacji, wymienionych w tabeli 37.

Emitując zielone obligacje, emitent zdobywa dodatkowe środki finansowe i buduje jednocześnie korzystny wizerunek w oczach inwestorów (Ślażyń-

[188] Zob. https://samorzad.pap.pl/kategoria/aktualnosci/zielone-obligacje-jst-jest-potencjal-brakuje-energii (dostęp: 15.08.2023).

ska-Kluczek, 2022). To nie tylko sposób na pozyskanie kapitału, lecz także sposobność do podkreślenia swojego zaangażowania w kwestie zrównoważonego rozwoju. Należy jednak pamiętać, że z pozyskaniem finansowania poprzez zielone obligacje wiążą się pewne zobowiązania, takie jak konieczność sporządzania raportów, ścisłe śledzenie inwestycji pod względem zgodności z kryteriami zielonego finansowania czy też pozyskiwanie opinii od niezależnych specjalistów.

Tabela 37. Zielone obligacje korporacyjne – Warsaw Sustainable Segment na GPW w Warszawie (1 września 2023 r.)

Liczba emitentów	Emitent	Liczba instrumentów	Nazwa zielonej obligacji	Segment/ miejsce obrotu	Waluta
1	CYFROWY POLSAT	1	CPS0130/S	GPW ASO	PLN
2	GRENEVIA	2	GEA1126/S	GPW ASO	PLN
3	GHELAMCO INVEST	3	GHE0226/S	GPW ASO	PLN
4	ING BANK HIPOTECZNY	4	IBH1024/N/S	GPW RR	PLN
5	ORLEN	5	PKN1225/S	GPW ASO	PLN
		6	PKN0528/S	GPW RR	EUR
6	PKO BANK HIPOTECZNY	7	PHP0924/N/S	BS RR	PLN
				GPW RR	PLN
		8	PHP1224/N/S	BS RR	PLN
				GPW RR	PLN
		9	PHP0625/S	GPW RR	EUR
7	R. POWER S.A.	10	RPO0626/S	GPW ASO	PLN
8	TAURON POLSKA ENERGIA	11	TPE1025/S	GPW ASO	PLN

Akronimy:
GPW ASO – Alternatywny System Obrotu GPW,
GPW RR – Rynek Regulowany GPW,
BS RR – Rynek Regulowany Bond Spot.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW. (2023a). *Warsaw Sustainable Segment*. Pozyskano z: https://gpwcatalyst.pl/notowania-obligacji-warsaw-sustainable-segment (dostęp: 1.09.2023).

Odpowiedzialne inwestycje w akcje spółek – inwestując w akcje spółek w sposób zrównoważony i odpowiedzialny, inwestorzy kierują się nie tylko tradycyjnymi czynnikami inwestycyjnymi, lecz także kryteriami ESG odnoszącymi się do ochrony środowiska, zmian klimatycznych, praw pracowniczych, praw człowieka itp. Spółki wyróżniające się w tym zakresie są często włączane do indeksów społecznej odpowiedzialności na giełdach, na których

są notowane. Podobnie Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie wprowadziła takie firmy do indeksu RESPECT, a następnie do WIG-ESG (więcej na ten temat w rozdz. 5.4.1 oraz 5.4.2).

Podsumowując rozważania na temat rynku inwestycji SRI w Polsce, warto przytoczyć kluczowe wnioski z raportu przedstawionego przez Izbę Zarządzających Funduszami i Aktywami (IZFiA, 2022), dotyczącego stanu rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce w 2022 roku. Ostatnia dekada przyniosła znaczący wzrost w wartości zgromadzonych w nich aktywów, co było efektem trendów na globalnych rynkach kapitałowych. Apogeum tego wzrostu zanotowano we wrześniu 2021 roku, kiedy suma netto aktywów przekroczyła pułap 314 mld złotych. W kolejnych miesiącach, koniunktura zaczęła jednak ulegać pogorszeniu. Powodów tego zjawiska można upatrywać w przyspieszeniu inflacji, zwolnieniu dynamiki gospodarczej oraz agresywnej polityce pieniężnej globalnych banków centralnych, co skutkowało spadkami na rynkach akcji i obligacji. Ten negatywny trend pogłębił jeszcze konflikt zbrojny Rosji z Ukrainą. W efekcie 2022 rok przyniósł 11,8% spadek w wartości zgromadzonych środków w funduszach, osiągając wartość 266,3 mld złotych, co stanowi dane obejmujące 87% całego rynku (IZFiA, 2022).

Warto jednocześnie zauważyć, że na podium największych funduszy akcyjnych w Polsce uplasował się fundusz NN Indeks Odpowiedzialnego Inwestowania, zarządzany przez NN Investment Partners TFI, z aktywami sięgającymi 1,244 mld złotych, znajdujący się tuż za funduszami Allianz i PKO Innowacji i Technologii Globalnej (IZFiA, 2022, s. 25). Mimo to, raport IZFiA (2022) zdaje się pomijać kluczowe aspekty związane z inicjatywami ESG oraz strategiami inwestycyjnymi SRI. Brakuje w nim analizy efektywności oraz strategii funduszy społecznie odpowiedzialnych działających na polskim rynku. Jest to nieco zaskakujące, biorąc pod uwagę, że IZFiA angażuje się w konsultacje dotyczące wdrażania zmian w regulacjach unijnych, które mają wpływ na działalność TFI oraz firm inwestycyjnych. Prace nad modyfikacjami regulacji, zwłaszcza w kontekście wymiarów ESG, mają być kontynuowane. Ponadto Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) w 2022 roku rozpoczął konsultacje dotyczące wytycznych związanych z wykorzystywaniem terminologii „ESG" i „zrównoważony" w nazwach funduszy (ESMA, 2022), co również będzie miało wpływ na praktykę inwestowania SRI w Polsce.

5.6. Efektywność inwestowania SRI na polskim rynku kapitałowym w świetle badań

Inwestycje społecznie odpowiedzialne stanowią aktualny temat wielu badań naukowych na całym świecie. Choć główny nacisk jest kładziony na porównanie wyników finansowych takich inwestycji z tradycyjnymi, zagadnienie to wciąż pozostaje źródłem debat w środowiskach naukowych i biznesowych.

Jak wspominano w poprzednim rozdziale, polski rynek inwestowania SRI wciąż pozostaje na wczesnym etapie rozwoju i dlatego w literaturze źródłowej zaprezentowano dotychczas stosunkowo niewiele wyników badań tego obszaru. Badania dotyczące inwestowania SRI w Polsce można podzielić na trzy główne nurty. Pierwszy skupia się na analizie efektywności inwestowania SRI na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, najczęściej porównując wyniki indeksów giełdowych w różnych okresach. Drugi koncentruje się na badaniu efektywności inwestycji w fundusze ESG, najczęściej porównując je do efektywności inwestowania w fundusze konwencjonalne. Trzeci natomiast bada postawy inwestorów, a także ogółu polskiego społeczeństwa wobec inwestowania społecznie odpowiedzialnego.

Pionierką pierwszego nurtu badań polskiego rynku SRI była Czerwińska (2009), która analizowała wdrażanie koncepcji inwestowania społecznie odpowiedzialnego przez polskie fundusze emerytalne. Fundusze emerytalne wyróżniają się na tle innych funduszy inwestycyjnych ze względu na ich społeczno-ekonomiczny charakter. Mając na celu akumulowanie i pomnażanie kapitału powierzonego przez klientów w ciągu wielu lat, nie mogą pomijać wyzwań i oczekiwań społecznych (Czerwińska, 2009). Efekty ich strategii inwestycyjnych wpływają bowiem na jakość życia społeczeństwa, które w długoterminowej perspektywie jest beneficjentem tych funduszy. Dlatego też w procesie inwestycyjnym, oprócz kryteriów finansowych, powinny one brać pod uwagę aspekty etyczne, ekologiczne i społeczne. Polskie Otwarte Fundusze Emerytalne (OFE) działają w ramach ścisłych regulacji, co stawia przed nimi wyzwania w zakresie stosowania strategii inwestowania społecznie odpowiedzialnego. Specyfika polskiego rynku oraz ograniczenia w inwestowaniu za granicą (m.in. OFE mogą lokować poza granicami kraju nie więcej niż 5% zarządzanych aktywów[189]) wprowadzają trudności w integrowaniu strategii inwestowania SRI. Mimo to istnieje potrzeba większego zaangażowania w kwestie inwestowania SRI. Realizacja tego podejścia wymaga

[189] Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 18 lutego 2000 r. w sprawie ogólnego zezwolenia na lokowanie aktywów funduszy emerytalnych poza granicami kraju (Dz.U. Nr 15 poz. 182 z późn. zm.).

współpracy różnych podmiotów rynku kapitałowego, organów nadzorczych i beneficjentów systemu emerytalnego.

W kolejnym badaniu Czerwińska (2012) rozpatrywała współzależność społecznej odpowiedzialności i efektywności inwestowania na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Poddała w nim analizie rozkład stóp zwrotu i ryzyko inwestowania w spółki objęte indeksem RESPECT w odniesieniu do innych benchmarków inwestycyjnych, za które zostały przyjęte inne indeksy i subindeksy giełdowe (m.in. WIG, WIG20, mWIG80, WIG–Banki i inne). Stopy zwrotu były analizowane w okresie od listopada 2009 roku (gdy po raz pierwszy notowano indeks RESPECT) do marca 2012 roku. Wyniki badań jednoznacznie wskazały, że stopa zwrotu z indeksu RESPECT w badanym okresie była istotnie wyższa niż stopa zwrotów indeksów WIG, WIG 20, mWIG40 oraz WIG80. Jednocześnie wśród indeksów sektorowych tylko stopy zwrotu z WIG-DEWELOPERZY, WIG-SPOŻYWCZY oraz WIG-CHEMIA były istotnie wyższe niż stopy zwrotu z indeksu RESPECT. Ponadto w okresie dekoniunktury stopa zwrotu indeksu RESPECT wykazała najmniejszy spadek wartości na tle pozostałych analizowanych indeksów. Wyniki powyższych badań zostały potwierdzone także przez analizy Wolskiej i Czerwonki (2013), w których indeks RESPECT również prezentował lepsze wyniki niż główny warszawski indeks giełdowy WIG. Odnotowano dla niego pozytywną rentowność oraz stopę zwrotu po uwzględnieniu ryzyka. Sukces indeksu RESPECT wskazuje, że wybór spółek na podstawie czynników ESG i transparentności może przyczynić się do osiągnięcia korzystnych wyników inwestycyjnych.

Następne badania również koncentrowały się na efektywności inwestowania społecznie odpowiedzialnego w walory, które za takie można by uznać. Czerwińska i Kaźmierkiewicz (2015) oceniali rating ESG spółek publicznych notowanych na GPW w Warszawie. Sprawdzali między innymi czy spółki bardziej transparentne w zakresie danych niefinansowych charakteryzują się niższą zmiennością stóp zwrotu z ich akcji, co z kolei wpłynęłoby na obniżenie ryzyka inwestycyjnego, definiowanego poprzez zmienność tychże stóp zwrotu. W analizowanym okresie 3 lat (2010–2013) spółki z wyższym ratingiem ESG wyróżniały się lepszymi wynikami finansowymi, w tym ponadprzeciętnymi stopami zwrotu, niższą ich zmiennością oraz mniejszym błędem prognozy. Wniosek z badań jest zatem taki, że społeczna odpowiedzialność biznesu może przyczynić się do zwiększenia transparentności firm, co znacząco zmniejsza asymetrię informacji na rynku kapitałowym. Ponadto Czerwińska i Kaźmierkiewicz (2015) zauważyli statystycznie istotne różnice w odchyleniach standardowych stóp zwrotu pomiędzy portfelami inwestycyjnymi. Wskazywało to na potencjalne korzyści z dywersyfikacji inwestycji opartych na ratingach ESG. Badacze sugerują jednocześnie, że należy zacho-

wać ostrożność w interpretacji tych wyników, gdyż badania miały ograniczony zakres czasowy, co utrudniało wyciągnięcie jednoznacznych wniosków. Niemniej jednak pozytywna korelacja między transparentnością w zakresie danych ESG a ryzykiem inwestycyjnym jest widoczna.

Gierałtowska (2017) przeprowadziła interesującą analizę porównawczą wyników naszego rodzimego RESPECT Index i zagranicznych indeksów spółek odpowiedzialnych społecznie: DJSI World, FTSE4GOOD Global, MSCI KLD 400 Social oraz innych polskich indeksów (WIG, WIG20). Wyniki jej badań pokazują, że efektywność badanych indeksów była zróżnicowana. Informacja o uczestnictwie spółki w indeksie nie jest gwarancją dla inwestora, że inwestycja w daną spółkę przyniesie oczekiwany zwrot. Jednakże zdaniem Gierałtowskiej (2017) trend łączenia czynników ESG z analizą finansową jest tendencją, która będzie coraz bardziej istotna. Kłysik-Uryszek (2020) również analizowała wyniki spółek objętych indeksem RESPECT, sprawdzając czy cieszą się one niższym ryzykiem i wyższą rentownością oraz czy inwestorzy traktują je jako bardziej stabilne i dochodowe w porównaniu z pozostałymi spółkami notowanymi na GPW w Warszawie. Badania wykazały, że akcje spółek nieangażujących się w działania CSR osiągały wyższy zwrot przy niższym ryzyku inwestycyjnym w porównaniu ze spółkami stosującymi strategię CSR. Można zatem stwierdzić, że badany portfel spółek niewdrażających CSR jest bardziej opłacalny niż ten skupiający spółki praktykujące CSR. Potwierdza to ponadto, że kwestie związane ze społeczną odpowiedzialnością przedsiębiorstw nie mają znaczącego wpływu na decyzje inwestycyjne na polskim rynku kapitałowym. Te zaskakujące wyniki pozostają w sprzeczności z wcześniejszymi, przedstawionymi powyżej badaniami, zrealizowanymi przez Czerwińską (2012) oraz Czerwińską i Kaźmierkiewicza (2015).

Badania zrealizowane kilka lat później, analizujące efektywność inwestowania w akcje spółek objętych indeksem WIG-ESG, będącym następcą indeksu RESPECT, dały zgoła odmienne wyniki. Mikołajek-Gocejna (2022) przeprowadziła pionierską analizę ryzyka systematycznego akcji wchodzących w skład indeksu ESG-WIG w latach 2019–2022, a więc także w okresie pandemii COVID-19. Wyniki badań pokazały, że spółki o wysokich ratingach ESG charakteryzują się niższym ryzykiem systemowym niż portfel rynkowy składający się z innych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Drugi kierunek badań w zakresie społecznie odpowiedzialnego inwestowania skupia się na efektywności polskich funduszy SRI, zestawiając ich osiągnięcia z rezultatami funduszy tradycyjnych lub wynikami indeksów giełdowych. Jak przedstawiono rozdziale 5.5 funduszy SRI w Polsce jest tymczasem niewiele, dlatego też prowadzone badania mają stosunkowo ograniczony zakres.

Mimo tych obiektywnych ograniczeń, fundusze SRI w Polsce są zróżnicowane i korzystają z różnych strategii inwestycyjnych. Wiele z nich przyjmuje podejście selekcji pozytywnej, skupiając się przede wszystkim na strategiach sektorowych. Inne stosują natomiast selekcję negatywną, bazując na etycznych wykluczeniach (Stańczak-Strumiłło, 2013). Głównym wyzwaniem dla tworzenia etycznych funduszy inwestycyjnych lokujących aktywa w Polsce jest ograniczona liczba dostępnych krajowych aktywów spełniających standardy SRI oraz niska świadomość uczestników rynku dotycząca zrównoważonego rozwoju. W badaniu przeprowadzonym przez Wolską i Czerwonkę (2013) analizowano wyniki czterech funduszy SRI obecnych wówczas na polskim rynku. Aż trzy z nich: Skok Etyczny 1, Skok Etyczny 2 oraz Inwestor Zmian Klimatycznych osiągnęły słabsze wyniki niż ogólny rynek reprezentowany przez indeks WIG. W przeciwieństwie do nich fundusz PZU Energia, Medycyna i Ekologia wyróżnił się pozytywnymi rezultatami, przewyższającymi rynek. Intersującym jest fakt, że po dekadzie tylko ten ostatni fundusz, pod zmienioną nazwą na „PZU Medyczny", nadal jest notowany[190]. Może to sugerować, że badane fundusze zniknęły z rynku z powodu niesatysfakcjonujących wyników i braku zainteresowania ze strony inwestorów.

W badaniach przeprowadzonym przez Lulewicz-Sas i Kilona (2014a) w podobnym czasie, przyjęto nieco odmienną perspektywę. Skupiono się na efektywności inwestycji SRI na polskim rynku w postaci wyników funduszy SRI w latach 2009–2013 w odniesieniu do wyników indeksu WIG20. Wykazano, że w większości analizowanych okresów portfel indeksu RESPECT nie umożliwiał inwestorom osiągnięcia stóp zwrotu przewyższających średnie rynkowe. Jedynie fundusz PZU Energia, Medycyna i Ekologia, podobnie jak w badaniach Wolskiej i Czerwonki (2013), okazał się być opłacalną inwestycją wśród analizowanych. Co interesujące, ryzyko związane z funduszami SRI było w latach 2009–2013 znacząco niższe niż ogólne ryzyko rynkowe. Pomimo dokładnej analizy ryzyka i stóp zwrotu funduszy SRI w kontekście indeksów WIG, WIG20 i RESPECT, wyniki nie dostarczyły jednoznacznych odpowiedzi. Zdaniem autorów zdiagnozowane rozbieżności w wynikach należy interpretować głównie przez pryzmat indywidualnej strategii inwestycyjnej każdego z funduszy. W kolejnych analizach ci sami badacze, Lulewicz-Sas i Kilon (2014b), również stwierdzili, że nawet dogłębna analiza dotychczasowych badań nie daje jednoznacznych wniosków na temat efektywności inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Przyczyną rozbieżności wyników może być, ich zdaniem, różny horyzont czasowy inwestycji, atmosfera panująca

[190] Zob. https://in.pzu.pl/fundusze-inwestycyjne-zarzadzane-aktywnie-otwarte/pzu-medyczny (dostęp: 7.09.2023).

na rynku w danym okresie czy też różnorodność sektorów branżowych. Do podobnych wniosków doszedł Jarno (2017), który badał efektywność funduszy SRI w porównaniu z funduszami hedgingowymi, kierującymi się głównie celami finansowymi. Z jego analiz wynika, że fundusze SRI generalnie nie przynoszą tak satysfakcjonujących wyników, jak fundusze hedge.

Jamróz i Żebrowska-Suchodolska (2021) badali wyniki polskich funduszy odpowiedzialnych społecznie w okresie pandemii COVID-19 w porównaniu z okresem poprzedzającym jej wybuch. Otrzymane wyniki porównano również z wynikami indeksów WIG oraz WIG-ESG w analogicznym czasie. Badane fundusze SRI odnotowały niższe wyniki w okresie bezpośrednio poprzedzającym pandemię. W trakcie pandemii odnotowały natomiast wyższe wyniki niż indeks WIG, co zdaniem badaczy wskazuje na ich rosnącą efektywność. Jednocześnie nie udało się ustalić czy tendencja wzrostowa miała charakter trwały, niezależny od czynników powodowanych pandemią, czy też incydentalny.

W badaniu przeprowadzonym przez Kravchuka (2022) analizowano efektywność różnych strategii inwestycyjnych w funduszach akcyjnych mających siedzibę w Polsce. Wyniki pokazują, że choć fundusze te oferują atrakcyjne stopy zwrotu dla inwestorów o profilu konserwatywnym, to dla inwestorów bardziej skłonnych do ryzyka większość funduszy nie była konkurencyjna w stosunku do indeksów giełdowych. Wyniki te są spójne z przedstawionymi powyżej analizami Jarno (2017), zgodnie z którymi fundusze hedgingowe, nazywane też funduszami spekulacyjnymi, przynosiły wyższe stopy zwrotu dla inwestorów słynących z większej otwartości na ryzyko. Ciekawym zjawiskiem zaobserwowanym przez Kravchuka (2022) było to, że fundusze skoncentrowane na standardach ESG osiągają lepsze wyniki na europejskim rynku niż ich konwencjonalne odpowiedniki. Trend globalny wskazuje na rosnące zainteresowanie inwestycjami skoncentrowanymi na spółkach deklarujących przestrzeganie zasad ESG. Co więcej fundusze ESG z siedzibą w Polsce, inwestujące w europejskie instrumenty, prezentowały się korzystniej niż większość funduszy tradycyjnych. Całościowy przegląd efektywności, wyników i jakości zarządzania środkami w polskich funduszach inwestycyjnych między 2017 a 2022 rokiem ujawnił, że największą efektywność osiągają zarządzający funduszami, którzy stosują strategię skupiającą się na funduszach o małej i średniej kapitalizacji (S&M), a także strategii ESG skierowanej na inwestycje w Europie.

W badaniach przeprowadzonych przez Krawczyńską (2023), analizowano wpływ zmian cen aktywów na rynku kapitałowym w Polsce na wyniki otwartych funduszy inwestycyjnych o profilu społecznie odpowiedzialnym w latach 2020–2021. Analiza bazowała na dziennych notowaniach fundu-

szy SRI, uwzględniając jedynie te, które działały bez przerwy w badanym okresie. Jako punkt odniesienia posłużyły indeksy WIG oraz WIG-ESG. Dzięki metodzie regresji liniowej Krawczyńska potwierdziła, że benchmarki rynkowe wpływają na stopy zwrotu funduszy SRI w Polsce. Warte odnotowania jest, że tradycyjny indeks WIG miał większy wpływ na rezultaty funduszy niż jego odpowiednik ESG, czyli WIG-ESG.

Analiza wyników badań dotyczących efektywności inwestowania w portfele spółek z indeksu RESPECT czy WIG-ESG oraz w fundusze SRI nie dostarcza jednoznacznych dowodów na to, że społecznie odpowiedzialne inwestowanie na polskim rynku kapitałowym przynosi lepsze rezultaty finansowe niż tradycyjne metody inwestycyjne. Według Dmuchowskiego, Dmuchowskiego, Baczewskiej-Dąbrowskiej i Gworek (2023) powodem tej sytuacji jest przede wszystkim niejasna definicja odpowiedzialnych inwestycji oraz niska jakość dostępnych informacji i ratingów ESG. Niemniej jednak wiele badań wskazuje na korzystny związek między wskaźnikami ESG a finansowymi wynikami spółek. W szczególności długoterminowa analiza podkreśla, że pozytywne rezultaty finansowe są bardziej zauważalne i wpływają na wartość akcji firm uwzględniających kryteria ESG. W trudnych czasach gospodarczych fundusze ESG zapewniają większą odporność na straty niż ich tradycyjne odpowiedniki. Zdaniem Dmuchowskiego i in. (2023), chociaż nie istnieją prawne przeszkody, polska gospodarka znacznie spóźniła się w procesie adaptacji kryteriów ESG, co jest szczególnie widoczne w sektorze finansowym. Zdaniem autorów luka ta nie powinna mieć miejsca zważywszy na atrakcyjność Polski jako rynku dla zrównoważonych inwestycji oraz możliwości związanych z zieloną transformacją. Główne bariery na drodze do rozwoju zrównoważonych finansów w Polsce to przeszkody edukacyjne i komunikacyjne. Kluczowe znaczenie ma zatem edukacja wszystkich interesariuszy rynku kapitałowego.

Ostatni nurt badań nad strategiami inwestowania SRI koncertuje się na postawach inwestorów, a także ogółu polskiego społeczeństwa, wobec inwestowania społecznie odpowiedzialnego. Niestety dotychczasowe wyniki badań w tym obszarze nie są optymistyczne. Polscy inwestorzy instytucjonalni rzadko deklarują uwzględnianie kryteriów ESG w swoich strategiach inwestycyjnych, co Doś i Foltyn-Zarychta (2017) interpretują jako brak wdrażania zasad SRI w praktyce. Analizując dokumenty, badaczki oszacowały, że wielkość rynku SRI w Polsce w 2016 roku wynosiła 1,9 mld zł. Jest to suma znacznie niższa niż ta przedstawiona powyżej, prezentowana przez Eurosif (2017) w ramach europejskiego badania rynku kapitałowego. Niewielka skala rynku może ich zdaniem tłumaczyć skromny zakres wdrażania oraz komunikowania praktyk SRI w Polsce.

W 2022 roku Dziawgo badał postawy Polaków oraz inwestorów indywidualnych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie wobec problemów ekologicznych. Badania wykazały, że inwestorzy indywidualni na polskim rynku kapitałowym nie traktują kwestii środowiskowych jako kluczowych przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Chociaż tych wyników nie można generalizować dla wszystkich inwestorów, warto zauważyć, że wielu z nich jest członkami Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych. Według Dziawgo (2022), sytuacja ta wynika z szeregu kryzysów: gospodarczego, energetycznego, walutowego, wysokiej inflacji, pandemii oraz wojny w Ukrainie. Te wyzwania mogą sprawić, że ochrona środowiska przestanie być priorytetem zarówno dla społeczeństwa, jak i dla gospodarki. Ponadto „Europejski Zielony Ład" i powiązany z nim „Polski Zielony Ład" budzą kontrowersje. Uważane są za zbyt ambitne, kosztowne i mające krótki termin realizacji (do 2050 roku). Mogą one podnieść koszty życia, co prawdopodobnie wywoła rosnący opór społeczny wobec działań na rzecz środowiska. Dlatego nie należy bagatelizować postaw społecznych i kosztów związanych z ekologiczną transformacją. Istotne jest łagodzenie negatywnych skutków kryzysów, aby utrzymać społeczne poparcie dla działań proekologicznych. W tym celu konieczne jest dalsze promowanie działań na rzecz ochrony środowiska (Dziawgo, 2022).

W badaniach przeprowadzonych przez Petelczyca (2022) na reprezentatywnej grupie Polek i Polaków również analizowano postawy indywidualnych inwestorów wobec wymiarów ESG, by zrozumieć ich potencjalne zainteresowanie inwestycjami SRI. Rezultaty wskazują, że zmiany klimatyczne są istotne. Wiele z badanych osób, myśląc o inwestowaniu na rynku kapitałowym, preferuje podejście zrównoważone, choć nie zawsze jest gotowych rezygnować z potencjalnych zysków na rzecz działań proekologicznych i prospołecznych. Zaskakujące jest, że osoby podkreślające znaczenie kwestii społecznych były ponad dwa razy bardziej skłonne do takiej rezygnacji. Co więcej, kobiety częściej niż mężczyźni wybierają odpowiedzialne inwestycje, nawet kosztem wyższych zysków. Istnieje pozytywna korelacja między postawą inwestorów wobec zmian klimatu a uwzględnianiem aspektów środowiskowych w ich decyzjach inwestycyjnych. Osoby, które traktują zmiany klimatyczne jako mniej istotne, rzadziej rezygnowały z potencjalnych zysków. Te obserwacje harmonizują z wynikami badań międzynarodowych (omówionych w rozdz. 4.7), które pokazują, że inwestorzy zorientowani prospołecznie często spodziewają się niższych zysków i są gotowi ponosić wyższe opłaty za zarządzanie ich inwestycjami SRI (Riedl i Smeets, 2017).

Na zakończenie warto przedstawić nowatorskie badania Zioło, Spoz, Bak, Cheba i Filipiak (2020), którzy analizowali wpływ różnych rodzajów ryzyka

w obszarach ESG na publiczne i prywatne systemy finansowe. Do swojej pracy wykorzystali innowacyjną metodę badawczą rozmytych map kognitywnych. W ich badaniu wzięło udział ośmiu niezależnych ekspertów, którzy zostali poproszeni o ocenę łącznie 62 czynników, z których 21 było związanych ze środowiskiem, 25 było związanych ze społeczeństwem, a 16 – z zarządzaniem. Wyniki badania wykazały, że liczba czynników ESG i reprezentowany przez nie filar zrównoważonego rozwoju różniły się w zależności od systemu finansowego. W rezultacie zaobserwowano różne postawy wobec ryzyka ESG w publicznych i prywatnych systemach finansowych. Stwierdzono, że publiczny system finansowy jest bardziej wrażliwy na czynniki środowiskowe, podczas gdy sektor prywatny częściej bierze pod uwagę czynniki społeczne. Ustalenia te mogą mieć praktyczne znaczenie dla projektowania polityk ESG i systemów zarządzania w publicznych i prywatnych przedsiębiorstwach.

Podsumowując, warto podkreślić, że choć polski rynek społecznie odpowiedzialnych inwestycji pozostaje w początkowej fazie rozwoju, analiza danych dotyczących społecznie odpowiedzialnych inwestycji wskazuje na jego wzrost (Remlein, 2017). Wydaje się, że główną przeszkodę spowalniającą jego ewolucję stanowi niska świadomość i brak wiedzy inwestorów na temat aspektów i korzyści związanych z odpowiedzialnym inwestowaniem (Lulewicz-Sas i Kilon, 2014a). Wielu badaczy widzi potrzebę szerszej edukacji oraz prowadzenia kampanii informacyjnych na temat SRI wśród inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych, jak i pozostałych uczestników rynku kapitałowego w Polsce. Ważną rolę odgrywają też regulacje prawne związane z ekologicznym i społecznym inwestowaniem, których w Polsce przydałoby się więcej. Mimo że daleko jeszcze polskiemu rynkowi SRI do rozwoju na poziomie krajaów zachodniej Europy czy Stanów Zjednoczonych, to biorąc pod uwagę światową skalę tego zjawiska oraz pilne wyzwania społeczne i środowiskowe (ocieplenie klimatu czy potrzeba inwestowania w odnawialne źródła energii), możemy spodziewać się jego dalszego wzrostu w Polsce.

5.7. Raportowanie niefinansowe w Polsce

5.7.1. Stan i wytyczne dotyczące sprawozdawczości niefinansowej

Do 2009 roku zaledwie trzy przedsiębiorstwa w Polsce przygotowały raporty społeczne zgodne z międzynarodowymi standardami GRI: w 2004 roku – British American Tobacco Poland, w 2006 roku – Telekomunikacja Polska S.A oraz w 2009 roku – Autostrady Eksploatacja (Łudzińska, 2013a). Od tamtego czasu Polska przeszła znaczącą metamorfozę, a raporty odzwier-

ciedlające niefinansowe osiągnięcia firm stały się bardziej powszechne. Jako państwo członkowskie Unii Europejskiej Polska podlega takim samym dyrektywom i rozporządzeniom dotyczącym ujawniania informacji oraz raportowania, jak inne kraje. Nowe, unijne dyrektywy dotyczące raportowania społecznej odpowiedzialności i ujawniania informacji niefinansowych, zasady unijnej Taksonomii, a także opublikowane w lipcu 2023 roku wytyczne w sprawie sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju, czyli standardy ESRS (omówione w rozdz. 4.6), niewątpliwie będą miały wymierne implikacje dla polskich przedsiębiorstw.

Chociaż pierwsze próby wprowadzenia obowiązkowego ujawniania informacji niefinansowych w Unii Europejskiej sięgają końca lat 90. ubiegłego wieku, za początek obowiązkowego raportowania uznaje się wprowadzenie, przedstawionej w rozdziale 4.6, dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady Europy 2014/95/UE, *Non-Financial Reporting Directive* (dalej: dyrektywa NFRD) (Tylec, 2022). Do końca 2016 r. raportowanie niefinansowe w krajach Unii Europejskiej, w tym w Polsce, było dobrowolne i nie podlegało regulacjom prawnym. Od 1 stycznia 2017 r. dyrektywa NFRD w sprawie ujawniania informacji niefinansowych i dotyczących różnorodności i jej transpozycja do ustawy o rachunkowości są uważane za punkt zwrotny (Wójcik-Jurkiewicz, 2020).

Coraz więcej przedsiębiorstw w Polsce sporządza raporty niefinansowe lub zintegrowane, prezentując uwzględniane przez nie kryteria ESG, co pozwala przyjrzeć się ich wpływowi społecznemu, środowiskowemu, a także jakości i strategii zarządzania. Największe i kluczowe przedsiębiorstwa, tzw. jednostki zainteresowania publicznego (JZP)[191], od stycznia 2017 roku obowiązkowo przygotowują sprawozdania niefinansowe na mocy dyrektywy NFRD (Ministerstwo Rozwoju i Technologii, 2023). Zgodnie z ustawą o rachunkowości z dnia 29 września 1994 roku jednostki zainteresowania publicznego (JZP) w Polsce obejmują banki, emitentów, zakłady ubezpieczeń, fundusze inwestycyjne, emitentów papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu, emitentów zamierzający ubiegać się lub ubiegających się o dopuszczenie do obrotu na jednym z rynków regulowanych Europejskiego Obszaru Gospodarczego, krajowe instytucje płatnicze oraz instytucje pieniądza elektronicznego (Lorenc i Kustra, 2017).

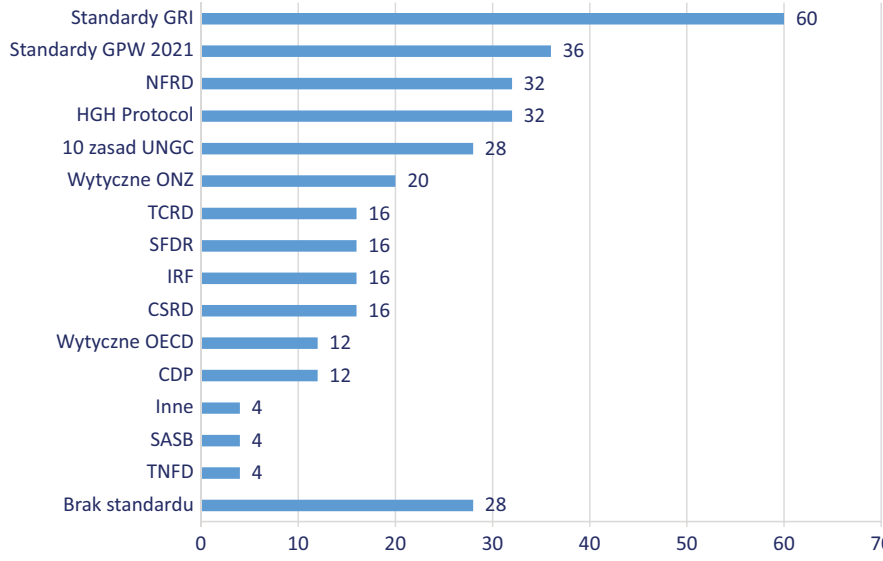
Oprócz dyrektywy NFRD również wdrożenie rozporządzenia Parlamentu Europejskiego UE 2020/852, zwyczajowo nazywanego Taksonomią (omówionego w rozdz. 4.6.), także nakłada nowe obowiązki ujawniania informacji niefinansowych na przedsiębiorstwa w Polsce. Taksonomia, mimo że nie zakazuje inwestycji potencjalnie nieekologicznych, promuje środki sprzyja-

[191] W Polsce to około 150–170 spółek giełdowych.

jące ochronie i renowacji ekosystemów (Milewska, 2022). Jednostki zainteresowania publicznego, a następnie kaskadowo także inne przedsiębiorstwa w Polsce, również będą musiały dostosować się do jej wytycznych, co oznacza dla nich nowe, dodatkowe obowiązki sprawozdawcze.

Jak podaje Ministerstwo Rozwoju i Technologii RP (2023), na mocy nowej dyrektywy Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD), zastępującej dyrektywę NFRD z dniem 1 stycznia 2024 roku, począwszy od 1 stycznia 2027 r., ponad 3 500 polskich przedsiębiorstw będzie zobligowanych do przedstawiania informacji na temat zrównoważonego rozwoju. Obowiązek ten będzie wchodził w życie stopniowo, poczynając od największych spółek, które dotychczas raportowały na podstawie dyrektywy NFRD (szczegóły tych zmian zostały umówione w rozdz. 4.6). Nastąpi też likwidacja dotychczasowej dowolności w wyborze standardów raportowania. Zgodnie z nową dyrektywą CSRD przedsiębiorstwa również w Polsce będą zobowiązane raportować, opierając się na europejskich standardach przyjętych na poziomie unijnym. Dotychczas firmy w Polsce raportowały, korzystając z różnych, dowolnie wybranych standardów raportowania niefinansowego (rys. 40), co z pewnością pomogło im zebrać stosowne doświadczenia, które będą mogły teraz wykorzystać we wdrażaniu nowych unijnych standardów raportowania.

Rysunek 40. Standardy i normy raportowania niefinansowego stosowane przez przedsiębiorstwa w Polsce



Źródło: Ministerstwo Rozwoju i Technologii RP. (2023). *Realizacja celów zrównoważonego rozwoju w Polsce. Raport 2023 w ramach programu monitoringu realizacji Agendy 2030*. Pozyskano z: https://www.gov.pl/web/rozwoj-technologia/monitoring-realizacji-agendy-2030 (dostęp: 14.07.2023), s. 55.

Na obecnie obowiązujące ramy raportowania ESG w Polsce składa się szereg standardów i wymogów regulacyjnych, do których należy zaliczyć (Rogowski i Lipski, 2022):

- dyrektywę UE o ujawnianiu informacji niefinansowych (ang. *Non-financial Raporting Directive*, NFRD);
- rozporządzenie w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych (ang. *Sustainable Finance Disclosures Regulation*, SFDR);
- rozporządzenie w sprawie Taksonomii;
- zalecenia Grupy Zadaniowej ds. Ujawniania Informacji Finansowych Związanych z Klimatem (ang. *Task Force on Climate Related Financial Disclosures*, TFCD).

Obecnie powyższą listę należy uzupełnić o:

- dyrektywę UE w sprawie sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju (ang. *Corporate Sustainability Reporting Directive*, CSRD);
- jej uzupełnienie w postaci dyrektywy CSDDD w sprawie należytej staranności przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju (ang. *Corporate Sustainability Due Diligence Duty***,** CSDDD), której ujednolicony tekst został przyjętuy przez Radę Unii Europejskiej 15 marca 2024 r. (ang. *Council of the UE*, 2024).
- Europejskie Standardy Sprawozdawczości w zakresie Zrównoważonego Rozwoju (ang. *European Sustainability Reporting Standards*, ESRS) oraz
- Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej IFRS S1 oraz IFRS S2 (ang. *International Financial Reporting Standards*, IFRS).

Najnowszy dokument, dyrektywa CSDDD, zacznie obowiązywać pierwsze podmioty od 1 stycznia 2027 r., wprowadzając obowiązek stosowania procedur należytej staranności w odniesieniu do poszanowania praw człowieka i kwestii środowiskowych dla określonych grup przedsiębiorstw, które[192]:

- zatrudniają średnio ponad 1000 pracowników, a ich przychody netto ze sprzedaży w skali światowej przekraczają 450 mln euro;
- nie osiągają progów wskazanych powyżej, ale zatrudniają średnio ponad 250 pracowników i osiągają przychody netto w wysokości min. 40 mln euro w sektorach: produkcja wyrobów tekstylnych, rolnictwo, leśnictwo, rybołówstwo oraz wydobycie surowców mineralnych.

[192] Zob. https://www.gov.pl/web/fundusze-regiony/dyrektywa-w-sprawie-nalezytej-staranności-przedsiebiorstw-w-zakresie-zrownowazonego-rozwoju2 (dostęp: 9.04.2024).

W ramach dyrektywy CSDDD, odpowiedzialność przedsiębiorstw za potencjalnie negatywne skutki ich działalności jest bardziej precyzyjnie określona, co umożliwia łatwiejsze pociąganie ich do odpowiedzialności w przypadku powodowania szkód. Osoby poszkodowane przez negatywne działania przedsiębiorstw uzyskają łatwiejszy dostęp do pomocy prawnej. Dodatkowo, dyrektywa rozszerza zasady stosowania procedur należytej staranności na cały łańcuch aktywności związanych z przedsiębiorstwami, zobowiązując je do zachowania należytej staranności w całym łańcuchu ich działania (*chain of activities*).

Tymczasem kluczowym obecnie dokumentem regulującym kwestie ujawniania informacji niefinansowych w Polsce pozostaje zaktualizowana w 2016 roku ustawa o rachunkowości[193], która wdraża do krajowego systemu prawnego dyrektywę NFRD dotyczącą ujawniania danych niefinansowych oraz informacji na temat różnorodności przez duże jednostki zainteresowania publicznego (JZP)[194]. Dyrektywa NFRD nakłada również obowiązek publikacji informacji o różnorodności. Ten jej aspekt został uwzględniony w rozporządzeniu Ministra Finansów z 25 maja 2016 roku[195] modyfikującym rozporządzenie odnoszące się do informacji ciągłych i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych. Według powyższego rozporządzenia spółki giełdowe, które spełniają co najmniej dwa z trzech określonych kryteriów (wielkość zatrudnienia, suma bilansowa, obrót netto) są zobligowane do podawania informacji dotyczących stosowanej polityki różnorodności w odniesieniu do ich organów decyzyjnych (GPW, 2021).

Dyrektywa NFRD zdecydowanie wpłynęła na ewolucję raportowania ESG w Polsce, zwiększając liczbę udostępnianych przez przedsiębiorstwa informacji niefinansowych. Niemniej jednak nie można też pominąć ważnego wkładu lokalnych inicjatyw w tym zakresie: *Wytycznych raportowania ESG* opublikowanych przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW, 2021b) oraz

---

193 Ustawa z dnia 15 grudnia 2016 r. o zmianie ustawy o rachunkowości (Dz.U. 2017 poz. 61). Pozyskano z: https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20170000061 (dostęp: 2.09.2023).

194 Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/95/UE z dnia 22 października 2014 r. zmieniająca dyrektywę 2013/34/UE w odniesieniu do ujawniania informacji niefinansowych i informacji dotyczących różnorodności przez niektóre duże jednostki oraz grupy (Dz. Urz. UE L 330/1 15.11.2014). Pozyskano z:). https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0095 (dostęp: 29.07.2023).

195 Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 25 maja 2016 r. zmieniające rozporządzenie w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim (Dz.U. 2016 poz. 860). Pozyskano z: https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20160000860 (dostęp: 29.07.2023).

Standardu Informacji Niefinansowych (SIN) zaproponowanych przez Fundację Standardów Raportowania oraz Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych (Fundacja Standardów Raportowania, 2017), obu opublikowanych w 2021 roku. Głównym zadaniem *Standardu Informacji Niefinansowych* (dalej: SIN) (SIN, 2021) jest ułatwienie firmom realizacji obowiązków sprawozdawczych wynikających z dyrektywy NFRD. SIN skupia się na podstawowych wytycznych dostosowanych do specyfiki krajowej i sektorowej, dzięki którym polskie spółki mogą skutecznie wypełniać obowiązki wprowadzone przez dyrektywę NFRD oraz zaktualizowaną ustawę o rachunkowości z 2016 roku, która włączyła dyrektywę do polskiego systemu prawnego. Warto podkreślić, że standard SIN jest narzędziem bezpłatnym, dostępnym nie tylko dla spółek giełdowych, lecz także dla innych firm, instytucji czy organizacji. Przed wprowadzeniem standardu SIN przeprowadzono szerokie konsultacje z różnymi emitentami, instytucjami państwowymi, podmiotami funkcjonującymi w ramach infrastruktury polskiego rynku kapitałowego oraz różnymi stowarzyszeniami związanymi z rynkiem kapitałowym, aby jak najlepiej dostosować proponowane wytyczne do praktyki raportowania na lokalnym, polskim rynku.

W maju 2021 roku Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, we współpracy z Europejskim Bankiem Odbudowy i Rozwoju (EBOR) oraz specjalizującą się w obszarze zrównoważonego rozwoju firmą doradczą Steward Redqueen, opublikowała wspomniane już *Wytyczne do raportowania ESG* mające dodatkowo wspierać spółki w przejrzystym ujawnianiu informacji niefinansowych (GPW, 2021), które zostały zaktualizowane w październiku 2023 roku (GPW, 2023b). Również w 2021 roku GPW jako spółka giełdowa przedstawiła własny raport społeczny po raz pierwszy oparty na standardach Global Reporting Initiative (GRI). Wytyczne do raportowania ESG przedstawione przez giełdę nie wprowadzają nowego standardu ani nie zastępują obowiązujących przepisów prawa w tym zakresie. Mają na celu wspieranie spółek notowanych na GPW w transparentnym ujawnianiu informacji w obszarze ESG, a także zwiększaniu ich spójności i porównywalności. Dokument opublikowany w 2021 roku opiera się na międzynarodowych standardach i regulacjach, takich jak dyrektywa NFRD, rozporządzenie w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych (SFDR) i rozporządzenie w sprawie Taksonomii oraz zalecenia Grupy Zadaniowej ds. Ujawniania Informacji Finansowych Związanych z Klimatem (TCFD), które zostały umówione w poprzednich rozdziałach. Wytyczne GPW (2021) stanowią praktyczny przewodnik dla firm, zarówno dla tych początkujących w raportowaniu ESG, jak i bardziej zaawansowanych. Dodatkowym celem przedsięwzięcia jest wzmocnienie pozycji polskiego rynku kapitałowego oraz promowanie zasad zrównoważonego rozwoju w biznesie.

Wytyczne do raportowania ESG warszawskiej giełdy powstały na doświadczeniach *Dobrych Praktyki Spółek Notowanych na GPW* (2021). Zgodnie z nimi spółki mogą wybrać sposób raportowania najlepiej odpowiadający ich potrzebom pod warunkiem, że spełnia on obowiązujące wymogi prawne. Spółki mają do wyboru trzy możliwości – mogą opracować roczne sprawozdanie z działalności uwzględniające kwestie ESG, przygotować odrębny raport zrównoważonego rozwoju lub opracować raport zintegrowany, który prezentuje informacje finansowe oraz niefinansowe w jednym dokumencie.

Firmy objęte dyrektywą NFRD mogą publikować sprawozdania na temat informacji niefinansowych, które treścią obejmą jedynie zagadnienia wymagane przez dyrektywę lub obszerniejszy raport zrównoważonego rozwoju. W tym drugim przypadku dobrą praktyką jest zamieszczenie w raporcie objaśnień, w którym miejscu raportu znajdują się wymagane przez dyrektywę ujawnienia. Warto również zaznaczyć, że zgodnie z dyrektywą NFRD firmy mają 6 miesięcy od dnia publikacji sprawozdań rocznych na opublikowanie raportu zrównoważonego rozwoju. Zalecane jest jednak, aby dążyć do publikacji obu raportów w tym samym czasie, aby ich użytkownicy mogli jednocześnie zapoznać się z pełnym obrazem przedsiębiorstwa (zarówno z perspektywy finansowej, jak i niefinansowej).

W celu ułatwienia porównywania raportów, wytyczne GPW (z lat 2021 i 2023) zachęcają do ujawniania informacji ESG zgodnie z powszechnie akceptowanymi standardami i ramami sprawozdawczości, między innymi GRI, wytycznymi raportowania zintegrowanego IIRC lub wytycznymi SASB, przedstawionymi w rozdziale 4.6. Dodatkowo wytyczne przedstawione w 2023 roku prezentują szczegółowe informacje związane obowiązkami raportowania ESG zgodnego z nową, unijną dyrektywą CSRD oraz wytycznymi ESRS (również przedstawionymi szczegółówo w rozdz. 4.6). Z uwagi na rosnące zapotrzebowanie analityków, agencji ratingowych i inwestorów na informacje dotyczące działań ESG przedsiębiorstw, kluczowe jest, aby spółki notowane na GPW w Warszawie były w stanie spełniać te wymagania informacyjne. Wytyczne GPW precyzują, że raportowanie ESG to nie tyle odrębne działanie, ile integralna część procesu zarządzania. Rozpoznanie korzyści płynących z włączania aspektów ESG do głównych procesów biznesowych oraz dostrzeżenie konieczności brania odpowiedzialności za działania firmy, zarówno w wymiarze społecznym, jak i środowiskowym, są kluczowe dla stworzenia bardziej trwałego modelu biznesowego. Opracowany na podstawie tych wytycznych raport ESG powinien odzwierciedlać proces ciągłego doskonalenia firmy w tym obszarze (GPW, 2021). Najważniejsze elementy raportowania ESG zgodnie z wytycznymi przygotowanymi przez warszawską giełdę przedstawiono w tabeli 38.

Tabela 38. Kluczowe elementy raportowania ESG wg GPW w Warszawie (2021)

Kluczowy element	Opis
Istotność	Istotność stanowi kluczowy element w procesie przygotowywania raportu dotyczącego zrównoważonego rozwoju. Poprzez analizę kwestii istotności można wychwycić kluczowe zagadnienia ESG oraz właściwie ocenić ich znaczenie w kontekście prawdopodobieństwa i skali ich wpływu na funkcjonowanie przedsiębiorstwa. W świetle dyrektywy NFRD koncepcja istotności obejmuje aspekty zarówno finansowe, jak i środowiskowe i społeczne. W myśl tego podejścia organizacja powinna nie tylko prezentować rzeczywiste i potencjalne ryzyka oraz możliwości związane z ESG, które mogą znacząco wpłynąć na jej wyniki, lecz także wskazywać, jak działania firmy oddziałują na ogólny kontekst zrównoważonego rozwoju
Obiektywność i wyważenie	Informacje prezentowane w raporcie powinny być podawane w sposób bezstronny, uwzględniając zarówno pozytywne, jak i negatywne aspekty działalności. Kluczowe jest, aby nie pomijać ani nie zniekształcać istotnych faktów. Spółka powinna również precyzyjnie określić zakres oraz granice prezentowanych danych, wskazując na przykład czy odnoszą się one do konkretnych segmentów działalności, czy też do określonych jednostek zależnych
Strategiczna i wybiegająca w przyszłość perspektywa	Informacje ogólne i rutynowe nie dostarczają wartości dla analityków i inwestorów. Ważne jest, aby kwestie ESG prezentowane w raporcie miały znaczenie strategiczne i pomagały w procesie decyzyjnym dotyczącym inwestycji, w tym wskazywały na kluczowe ryzyka i możliwości oraz na sposoby zarządzania nimi. Raportowanie powinno skupiać się także na perspektywie długoterminowej. Ukazanie, jak strategia firmy jest powiązana z ilościowymi wskaźnikami i celami ESG, pozwala lepiej zrozumieć kierunek jej rozwoju
Jasność i zwięzłość	Prezentacja wyników przedsiębiorstwa powinna być klarowna i zwięzła. Przekazywanie nadmiernych lub nieistotnych danych może utrudniać odbiór głównego przekazu raportu, co może sprawić, że jego użytkownicy pominą kluczowe informacje. Wykorzystanie analizy istotności pozwala skupić się na najważniejszych kwestiach
Porównywalność i rzetelność	Inwestorzy cenią dane liczbowe, gdyż umożliwiają one porównanie wyników między spółkami. Kluczowe wskaźniki efektywności (KPIs) powinny odnosić się do strategii przedsiębiorstwa i ukazywać efekty w najważniejszych obszarach ESG. Istotne jest również dostarczenie kontekstu dla przedstawionych danych, aby czytelnik mógł zrozumieć przyczyny i tło istotnych zmian oraz działań firmy
Weryfikowalność	Niezależna, zewnętrzna weryfikacja danych ESG podnosi ich rzetelność i stanowi dodatkowy atut w opinii inwestorów

Źródło: opracowanie własne na podstawie: GPW. (2021b). *Wytyczne do raportowania ESG. Przewodnik dla spółek notowanych na GPW*. Pozyskano z: https://www.gpw.pl/pub/GPW/ESG/Wytyczne_do_raportowania_ESG.pdf (dostęp: 2.09.2023), s. 21–23.

Po dokonaniu analizy istotności, a zgodnie z dyrektywą CSDR – podwójnej istotności – i wyborze odpowiednich wskaźników spółka może rozpocząć proces opracowywania raportu. *Wytyczne do raportowania ESG* (GPW, 2021; GPW, 2023b) przedstawiają szczegółowy opis wskaźników w ramach głównych kategorii ESG: środowisko (E), społeczeństwo (S) lub ład korporacyjny (G), a także przypisane im jednostki miary, które nie tylko pokazują wyniki spółek w ramach wymiarów ESG, lecz także porządkują układ raportu. Każdy wskaźnik oznaczony jest kodem i powinien być dostosowany do specyfiki firmy – wytyczne GPW dostarczają szczegółowych informacji w tym zakresie. Listę podstawowych wskaźników zaprezentowano w tabeli 39.

Tabela 39. Podstawowe wskaźniki „Wytycznych do raportowania ESG"

Środowisko (e)	Społeczeństwo (s)	Ład korporacyjny (g)
	zarządzanie zrównoważonym rozwojem	
E-P1 Emisje gazów cieplarnianych	S-P1 Różnorodność w organach nadzorczych	G-P1 Struktura organów zarządczych
E-P2 Zużycie energii	S-P2 Wskaźnik równości wynagrodzeń	G-P2 Kodeks etyczny
E-P3 Ryzyka i szanse związane z klimatem	S-P3 Rotacja zatrudnienia	G-P3 Polityka antykorupcyjna
	S-P4 Wolność zrzeszania się i negocjacji zbiorowych	G-P4 Mechanizm zgłaszania naruszeń
	S-P5 Polityka praw człowieka	
	S-P6 Procedury należytej staranności dotyczące praw człowieka	

Źródło: GPW. (2021b). *Wytyczne do raportowania ESG. Przewodnik dla spółek notowanych na GPW*. Pozyskano z: https://www.gpw.pl/pub/GPW/ESG/Wytyczne_do_raportowania_ESG.pdf (dostęp: 2.09.2023), s. 26.

Wiosną 2023 roku KMPG (2023b) opublikowało wyniki badań, zrealizowanych w 2022 roku, dotyczących ujawnień niefinansowych polskich firm w zakresie klimatu i środowiska, których celem była diagnoza jakości transparentności raportowania na polskim rynku. Analizie poddano 100 największych (pod względem przychodów), wyselekcjonowanych w pierwszej fazie badania, przedsiębiorstw w Polsce. Badania przeprowadzono na podstawie raportów niefinansowych badanych firm, informacji publikowanych na ich stronach internetowych, komunikatów prasowych itp., które zawierały informacje istotne z punktu widzenia celu badania. Wyniki pokazały, że aż 45 spośród 100 największych firm w Polsce nie opublikowało za 2022 rok osobnego raportu niefinansowego, ESG czy zrównoważonego rozwoju, w którym byłyby ujawnione dane dla polskiego rynku. Ponadto poziom opracowania

raportów przez pozostałe 55 firm okazał się nierówny, co sugeruje, że standardy sprawozdawczości pozafinansowej w Polsce nadal pozostają w początkowej fazie rozwoju. Jest wąska grupa przedsiębiorstw, głównie z sektora przemysłu naftowego, wydobywczego i energetycznego, która wyróżnia się pod względem dojrzałości raportowania ESG, ale stanowi ona zdecydowaną mniejszość. W kolejnej grupie znalazły się przedsiębiorstwa spożywcze i firmy handlowe (np. sieci supermarketów). Trzecie miejsce *ex aequo* zajęły również firmy handlowe, lecz z sektora meblowego, odzieżowego oraz handlu internetowego, a także producenci żywności[196]. Zgodnie z analizą KPMG (2023) typowy profil firmy, która ujawnia informacje w obszarze ESG w Polsce to firma o polskim kapitale z sektora finansów lub branży mediów i informacji, świadoma klimatycznie (choć niekoniecznie w pozostałych aspektach ESG) oraz notowana na giełdzie. Fakt notowania spółki na giełdzie stymuluje transparentność działania i ujawniania informacji, co potwierdziły również badania Łudzińskiej (2017). Zgodnie z ich wynikami spółki notowane na GPW w Warszawie w większym stopniu dokonywały ujawnień w obszarze społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw niż pozostałe badane przedsiębiorstwa z grona 500 największych w kraju wg *Listy Rzeczpospolitej 500*.

5.7.2. Raportowanie niefinansowe na rynku polskim

Badania dotyczące raportowania niefinansowego w Polsce zrealizowane w przeciągu ostatnich kilku lat można sklasyfikować w kontekście dwóch ram czasowych. Pierwsza obejmuje okres do 2017 roku, przed wprowadzeniem dyrektywy NFRD, kiedy raportowanie miało charakter w pełni dobrowolny. Wówczas spora część badań rozważała konieczność wprowadzenia różnego rodzaju regulacji dotyczących obowiązku raportowania niefinansowego i analizowała stopień przygotowania polskich przedsiębiorstw do ich wdrożenia. Drugi zakres, po roku 2017, odnosi się do czasu po implementacji dyrektywy NFRD, która wprowadziła bezprecedensowy obowiązek raportowania niefinansowego dla wybranych, nakwiększych przedsiębiorstw. W centrum dyskusji pojawiły się takie kwestie, jak stopień przygotowania polskich przedsiębiorstw do raportowania niefinansowego zgodnie z nowymi, europejskimi wytycznymi oraz wpływ, jakie owe wytyczne wywarły na jego jakość i porównywalność.

W okresie przed wprowadzeniem dyrektywy NFRD, badania nad dynamiką i standardami dobrowolnego raportowania niefinansowego były ogra-

[196] Szczegółowe wyniki są dostępne w raporcie: KPMG (2023a).

niczone, co w dużej mierze było spowodowane niewielką powszechnością publikowania takich dokumentów przez przedsiębiorstwa (Aluchna i Roszkowska-Menkes, 2018a). Badania na próbie całej populacji spółek notowanych na GPW w Warszawie wykazały, że liczba spółek publikujących raporty niefinansowe pozostawała na bardzo niskim poziomie: 17 spółek w 2010 r. (na 368 spółek wówczas notowanych), 19 spółek w 2011 r. (na 409 spółek), 21 spółek w 2012 r. (na 422 spółki), 26 spółek w 2013 r. (na 430 spółek) i 27 spółek w 2014 r. (na 444 spółki wówczas notowane) (Aluchna i Roszkowska-Menkes, 2018a).

Badania Czerwińskiej i Kaźmierkiewicza (2015) oraz Sroki (2018) pokazały, że na polskim rynku kapitałowym występował znaczący brak informacji, zwłaszcza jeśli chodzi o raportowanie w obszarze ESG. Przejrzystość informacji niefinansowych prezentowanych przez emitentów znacząco wpływała na asymetrię informacyjną. Większość firm nie dostarczała danych na temat swojej polityki środowiskowej czy społecznej. Ujawniane informacje głównie dotyczyły ładu korporacyjnego i najczęściej publikowały je spółki o dużej kapitalizacji, wchodzące w skład indeksu WIG-20. Ponadto polskie firmy prezentowały mniej danych w porównaniu ze spółkami zagranicznymi. Analizując grupy kapitałowe notowane na GPW w Warszawie publikujące raporty niefinansowe, Sikacz (2016) zauważyła, że większość raportów grup kapitałowych dotyczyła tylko jednostki centralnej i uzasadnienia obawy czy w podmiotach zależnych realizowane działania CSR przekładają się na działania w jednostkach zależnych.

Dlatego, zdaniem Dziawgo (2016), to sprawozdania finansowe nadal odgrywały kluczową rolę w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych. Najważniejszym zagadnieniem było zatem, jak zwiększyć użyteczność tych sprawozdań dla zewnętrznych interesariuszy, w tym przede wszystkim dla inwestorów. Zebrane przez Dziawgo dane sugerowały, że raportowanie zintegrowane mogło być rozwiązaniem, gdyż cieszyło się ono pozytywną opinią wśród dużych inwestorów instytucjonalnych i inwestorów indywidualnych, co wskazywało na preferowany przez nich trend raportowania zintegrowanego. Wciąż jednak pozostawało nierozstrzygnięte, jak wdrożyć taki sposób raportowania w sposób najbardziej efektywny kosztowo. Nie było też jasne, w jaki sposób i kto mógłby zająć się audytem tego typu raportów.

Zgodnie z wynikami badań Wiśniewskiej (2015), dotyczących praktyk w zakresie zewnętrznej weryfikacji danych niefinansowych w raportach społecznych, w polskich firmach nie istniały (i nadal nie istnieją) jednoznaczne przepisy określające, kto może przeprowadzać taką weryfikację. Jednakże z obserwacji wynika, że najczęściej audytem informacji pozafinansowych zajmują się specjalistyczne firmy audytorskie, doradcze i certyfikacyjne,

a także niezależni konsultanci i eksperci. W ramach prowadzonej analizy Wiśniewska przestudiowała 32 raporty zgłoszone w 2013 roku oraz 31 raportów zgłoszonych w 2014 roku do konkursu *Raporty Społeczne* prowadzonego przez Forum Odpowiedzialnego Biznesu. Z jej obserwacji wynikało, że coraz więcej przedsiębiorstw decydowało się na zewnętrzną weryfikację raportów społecznych. W 2013 roku 15 z 32 zgłoszonych raportów (46,9%) było weryfikowanych zewnętrznie. Natomiast w 2014 roku odsetek ten wzrósł do 61,3%, ponieważ 19 z 31 zgłoszonych raportów zostało poddanych weryfikacji. To wzrost o 14,4%, co wskazuje na rosnące zrozumienie wartości weryfikacji danych pozafinansowych w raportach. Jednocześnie Wiśniewska (2015) zidentyfikowała trzy główne grupy podmiotów przeprowadzających audyt raportów niefinansowych: organizację Global Reporting Initiative (GRI), firmy doradcze i audytorskie, takie jak Deloitte czy PWC, oraz inne specjalistyczne firmy doradcze, np. Fundacja dla AGH czy Bureau Veritas Polska. Z obserwacji autorki wynika, że w Polsce niewiele jest podmiotów specjalizujących się w weryfikacji danych niefinansowych. Biorąc pod uwagę szybki wzrost liczby raportów społecznych i nadchodzący obowiązek ujawniania danych niefinansowych przez duże spółki, liczba dostępnych ekspertów w tej dziedzinie może się okazać niewystarczająca.

Matuszak, Różańska i Macuda (2015) przeprowadzili analizę dotyczącą ujawnień związanych z CSR w raportach rocznych oraz innych komunikatach wydawanych przez polskie spółki giełdowe głównego rynku GPW w Warszawie na dzień 31 października 2013 r., które znalazły się również w indeksach WIG-Poland i RESPECT Index. Analiza pokazała, że 4,6% spółek z WIG-Poland i 70% z RESPECT Index opracowywało oddzielne raporty CSR. Aż 93% z nich uwzględniała wymiary ESG, dotyczące środowiska, społeczeństwa i zarządzania. Większość spółek, które opublikowały raporty ESG (70%) kierowała się wytycznymi GRI. Jednocześnie jedynie 18% z badanych raportów społecznych zostało poddanych weryfikacji przez niezależnych audytorów. Wśród spółek objętych RESPECT Index, które opracowały raporty CSR, tylko jedna opublikowała zintegrowany raport roczny za 2012 rok.

Wyzwaniem pozostawała nie tylko stosunkowo niewielka skala raportowania niefinansowego oraz przeprowadzanie niezależnej weryfikacji raportów, lecz także ich jakość. Sikacz i Wołczek (2017b) swoim badaniem objęli spółki indeksu RESPECT warszawskiej giełdy, który teoretycznie powinien skupiać podmioty prezentujące najlepsze praktyki w tym zakresie. Przyjrzeli się ekonomicznym, środowiskowym oraz społecznym aspektom zawartym w ich raportach społecznych i stwierdzili, że badane spółki nie korzystały w pełni z potencjału, jaki niesie za sobą komunikacja niefinansowa z intere-

sariuszami. Ujawnienia w obszarach ekonomicznym, środowiskowym i społecznym kształtowały się na niskim poziomie. Badanie wskazało również na trudności w porównywaniu raportów spółek ze względu na różnice w praktykach raportowania. Ta niejednolitość podejść w oczywisty sposób utrudnia interesariuszom prowadzenie analiz i dokonywanie porównań między podmiotami na podstawie ich raportów nifinansowych.

Do podobnych wniosków doszły Sikacz i Wołczek (2018), które badały transparentność ujawniania informacji ESG przez spółki trzech indeksów odpowiedzialności społecznej: polskiego RESPECT, notowanego na GPW w Warszawie oraz indeksów austriackich VÖNIX oraz CEERIUS, notowanych na Wiedeńskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Dane do analiz pochodziły z międzynarodowej bazy ASSET4 ESG. W wyniku badań zauważyły, że firmom z tych indeksów stosunkowo najłatwiej jest ujawniać informacje dotyczące zarządzania i ładu korporacyjnego, natomiast mają one trudności z transparentnością w obszarze środowiskowym. W rankingu przejrzystości informacji ESG, firmy z indeksu VÖNIX uzyskały najlepsze wyniki, podczas gdy firmy z indeksu RESPECT – stosunkowo najgorsze. Badanie również wykazało spadek przejrzystości ujawniania informacji ESG wśród firm z indeksów odpowiedzialności społecznej.

Aluchna, Kytsyuk i Roszkowska-Menkes (2018) przeprowadziły analizę praktyki raportowania spółek notowanych na GPW w Warszawie, wchodzących w skład indeksu WIG20. Ich analiza wykazała zróżnicowanie w praktyce raportowania wśród badanych spółek pod względem zakresu czasowego, formy raportu, jego objętości i stosowanych standardów. Mimo globalnych trendów, raportowanie niefinansowe w polskich przedsiębiorstwach pozostawało, póki co, na początkowym etapie rozwoju. Nieco odmienną perspektywę przyjęła Remlein (2018), która dokonała analizy metod wyceny i zakresu informacji na temat inwestycji społecznie odpowiedzialnych przedstawianych w sprawozdaniach finansowych spółek wchodzących w skład RESPECT Index. Analiza wykazała, że co prawda inwestycje były przedstawiane zgodnie z polskim prawem rachunkowym oraz Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej (MSSF), ale w ich bilansach brakowało informacji dotyczących inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Komentarze zarządu przedstawiały głównie opisowy charakter informacji, który nie pozwalał na ich łatwe porównywanie. Zdaniem Remlein (2018) sprawozdawczość finansowa nie nadążała za praktyką biznesową, co wskazywało na pilną potrzebę przyjęcia spójnych, jednolitych standardów dotyczących raportowania kwestii ESG.

Bardziej optymistyczne wnioski z wyników badań zrealizowanych w okresie poprzedzającym wprowadzenie dyrektywy NFRD przedstawiła Badura-

-Mojza (2017), która analizowała raporty społeczne spółek z głównego parkietu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, będących składowymi indeksu WIG30. Jej analizy pokazują, że firmy objęte indeksem WIG30 coraz częściej wybierały dedykowane raporty oraz publikowanie informacji na swoich stronach internetowych, by prezentować działania społecznie i środowiskowo odpowiedzialne. Ponadto jej zdaniem można było zaobserwować pojawiający się trend raportowania zintegrowanego wśród wiodących spółek w Polsce.

Jeszcze przed jej wprowadzeniem, perspektywa zbliżającej się dyrektywy NFRD inspirowała badaczy w Polsce do śledzenia wymagań raportowania z nią związanych. Szadziewska (2015) analizowała problematykę przejrzystości i porównywalności informacji niefinansowych w kontekście zmian regulacyjnych w Unii Europejskiej. Podobnie Fijałkowska (2016) skupiła się na wyzwaniach związanych z raportowaniem informacji niefinansowych zgodnie z nową dyrektywą NFRD. Z kolei Zyznyrska-Dworczak (2016) badała rozwój sprawozdawczości niefinansowej oraz potencjał jej zewnętrznej weryfikacji. Prace te wskazują na żywotne zainteresowania polskich uczonych zagadnieniem sprawozdawczości niefinansowej w kontekście nowych przepisów unijnych oraz wpływu regulacji na jej przejrzystość i porównywalność. Wprowadzenie dyrektywy NFRD i pierwsze raporty społeczne i zintegrowane, które pojawiły się za rok 2017, zmieniły perspektywę badań w obszarze raportowania ESG w Polsce.

Jedno z pierwszych badań w Polsce dotyczących jakości raportowania niefinansowego w oparciu o obowiązujące wytyczne nowej dyrektywy NRFD przeprowadziły w 2017 roku Wójcik-Jurkiewicz i Sadowska (2018). Z przeprowadzonych badań wynika, że polskie spółki giełdowe, zwłaszcza jednostki zainteresowania publicznego (JZP), miały trudności z dostosowaniem się do wymogów wynikających ze wspomnianej powyżej ustawy o rachunkowości z dnia 15 grudnia 2016 roku, która była odpowiedzią Polski na dyrektywę NFRD. Wnioski z badań wskazały, że wiele firm opierało swoje raporty na standardach, takich jak GRI, GRI G4 czy SIN, jednak, co zaskakujące, przeszło 50% z nich zdecydowało się na przedstawienie własnych standardów lub zupełnie ich nie określiło, co świadczy o złożoności i różnorodności podejścia firm do kwestii raportowania niefinansowego.

W badaniu z 2022 roku, przeprowadzonym przez Aluchnę, Roszkowską-Menkes i Kamińskiego, wykorzystując dane z bazy Refinitiv, analizowano jak wprowadzenie dyrektywy NFRD wpłynęło na osiągnięcia w obszarze ESG polskich spółek notowanych na GPW w Warszawie. Badanie wykazało zwiększenie wysiłków w wymiarze środowiskowym i społecznym po wdrożeniu dyrektywy, jednakże w zakresie zarządzania i ładu korporacyjnego nie

zaobserwowano znaczącej poprawy. Autorzy podkreślają, że przedsiębiorstwa potrzebują czasu na dostosowanie się do nowych wymogów i że efekty wdrożenia dyrektywy NFRD mogą być widoczne dopiero z czasem. Wyniki badań Aluchny, Roszkowskiej-Menkes i Kamińskiego (2022) dostarczają dowodów na obiecującą rolę obowiązkowych ram prawnych w krajach charakteryzujących się niedostatecznym poziomem dobrowolnego ujawniania informacji niefinansowych. Papa, Wieczorek-Kosmala i Syty (2023) również oceniały skutki wdrożenia dyrektywy NFRD, lecz w węższym zakresie, dotyczącym poprawy ujawnień odnoszących się do uwzględniania różnorodności w polskich spółkach giełdowych. W ramach badania analizowano czy informacje dotyczące różnorodności z 2018 roku były statystycznie różne od tych z 2016 roku (czyli w okresach przed i po wprowadzeniu dyrektywy NFRD). Wyniki wskazują, że po wprowadzeniu dyrektywy jakość ujawnianych informacji nt. różnorodności poprawiła się, choć charakter ujawnień nie uległ zmianie.

Matuszak i Różańska (2021) przeprowadzili analizę różnic w zakresie prezentowania informacji niefinansowych przez spółki notowane na GPW w Warszawie w okresie towarzyszącym wdrożeniu dyrektywy NFRD. Analizie poddano 134 spółki, wykorzystując do oceny stopnia transparentności analizę treści ich raportów zarządczych oraz wyniki indeksu transparentności. Eksplorowano praktyki w zakresie ujawniania informacji w okresie dwóch lat – w roku 2015, czyli przed wprowadzeniem dyrektywy oraz w roku 2017, czyli w okresie, gdy już obowiązywała. Badania wskazały na znaczący wzrost zgodności raportowania niefinansowego z normami Unii Europejskiej w zakresie transparentności, zwłaszcza w obszarach praw człowieka i przeciwdziałania korupcji. W świetle wcześniejszych badań Matuszak i Różańskiej (2017), w których badacze również analizowali raportowanie społeczne spółek objętych dyrektywą NFRD i stwierdzili wówczas, że większość spółek nie spełniała nowych wymogów, nowsza analiza wykazała znaczną poprawę w tym obszarze. Wprowadzenie dyrektywy NFRD sprawiło, że wszystkie badane spółki wzięły pod uwagę raportowanie związane ze zrównoważonym rozwojem. Największa zmiana nastąpiła w firmach, które wcześniej charakteryzowały się niskim poziomem transparentności. Wyniki badań pokazały również większą spójność w zakresie ujawniania informacji niefinansowych w różnych sektorach i wskazały na skuteczność dyrektywy w pierwszych latach jej wdrożenia, zwłaszcza jeśli chodzi o liczbę spółek raportujących i zakres ujawnianych informacji. dyrektywa skutecznie zachęciła firmy do zwiększenia poziomu transparentności w porównaniu z okresem, gdy raportowanie było dobrowolne. Dlatego też badanie to potwierdza teorię, że spółki dostosowują się do społecznych oczekiwań, szczególnie gdy te oczekiwania są uregulowane

prawnie. W związku z powyższym wyniki badań wspierają teorię legitymizacji ujawnień i jej powiązanie z teorią interesariuszy, wskazując na potrzebę instytucjonalizacji oczekiwań społecznych w postaci obowiązkowych przepisów dotyczących ujawniania informacji niefinansowych w obszarze ESG.

Konarzewska (2020) także analizowała treści raportów niefinansowych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, lecz tym razem wchodzących w skład indeksu WIG-ESG. Jej badania ujawniły istotne różnice w zakresie oraz w sposobie prezentacji raportowanych danych, co komplikuje proces porównywania wyników między firmami. Z tego powodu jej zdaniem ważne są działania mające na celu poprawę jakości raportowania niefinansowego w Polsce. Szczególny nacisk powinien być kładziony na stosowanie międzynarodowych standardów w zakresie raportowania niefinansowego oraz na konieczność weryfikacji tychże raportów przez niezależnych audytorów.

W nawiązaniu do tych zaleceń część badaczy analizowała czy polskie przedsiębiorstwa są gotowe do raportowania także zgodnie z innymi, międzynarodowymi wytycznymi. W 2022 roku Indyk badała gotowość polskich firm do sprawozdawczości dotyczącej wyzwań klimatycznych w kontekście zrównoważonego rozwoju zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej (MSSF) IFRS S1 i IFRS S2, opisanymi w rozdziale 4.6. W ramach badania przeprowadzono analizę zgodności nowych standardów z polskimi regulacjami prawnymi, nieobowiązkowymi wytycznymi dotyczącymi zrównoważonego rozwoju oraz wynikami badań empirycznych. Badanie empiryczne oparto na danych 177 firm notowanych na GPW w Warszawie, przy czym jako źródło danych posłużyły odpowiedzi badanych spółek na wybrane sekcje ESG z ankiety *Kodeksu Dobrych Praktyk 2021* GPW w Warszawie. Z przeprowadzonego badania wynikają interesujące wnioski. Choć kwestie ESG są coraz częściej uwzględniane w działaniach firm (60% spółek w badanej próbie można sklasyfikować jako zaawansowane pod względem integracji ESG), pełne wdrożenie sprawozdawczości zgodnej z IFRS S1 i IFRS S2 wymaga integracji kwestii ESG z całokształtem działalności przedsiębiorstw. Tylko 60 firm (34%) wskazało, że zintegrowało kwestie ESG ze swoją strategią, natomiast jedynie 32 firmy (18%) ujawniało strategiczne dane, w tym cele i osiągnięcia związane z ESG. 30 spółek (17%) oceniło swój wpływ na środowisko jako nieistotny ze względu na rodzaj prowadzonej działalności lub brak obowiązku raportowania niefinansowego. Jak zauważa Indyk (2022) dla wielu firm rosnące znaczenie kryteriów ESG oznacza konieczność gruntownej przebudowy podejścia do sprawozdawczości, szczególnie w zakresie aspektów związanych ze zrównoważonym rozwojem.

Tylec (2022) podsumowała dotychczasowe i planowane ramy prawne dotyczące raportowania niefinansowego w Polsce. Z przeprowadzonych przez nią badań literaturowych wynika, że choć raportowanie ESG nie jest zagadnieniem nowym, jego znaczenie rośnie i prawdopodobnie będzie nadal się zwiększać. Wzrost zainteresowania oraz presja społeczna wywierana na firmy, by działały w sposób odpowiedzialny pod względem środowiskowym i społecznym, idą w parze z dążeniem przedsiębiorstw do prezentowania dokładnych informacji w tej kwestii. Chociaż pewne działania są podejmowane z inicjatywy firm, coraz więcej z nich jest nakładanych przepisami prawa. Informacje pozafinansowe stają się kluczowe dla różnych interesariuszy, którzy coraz bardziej dostrzegają znaczenie aspektów środowiskowych, społecznych i zarządczych. Stało się więc jasne, że prezentacja danych ESG, choć częściowo motywowana marketingowo, staje się konieczna i coraz bardziej uregulowana. Potwierdzają to najnowsze regulacje na szczeblu unijnym oraz ich adaptacja w polskim systemie prawnym. Badanie obecnych przepisów oraz proponowanych zmian w dyrektywie CSRD pokazuje, że w ostatnich latach Komisja Europejska zdecydowanie zaostrzała wymogi dotyczące raportowania ESG, a trend ten będzie kontynuowany.

Najnowsze badania przeprowadzone przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW, 2022) pokazują, że zmiana wprowadzona wraz z obowiązkowym raportowaniem niefinansowym dla części przedsiębiorstwa przyniosła oczekiwaną w tym zakresie przez rynek zmianę. Niemal 200 spółek giełdowych regularnie publikuje raporty dotyczące wskaźników zrównoważonego rozwoju (Dietl, 2023). Te spółki mają również obowiązek składania oświadczeń w modelu *complain or explain* zgodnie z *Dobrymi praktykami* dla spółek notowanych na Giełdzie. W tych oświadczeniach spółki uwzględniają tematykę ESG, która obejmuje zagadnienia związane ze zmianami klimatu, zrównoważonym rozwojem oraz kwestiami pracowniczymi, takimi jak równość płci, prawa pracowników czy relacje z lokalnymi społecznościami. W połowie 2022 r. GPW w Warszawie po raz piąty przeprowadziła wśród profesjonalnych uczestników rynku, takich jak analitycy giełdowi, doradcy inwestycyjni czy zarządzający funduszami inwestycyjnymi, badanie dotyczące wpływu czynników ESG na decyzje inwestycyjne uczestników rynku kapitałowego. Wyniki potwierdzają wagę raportowania w zakresie zrównoważonego rozwoju (GPW, 2022b). Badanie dotyczące indeksu WIG-ESG oraz jego wpływu na raporty analityków wykazało, że informacje dotyczące składu tego indeksu stają się coraz bardziej w nich popularne. Aktualnie 6% analityków uwzględnia opisy składu indeksu WIG-ESG w swoich raportach, a kolejne 22% planuje włączenie takich opisów w ciągu najbliższych dwóch lat. Zdaniem respondentów informacje o przynależności spółki do

indeksu WIG-ESG mogą stanowić cenne źródło wiedzy przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Co więcej, ankietowani korzystający z danych niefinansowych w swoich analizach opierają się głównie na raportach publicznych. Warto zauważyć, że 16% respondentów uwzględnia również bezpośrednie kontakty ze spółkami w trakcie swoich analiz, jednak żaden z nich nie korzysta z usług specjalistycznych agencji ratingowych, które oferują ocenę spółek pod kątem czynników ESG.

Nasuwa się zatem pytanie, czy inwestorzy w Polsce doceniają widoczną zmianę w raportowaniu niefinansowym? Niestety wyniki badań wskazują, że jeszcze nie. Dziawgo (2021) badał, jak polscy inwestorzy indywidualni oceniają użyteczność poszczególnych elementów sprawozdań finansowych. Jego badania pokazują, że inwestorzy rzadko uznają je za szczególnie przydatne. Dominują oceny przydatności w zakresie 1–20%: rachunek zysków i strat (16% wskazań) oraz bilans (12% wskazań) osiągają najwyższe wskaźniki przydatności (na poziomie 91–100%). Natomiast informacje dotyczące społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw są oceniane jako najmniej użyteczne: 21% badanych uznało je za całkowicie nieprzydatne, a 43% przyznało im tylko 1–10% na skali przydatności informacyjnej.

Jednakże w świetle rosnącego znaczenia koncepcji zrównoważonego rozwoju oraz turbulencji w otoczeniu gospodarczym wywołanych pandemią COVID-19 oraz wojną w Ukrainie aspekty pozafinansowe stają się coraz bardziej istotnym elementem oceny kondycji finansowej, ryzyka funkcjonowania oraz perspektyw dalszego rozwoju przedsiębiorstw (Rogowski i Lipski, 2022). Ocena wyłącznie na podstawie danych i informacji zawartych w sprawozdaniu finansowym może prowadzić do błędnych wniosków, a w efekcie do błędnych decyzji inwestycyjnych. Wśród dostępnych informacji niefinansowych na temat spółek, to raport społeczny lub zintegrowany jest kluczowym źródłem wiedzy dla uczestników rynku kapitałowego do oceny wartości jej walorów (Kłobukowska, 2020).

Jednocześnie raportowanie niefinansowe jest przejawem wzrostu znaczenia różnych interesariuszy przedsiębiorstw, a nie tylko właścicieli i akcjonariuszy. Współczesne wyzwania, środowiskowe (m.in. zanieczyszczenie powietrza, emisja gazów cieplarnianych, zmiany klimatyczne) i społeczne (m.in. nierówności społeczne, złe warunki pracy, praca dzieci) zmieniają optykę patrzenia na wyzwania stojące przed biznesem, co prowadzi do szerszego ujęcia potrzeb i oczekiwań różnych interesariuszy. Warto także podkreślić, że raportowanie ESG jest elementem szerszej strategii zrównoważonego rozwoju, która wymaga proaktywnej postawy i wprowadzenia odpowiednich zmian w działalności przedsiębiorstw w Polsce. Nowe standardy raportowa-

nia unijnego (przedstawione w rozdz. 4.6.), będące przymusem instytucjonalnym te zmiany z pewnością wymuszą, nie tylko wśród największych liderów rynkowych, lecz także docelowo wśród małych i średnich firm.

5.8. Podsumowanie

Przedstawione w niniejszym rozdziale zagadnienia zarysowują obraz działań i inicjatyw dotyczących uwzględniania czynników ESG zarówno przez przedsiębiorstwa w Polsce, jak i przez polski rynek kapitałowy. Uwzględniają one aktualne praktyki, ale i najnowsze wyniki badań w tym obszarze. Mimo że rynek SRI oraz praktyka raportowania niefinansowego w Polsce wciąż pozostają we wstępnej fazie rozwoju, ich znaczenie dla polskiego rynku finansowego jest istotne. Kluczowym momentem dla rozwoju tego segmentu były innowacje w obszarze ESG, takie jak debiut RESPECT Index na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, pierwszego indeksu ESG w Europie Centralnej i Wschodniej, oraz implementacja pierwszych obowiązkowych wytycznych raportowania niefinansowego w postaci unijnej dyrektywy NFRD.

W kontekście przedstawionych zagadnień, warto podkreślić, że choć rynek inwestycji SRI w Polsce nie jest jeszcze głęboko zakorzeniony, od 2009 roku, wraz debiutem pierwszego indeksu SRI, RESPECT Index, można zaobserwować znaczący jego rozwój. Wprowadzenie szeregu lokalnych inicjatyw, w tym wytycznych raportowania niefinansowego GPW w Warszawie oraz indeksu WIG-ESG, stanowiło dodatkowy impuls do jego rozwoju. Jak pokazują aktualne wyniki badań, liczba przedsiębiorstw publikujących raporty społeczne systematycznie rośnie.

Jednocześnie głównymi wyzwaniami dla dalszego rozwoju inwestycji społecznie odpowiedzialnych wydaje się być niski poziom świadomości oraz brak wiedzy na temat tego rodzaju inwestowania tak wśród inwestorów, jak i pozostałych uczestników rynku kapitałowego. Wielu z nich nie dostrzega pełni korzyści płynących z SRI, a także nie jest zaznajomionych z dostępnymi narzędziami i praktykami w tej dziedzinie.

Niemniej jednak, jak wskazują wyniki badań przedstawione w niniejszym rozdziale, wzrasta liczba aktywności skupiających się na teorii i praktyce inwestowania SRI, co dostarcza cennych rekomendacji i wskazuje na potencjalne ścieżki rozwoju polskiego rynku w tym obszarze. Ten dynamizm ma swoje źródła w czynnikach zarówno zewnętrznych, jak i wewnętrznych, takich jak krajowe regulacje czy wytyczne raportowania niefinansowego. Ponadto

regulacje w obszarze ESG wprowadzane przez instytucje europejskie i międzynarodowe sprawiają, że polskie przedsiębiorstwa przechodzą proces transformacji i pokonywania różnego rodzaju wyzwań.

Polska jako kraj członkowski Unii Europejskiej i jednocześnie jeden z największych jej rynków wydaje się posiadać wszelkie atuty, by stać się beneficjentem zmian w kontekście szeroko rozumianego zrównoważonego rozwoju i inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Nowa unijna dyrektywa CSRD oraz obowiązkowe standardy raportowania niefinansowego ESRS z pewnością przyczynią się do dalszego rozwoju rynku ESG w Polsce.

Wnioski końcowe i rekomendacje

We współczesnej gospodarce, charakteryzującej się postępującą globalizacją i dynamicznym tempem rozwoju technologicznego, a równocześnie degradacją środowiska naturalnego i wzrostem nierówności społecznych, rosną oczekiwania wobec społecznego i ekologicznego kontekstu działania przedsiębiorstw. Poczynaniom firm, szczególnie zaś wielkich korporacji, które realizują znaczną część wymiany międzynarodowej i są jednym z największych mechanizmów kreowania i redystrybucji dóbr na świecie, towarzyszy stała kontrola i presja ze strony szeroko rozumianej opinii społecznej. Wobec spadku zaufania do biznesu, głównie do instytucji finansowych i rynków kapitałowych, będącego pokłosiem kryzysu z lat 2007–2009 (Stiglitz, 2015), uwagę opinii publicznej przyciągają tak podstawowe kwestie, jak uczciwość i etyczność w biznesie, szacunek dla środowiska naturalnego i praw człowieka.

Obecnie zarówno w teorii, jak i w praktyce zarządzania można wyraźnie zauważyć zmianę w sposobie ujmowania proporcji między ekonomiczną efektywnością a odpowiedzialnością i zaangażowaniem we wszystkich trzech wymiarach ESG: społecznym, środowiskowym i ładu korporacyjnego. Zrównoważony rozwój jest obecnie postrzegany jako konieczność dla przyszłości, choć pojawiają się też głosy, że nawet on może okazać się niewystarczający i powinniśmy zadbać już dziś o biodywersyfikację, bioregenerację oraz odtworzenie systemów ekologicznych i społecznych naszej planety. Nie będzie to jednak możliwe bez zmiany paradygmatu ekonomicznej efektywności ponad wszystko inne, nawet kosztem degradacji środowiska naturalnego, wzrostu globalnego ocieplenia i nierówności społecznych. Uwzględnianie czynników pozafinansowych w rachunkach wyników przedsiębiorstw jest dziś niezbędne.

Na progu wyłaniającego się nowego paradygmatu zarządzania, dotychczasowy prymat imperatywu efektywności zostaje zastąpiony potrzebą budowania wspólnoty i wartości dla wszystkich interesariuszy we wszystkich trzech

wymiarach zrównoważonego rozwoju: ekonomicznym, społecznym i środowiskowym. Implementowane w takiej przestrzeni systemy etyczne odgrywają rolę zarówno spoiwa, które łączy ludzi w społeczności, jak i katalizatora zmian. Dziś nie ma już wątpliwości, że społeczne i środowiskowe wyzwania, w tym globalne ocieplenie klimatu, wysoki poziom emisji dwutlenku węgla, malejące zasoby wody, wielka skala ubóstwa i nierówności społecznych stały się faktem. Jednocześnie gospodarka światowa stale się rozwija, a wraz z nią – oczekiwania i potrzeby interesariuszy. W tej sytuacji koncepcja społecznej odpowiedzialności realizowanej we wszystkich trzech wymiarach ESG wydaje się konieczną, pragmatyczną strategią działania, łączącą cele ekonomiczne, społeczne i ekologiczne.

Potwierdzeniem tej tezy są wyniki wielu badań omówionych w niniejszej monografii. Realizowanie przez przedsiębiorstwo koncepcji społecznej odpowiedzialności, rozumianej w sposób holistyczny i strategiczny, współtworzy wartość dla wszystkich interesariuszy. CSR jest prowadzony w tych firmach, które uwzględniają kryteria ESG i cele zrównoważonego rozwoju, są stabilne ekonomicznie, świadome ekologicznie i zaangażowane społecznie. Wyniki badań pokazują, że przedsiębiorstwa odpowiedzialne społecznie, uwzględniające kryteria ESG charakteryzują się lepszymi wynikami ekonomicznymi, cieszą się zaufaniem inwestorów i łatwiej przyciągają kapitał. Są one również chętnie wybieranym pracodawcą i mogą poszczycić się utalentowanymi, kompetentnymi i lojalnymi pracownikami. To organizacje stale się uczące, co pozwala im na bieżąco dostosowywać się do zmian turbulentnego otoczenia. Tam, gdzie inni widzą zagrożenia – one dostrzegają rynkowe szanse. Gdzie inni zauważają wyłącznie słabe strony – one doceniają konkurencyjne przewagi. Dzięki dobremu zarządzaniu są jednocześnie skuteczne i efektywne na rynku, ekologiczne w środowisku naturalnym i odpowiedzialne w społeczeństwie.

Współczesne podejście do CSR i uwzględniania kryteriów ESG staje się coraz bardziej zintegrowane z podstawową działalnością, głównym modelem biznesowym i przyjętą misją, wizją i strategią firmy. Włączanie finansowych celów przedsiębiorstw na równi z celami społecznymi i ekologicznymi, sprawia, że stają się one biznesowo, ale przede wszystkim społecznie potrzebne. Zarządy przedsiębiorstw dziś już rozumieją, że nie tyle jest istotne co komunikują, ile co tak naprawdę robią, aby móc komunikować. Tym samym całkiem nieodległy problem sprowadzania społecznej odpowiedzialności do *public relations*, który był marginalizowaniem jej problematyki i odwracaniem uwagi od tego, co w realizacji tej koncepcji jest tak naprawdę istotne, nie jest już aktualny. Coraz częściej firmy koncentrują swoje działania w obszarach ESG w związku z wprowadzanymi stopniowo regulacjami

legislacyjnymi, ale również w ramach swoich kompetencji, by w ten sposób rozwijać się, pokazywać swoje osiągnięcia, budować wspólnotę celów, doskonalić metody i narzędzia zarządcze i poszukiwać innowacyjności, w celu maksymalizowania ekonomicznej, społecznej i ekologicznej wartości, w sposób przyjazny dla środowiska naturalnego i ogółu społeczeństwa w sposób ciągły i cyrkularny.

Cykl kreowania wartości dla wszystkich interesariuszy w wymiarze ekonomicznym, społecznym i środowiskowym został przedstawiony w formie graficznej na rysunku 41. Rozpoczyna się on od integracji strategii społecznej odpowiedzialności w działaniach przedsiębiorstwa (etap 1), która wspiera realizowanie celów zrównoważonego rozwoju w wymiarze ekonomicznym, społecznym i środowiskowym (etap 2). Wdrażanie zarówno koncepcji CSR, jak i zrównoważonego rozwoju przejawia się w efektach działania przedsiębiorstwa w trzech kluczowych wymiarach ESG (etap 3). Kryteria ESG pełnią funkcję monitorującą proces cyklu tworzenia wartości, gdyż weryfikują realizację strategii CSR i zrównoważonego rozwoju oraz osiąganie przez przedsiębiorstwo zamierzonych jej efektów i wymiernych rezultatów. Takie podejście skutkuje tworzeniem wartości dla wszystkich interesariuszy jednocześnie w trzech obszarach (etap 4):

- ekonomicznym, przynosząc między innymi korzyści dla właścicieli i akcjonariuszy w postaci dywidendy, dla pracowników w postaci godnych wynagrodzeń i warunków pracy, dla dostawców w postaci profitu z wymiany handlowej czy klientów w postaci wysokiej jakości produktów produktów i usług w przystępnych dla nich cenach;
- społecznym, podobnie tworząc wartość między innymi dla właścicieli i akcjonariuszy w postaci pozyskania kompetentnych, zaangażowanych i godnych zaufania pracowników, dla pracowników w postaci bezpiecznego i przyjaznego miejsca pracy we wspierającym, inkluzyjnym i zróżnicowanym zespole, dla dostawców w postaci dobrych relacji z odbiorcami i społecznością lokalną czy dla klientów w postaci ich poczucia przynależności oraz satysfakcji i zadowolenia z nabytych produktów i usług;
- środowiskowym, wspierając ochronę i odnowę środowiska naturalnego, redukcję wpływu przedsiębiorstw na zmiany klimatu czy ograniczenie wytwarzanego przez nie śladu węglowego.

Jednocześnie wartość wytworzona dla wszystkich interesariuszy w powyższych trzech wymiarach (etap 4), staje się „paliwem" do kontynuacji działań już podjętych oraz rozpoczęcia nowych w zakresie społecznej odpowiedzialności (etap 1) i zrównoważonego rozwoju (etap 2), a następnie ich ponownej ewaluacji (etap 3). Wszystkie cztery wymiary tworzenia wartości są wzajemnie

ze sobą powiązane, a każdy element „zasila" kolejny. Jeśli działania w obszarze CSR przełożą się na sferę ekonomiczną, społeczną i środowiskową (zrównoważonego rozwoju) i zostaną efektywnie zrealizowane oraz potwierdzone poprzez uzyskane wyniki ESG, pojawi się wartość wytworzona we wszystkich trzech wymiarach: ekonomicznym, społecznym i środowiskowym. W efekcie staje się ona motywacją do dalszych działań w zakresie społecznej odpowiedzialności i zrównoważonego rozwoju.

Rysunek 41. Cykl kreowania wartości w wymiarze ekonomicznym, społecznym i środowiskowym dla wszystkich interesariuszy



Proces ten jest ciągły i wymaga ustawicznego doskonalenia w duchu japońskiej filozofii i metody zarządzania *kaizen* (Imai, 1986 oraz m.in.: Singh i Singh, 2009; Carnerud, Jaca i Bäckström, 2018). Metoda ta polega na ciągłym doskonaleniu procesów w działalności przedsiębiorstw poprzez regularne, niewielkie zmiany. Kluczowym założeniem jest zaangażowanie w ten proces wszystkich pracowników niezależnie od stanowiska. Dzięki systematycznemu i ciągłemu podejściu do identyfikacji i eliminacji marnotrawstwa, *kaizen* skupia się na zwiększaniu efektywności i jakości. W praktyce podejście to opiera się przede wszystkim na współpracy w zespołach, analizie obec-

nych procesów i wdrażaniu drobnych poprawek na bieżąco, zamiast wielkich, rewolucyjnych zmian.

Model koła Deminga, zwanego też Cyklem PDCA (ang. *Plan-Do-Check--Act*, czyli planuj, wykonaj, sprawdź, działaj), który symbolizuje systematyczne podejście do ciągłego doskonalenia procesów (m.in.: Koiesar, 1994; Johnson, 2002; Moen i Norman, 2009; Isniah, Purba i Debora, 2020), także stał się inspiracją dla cyklu tworzenia wartości w wymiarze ekonomicznym, społecznym i środowiskowym dla wszystkich interesariuszy. Koło Deminga, powstałe w wyniku inspiracji jego autora japońskim etosem pracy, jest przede wszystkim stosowane w zarządzaniu jakością oraz metodykach usprawniania procesów produkcyjnych, ale jego przesłanie jest uniwersalne (m.in.: Walton, 1988; Anderson, Rungtusanatham i Schroeder, 1994). Model cyklu Deminga również promuje kulturę ciągłego doskonalenia, podkreślając potrzebę regularnego przeglądu planów i działań, a także kontroli ich wyników, by dokonywać niezbędnych adaptacji i zmian w celu osiągania możliwie jak najlepszych rezultatów i jednocześnie jak najwyższej jakości.

W tym kontekście cykl tworzenia wartości w wymiarze ekonomicznym, społecznym i środowiskowym dla wszystkich interesariuszy kładzie nacisk na doskonalenie praktyk i strategii CSR oraz zrównoważonego rozwoju, by ich rezultaty mierzone kryteriami ESG były możliwie jak najlepsze, ale jednocześnie, by działania te były realizowane z zachowaniem jak najwyższych standardów zarządzania, współpracy, kontroli, poszanowania środowiska naturalnego i etyki pracy w trakcie realizowania wszystkich procesów w organizacji, w tym produkcji, sprzedaży, marketingu, finansów, logistyki itp. Tylko w ten sposób bowiem efekty ekonomiczne, społeczne i środowiskowe będą największe.

Jednocześnie schemat cyklu tworzenia wartości przypomina koło zamachowe, które raz wprowadzone w ruch, trudno zatrzymać, ale można jego ruch przyspieszyć (zwiększając zaangażowanie w działania CSR i zrównoważonego rozwoju) lub spowolnić (zmniejszając zaangażowanie). Pozostając „w ruchu" staje się ono bardziej odporne na zmiany otoczenia i przejściowe trudności, co symbolizuje podkreślany w wielu badaniach pozytywny wpływ strategii CSR na minimalizowanie różnego rodzaju ryzyka i zagrożeń (m.in.: Tsoutsura, 2004; Zadek, 2004; Kymal i Viser, 2015; Brower i Mahajn, 2013; Liang i Renneboog, 2017b; Flammer i Kacperczyk, 2019, Fu i in., 2019). Model takiego działania można realizować na poziomach zarówno pojedynczej organizacji, jak i łańcuchów wartości, klastrów czy społeczności. Bez względu na przyjętą perspektywę, zgodnie z nim wartość w trzech wymiarach zrównoważonego rozwoju będzie kreowana dla wszystkich interesariuszy.

Na podstawie wniosków płynących z przedstawionych wyników badań teoretycznych i empirycznych, sformułowano kluczowe rekomendacje dla praktyki działania przedsiębiorstw w Polsce, w szczególności przedsiębiorstw obecnych na rynku kapitałowym. Należy podkreślić, że spółki giełdowe powinny przede wszystkim zabiegać o dołączenie do indeksów społecznej odpowiedzialności. Już sam proces przygotowania przedsiębiorstwa do przyłączenia do indeksu zapewnia rewizję stosowanych dotychczas działań oraz metod zarządczych. W kontekście polskiego indeksu WIG-ESG oznacza to modyfikację jego metodologii w zakresie kryteriów przyłączania do niego spółek. Ważne jest, aby nie trafiały do niego wyłącznie spółki już objęte innym indeksem bazowym (WIG20 lub WIG40), ale również te, które wyróżniają się na rynku wysokimi wynikami w obszarze społecznym, środowiskowym i związanym z ładem korporacyjnym. W efekcie skala raportowania ESG w Polsce powinna ulec zmianie, gdyż przyłączenie do indeksu SRI obliguje do opracowania raportu niefinansowego. Ponadto do jego przygotowania zostają zaangażowani menedżerowie i pracownicy na różnych szczeblach organizacji, co sprzyja poprawie komunikacji oraz integracji zespołów.

Warto, aby wszystkie przedsiębiorstwa w Polsce, nie tylko te największe już teraz zaczęły opracowywać raporty niefinansowe zgodnie z uznanymi wytycznymi, takimi jak międzynarodowe standardy GRI czy wytyczne raportowania niefinansowego GPW w Warszawie. Dzięki temu zbiorą cenne doświadczenie i będą przygotowane na wejście w życie dyrektywy CSRD, a także kolejnych legislacji i obowiązków informacyjnych. Ponadto, raportowanie ESG nie tylko umacnia relacje z interesariuszami, lecz także buduje zaufanie wśród inwestorów, klientów i partnerów biznesowych. Przejrzystość w zakresie środowiskowym, społecznym oraz strategii zarządzania pokazuje zaangażowanie firmy w odpowiedzialne praktyki i może przyczynić się do zwiększenia jej konkurencyjności na rynku. Ponadto regularnie prowadzony proces raportowania może pomóc w identyfikacji potencjalnych zagrożeń i szans, co w dłuższej perspektywie może przynieść korzyści także w aspekcie ekonomicznym.

Wyniki przeprowadzonych badań zarówno w kontekście społecznej odpowiedzialności, jak i uwzględniania kryteriów ESG sugerują, że pewne ich elementy wpływają na wyniki przedsiębiorstw w większym stopniu niże inne. Wśród nich należy wymienić przede wszystkim: zapewnianie bezpiecznego i atrakcyjnego miejsca pracy, wprowadzenie systemu zarządzania i organizacji opartego na odpowiedzialności każdego pracownika oraz budowanie wartości i kultury społecznej odpowiedzialności. Przedsiębiorstwa powinny zatem przykładać szczególną wagę do wprowadzania powyższych aspektów zarządzania w swojej codziennej działalności oraz dbać o zachowanie

atmosfery dobrej współpracy i zaufania, która buduje wartość dla wszystkich zainteresowanych. Biorąc pod uwagę interesariuszy kluczowych dla realizacji strategii, niewątpliwie klienci stanowią najistotniejszą grupę. To właśnie ich pozyskanie i budowanie ich lojalności powinno pozostawać w centrum uwagi przedsiębiorstw. Zastosowanie cyfrowych platform do zarządzania relacjami z klientami oraz nowoczesnych narzędzi komunikacyjnych zdecydowanie usprawnia te działania i pomaga w priorytetowym traktowaniu potrzeb i oczekiwań konsumentów

W dobie bezprecedensowego rozwoju nowych technologii trudno jest przewidzieć, jak będą dalej rozwijały się przedstawione w niniejszej publikacji koncepcje i teorie oraz standardy i regulacje społecznej odpowiedzialności, zrównoważonego rozwoju oraz kryteriów ESG. Zdolność sztucznej inteligencji do analizowania dużych zbiorów danych oraz ciągłego uczenia się uczyni ją prawdopodobnie niezbędnym narzędziem wspierającym procesy zarządzania w każdym przedsiębiorstwie. Z pewnością jednak wartości etyczne, ekonomiczne, ekologiczne i społeczne pozostaną ważne i w dalszym ciągu aktualne.

Bibliografia

Abeysekera, S. K., Kalavally, V., Kuang, Y. C. i Po-Leen, M. O. (2020). *Design of Low-Cost Programmable LED Lighting System for Smart Buildings*. 2020 IEEE Sensors Applications Symposium. SAS 2020 – Proceedings. https://doi.org/10.1109/SAS48726.2020.9220038

Abhayawansa, S., i Mooneeapen, O. (2022). Directions for future research to steer environmental, social and governance (ESG) investing to support sustainability: a systematic literature review. *Handbook of accounting and sustainability*, 318–341.

Adamczyk, J. (2009). *Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw*. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.

Adamczyk, J. i Nitkiewicz, T. (2007). *Programowanie zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstw*. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.

Adamska, A., Dąbrowski, T. J. i Grygiel-Tomaszewska, A. (2015). Społecznie odpowiedzialne inwestowanie w Polsce na tle sytuacji w wybranych krajach Unii Europejskiej. *Nauki o Finansach*, *2*(23), 73–95.

Adeneye, Y. B. i Ahmed, M. (2015). Corporate Social Responsibility and Company Performance. *Journal of Business Studies Quarterly*, *7*(1), 151–166.

Adi, A., Crowther, D. i Grigore, G. (2015). *Corporate Social Responsibility in the Digital Age*. First edition. Emerald Group Publishing Limited.

Admiral markets. (2023). *Poznaj największe giełdy inwestycyjne na świecie*. 16.08.2023. Pozyskano z: https://admiralmarkets.com/pl/education/articles/forex-basics/najwazniejsze-gieldy-papierow-wartosciowych-na-swiecie#:~:text=,dane%20z%202021%20roku (dostęp: 18.11.2023).

Agencja Praw Podstawowych Unii Europejskiej. (2009). *Karta praw podstawowych Unii Europejskiej*. Pozyskano z: http://fra.europa.eu/pl/eu-charter/article/5--zakaz-niewolnictwa-i-pracy-przymusowej.

Agle, B.R., Donaldson, T., Freeman, R.E., Jensen, M.C., Mitchell, R.K. i Wood, D.J. (2008). Dialogue: Toward Superior Stakeholder Theory. *Business Ethics Quarterly*, *18*(2), 153–190.

Aguilera, R. V., Desender, K. A., Bednar, M. K. i Lee, J. H. (2019). Connecting the dots: Bringing external corporate governance into the corporate governance puzzle. *Academy of Management Annals*, *13*(2), 304–339.

Aguilera, R. V., Williams, C. A., Conley, J. M i, Rupp, D. E. (2006). *Corporate Governance and Social Responsibility: A comparative analysis of the UK and the US. Corporate Governance: An International Review*. Wiley Online Library. Pozyskano z: https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1467-8683.2006.00495.x?casa_token=Kyz7p01nV4oAAAAA:lQ9USSKzbKg8iJbRoMOzVPm8Yxdxc8QBRxVOLRBr86tX7J-va3BLnTKee2cSlm_PPOBZWnXr1iJevRw (dostęp: 9.07.2023).

Aguilera, R. V., Rupp, D. E., Williams, C. A. i Ganapathi, J. (2007). Putting S Back in Corporate Social Responsibility: A Multilevel Theory of Social Change in Organizations. *Academy of Management Review*, *32*(3), 836–863.

Aguirre, C., Ruiz de Maya, S., Vidal, M.P. i Rodríguez, A., (2023). Consumer motivations for engaging with corporate social responsibility on social media. *Spanish Journal of Marketing – ESIC*, *27*(2), 202–220. https://doi.org/10.1108/SJME-05-2022-0106

Ahmad, H., Yaqub, M. i Lee, S. H. (2023). Environmental-, social-, and governance-related factors for business investment and sustainability: A scientometric review of global trends. *Environment Development and Sustainability*, *26*, 2965–2987. https://doi.org/10.1007/s10668-023-02921-x

Ake, B. (2010). The Role of Stock Market Development in Economic Growth: Evidence from Some Euronext Countrie. *International Journal of Financial Research*, *1*(1), 14–20. https://papers.ssrn.com/abstract=2012518

Albuquerque, R., Koskinen, Y. i Zhang, C. (2019). Corporate social responsibility and firm risk: Theory and empirical evidence. *Management Science*, *65*(10), 4451–4469. https://doi.org/10.1287/MNSC.2018.3043

Aldowaish, A., Kokuryo, J., Almazyad, O. i Goi, H. C. (2022). Environmental, Social, and Governance Integration into the Business Model: Literature Review and Research Agenda. *Sustainability*, *14*(5), Article 5. https://doi.org/10.3390/su14052959

Alior Bank. (2023). Pozyskano z: https://www.aliorbank.pl/klienci-indywidualni/kredyty-i-pozyczki/kredyty-eko.html (dostęp: 14.08.2023).

Aluchna, M. (2006). Milton Friedman – guru monetaryzmu i orędownik wolności. *E-mentor*, (5).

Aluchna, M. (2008). Dobre praktyki corporate governance. Światowe tendencje a polskie doświadczenia. *E-mentor*, *2*(24).

Aluchna, M. i Postuła, I. (2016). Kultura w badaniach nadzoru korporacyjnego uwarunkowania, wzajemne zależności i operacjonalizacja. *Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica*, *6*(326). https://doi.org/10.18778/0208-6018.326.10

Aluchna, M., Kytsyuk, I. i Roszkowska-Menkes, M. (2018). Raportowanie społecznej odpowiedzialności biznesu. Przypadek spółek z WIG20. *Zeszyt Naukowy Kolegium Zarządzania i Finansów SGH Warszawa*, (170), 9–27.

Aluchna, M. i Roszkowska-Menkes, M. (2018a). Early Adopters of Integrated Reporting. The Practical Evidence from Warsaw Stock Exchange Companies. W S. Idowu, M. del Baldo (red.), *Integrated Reporting: Antecedents, Perspectives/Outlooks for Organisations and Stakeholders*. Springer.

Aluchna, M. i Roszkowska-Menkes, M. (2018b). Non-Financial Reporting. Conceptual Framework, Regulation and Practice. W C. Stehr, S. Przytuła, A. Dlugopolska (red.), *Corporate Social Responsibility in Poland*. Springer.

Aluchna, M., Roszkowska-Menkes, M. i Kamiński, B. (2022). From talk to action: The effects of the non-financial reporting directive on ESG performance. *Meditari Accountancy Research*, *31*(7), Article 7. https://doi.org/10.1108/MEDAR-12-2021-1530

Amel-Zadeh, A. i Serafeim, G. (2018). Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey. *Financial Analysts Journal*, *74*(3), 87–103. https://doi.org/10.2469/faj.v74.n3.2

Anagnostopulu, A. (2022). Bojkot firm, które zostały w Rosji. Realne narzędzie nacisku czy sposób na poprawę samopoczucia? *Business Insider Polska*, 22.03.2022. Pozyskano z: https://businessinsider.com.pl/biznes/bojkot-firm-ktore-zostaly-w-rosji-realne-narzedzie-nacisku/4lvt8df (dostęp: 20.05.2023).

Anderson, J. C., Rungtusanatham, M. i Schroeder, R. G. (1994). A theory of quality management underlying the deming management method. *Academy of Management Review*, *19*(3), 472–509. https://doi.org/10.5465/amr.1994.9412271808

Ankamah-Yeboah, I., Xuan, B. B., Hynes, S. i Armstrong, C. W. (2020). Public Perceptions of Deep-Sea Environment: Evidence From Scotland and Norway. *Frontiers in Marine Science*, 7. https://doi.org/10.3389/fmars.2020.00137

Arco-Castro, L., López-Pérez, M. V., Pérez-López, M. C. i Rodríguez-Ariza, L. (2020). How market value relates to corporate philanthropy and its assurance. The moderating effect of the business sector. *Business Ethics: A European Review*, *29*(2), 266–281. https://doi.org/10.1111/beer.12264

Arestis, P., Demetriades, P. O. i Luintel, K. B. (2001). Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets. *Journal of Money, Credit and Banking*, *33*(1), 16–41. https://doi.org/10.2307/2673870

Arnold, G. (2010). *Inwestowanie w wartość*. Wydawnictwa Profesjonalne PWN.

Atz, U., Van Holt, T., Liu, Z. Z. i Bruno, C. (2022). Does Sustainability Generate Better Financial Performance?). *Journal of Sustainable Finance and Investment*. https://doi.org/10.2139/ssrn.3708495

Auer, B. R. i Schuhmacher, F. (2016). Do socially (ir)responsible investments pay? New evidence from international ESG data. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 59, 51–62. https://doi.org/10.1016/j.qref.2015.07.002

Badura-Mojza, A. (2017). Zmiany w raportowaniu CSR w Polsce — Studium przypadku. *Zarządzanie Finansami i Rachunkowość*, *5*(3), 5–17.

Bakan, J. (2006). *Korporacja. Patologiczna pogoń za zyskiem i władzą*. Wydawnictwo Lepszy Świat.

Baldini, M., Maso, L. D., Liberatore, G., Mazzi, F. i Terzani, S. (2018). Role of Country- and Firm-Level Determinants in Environmental, Social, and Governance Disclosure. *Journal of Business Ethics*, *150*(1), 79–98. https://doi.org/10.1007/s10551-016-3139-1

Banerjee, S. B. (2008). Corporate Social Responsibility: The Good, the Bad and the Ugly. *Critical Sociology*, *34*(1), 51–79. https://doi.org/10.1177/0896920507084623

Bank City Handlowy. (2023). Pozyskano z: https://www.citibank.pl/poland/corporate/polish/fundusze-unijne/kredyt-ekologiczny.htm (dostęp: 14.08.2023).

Bank Ochrony Środowiska (2023). Pozyskano z: https://www.bosbank.pl/klient-indywidualny/pozyczki-i-kredyty/eko-kredyty/wfos-bgk (dostęp: 14.08.2023).

Bank Pekao S.A. (2023). Pozyskano z: https://www.pekao.com.pl/klient-indywidualny/pozyczanie-gotowki/eko-pozyczka.html (dostęp: 14.08.2023).

Barnett, M. L. i Salomon, R. M. (2006). Beyond dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance. *Strategic Management Journal*, *27*(11), 1101–1122.

Baron, D. P. (2007). Corporate social responsibility and social entrepreneurship. *Journal of Economics and Management Strategy*, *16*(3), 683–717. https://doi.org/10.1111/J.1530-9134.2007.00154.X

Baron, D. P. (2008). Managerial contracting and corporate social responsibility. *Journal of Public Economics*, *92*(1), 268–288. https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2007.05.008

Barros, V., Verga Matos, P., Miranda Sarmento, J. i Rino Vieira, P. (2023). High-tech firms: Dividend policy in a context of sustainability and technological change. *Technological Forecasting and Social Change*, 190. https://doi.org/10.1016/j.techfore.2023.122434

Barrymore, N. i Sampson, R. C. (2021). ESG performance and labor productivity: Exploring whether and when ESG affects firm performance. *Academy of Management Proceedings*, (1), 13997.

Bartkowiak, G. (2011). *Społeczna odpowiedzialność biznesu w aspekcie teoretycznym i empirycznym*. Wydawnictwo Difin.

Batish, A., Gordon, A., Kepler, J. D., Larcker, D. F., Tayan, B. i Yu, C. (2021). Human Capital Disclosure: What Do Companies Say About Their "Most Important Asset"? *Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper Forthcoming*. https://papers.ssrn.com/abstract=3840412.

Bauer, R., Koedijk, K. i Otten, R. (2005). International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style. *Journal of Banking & Finance*, (29), 1751–1767.

Bauer, R., Ruof, T. i Smeets, P. (2021). Get Real! Individuals Prefer More Sustainable Investments. *The Review of Financial Studies*, *34*(8), 3976–4043. https://doi.org/10.1093/rfs/hhab037

Bawa, V. S. i Lindenberg, E. B. (1977). Capital market equilibrium in a mean-lower partial moment framework. *Journal of Financial Economics*, *5*(2), 189–200. https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90017-4

Bear, S., Rahman, N. i Post, C. (2010). The Impact of Board Diversity and Gender Composition on Corporate Social Responsibility and Firm Reputation. *Journal of Business Ethics*, *97*(2), 207–221. https://doi.org/10.1007/s10551-010-0505-2

Beauchamp, T.L. i Bowie, N.E. (2001). *Ethical Theory and Business*. 6th Edition. Prentice Hall.

Becchetti, L., Ciciretti, R. i Hasan, I. (2015). Corporate social responsibility, stakeholder risk, and idiosyncratic volatility. *Journal of Corporate Finance*, (35), 297–309. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.09.007

Begg, S., Foscher, R. i Dornbusch, R. (2003). *Ekonomia. Makroekonomia*. Wyd. III. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.

Belu, C., i Manescu, C. (2013). Strategic corporate social responsibility and economic performance. *Applied Economics*, *45*(19), 2751–2764. https://doi.org/10.1080/00036846.2012.676734.

Bénabou, R. i Tirole, J. (2010). Individual and Corporate Social Responsibility. *Economica*, *77*(305), 1–19. https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.2009.00843.x

Berg, F., Kölbel, J. F. i Rigobon, R. (2022). Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. *Review of Finance*, *26*(6), 1315–1344. https://doi.org/10.1093/rof/rfac033

Berinde, M. i Andreescu, N.A. (2013). Business Ethics Implementation in the Organizational Culture of Companies. *Annals of the University of Oradea, Economic Science Series*, *22*(1), 44–53.

Berk, J. i van Binsbergen, J. H. (2021). The Impact of Impact Investing. *Stanford University Graduate School of Business Research Paper Law & Economics Center at George Mason University Scalia Law School Research Paper Series*, 22-008. https://doi.org/10.2139/ssrn.3909166

Berry, T. C. i Junkus, J. C. (2013). Socially Responsible Investing: An Investor Perspective. *Journal of Business Ethics*, *112*(4), 707–720. https://doi.org/10.1007/s10551-012-1567-0.

Białkowski, J. i Sławik, A. (2021). Do investors respond to changes in the composition of sustainability indices? *Bank i Kredyt*, *52*(4), 319–338. https://hdl.handle.net/10092/103557

Bień, W. (2008). *Rynek papierów wartościowych*. Wyd. VII. Wydawnictwo Difin.

Blackwelder, B., Coleman, K., Colunga-Santoyo, S., Harrison, J. i Wozniak, D. (2016). *The Volkswagen Scandal. Case Study*. University of Richmond: Robins School of Business. https://scholarship.richmond.edu/robins-case-network/17.

Blajer-Gołębiewska, A. (2014). Do Stock Exchange Indices Based on Reputational Factors Matter? *International Journal of Academic Research*, *6*(4), 251–257.

Bloomberg Barclays. (2021). *Bloomberg Barclays MSCI Global Green Bond Index*. Pozyskano z: www.msci.com/documents/10199/242721/Barclays_MSCI_Green_Bond_Index.pdf/6e4d942a-0ce4-4e70-9aff-d7643e1bde96 (dostęp: 14.08.2023)

Bloomberg Intelligence. (2021). *ESG assets may hit $53 trillion by 2025, a third of global AUM bloomberg professional services*. Pozyskano z: www.bloomberg.com/professional/blog/esgassets-may-hit-53-trillion-by-2025-a-third-of-global-aum/

Bochenek, E. (2010). Manipulacje kursami akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W A. Adamska, A. Fierla (red.), *Inwestowanie. Wybrane zagadnienia* (s. 80–95). Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie.

Bocken, N. M. P., Short, S. W., Rana, P. i Evans, S. (2014). A literature and practice review to develop sustainable business model archetypes. *Journal of Cleaner Production*, 65, 42–56. https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2013.11.039

Bogle, J. C. (2009). *Dość. Prawdziwe miary bogactwa, biznesu i życia.* Polskie Towarzystwo Ekonomiczne.

Bolton, P. i Kacperczyk, M. (2021). Do investors care about carbon risk? *Journal of Financial Economics*, *142*(2), 517–549. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.05.008

Bomee, J. (2007). *Sustainable Construction in Mexican Housing Markets*. Praca magisterska na Wydziale Urban Studies and Planning, Massachusetts Institute of Technology. Pozyskano z: http://dspace.mit.edu/bitstream/handle/1721.1/42268/231842665--MIT.pdf?sequence=2 (dostęp: 14.03.2023).

Bonetti, P., Cho, C. H. i Michelon, G. (2023). Environmental Disclosure and the Cost of Capital: Evidence from the Fukushima Nuclear Disaster. *European Accounting Review*, *0*(0), 1–29. https://doi.org/10.1080/09638180.2023.2203410

Bonini, S. i Chênevert, S. (2008). *The state of corporate philanthropy: A McKinsey Global Survey.* McKinsey & Company.

Borghesi, R., Houston, J. F. i Naranjo, A. (2014). Corporate socially responsible investments: CEO altruism, reputation, and shareholder interests. *Journal of Corporate Finance*, 26, 164–181. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.03.008

Borowski, K. (2014). *Analiza fundamentalna. Metody wyceny przedsiębiorstwa*. Wydawnictwo Difin.

Borys, T. (2012). Trwały i zrównoważony rozwój. W W. Gasparski (red.), *Biznes, etyka, odpowiedzialność* (s. 474–487). Wydawnictwo Naukowe PWN.

Boubakri, N., El Ghoul, S., Wang, H., Guedhami, O. i Kwok, C. C. Y. (2016). Cross-listing and corporate social responsibility. *Journal of Corporate Finance*, 41, 123–138. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.08.008

Boubakri, N., Guedhami, O., Kwok, C. C. Y. i Wang, H. (2019). Is privatization a socially responsible reform? *Journal of Corporate Finance*, 56, 129–151. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.12.005

Bouslah, K., Hmaittane, A., Kryzanowski, L. i M'Zali, B. (2023). CSR Structures: Evidence, Drivers, and Firm Value Implications. *Journal of Business Ethics*, *185*(1), 115–145. https://doi.org/10.1007/s10551-022-05219-6

Boutilier, R. i Thomson, I. (2011). *Modelling and measuring the social licence to operate: fruits of a dialogue between theory and practice*. Pozyskano z: http://socialicense.com/publications/Modelling%20and%20Measuring%20the%20SLO.pdf (dostęp: 5.12.2021).

Bowen, H. R. (1953). *Social responsibilities of the businessman*. Harper & Row.

Brammer, S. i Millington, A. (2008). Does it pay to be different? An analysis of the relationship between corporate social and financial performance. *Strategic Management Journal*, *29*(12), 1325–1343. https://doi.org/10.1002/smj.714

Brammer, S., Brooks, C. i Pavelin, S. (2006). Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures. *Financial Management*, *35*(3), 97–116. https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2006.tb00149.x

Brammer, S., Brooks, C., i Pavelin, S. (2009). The stock performance of America's 100 best corporate citizens. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, *49*(3), 1065–1080.

Brammer, S. i Millington, A. (2005). Corporate Reputation and Philanthropy. An Empirical Analysis. *Journal of Business Ethics*, (61), 29–44.

Breeze, B. i Wiepking, P. (2020). Different Drivers: Exploring Employee Involvement in Corporate Philanthropy. *Journal of Business Ethics*, *165*(3), 453–467. https://doi.org/10.1007/s10551-018-4093-x

Bridoux, F. i Stoelhorst, J.W. (2016). Stakeholder Relationships and Social Welfare: A Behavioral Theory of Contributions to Joint Value Creation. *Academy of Management Review*, *41*(2), 229–251.

Broadridge Financial Solutions, Inc. (2021). *From the Retail Trading Frenzy to Growing ESG Trends, What Will be in Proxy Season 2021?* Pozyskano z: https://www.prnewswire.com/news-releases/from-the-retail-trading-frenzy-to-growing-esg-trends-what-will-be-in-proxy-season-2021-301281582.html (dostęp: 20.07.2023).

Brooks, C. i Oikonomou, I. (2018). The effects of environmental, social and governance disclosures and performance on firm value: A review of the literature in accounting and finance. *The British Accounting Review*, *50*(1), 1–15. https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.11.005

Brower, J. i Mahajan, V. (2013). Driven to Be Good: A Stakeholder Theory Perspective on the Drivers of Corporate Social Performance. *Journal of Business Ethics*, *117*(2), 313–331. https://doi.org/10.1007/s10551-012-1523-z

Brown, W. O., Helland, E. i Smith, J. K. (2006). Corporate philanthropic practices. *Journal of Corporate Finance*, *12*(5), 855–877. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2006.02.001

Bruna, M. G. i Lahouel, B. (2022). CSR & financial performance: Facing methodological and modeling issues commentary paper to the eponymous FRL article collection. *Finance Research Letters*, 44, 102036. doi.org/10.1016/J.FRL.2021.102036

Brzeszczyński J. i McIntosh G.. (2014). Performance of Portfolios Composed of British SRI Stocks. *Journal of Business Ethics*, (120), 335–362.

Buchanan, B., Cao, C. X. i Chen, C. (2018). Corporate social responsibility, firm value, and influential institutional ownership. *Journal of Corporate Finance*, 52, 73–95. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.07.004

Buchetti, B. i Arduino, F. R. (2022). *A Systematic Literature Review on Corporate Governance and ESG research: Trends and Future directions* (SSRN Scholarly Paper 4513353). https://papers.ssrn.com/abstract=4513353.

Busch, T. i Friede, G. (2018). The Robustness of the Corporate Social and Financial Performance Relation: A Second-Order Meta-Analysis. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, *25*(4), 583–608. https://doi.org/10.1002/csr.1480

Business Insider Polska. (2022). *Od Apple po Volvo. Kilkadziesiąt marek opuszcza rosyjski rynek*. 05.03.2022. Pozyskano z: https://businessinsider.com.pl/wiadomosci/inwazja-rosji-na-ukraine-te-firmy-wycofuja-sie-z-rosji-aktualna-lista/9vbhzdh (dostęp: 20.05.2023).

Cahan, S. F., Chen, C., Chen, L. i Nguyen, N. H. (2015). Corporate social responsibility and media coverage. *Journal of Banking & Finance*, 59, 409–422. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.07.004

Cai, Y., Pan, C. H. i Statman, M. (2016). Why do countries matter so much in corporate social performance? *Journal of Corporate Finance*, 41, 591–609. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.09.004

Cambra-Fierro, J. J., Flores-Hernández, J.A., Pérez, L. i Valera-Blanes, G. (2020). CSR and branding in emerging economies: The effect of incomes and education. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, *27*(6), 2765–2776. doi.org/10.1002/csr.2000

Camilleri, M. A. (2017). Corporate sustainability and responsibility: Creating value for business, society and the environment. *Asian Journal of Sustainability and Social Responsibility*, *2*(1), 59–74. https://doi.org/10.1186/s41180-017-0016-5

Camilleri, M. A. (2018). Theoretical insights on integrated reporting: The inclusion of non-financial capitals in corporate disclosures. *Corporate Communications: An International Journal*, *23*(4), 567–581. https://doi.org/10.1108/CCIJ-01-2018-0016

Camilleri, M. A. (2020). The market for socially responsible investing: A review of the developments. *Social Responsibility Journal*, *17*(3), 412–428. https://doi.org/10.1108/SRJ-06-2019-0194

Cao, J., Liang, H. i Zhan, X. (2019). Peer effects of corporate social responsibility. *Management Science*, *65*(12), 5487–5503. https://doi.org/10.1287/MNSC.2018.3100

Cao, Q., Leggio, K. B. i Schniederjans, M. J. (2005). A comparison between Fama and French's model and artificial neural networks in predicting the Chinese stock market. *Computers & Operations Research*, *32*(10), 2499–2512. https://doi.org/10.1016/j.cor.2004.03.015

Capital Institute. (2023). *Principles of regenerative economy*. Pozyskano z: https://capitalinstitute.org/8-principles-regenerative-economy/ (dostęp: 20.08.2023).

Cappucci, M. (2018). The ESG Integration Paradox. *Journal of Applied Corporate Finance*, *30*(2), 22–28. https://doi.org/10.1111/jacf.12296

Carnerud, D., Jaca, C. i Bäckström, I. (2018). Kaizen and continuous improvement–trends and patterns over 30 years. *The TQM Journal*, *30*(4), 371–390.

Carroll, A. B. (1979). A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Social Performance. *Academy of Management Review*, *4*(4), 497–505.

Carroll, A. B. (1991). The Piramid of Corporate Social Responsibility: Toward the Moral Management of Organizational Stakeholders. *Business Horizons*, Jul.–Aug., 39–48.

Carroll, A. B. (2010). Ethics in Business Reguires More Maturity. *Business Ethics Quarterly*, *20*(4), 715–717.

Carroll, A. B. i Buchholtz, A. K. (2009). *Business & Society, Ethics and Stakeholder Management*. 7th Edition. South – Western Cengage Learning.

Cavaco, S. i Crifo, P. (2014). CSR and financial performance: Complementarity between environmental, social and business behaviours. *Applied Economics*, *46*(27), 3323–3338. https://doi.org/10.1080/00036846.2014.927572

Cegliński, P. (2015). 5 lat funkcjonowania Respect Index. Ocena i perspektywy. W M. Buszko, D. Krupa, A. Drews (red.), *Perspektywa – wyzwania współczesnej gospodarki* (s. 239–254). Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika.

Certo, S. C. i Certo, S. T. (2006). *Modern Management*. 10th Edition. Pearson Education Inc.

Cha, W. i Rajadhyaksha, U. (2021). What do we know about corporate philanthropy? A review and research directions. *Business Ethics, the Environment & Responsibility*, *30*(3), 262–286. https://doi.org/10.1111/beer.12341

Chang, C. E., Nelson, W. A. i Witte, D. H. (2012). Do green mutual funds perform well? *Management Research Review*, *35*(8), 693–708. https://doi.org/10.1108/01409171211247695

Chang, C. H., Chen, S. S., Chen, Y. S. i Peng, S. C. (2019). Commitment to build trust by socially responsible firms: Evidence from cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 56, 364–387. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.03.004

Chang, K., Kim, I. i Li, Y. (2014). The Heterogeneous Impact of Corporate Social Responsibility Activities That Target Different Stakeholders. *Journal of Business Ethics*, *125*(2), 211–234. https://doi.org/10.1007/s10551-013-1895-8

Chatterji, A. K., Durand, R., Levine, D. I. i Touboul, S. (2016). Do ratings of firms converge? Implications for managers, investors and strategy researchers. *Strategic Management Journal*, *37*(8), 1597–1614. https://doi.org/10.1002/smj.2407

Chaudhary, R. (2017). Corporate social responsibility and employee engagement: Can CSR help in redressing the engagement gap? *Social Responsibility Journal*, *13*(2), 323–338. https://doi.org/10.1108/SRJ-07-2016-0115

Chen, S. (2010). The Role of Ethical Leadership Versus Institutional Constraints: A Simulation Study of Financial Misreporting by CEOs. *Journal of Business Ethics*, *93*(1), 33–52. https://doi.org/10.1007/s10551-010-0625-8

Chen, T., Dong, H. i Lin, C. (2020). Institutional shareholders and corporate social responsibility. *Journal of Financial Economics*, 135(2), 483–504. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.06.007

Cheng, B., Iannou, I. i Serafeim, G. (2014). Corporate Social Responsibility and Access to Finance. *Strategic Management Journal*, *35*(1), 1–23.

Chodyński, A., Jabłoński, A. i Jabłoński, M. (2008). ECSR – koncepcja strategiczna oparta o ekologiczną i społeczną odpowiedzialność biznesu. W W.M. Grudzewski, I.K.Hejduk (red.), *W poszukiwaniu nowych paradygmatów zarządzania* (s. 63–72). Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie.

Chollet, P. i Sandwidi, B. W. (2018). CSR engagement and financial risk: A virtuous circle? International evidence. *Global Finance Journal*, 38, 65–81. https://doi.org/10.1016/j.gfj.2018.03.004

Christensen, D. M., Serafeim, G. i Sikochi, A. (2022). Why is Corporate Virtue in the Eye of The Beholder? The Case of ESG Ratings. *The Accounting Review*, *97*(1), 147–175. https://doi.org/10.2308/TAR-2019-0506

Christensen, H. B., Hail, L. i Leuz, C. (2021). Mandatory CSR and sustainability reporting: Economic analysis and literature review. *Review of Accounting Studies*, *26*(3), 1176–1248. https://doi.org/10.1007/s11142-021-09609-5

Chu, S. Ch., Chen, H. T. i Gan, Ch. (2020). Consumers' engagement with corporate social responsibility (CSR) communication in social media: Evidence from China and the United States. *Journal of Business Research*, *110*, 260–271. https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.01.036

Cichy, Ł. (2017). *Wishtleblowing w bakach. Raport Komisji Nadzoru Finansowego*. KNF. Pozyskano z: chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.knf.gov.pl/knf/pl/komponenty/img/Whistleblowing%20w%20bankach_58774.pdf

Cini, A. C. i Ricci, C. (2018). CSR as a Driver where ESG Performance will Ultimately Matter. Symphonya. *Emerging Issues in Management*, 1, 1. https://doi.org/10.4468/2018.1.05cini.ricci

Clarkson, M. B. E. (1995). A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance. *Academy of Management Review*, *20*(1), 92–117.

Clément, A., Robinot, É. i Trespeuch, L. (2023). The use of ESG scores in academic literature: A systematic literature review. *Journal of Enterprising Communities: People and Places in the Global Economy*, ahead-of-print. https://doi.org/10.1108/JEC-10-2022-0147

Climate Bonds Initiative. (2021). *2021 Already a Record Year for Green Finance with over $350bn Issued*! Pozyskano z: https://www.climatebonds.net/2021/11/2021-already-record-year-green-finance-over-350bn-issued

Climate Bonds Initiative. (2023a). *Sustainable Debt Market Summary H1 2023*. Pozyskano z: https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_susdebtsum_h12023_01b.pdf (dostęp: 18.11.2023)

Climate Bonds Initiative. (2023b). *Sustainable Debt Market Summary Q1 2023*. May 2023. Pozyskano z: https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_susdebt_q1_2023_01e.pdf (dostęp: 19.11.2023)

Cochran, P. L. i Wood, R. A. (1984). Corporate social responsibility and financial performance. *Academy of Management Journal*, *27*, 42–56.

Coelho, R., Jayantilal, S. i Ferreira, J. (2023). The impact of social responsibility on corporate financial performance: A systematic literature review. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, *30*(4). https://doi.org/10.1002/csr.2446

Cohen, J. R. i Simnett, R. (2015). CSR and Assurance Services: A Research Agenda. *AUDITING: A Journal of Practice & Theory*, *34*(1), 59–74. https://doi.org/10.2308/ajpt-50876

Collison, D., Cross, S., Ferguson, J., Power, D. i Stevenson, L. (2012). Legal Determinants of External Finance Revisited: The Inverse Relationship Between Investor Protection and Societal Well-Being. *Journal of Business Ethics*, *108*(3), 393–410. https://doi.org/10.1007/s10551-011-1098-0

Colyvas, J. A. i Powell, W. W. (2006). Roads to Institutionalization: The Remaking of Boundaries between Public and Private Science. *Research in Organizational Behavior*, 27, 305–353. https://doi.org/10.1016/S0191-3085(06)27008-4

Conca, L., Manta, F., Morrone, D. i Toma, P. (2021). The impact of direct environmental, social, and governance reporting: Empirical evidence in European-listed companies in the agri-food sector. *Business Strategy and the Environment*, *30*(2), 1080–1093. https://doi.org/10.1002/bse.2672

Copeland, T. i Dolgoff, A. (2005). *Outperform with Expectations-Based Management. A State-of the Art. Approach to Creating and Enhancing Shareholders Value*. Son& Wiley & Sons.

Copeland, T., Koller, T. i Murrin, J. (1990). *Valuation. Measuring and Managing. The Value of Companies*. Third University Edition. McKinsey & Company Inc., Wiley Finance.

Cornell, B. (2020). ESG Investing: Conceptual Issues. *The Journal of Wealth Management*, *23*(3), 61–69. https://doi.org/10.3905/jwm.2020.1.117

Cornell, B. i Damodaran, A. (2020). *Valuing ESG: Doing Good or Sounding Good?* New York University – Stern School of Business. https://doi.org/10.2139/ssrn.3557432

Cornell, B., i Shapiro, A. C. (2021). Corporate stakeholders, corporate valuation and ESG. *European Financial Management*, *27*(2), 196–207. https://doi.org/10.1111/eufm.12299

Cornett, M. M., Erhemjamts, O. i Tehranian, H. (2016). Greed or good deeds: An examination of the relation between corporate social responsibility and the financial performance of U.S. commercial banks around the financial crisis. *Journal of Banking and Finance*, 70, 137–159. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.04.024

Council of the UE. (2024). Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on Corporate Sustainability Due Diligence and amending Directive (EU) 2019/1937. Brussels, 15 March 2024. Pozyskano z: https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-6145-2024-INIT/en/pdf (dostęp: 8.04.2024).

Crane, A. I Matten, D. (2007). *Business Ethics*. 2nd edition. Oxford Universisty Press.

Crane, A., Palazzo, G., Spence, L. J. i Matten, D. (2014). Contesting the Value of "Creating Shared Value". *California Management Review*, *56*(2), 130–153. https://doi.org/10.1525/cmr.2014.56.2.130

Credit Suisse. (2021). *Credit Suisse 2021 Global Wealth Report*. Pozyskano z: http://publications.credit-suisse.com/tasks/render/file/index.cfm?fileid=12DFFD63-07D1-EC63-A3D5F67356880EF3 (dostęp: 18.08.2023).

Cronqvist, H. i Yu, F. (2017). Shaped by their daughters: Executives, female socialization, and corporate social responsibility. *Journal of Financial Economics*, *126*(3), 543–562. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.09.003

Croom, S., Vidal, N., Spetic, W., Marshall, D. i McCarthy, L. (2018). Impact of social sustainability orientation and supply chain practices on operational performance. *International Journal of Operations & Production Management*, *38*(12), 2344–2366. https://doi.org/10.1108/IJOPM-03-2017-0180

CSR Info. (2011). *Standardy AA1000. Narzędzie społecznej odpowiedzialności organizacji. Przewodnik dla biznesu*.

CSR Info. (2017). Raportowanie niefinansowe w Polsce 2016 (Non-financial reporting in Poland 2016). CSR Info. Pozyskano z: https://www.csrinfo.org/

Cuomo, M. T., Tortora, D., Mazzucchelli, A., Festa, G., Di Gregorio, A. i Metallo, G. (2019). Impacts of Code of Ethics on Financial Performance in the Italian Listed Companies of Bank Sector. *Journal of Business Accounting and Finance Perspectives*, *1*(1), 1–1. https://doi.org/10.26870/jbafp.2018.01.005

Czerwińska, T. (2009). Społeczna odpowiedzialność polityki inwestycyjnej funduszy emerytalnych. *Wiadomości Ubezpieczeniowe*, (3), 11–27.

Czerwińska, T. (2012). Efektywność inwestycji społecznie odpowiedzialnych na rynku akcji. *Problemy Zarządzania*, *10*(4/39), 129–140.

Czerwińska, T. i Kaźmierkiewicz, P. (2015). ESG Rating in Investment Risk Analysis of Companies Listed on the Public Market in Poland. *Economic Notes*, *44*(2), 2. https://doi.org/10.1111/ecno.12031

Czerwonka, M. (2013). *Inwestowanie społecznie odpowiedzialne*. Wydawnictwo Difin.

Czerwonka, M. (2023, May 23). Podstawowe założenia inwestowania etycznego. *Obserwator Finansowy*. Pozyskano z: https://www.obserwatorfinansowy.pl/bez-kategorii/rotator/podstawowe-zalozenia-inwestowania-etycznego/

Daines, R. M., Gow, I. D. i Larcker, D. F. (2010). Rating the ratings: How good are commercial governance ratings? *Journal of Financial Economics*, *98*(3), 439–461. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.06.005

Daugaard, D. (2020). Emerging new themes in environmental, social and governance investing: A systematic literature review. *Accounting & Finance*, *60*(2), 2. https://doi.org/10.1111/acfi.12479

Daugaard, D. i Ding, A. (2022). Global Drivers for ESG Performance: The Body of Knowledge. *Sustainability*, *14*(4), 4. https://doi.org/10.3390/su14042322

Davis, K. (1975). Five propositions for Social Responsibility. *Business Horizons*, (18), 19–24.

Davis, K. i Blomstrom, R. (1975). *Business and Society: Environment and Responsibility*. Wyd. 3. McGraw – Hill.

Dąbrowski, T. i Majchrzak, K. (2016). *Społeczna odpowiedzialność banków w kontekście walutowych kredytów hipotecznych*. Wydawnictwo CeDeWu.

de Freitas Netto, S. V., Sobral, M. F. F., Ribeiro, A. R. B. i Soares, G. R. da L. (2020). Concepts and forms of greenwashing: A systematic review. *Environmental Sciences Europe*, *32*(1), 19. https://doi.org/10.1186/s12302-020-0300-3

de Jong, M. D. T., Huluba, G. i Beldad, A. D. (2020). Different Shades of Greenwashing: Consumers' Reactions to Environmental Lies, Half-Lies, and Organizations Taking Credit for Following Legal Obligations. *Journal of Business and Technical Communication*, *34*(1), 38–76. https://doi.org/10.1177/1050651919874105

Deloitte. (2012). *Decyzje inwestycyjne a odpowiedzialny biznes. Raport z badania*. Listopad 2012. Pozyskano z: https://www.gpw.pl/pub/files/PDF/RESPECT_Raport_11.2012.pdf (dostęp: 3.04.2024).

Deloitte. (2019). *The rise of the socially responsible business*. Pozyskano z: https://www.deloitte.com/global/en/about/story/impact/societal-impact-survey-deloitte-global.html (dostęp: 9.05.2023).

Deloitte. (2023). *Zielone obligacje*. Pozyskano z: https://www2.deloitte.com/pl/pl/pages/risk/articles/zielone-obligacje.html

Denis, D. J. (2019). Is Managerial Myopia a Persistent Governance Problem? *Journal of Applied Corporate Finance*, *31*(3), 74–80. https://doi.org/10.1111/jacf.12361

Derwall, J., Guenster, N., Bauer, R. i Koedijk, K. (2005). The Eco-Efficiency Premium Puzzle. *Financial Analysts Journal*, *2* (61), 51–63.

Derwall, J. i Koedijk, K. (2009). Socially Responsible Fixed-Income Funds. *Journal of Business Finance & Accounting*, *36*(1–2), 210–229.

Diaye, M.-A., Ho, S.-H. i Oueghlissi, R. (2022). ESG performance and economic growth: A panel co-integration analysis. *Empirica*, *49*(1), 1. https://doi.org/10.1007/s10663-021-09508-7

Dietl, M. (2023). Taksonomia unijna: jakie jest podejście inwestorów do kwestii raportowania ESG i jaki jest wpływ raportowania na wycenę spółek. W L. Kotecki (red.), *Zielone finanse w* Polsce (s. 120–121). Instytut Odpowiedzialnych Finansów.

Diltz, J. D. (1995). The private cost of socially responsible investing. *Applied Financial Economics*, (5), 69–77.

Dimson, E., Karakaş, O. i Li, X. (2015). Active Ownership. *The Review of Financial Studies*, *28*(12), 3225–3268. https://doi.org/10.1093/rfs/hhv044

Dimson, E., Marsh, P. i Staunton, M. (2020). Divergent ESG Ratings. *The Journal of Portfolio Management*, *47*(1), 75–87. https://doi.org/10.3905/jpm.2020.1.175

Ding, D. K., Ferreira, Ch. i Wongchoti, U. (2019). The geography of CSR. *International Review of Economics & Finance*, *59*, 265–288. https://doi.org/10.1016/j.iref.2018.09.003

Dmuchowski, P., Dmuchowski, W., Baczewska-Dąbrowska, A. H. i Gworek, B. (2023). Environmental, social, and governance (ESG) model; impacts and sustainable investment – Global trends and Poland's perspective. *Journal of Environmental Management*, 329, 117023. https://doi.org/10.1016/j.jenvman.2022.117023

Dobiegała-Korona, B. (2006a). Budowa kapitału klienta. W B. Dobiegała-Korona, A. Herman (red.), *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa* (s. 85–99). Wydawnictwo Difin.

Dobiegała-Korona, B. (2006b). Wartość dla klientów generatorem wartości przedsiębiorstwa. W B. Dobiegała-Korona, A. Herman (red.), *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa* (s. 217–240). Wydawnictwo Difin.

Dobiegała-Korona, B. (2008). Klient kapitałem przedsiębiorstwa. W A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz (red.), *Value Based Management. Koncepcje, narzędzia, przykłady* (s. 237–264). Poltext.

Dobiegała-Korona, B. (2009). Klient jako kapitał przedsiębiorstwa. W I. Lichniak (red.), *Nauka o przedsiębiorstwie* (s. 313–330). Wydawnictwo Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie.

Dobiegała-Korona, B. (2009a). Migracja klientów a migracja wartości przedsiębiorstwa: szanse i zagrożenia. W B. Dobiegała-Korona (red.), *Migracje klientów a wartość przedsiębiorstw* (s. 15–34). Wydawnictwo Profesjonalne PWN.

Dobiegała-Korona, B. (2011). Wycena klienta. W M. Panfil, A. Szablewski (red.), *Wycena przedsiębiorstwa. Od teorii do praktyki* (s. 521–549). Poltext.

Dobiegała-Korona, B. (2015). Uwarunkowania i wyzwania budowy wartości klienta. W B. Dobiegała-Korona (red.), *Budowa wartości klienta* (s. 19–38). Wydawnictwo Difin.

Doligalski, T. (2006). Wartość portfela klientów – aspekt teoretyczny. W B. Dobiegała-Korona, A. Herman (red.), *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa* (s. 432–450). Wydawnictwo Difin.

Doligalski, T. (2013). *Internet w zarządzaniu wartością klienta*. Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie.

Donaldson, T. i Preston, L.E. (1995). The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. *Academy of Management Review*, *20*(1), 65–91.

Doś, A. (2011). Warunki i strategie kreacji wartości przedsiębiorstwa w oparciu o odpowiedzialność społeczną – ujęcie syntetyczne. *Finansowy Kwartalnik Internetowy, e-Finanse*, *7*(3), 29–41. http://e-finanse.com/artykuly/188.pdf (dostęp: 10.03.2020).

Doś, A. i Foltyn-Zarychta, M. (2017). Socially Responsible Investment Market Size in Poland: The Content Analysis. In D. Procházka (Ed.), *New Trends in Finance and Accounting* (pp. 653–663). Springer International Publishing. https://doi.org/10.1007/978-3-319-49559-0_60

Drucker, P. F. (2002). *Myśli przewodnie Druckera*. MT Biznes.

Druedahl, L. C., Minssen, T. i Price, W. N. (2021). Collaboration in times of crisis: A study on COVID-19 vaccine R&D partnerships. *Vaccine*, *39*(42), 6291–6295. https://doi.org/10.1016/j.vaccine.2021.08.101

Duczkowska-Piasecka, M. (2013). Przedsiębiorstwo jako podmiot i jako przedmiot decyzji strategicznych. W M. Duczkowska-Piasecka, M. Poniatowska-Jaksch, K. Duczkowska-Małysz (red.)., *Model biznesu. Nowe myślenie strategiczne* (s. 99–131). Wydawnictwo Difin.

Duliniec, A. i Tomaszewski, J. D. (2016). Inwestowanie etyczne – zasady i efektywność. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, sectio H – Oeconomia*, *50*(4). https://doi.org/10.17951/h.2016.50.4.101

Dumas, C. i Louche, C. (2016). Collective Beliefs on Responsible Investment. *Business & Society*, *55*(3), 427–457. https://doi.org/10.1177/0007650315575327

Duque-Grisales, E. i Aguilera-Caracuel, J. (2021). Environmental, Social and Governance (ESG) Scores and Financial Performance of Multilatinas: Moderating Effects of Geographic International Diversification and Financial Slack. *Journal of Business Ethics*, *168*(2), 315–334. https://doi.org/10.1007/s10551-019-04177-w

Durand, R. i Calori, R. (2006). Sameness, Otherness? Enriching Organizational Change Theories with Philosophical Considerations On The Same And The Other. *Academy of Management Review*, *31*(1), 93–114. https://doi.org/10.5465/amr.2006.19379626

Dyck, A., Lins, K. V., Roth, L. i Wagner, H. F. (2019). Do institutional investors drive corporate social responsibility? *International evidence. Journal of Financial Economics*, *131*(3), 693–714. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.08.013

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/1937 z dnia 23 października 2019 r. w sprawie ochrony osób zgłaszających naruszenia prawa Unii (Dz.U. L 305 z 26.11.2019, s. 17–56). Pozyskano z: https://eur-lex.europa.eu/PL/legal-content/summary/protection-of-persons-who-report-breaches-of-eu-law.html (dostęp: 12.06.2023).

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/95/UE z dnia 22 października 2014 r. zmieniająca dyrektywę 2013/34/UE w odniesieniu do ujawniania infor-

macji niefinansowych i informacji dotyczących różnorodności przez niektóre duże jednostki oraz grupy (Dz. Urz. UE. 15.11.2014). Pozyskano z: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0095 (dostęp: 29.07.2023).

Dziadkowiec, A. i Daszyńska-Żygadło, K. (2021). Disclosures of ESG Misconducts and Market Valuations: Evidence from DAX Companies. *Inzinerine Ekonomika-Engineering Economics*, *32*(2), 2. https://doi.org/10.5755/j01.ee.32.2.25209

Dziawgo, D. (2007). Ekologiczne indeksy giełdowe. *Ekonomia i Środowisko*, (1), 124–137.

Dziawgo, D. (2016). Znaczenie raportowania pozafinansowego w opinii indywidualnych inwestorów;w. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 436, 105–114.

Dziawgo, L. (2021). Energy Sectors on Capital Market – Financing the Process "Towards Sustainability". *European Research Studies Journal*, *24*(2B), 938–955.

Dziawgo, L. (2022). Environmental Aspects of Investing in the Polish Stock Exchange Market According to Individual Investors. *Financial Internet Quarterly "e-Finanse"*, *18*(4), 4. https://doi.org/10.2478/fiqf-2022-0027

Dziawgo, L. i Dziawgo, D. (2014). Społeczna ewolucja rynku finansowego. CSR i IR – wybrane aspekty. *Nauki o Finansach*, *1*(18), 29–39.

Dziawgo, L. i Dziawgo, E. (2016). Ecological Evolution of Financial Market: Ecologically Responsible Investment. W M. H. Bilgin, H. Danis, E. Demir, & U. Can (red.), *Business Challenges in the Changing Economic Landscape – Vol. 1* (s. 167–178). Springer International Publishing. https://doi.org/10.1007/978-3-319-22596-8_11

Dziawgo, D. i Dziawgo, L. (2017). *Private banking − wealth management: Ecological aspects*. Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu. https://doi.org/10.15611/pn.2017.478.14

Dzionek-Kozłowska J. (2007). *System ekonomiczno-społeczny Alfreda Marshalla*. Wydawnictwo Naukowe PWN.

EBA. (2021). *EBA Report on Management and Supervision of ESG Risks for Credit Institutions and Investment Firms*. Paris. France. Pozyskano z: https://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2021/1015656/EBA%20Report%20on%20ESG%20risks%20management%20and%20supervision.pdf (dostęp: 20.06.2023).

Eccles, R. G., i Serafeim, G. (2013). A Tale of Two Stories: Sustainability and the Quarterly Earnings Call. *Journal of Applied Corporate Finance*, *25*(3), 8–19. https://doi.org/10.1111/jacf.12023

Eccles, R. G., Ioannou, I., i Serafeim, G. (2014). The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance. *Management Science*, *60*(11), 2835–2857. https://doi.org/10.1287/mnsc.2014.1984

Eccles, R. G. i Stroehle, J. C. (2018). *Exploring Social Origins in the Construction of ESG Measures*. (SSRN Scholarly Paper 3212685). https://doi.org/10.2139/ssrn.3212685

Eccles, R. G., Lee, L.-E. i Stroehle, J. C. (2020). The Social Origins of ESG: An Analysis of Innovest and KLD. *Organization & Environment*, *33*(4), 575–596. https://doi.org/10.1177/1086026619888994

Echo Investment. (2023). *Strategia ESG Echo-Archicom 2030.* Pozyskano z: https://www.echo.com.pl/s,261,zrownowazony-rozwoj.html (dostęp: 15.08.2023).

Edelman Trust Barometer. (2021). *Special report: Institutional investors*. Pozyskano z: https://www.edelman.com/trust/2021-trust-barometer/investor-trust (dostęp: 20.07.2023).

Edmans, A. (2011). Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices. *Journal of Financial Economics*, *101*(3), 621–640. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.021

Edmans, A. (2020). *Grow the pie: How great companies deliver both purpose and profit.* Cambridge University Press.

EFRAG. (2021). *Proposals for a relevant and dynamic EU sustainability reporting standard-setting*. Pozyskano z: https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2FEFRAG%2520PTF-NFRS_MAIN_REPORT.pdf

EFRAG. (2022). *Draft European Sustainability Reporting Standards. ESRS 1 General Require*ments. November 2022. Pozyskano z: https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2FED_ESRS_1.pdf

EFRAG. (2023). *The first set of ESRS – the journey from PTF to delegated act*. Pozyskano z: https://www.efrag.org/lab6 (dostęp: 4.08.2023).

Elkington J. (1998). *Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century Business*. New Society Publishers.

Elkington, J. (2006). Governance for Sustainability. *Corporate Governance: An International Review*, *14*(6), 522–529. https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2006.00527.x

Encyklopedia Brittanica. (2023). Pozyskano z: https://www.britannica.com/topic/ethics-philosophy (dostęp: 20.05.2023).

Encyklopedia PWN. Pozyskano z: https://encyklopedia.pwn.pl/szukaj/ekoetyka.html (dostęp: 8.04.2023).

Enke, D. i Thawornwong, S. (2005). The use of data mining and neural networks for forecasting stock market returns. *Expert Systems with Applications*, *29*(4), 927–940. https://doi.org/10.1016/j.eswa.2005.06.024

Environics International Ltd. (1999). *The Millenium Poll on Corporate Social Responsibility. Global Public Opinion on the Chaning Role of Companies*. Pozyskano z: https://globescan.com/wp-content/uploads/2018/01/GlobeScan_Millennium-Poll_1999_FullReport.pdf (dostęp: 18.08.2023).

Erhemjamts, O., Li Q. i Venkateswaran, A. (2013). Corporate Social Responsibility and Its Impact on Firms' Investment Policy, Organizational Structure, and Performance. *Journal of Businsess Ethics*, 118, 395–412.

Escrig-Olmedo, E., Fernández-Izquierdo, M. Á., Ferrero-Ferrero, I., Rivera-Lirio, J. M. i Muñoz-Torres, M. J. (2019). Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles. *Sustainability*, *11*(3), 3. https://doi.org/10.3390/su11030915

ESMA. (2022). *ESMA launches a consultation on guidelines for the use of ESG or sustainability-related terms in funds' names*. Pozyskano z: https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-launches-consultation-guidelines-use-esg-or-sustainability-related-terms (dostęp: 22.08.2023).

Etter, M., Fieseler, C. i Whelan, G. (2019). Sharing Economy, Sharing Responsibility? Corporate Social Responsibility in the Digital Age. *Journal of Business Ethics*, *159*(4), 935–942. https://doi.org/10.1007/s10551-019-04212-w

EU Briefing. (2022). *European green bonds A standard for Europe, open to the world.* Pozyskano z: chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2022/698870/EPRS_BRI(2022)698870_EN.pdf (dostęp: 1.08.2023).

EU Parlament. (2022). *European green bonds A standard for Europe, open to the world*. Pozyskano z: www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2022/698870/EPRS_BRI (2022) 698870_EN.pdf (dostęp: 8.08.2023).

European Commission. (2011). *A Renewed EU Strategy 2011-2014 for Corporate Social Responsibility* (COM(2011)681). Pozyskano z: https://www.eumonitor.eu/9353000/1/j4nvkkpftveemt7_j9vvik7m1c3gyxp/vitwrzhm31gk

European Commission. (2014). *Corporate social responsibility national public policies in the European Union-Compendium 2014*. Publications Office of the European Union.

Eurosif. (2011). *Report. European SRI Study 2010*. Bruksela. Pozyskano z: www.eurosif.org (dostęp: 12.03.2023).

Eurosif. (2017). *Report. European SRI Study 2016*. Bruksela. Pozyskano z: www.eurosif.org (dostęp: 12.03.2023).

Eurosif. (2019). *Report. European SRI Study 2018*. Bruksela. Pozyskano z: www.eurosif.org (dostęp: 12.03.2023).

Eurosif. (2022). *EU Sustainable Finance & SFDR: making the framework fit for purpose Eurosif Policy Recommendations for Article 8 & 9 product labels*. Pozyskano z: https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2022/06/Eurosif-Report-June-22-SFDR-Policy-Recommendations.pdf (dostęp: 19.11.2023).

EY. (2022). *Czy polski biznes jest zrównoważony? Strategie zrównoważonego rozwoju polskich przedsiębiorstw*. Pozyskano z: https://www.ey.com/pl_pl/climate-change-sustainability-services/badanie-ey-czy-polski-biznes-jest-zrownowazony (dostęp: 30.06.2023)

EY. (2023). *European Sustainability Reporting Standards (ESRS)*. Pozyskano z: https://www.ey.com/en_gl/ifrs-technical-resources/european-sustainability-reporting-standards-esrs-adopted-by-ec (dostęp: 4.08.2023)

Eyraud, L., Clements, B., i Wane, A. (2013). Green investment: Trends and determinants. *Energy Policy*, *60*, 852–865. https://doi.org/10.1016/j.enpol.2013.04.039

Facundo, A., Chancel, L., Piketty, T., Saez, E. i Zucman, G. (2018). The Elephant Curve of Global Inequality and Growth. *AEA Papers and Proceedings*, 108, 103–108. https://doi.org/10.1257/pandp.20181073

Faleye, O. i Trahan, E. A. (2011). Labor-friendly corporate practices: Is what is good for employees good for shareholders? *Journal of Business Ethics, 101*(1), 1–27.

Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance, 25*(2), 383–417. https://doi.org/10.2307/2325486

Fama, E. F. i French, K. R. (2007). Disagreement, tastes, and asset prices. *Journal of Financial Economics, 83*(3), 667–689. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.01.003

Fatemi, A. i Fooladi, I. (2013). Sustainable finance. A new paradigm. *Global Finance Journal*, *24*(2), 101–113.

Fatemi, A., Fooladi, I. i Tehranian, H. (2015). Valuation effects of corporate social responsibility. *Journal of Banking and Finance*, 59, 182–192. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.04.028

Federal Trade Commission. (2012). *Guides for the use of environmental marketing claims*. Pozyskano z: https://www.ftc.gov/sites/default/files/documents/ federal_register_notices/guides-use-environmental-marketing-claim s-green-guides/greenguidesfrn.pdf. (dostęp: 30.07.2023).

Feldman, S. J., Soyka, P. A. i Ameer, P. G. (1997). Does Improving a Firm's Environmental Management System and Environmental Performance Result in a Higher Stock Price? *Journal of Investing*, 6, 87–97.

Ferrell, A., Liang, H. i Renneboog, L. (2016). Socially responsible firms. *Journal of Financial Economics, 122*(3), 585–606. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.12.003

FFSI. (2012). *Report on Sustainable and Responsible Investing Trends in the United States 2012.* Forum for Sustainable and Responsible Investment. Waszyngton. Pozyskano z: http://www.ussif.org/content.asp?contentid=82 (dostęp: 4.06.2015).

Fijałkowska, J. (2016). Raportowanie informacji niefinansowych zgodnie z nową dyrektywą UE 20142014/95/EU jako wyzwanie dla przedsiębiorstw. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 436, 115–122.

Filbeck, G., Gorman, R. i Zhao, X. (2009). The "Best Corporate Citizens": Are They Good for Their Shareholders? *Financial Review, 44*(2), 239–262. https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.2009.00217.x

Filek, J. (2001). *Wprowadzenie do etyki biznesu*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej.

Filek, J. (2007). Między wolnością gospodarczą a odpowiedzialnością społeczną biznes. W B. Klimczak, A. Lewicka-Strzałecka (red.), *Etyka i ekonomia* (s. 13–31). Polskie Towarzystwo Ekonomiczne.

Filek, J. (2013). *Społeczna odpowiedzialność biznesu jako nowa wersja umowy społecznej*. Księgarnia Akademicka.

Filek, J. i Kwarciński, T. (2012). Etyka pożytku – utylitaryzm. W W. Gasparski (red.), *Biznes, etyka, odpowiedzialność* (s. 130–139). Wydawnictwo Naukowe PWN.

Findlaw. (2017). *The Inevitable Disclosure Doctrine: A Necessary and Precise Tool For Trade Secret Law.* Pozyskano z: https://corporate.findlaw.com/intellectual-property/the-inevitable-disclosure-doctrine-a-necessary-and-precise-tool.html (dostęp: 9.07.23).

Fisher, L. (1984). Contingent Claims Analysis of Corporate Capital Structures: An Empirical Investigation: Discussion. *The Journal of Finance*, *39*(3), 625–627. https://doi.org/10.2307/2327920

Flammer, C. (2015). Does corporate social responsibility lead to superior financial performance? A regression discontinuity approach. *Management Science, 61*(11), 2549–2568. https://doi.org/10.1287/MNSC.2014.2038

Flammer, C. i Kacperczyk, A. (2019). Corporate social responsibility as a defense against knowledge spillovers: Evidence from the inevitable disclosure doctrine. *Strategic Management Journal, 40*(8), 1243–1267. https://doi.org/10.1002/smj.3025

Forum Odpowiedzialnego Biznesu. (2005–2021). *Raport. Odpowiedzialny biznes w Polsce. Dobre praktyki*. [Seria rocznych raportów wydana w latach 2005 – 2021]. Forum Odpowiedzialnego Biznesu. Pozyskano z: https://odpowiedzialnybiznes.pl/publikacje/

Forum Odpowiedzialnego Biznesu. (2007). *Społeczna odpowiedzialność biznesu w Polsce. Wstępna analiza*. Program Narodów Zjednoczonych do spraw Rozwoju.

Forum Odpowiedzialnego Biznesu. (2014). *Parlament Europejski rozpoczął nową erę w zakresie raportowania danych pozafinansowych*. Pozyskano z: http://odpowiedzialnybiznes.pl/aktualno%C5%9Bci/parlament-europejski-rozpoczal-nowa-ere-w-zakresie-raportowania-danych-pozafinansowych/ (dostęp: 20.04.2023).

Forum Odpowiedzialnego Biznesu. (2022). *Raport. Odpowiedzialny biznes w Polsce 2022. Dobre praktyki*. Pozyskano z: https://odpowiedzialnybiznes.pl/publikacje/raport-2022/ (dostęp: 20.05.2023).

Forum Odpowiedzialnego Biznesu. (b.d.). *Encyklopedia CSR*. Pozyskano z: http://odpowiedzialnybiznes.pl/hasla-encyklopedii/interesariusze/ (dostęp: 15.11.2021).

Fotis, K. i Kamariotou, M. (2021). Artificial Intelligence and Business Strategy towards Digital Transformation: A Research Agenda. *Sustainability*, 13(4), 2025. https://doi.org/10.3390/su13042025

Freeman, E. R. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Pitman.

Freeman, R. E., Kujala, J., Sachs, S. i Stutz, C. (2017). Stakeholder Engagement: Practicing the Ideas of Stakeholder Theory. W R. E. Freeman, J. Kujala, S. Sachs (red.), *Stakeholder Engagement: Clinical Research Cases* (s. 1–12). Springer International Publishing. https://doi.org/10.1007/978-3-319-62785-4_1

Freeman, R. E. i Reed, D. L. (1998). Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance. *California Management Review*, *XXV*(3), 8–106.

Friede, G. (2019). Why don't we see more action? A metasynthesis of the investor impediments to integrate environmental, social, and governance factors. *Business Strategy and the Environment, 28*(6), 1260–1282. https://doi.org/10.1002/bse.2346

Friede, G., Busch, T. i Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment, 5*(4), 210–233. https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917

Friedman, H. L. i Heinle, M. S. (2016). Taste, information, and asset prices: Implications for the valuation of CSR. *Review of Accounting Studies, 21*(3), 740–767. https://doi.org/10.1007/s11142-016-9359-x

Friedman, M. (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. *New York Times Magazine*, September 13, 32–33.

Fritz, T. M. i von Schnurbein, G. (2019). Beyond Socially Responsible Investing: Effects of Mission-Driven Portfolio Selection. *Sustainability, 11*(23), 23. https://doi.org/10.3390/su11236812

FTSE Russell. (2023). *Index overview. FTSE4Good Index Series. Pioneering global ESG indexes*. Pozyskano z: https://research.ftserussell.com/products/downloads/ftse4good-brochure.pdf (dostęp: 29.07.2023).

Fu, L., Boehe, D., Orlitzky, M. i Swanson, D. L. (2019). Managing stakeholder pressures: Toward a typology of corporate social performance profiles. *Long Range Planning, 52*(6), 101847. https://doi.org/10.1016/j.lrp.2018.08.002

Fukuyama, F. (1997). *Zaufanie. Kapitał społeczny a droga do dobrobytu*. Wydawnictwo Naukowe PWN.

Fundacja Standardów Raportowania. (2017). *Standard informacji niefinansowych*. Pozyskano z: https://standardy.org.pl/sin/ (dostęp: 12.08.2023).

Furmańczyk, J. (2010). Kulturowe uwarunkowania działań społecznie odpowiedzialnych na przykładzie Japonii. *Problemy Zarządzania*, *8*(2/28), 104–120.

G&A Institute. (2021). *Sustainability reporting in focus*. Governance & Accountability Institute. Pozyskano z: https://www.ga-institute.com/2021-sustainability--reporting-in-focus.html (dostęp: 20.06.2023).

Gardberg, N. A., Zyglidopoulos, S. C., Symeou, P. C. i Schepers, D. H. (2019). The Impact of Corporate Philanthropy on Reputation for Corporate Social Performance. *Business & Society, 58*(6), 1177–1208. https://doi.org/10.1177/0007650317694856

Garriga, E. (2014). Beyond Stakeholder Utility Function: Stakeholder Capability in the Value Creation Process. *Journal of Business Ethics*, 120, 489–507.

Garriga, E. i Melé, D. (2004). Corporate Social Responsibility Theories: Mapping the Territory. *Journal of Business Ethics*, 53, 51–71.

Gartenberg, C., Prat, A. i Serafeim, G. (2019). Corporate Purpose and Financial Performance. *Organization Science, 30*(1), 1–18. https://doi.org/10.1287/orsc.2018.1230

Gasparski, W. (2014a). Etyka biznesu. W W. Gasparski (red.), *Biznes, etyka, odpowiedzialność* (s. 79–88). Wydawnictwo Naukowe PWN.

Gasparski, W. (2014b). Teorie oraz dylematy etyczne i prakseologiczne. W W. Gasparski (red.), *Biznes, etyka, odpowiedzialność* (s. 460–473). Wydawnictwo Naukowe PWN.

Gautier, A. i Pache, A-C. (2015). Research on Corporate Philanthropy: A Review and Assessment. *Journal of Business Ethics, 126*(3), 343–369.

Geczy, C. C., Stambaugh, R.F. i Levin, D. (2005). Investing in Socially Responsible Mutual Funds. *Working Paper The Wharton School University of Pennsylvania*.

Geissdoerfer, M., Savaget, P., Bocken, N. M. P. i Hultink, E. J. (2017). The Circular Economy – A new sustainability paradigm? *Journal of Cleaner Production*, 143, 757–768. https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.12.048

Gelcich, S., Buckley, P., Pinnegar, J.K. i Duarte, C.M. (2014). Public awareness, concerns, and priorities about anthropogenic impacts on marine environments. PNAS, *111*(42), 15042–1504, https://doi.org/10.1073/pnas.1417344111

Gemra, K. (2021). Świadomość funkcjonowania green bonds na polskim rynku obligacji korporacyjnych. *Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie*, 4, 30–38. https://doi.org/10.33119/KNoP.2021.61.4.3

Gerard, B. (2019). ESG and Socially Responsible Investment: A Critical Review. *Beta Scandinavian Journal of Business Research, 33*(1), 61–83. https://doi.org/10.18261/issn.1504-3134-2019-01-05

Giełdapełnawartości.pl. (b.d.). *Historia Giełdy Papierów Wartościowych*. Pozyskano z: https://gieldapelnawartosci.pl/historia-gpw/ (dostęp: 18.11.2023).

Gierałtowska, U. (2017). Inwestowanie odpowiedzialne społecznie – nowy trend na rynku kapitałowym. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, 6*(90), 23–36. https://doi.org/10.18276/frfu.2017.90-02

Gierszewska, G. i Romanowska, M. (2009). *Analiza strategiczna przedsiębiorstwa,* Wyd. IV. Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne

GIIN. (2019). *Core Characteristics of Impact Investing*. Pozyskano z: https://thegiin.org/characteristics/ (dostęp: 20.08.2023).

GIIN. (2023). *What you need to know about impact investing*. Pozyskano z: https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/ (dostęp: 20.08.2023).

Gillan, S. L., Koch, A. i Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101889. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2021.101889

Gillan, S., Hartzell, J. C., Koch, A., Starks, L. (2010). Firms' Environmental, Social and Governance ESG Choices, Performance and Managerial Motivation. *Working paper, Texas Tech University and University of Texas at Austin*. Pozyskano z: http://www.pitt.edu/~awkoch/ESG%20Nov%202010.pdf

Glick, D. M., Goldfarb J. L., Heiger-Bernays, W. i Kriner, D. L. (2019). Public knowledge, contaminant concerns, and support for recycled Water in the United States Resources. *Conservation and Recycling*, *150*, 11.

Global Sustainable Investment Alliance. (2020). *Global Sustainable Investment Review 2020*. Pozyskano z: https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf (dostęp: 30.06.2023).

Gloßner, S. (2019). Investor horizons, long-term blockholders, and corporate social responsibility. *Journal of Banking and Finance*, 103, 78–97. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.03.020

Godfrey, P.C. (2005). The Relationship Between Corporate Pilantropy and shareholder wealth. A Risk Management Perspective. *Academy of Management Review*, *30*(4), 777–798.

Golaszewska-Kaczan, U., Kilon, J. i Marcinkiewicz, J. (2016). An assessment of the attractiveness of investments in the shares of socially responsible businesses based on the RESPECT Index, Annales. *Ethics in Economic Life, 19*(3), 113–127.

Goldman&Sachs. (2023). *Investing for Inclusive Growth. Social Bond Market Insight for Investors*. Pozyskano z: https://www.gsam.com/content/gsam/uk/en/advisers/resources/investment-ideas/social-bonds.html

Goodpaster, K. E. (1991). Business Ethics and stakeholder analysis. *Business Ethics Quarterly*, *1*(1), 53–72.

Goodpaster, K. E. (2010). Business Ethics: Two Moral Provisos. *Business Ethics Quarterly*, *20*(4), 740–742.

Grudzewski, W. M., Hejduk, I. K., Sankowska, A. i Wańtuchowicz, A. (2010). *Sustainability w biznesie czyli przedsiębiorstwo przyszłości.* Poltext.

GPW. (2016). *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW*. Pozyskano z: https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/GPW_1015_17_DOBRE_PRAKTYKI_v2.pdf (dostęp: 14.08.2022).

GPW. (2018). *Nowy skład RESPECT Indeks.* Pozyskano z: https://www.gpw.pl/aktualnosc?cmn_id=107753&title=Nowy+sk%C5%82ad+RESPECT+Index (dostęp: 12.02.2023).

GPW. (2019). *Giełda uruchamia indeks WIG-ESG*. Pozyskano z: https://www.gpw.pl/pl-ri-komunikaty-prasowe?ph_main_01_start=show&cmn_id=108700&title=GPW+uruchamia+indeks+WIG-ESG (dostęp: 20.02.2023).

GPW. (2021a). *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW 2021*. Pozyskano z: https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/GPW_1015_17_DOBRE_PRAKTYKI_v2.pdf (dostęp: 14.08.2022)

GPW. (2021b). *Wytyczne do raportowania ESG. Przewodnik dla spółek notowanych na GPW*. Pozyskano z: https://www.gpw.pl/pub/GPW/ESG/Wytyczne_do_raportowania_ESG.pdf (dostęp: 2.09.2022)

GPW. (2022). *Komunikat prasowy z dn. 22.07.2022. Inwestorzy stawiają na ESG*. Pozyskano z: https://www.gpw.pl/aktualnosc?cmn_id=112787&title=Inwestorzy+stawiaj%C4%85+na+ESG (dostęp: 23.07.2022).

GPW. (2022b). *Wpływ czynników ESG na decyzje inwestycyjne*. Pozyskano z: www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/Raport_badanie_ESG_2022.pdf (dostęp: 16.08.2023).

GPW. (2023a). *Warsaw Sustainable Segment*. Pozyskano z: https://gpwcatalyst.pl/notowania-obligacji-warsaw-sustainable-segment (dostęp: 1.09.2023).

GPW. (2023b). *Wytyczne do raportowania ESG Przewodnik dla spółek. Październik 2023*. Pozyskano z: https://www.gpw.pl/pub/GPW/ESG/Wytyczne_do_raportowania_ESG.pdf (dostęp: 14.11.2023).

Grassmann, M. (2021). The relationship between corporate social responsibility expenditures and firm value: The moderating role of integrated reporting. *Journal of Cleaner Production*, 285, 124840. https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2020.124840

Greenwood, J. i Smith, B. D. (1997). Financial markets in development, and the development of financial markets. *Journal of Economic Dynamics and Control, 21*(1), 145–181. https://doi.org/10.1016/0165-1889(95)00928-0

Greenwood, M. i Mir, R. (2018). *Critical Management Studies and Stakeholder Theory: Possibilities for a Critical Stakeholder Theory*. SSRN Scholarly Paper 3234947. https://doi.org/10.2139/ssrn.3234947

GRI. (2023). *European Commission signals ESRS alignment with GRI.* Pozyskano z: https://www.globalreporting.org/news/news-center/european-commission-signals-esrs-alignment-with-gri/ (dostęp: 4.08.2023).

GRI. (2023a). *GRI*. Pozyskano z: https://www.globalreporting.org/ (dostęp: 21.07.2023).

GRI. (b.d.). *A Short Introduction to the GRI Standards*. Pozyskano z: https://www.globalreporting.org/media/wtaf14tw/a-short-introduction-to-the-gri-standards.pdf (dostęp: 2.08.2023).

Griffin, R. W. (2006). *Podstawy zarządzania organizacjami*. Wyd. II. Wydawnictwo Naukowe PWN.

Grudzewski, W. M. i Hejduk, I. K. (2003). *Metody projektowania systemów zarządzania*. Wydawnictwo Difin.

Grudzewski, W. M. i Hejduk, I. K. (2004). *Zarządzanie wiedzą w przedsiębiorstwach*. Wydawnictwo Difin.

Grudzewski, W. M. i Hejduk, I. K. (2006). Systemy zarządzania wiedzą warunkiem wzrostu wartości firmy. W B. Dobiegała-Korona, A. Herman (red.), *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa* (s. 243–261). Wydawnictwo Difin.

Grudzewski, W. M., Hejduk, I. K., Sankowska, A. i Wańtuchowicz, A. (2010). *Sustainability w biznesie, czyli przedsiębiorstwo przyszłości*. Poltext.

Gruszecki, T. (2002). *Współczesne teorie przedsiębiorstwa*. Wydawnictwo Naukowe PWN.

Grzybek, M. (2023). *Raportowanie ESG – czym są ESRS i w jaki sposób rozpocząć ich wdrażanie?* KPMG. Pozyskano z: https://kpmg.com/pl/pl/blogs/home/posts/2023/01/raportowanie-esg-czym-sa-esrs-i-w-jaki-sposob-rozpoczac-ich-wdrazanie.html (dostęp: 5.08.2023).

Gu, Y., Yang, Y. i Wang, J. (2020). Research on Employee Sense of Gain: The Development of Scale and Influence Mechanism. *Frontiers in Psychology*, 11. Pozyskano z: https://www.frontiersin.org/articles/10.3389/fpsyg.2020.568609

Guerard, J. B. Jr. (1997). Is there a cost to being socially responsible in investing? *Journal of Investing, 6*, 87–97.

Gulski, B. (2021). Nieetyczne zachowania w relacjach między przedsiębiorstwami jako zagrożenie dla realizacji Celów Zrównoważonego Rozwoju i wynikających z nich zadań. *Nowe Tendencje W Zarządzaniu*, 1, 7–43. https://doi.org/10.31743/NTZ.13156

Guth, W. (1998). Etyka w biznesie – podejście europejskie. W P. Minus (red.), *Etyka w biznesie* (s. 26–40). Wydawnictwo Naukowe PWN.

Hack, L., Kenyon, A. J. i Wood, E. H. (2014). A Critical Corporate Social Responsibility (CSR) Timeline: how should it be understood now? *International Journal of Management Cases*, 46–55.

Halkos, G. E. i Nomikos, S. N. (2021). Reviewing the status of corporate social responsibility (CSR) legal framework. *Management of Environmental Quality: An International Journal, 32*(4), 700–716. https://doi.org/10.1108/MEQ-04-2021-0073

Hamilton, S., Jo, H. i Statman, M. (1993). Doing Well by Doing Good? The Investment Performance of Socially Responsible Mutual Funds. *Financial Analyst Journal*, *49*(6), 62–66.

Harberger, A. C. (1980). Vignettes on the World Capital Market. *The American Economic Review, 70*(2), 331–337.

Harjoto, M. A. i Jo, H. (2011). Corporate governance and CSR nexus. *Journal of Business Ethics*, 100, 45-67.

Harrison, J., Bosse, D. A. i Phillips, R. A. (2010). Managing for Stakeholklders Utility Functions, and Competitive Advantage. *Strategic Management Journal*, (31), 58–74.

Harrison, J. S. i Wicks, A. C. (2013). Stakeholder Theory, Value, and Firm Performance. *Business Ethics Quarterly*, *23*(1), 97–124.

Hart, O. i Zingales, L. (2017). Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value. *ECGI – Finance Working Paper*, (521). https://doi.org/10.2139/ssrn.3004794

Hartzmark, S. M. i Sussman, A. B. (2019). Do Investors Value Sustainability? A Natural Experiment Examining Ranking and Fund Flows. *The Journal of Finance, 74*(6), 2789–2837. https://doi.org/10.1111/jofi.12841

Hausner, J. i Zmyślony, M. (2015). *Firma-idea-nowe podejście do wartości w biznesie*. Kultura i Rozwój.

Hegde, S. P. i Mishra, D. R. (2019). Married CEOs and corporate social responsibility. *Journal of Corporate Finance*, 58, 226–246. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.05.003

Hejduk, I. K. i Grudzewski, W. M. (2014). Koncepcja Sustainability wyzwaniem współczesnego zarządzania. W I. K. Hejduk (red.), *Koncepcja Sustainability wyzwaniem współczesnego zarządzania*. Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej.

Helin, S. i Sandstrom, J. (2007). An inquiry into the study of corporate codes of ethics. *Journal of Business Ethics*, (75), 253–271.

Henderson, D. (2009). Misguided Corporate Virtue: The Case Against Csr, and the True Role of Business Today1. *Economic Affairs, 29*(4), 11–15. https://doi.org/10.1111/j.1468-0270.2009.01941.x

Herman, A. (2006). Kilka refleksji na temat nowych źródeł wzrostu wartości przedsiębiorstwa. W B. Dobiegała-Korona, A. Herman (red.), *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstw* (s. 17–40). Wydawnictwo Difin.

Herman, A. (2016). Współczesna aksjologia ekonomiczna i jej związki z zarządzaniem wartością ekonomiczną. W A. Herman, T. Oleksyn, I. Stańczyk (red.), *Zarządzanie respektujące wartości. Raport z badań* (s. 192–222). Wydawnictwo Difin.

Herman, A. i Szablewski, A. (1999). Orientacja na wzrost wartości współczesnego przedsiębiorstwa. W A. Herman, A. Szablewski (red.), *Zarządzanie wartością firmy* (s. 13–56). Poltext.

Herman, A., Oleksyn, T. i Stańczyk, I. (2016). *Zarządzanie respektujące wartości. Raport z badań*. Wydawnictwo Difin.

Hillman, A. J., i Keim, G. D. (2001). Shareholder value, stakeholder management, and social issues: What's the bottom line? *Strategic Management Journal*, *22*(2), 125–139. https://doi.org/10.1002/1097-0266(200101)22:2<125:AID-SMJ150>3.0.CO;2-H

Historia Giełdy Papierów Wartościowych. Pozyskano z: https://gieldapelnawartosci.pl/historia-gpw/ (dostęp: 18.11.2023).

Hockerts, K. i Moir, L. (2004). Communicating Corporate Responsibility to Investors: The Changing Role of the Investor Relations Function. *Journal of Business Ethics*, *85*(52), 85–98.

Hofstede, G., Hofstede, G.J. i Minkov, M. (2011). *Kultury i organizacje*. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.

Hogarth, K., Hutchinson, M. i Scaife, W. (2018). Corporate Philanthropy, Reputation Risk Management and Shareholder Value: A Study of Australian Corporate giving. *Journal of Business Ethics, 151*(2), 375–390. https://doi.org/10.1007/s10551-016-3205-8

Hong, H. i Kacperczyk, M. (2009). The price of sin: The effects of social norms on markets. *Journal of Financial Economics, 93*(1), 15–36. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.09.001

Hong, H. i Kostovetsky, L. (2012). Red and blue investing: Values and finance. *Journal of Financial Economics, 103*(1), 1–19. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.01.006

Hong, H., Kubik, J. D. i Scheinkman, J. A. (2012). Financial Constraints on Corporate Goodness. *Working Paper 18476. National Bureau of Economic Research*. https://doi.org/10.3386/w18476

Horváthová, E. (2010). Does environmental performance affect financial performance? A meta-analysis. *Ecological Economics, 70*(1), 52–59. https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2010.04.004

https://interactioninstitute.org (dostęp: 3.10.2023)

https://madewithangus.com. (dostęp: 3.10.2023)

https://medium.com/@CRA1G/the-evolution-of-an-accidental-meme-ddc4e139e0e4 (dostęp: 3.10.2023)

https://odoserwis.pl/a/2111/rzad-przyjal-ustawe-o-ochronie-sygnalistów (dostęp: 9.04.2024)

https://odpowiedzialnybiznes.pl/publikacje/spoleczna-odpowiedzialnosc-biznesu-w-polsce-wstepna-analiza/

https://polskiestowarzyszenieesg.pl/ (dostęp: 4.08.2023).

https://www.abi.org.uk

https://www.bgk.pl/3w/

https://www.bloomberg.com/professional/product/esg-data/

https://www.bloomberg.com/professional/product/indices/esg-and-climate-indices--resources/#sasb

https://www.bloomberg.com/quote/

https://www.bondspot.pl

https://www.brpd.gov.pl/konwencja-o-prawach-dziecka/

https://www.calvert.com/calvert-indexes.php

https://www.cauxroundtable.org

https://www.cdp.net/en

https://www.cdsb.net

https://www.climatebonds.net/2021/11/2021-already-record-year-green-finance-over-350bn-issued
https://www.consilium.europa.eu/pl/policies/sanctions/restrictive-measures-against--russia-over-ukraine/sanctions-against-russia-explained/
https://www.corporateknights.com
https://www.dashboards.sdgindex.org/rankings
https://www.data.worldbank.org
https://www.dictionary.cambridge.org/dictionary/english/greenwashing?q=Greenwashing
https://www.dol.gov/general/topic/retirement/erisa
https://www.efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.ilo.org/public/english/standards/declaration/declaration_polish.pdf
https://www.efrag.org/
https://www.efrag.org/lab6
https://www.eib.org/en/press/all/2022-308-15-years-of-eib-green-bonds-leading-sustainable-investment-from-niche-to-mainstream
https://www.ekoportal.eu/ekologia-spoleczna/
https://www.encyklopedia.pwn.pl/szukaj/ekoetyka.html
https://www.epp.eurostat.ec.europa.eu
https://www.esma.europa.eu/esmas-activities/sustainable-finance
https://www.etf.com.pl/fundusze-indeksowe/fundusze-akcji-polska/nn-indeks-odpowiedzialnego-inwestowania/
https://www.examples.integratedreporting.org/
https://www.finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities
https://www.finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities_en
https://www.ftserussell.com/index/category/sustainable-investment
https://www.ftserussell.com/products/indices/ftse4good
https://www.globalreporting.org
https://www.globescan.com
https://www.gov.pl/web/finanse/startuje-polska-platforma-zrownowazonych-finansow
https://www.gov.pl/web/fundusze-regiony/raportowanie-spoleczne
https://www.gov.pl/web/fundusze-regiony/dyrektywa-w-sprawie-nalezytej-starannosci-przedsiebiorstw-w-zakresie-zrownowazonego-rozwoju2
https://www.gov.pl/web/fundusze-regiony/zespol-ds-zrownowazonego-rozwoju-i-spolecznej-odpowiedzialnosci-przedsiebiorstw
https://www.gov.pl/web/gdos/emas
https://www.gov.pl/web/nfosigw/narodowy-fundusz-ochrony-srodowiska-i-gospodarki-wodnej
https://www.gov.pl/web/rozwoj-technologia/zrownowazone-finansowanie
https://www.gpw.pl
https://www.gpw.pl/archiwum-notowan?
https://www.gpw.pl/slownik-terminow-gieldowych

https://www.gpwbenchmark.pl/
https://www.gpwcatalyst.pl
https://www.gpwcatalyst.pl/notowania-obligacji-warsaw-sustainable-segment
https://www.gpwglobalconnect.pl
https://www.grameenbank.org
https://www.greenpeace.org.uk/news/what-is-greenwashing/
https://www.gridw.pl/pl
https://www.hedgeco.net
https://www.ifrs.org/
https://www.ifrs.org/groups/international-sustainability-standards-board/
https://www.ilo.org/global/topics/forced-labour/definition/lang--en/index.htm
https://www.integratedreporting.org/
https://www.integratedreporting.org/
https://www.integratedreporting.org/the-iirc-2/council/
https://www.iof.org.pl/
https://www.ipcc.ch
https://www.issgovernance.com/esg/ratings/
https://www.jnj.com/innovation/earthwards-a-johnson-and-johnson-program-helping-create-a-more-sustainable-world
https://www.kampania17celow.pl/agenda-2030/
https://www.kig.pl/esg-i-zrownowazony-rozwoj/komitet-kig-ds-esg/
https://www.kld.com
https://www.kpmg.com/pl
https://www.media.energa.pl/
https://www.mf.gov.pl
https://www.mg.gov.pl
https://www.mojefundusze.pl/
https://www.moodys.com
https://www.moodys.com/web/en/us/capabilities/esg.html
https://www.morningstar.com/business/brands/esg
https://www.msci.com
https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings
https://www.msci.com/our-solutions/indexes/esg-indexes
https://www.nasdaq.com/solutions/green-equity-indexes
https://www.newsroom.morningstar.com/
https://www.next-finance.net/BofA-Merrill-Lynch-Global-Research (dostęp: 14.08.2023)
https://www.nn.pl/notowania-i-wyniki-finansowe/notowania-ufk (dostęp: 14.08.2023)
https://www.nntfi.pl/esg
https://odpowiedzialnybiznes.pl/dobre-praktyki/podziel-sie-posilkiem-jak-w-innowacyjny-sposob-integrowac-cele-biznesowe-i-spoleczne-danone/ (dostęp: 14.03.2023).
https://www.odpowiedzialne-inwestowanie.pl
https://www.odpowiedzialni.gpw.pl
https://www.odpowiedzialnybiznes.pl

https://www.odpowiedzialnybiznes.pl/konkursy-fob/raporty-spoleczne/
https://www.parp.gov.pl/
https://www.pcbc.gov.pl/
https://www.pfr.pl/pfr-green-hub.html
https://www.pihrb.org/34-zakaz-pracy-dzieci/
https://www.pkn.pl/informacje/2023/03/net-zero-guidelines-zerowa-emisja-gazow-cieplarnianych-netto-poradnik-iso
https://www.pkotfi.pl/fundusze-inwestycyjne/fundusze-inwestycyjne-otwarte/subfundusz-ekologii-i-odpowiedzialnosci-spolecznej-globalny/
https://www.plgbc.org.pl/
https://www.poland.representation.ec.europa.eu/news/zrownowazone-finansowanie-w-ue-2021-07-06
https://www.poradnikpracownika.pl/-sygnalista-kim-jest-i-jak-bedzie-chroniony-przez-prawo
https://www.pracownia.org.pl/o-pracowni/filozofia-glebokiej-ekologii
https://www.projects.worldbank.org/en/projects-operations/environmental-and-social-framework/brief/environmental-and-social-standards
https://www.projects.worldbank.org/en/projects-operations/environmental-and-social-framework/brief/environmental-and-social-standards
https://www.rainbowlife.co.uk/blogs/rainbow-life-blog/what-is-a-sweatshop-part-one
https://www.raportsdg.stat.gov.pl/
https://www.raportyspoleczne.pl
https://www.refinitiv.com/en/financial-data/indices/esg-index
https://www.refinitiv.com/en/sustainable-finance/esg-scores
https://www.respectindex.pl
https://www.responsibleinvestment.org
https://www.responsible-investor.com
https://www.risilience.com/
https://www.robeco.com/en-int/themes/indices
https://www.samorzad.pap.pl/kategoria/aktualnosci/zielone-obligacje-jst-jest-potencjal-brakuje-energii (dostęp: 15.08.2023)
https://www.sasb.org/
https://www.sdg.gov.pl/
https://www.sdgs.un.org/2030agenda
https://www.solactive.com
https://www.spglobal.com/esg/trucost
https://www.spglobal.com/spdji/en/index-family/esg/
https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/esg/sp-green-bond-index
https://www.sricompass.org
https://www.sseinitiative.org
https://www.sseinitiative.org
https://www.sseinitiative.org
https://www.sseinitiative.org/esg-guidance-database/
https://www.stat.gov.pl

https://www.stats.livingplanetindex.org
https://www.stoxx.com
https://www.sustainability-indices.com
https://www.sustainable-investment.org
https://www.sustainalytics.com
https://www.sustainalytics.com/esg-ratings
https://www.svx.ca
https://www.tge.pl
https://www.thegiin.org
https://www.thomsonreuters.com
https://www.un.org.pl
https://www.un.org/depts/ptd/
https://www.unfccc.int/process/bodies/supreme-bodies/conference-of-the-parties-cop
https://www.ungc.org.pl
https://www.ungc.org.pl
https://www.uniqa.pl/informacje-tfi/wycena-tfi/uniqa-akcji-europejskich-esg-49/
https://www.unpri.org
https://www.unpri.org/stewardship/about-stewardship/6268.article
https://www.ure.gov.pl/pl/urzad/informacje-ogolne/aktualnosci/3218,Spoleczna-odpowiedzialnosc-przedsiebiorstw-energetycznych.html
https://www.ussif.org
https://www.vssapproach.unctad.org/about-vss/
https://www.wbcsd.org
https://www.world-exchanges.org
https://www.worldometers.info/world-population/
https://www.wwf.pl
Hughes, A., Urban, M. A. i Wójcik, D. (2021). Alternative ESG Ratings: How Technological Innovation Is Reshaping Sustainable Investment. *Sustainability, 13*(6), 6. https://doi.org/10.3390/su13063551
Humphrey, J. E. i Tan, D. T. (2014). Does it Really Hurt to be Responsible? *Journal of Business Ethics*, *122*(3), 375–386. https://doi.org/10.1007/s10551-013-1741-z
Humphrey, J. E., Lee, D. D. i Shen, Y. (2012). Does it cost to be sustainable? *Journal of Corporate Finance, 18*(3), 626–639. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.03.002
Hung, H. (2011). Directors' Roles in Corporate Social Responsibility: A Stakeholder Perspective. *Journal of Business Ethics*, *103*(3), 385–402. https://doi.org/10.1007/s10551-011-0870-5
Hussain, Y., Abbass, K., Usman, M., Rehan, M. i Asif, M. (2022). Exploring the mediating role of environmental strategy, green innovations, and transformational leadership: the impact of corporate social responsibility on environmental performance. *Environmental Science and Pollution Research, 29*(51), 76864-76880
ICMA. (2018). *Green Bond Principles 2018. Niewiążące wytyczne dotyczące procesu emisji Zielonych Obligacji*. Pozyskano z: https://www.icmagroup.org/sustainable-

-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/green-bond-principles-gbp/ (dostęp: 1.08.2022)

ICMA. (2021). *The sustainability disclosure regime of the European Union. International Capital Market Association*. Pozyskano z: www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/The-Sustainability-Disclosure-Regime-of-the-European-Union-ICMA-September-2021-220921.pdf (dostęp: 29.08.2023).

ICMA. (2023). *Bond Index Serving Mapping*. Pozyskano z: https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainability-bonds/resource-centre/ (dostęp: 1.08.2022).

ICMA. (2023a). *Social Bond Principles Voluntary Process Guidelines for Issuing Social Bonds*. Pozyskano z https://www.icmagroup.org/sustainable-finance/the-principles-guidelines-and-handbooks/social-bond-principles-sbp/ (dostęp: 14.08.2022)

IFRS. (2023). *About the International Sustainability Standards Board.* Pozyskano z: https://www.ifrs.org/groups/international-sustainability-standards-board/ (dostęp: 2.08.2023).

IFRS. (2023a). *IFRS S1 general requirements*. Pozyskano z: https://www.ifrs.org/issued-standards/ifrs-sustainability-standards-navigator/ifrs-s1-general-requirements/ (21.07.2023).

IFRS. (2023b). *IFRS S2 general requirements*. Pozyskano z: https://www.ifrs.org/issued-standards/ifrs-sustainability-standards-navigator/ifrs-s2-climate-related--disclosures/ (21.07.2023).

IIRC. (2017). *Creating Value Benefits to Investors*. Pozyskano z: https://www.integratedreporting.org/wp-content/uploads/2017/11/CreatingValue_Benefits_to_InvestorsIIRC.pdf

Imai, M. (1986). *Kaizen: The Key to Japan's Competitive Success*. McGraw-Hill Education.

Indyk, M. (2022). Are the Companies Prepared for Sustainability Reporting under the ED IFRS S1 and S2? Evidence from Poland. *Audit Financiar, 20*(168), 168.

Instytut Odpowiedzialnych Finansów. (2022*). Zielone Finanse w Polsce 2022. Rola giełd w rozwoju rynku zielonych obligacji*. Pozyskano z: https://iof.org.pl/wp-content/uploads/2022/06/Raport_Zielone_Finanse_2022.pdf

Intergovernmental Panel on Climate Change. (2023). *Climate Change 2023: Synthesis Report*. Pozyskano z: https://www.ipcc.ch/report/sixth-assessment-report-cycle/ (dostęp: 1.08.2023).

International Finance Corporation. (2023). *Impact investing at IFC*. Pozyskano z: https://www.ifc.org/en/our-impact/impact-investing-at-ifc (dostęp: 25.05.2023)

Ioannou, I. i Serafeim, G. (2019). Corporate Sustainability: A Strategy? (January 1, 2019). *Harvard Business School Accounting & Management Unit Working Paper* No. 19-065, http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3312191

IPCC. (2023). Sections. W H. Lee i J. Romero (red*.), Climate Change 2023: Synthesis Report. Contribution of Working Groups I, II and III to the Sixth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change* (pp. 35–115). IPCC. https://doi.org/10.59327/IPCC/AR6-9789291691647. Pozyskano z: https://www.ipcc.ch/report/sixth-assessment-report-cycle/ (dostęp: 18.08.2023).

Isaacson, W. (2011). *Steve Jobs*. Wydawnictwo Insignis.

Isniah, S., Purba, H. H. i Debora, F. (2020). Plan do check action (PDCA) method: literature review and research issues. *Jurnal Sistem dan Manajemen Industri, 4*(1), 72–81.

Iwacewicz, A. (2004). Certyfikaty i oznakowania ekologiczne jako metoda poprawy wiarygodności przedsiębiorstwa W A. Kopczuk (red.), *Wiarygodność ekonomiczna przedsiębiorstwa – ocena i kształtowanie* (s. 182–188). Wydawnictwo Wyższej Szkoły Finansów i Zarządzania w Białymstoku.

Iwanicka, A. (2007). Paradygmat holistyczny w ekofilozofii Henryka Skolimowskiego. *Problemy Ekologii*, *11*(43), 181–183.

IZFiA. (2022). *Raport roczny o rynku funduszy inwestycyjnych w Polsce w 2022 roku*. Pozyskano z: chttps://www.izfa.pl/raporty#pozostale-raporty

Jagyasi, D. i Raut, A. (2022). *A Study of Approach for Investors to Identify Risks and Opportunities Based on Machine Learning Algorithm (2022). Proceedings of the International Conference on Innovative Computing & Communication (ICICC) 2022*. Pozyskano z: https://ssrn.com/abstract=4361058 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4361058

Jajuga, K. (2007). *Podstawy inwestowania na giełdzie papierów wartościowych*. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

Jaki, A. (2004). *Wycena przedsiębiorstwa*. Oficyna Ekonomiczna.

Jamka, B. (2010). Redefinicja celu współczesnego przedsiębiorstwa wobec koncepcji zrównoważonego rozwoju i kapitału społecznego. *Organizacja i Kierowanie*, *3*(141), 17–32.

Jamróz, P. i Żebrowska-Suchodolska, D. (2021). Impact of the COVID-19 pandemic on the results of Polish socially responsible funds. Optimum. *Economic Studies, 106*(4), 4.

Jan Paweł II. (1991). Centesimus annus. Encyklika, ust. 35. Pozyskano z: http://www.opoka.org.pl/biblioteka/W/WP/jan_pawel_ii/encykliki/centesimus_2.html#m4 (dostęp: 14.11.2019).

Janicka, M. i Sajnóg, A. (2022). The ESG Reporting of EU Public Companies – Does the Company's Capitalisation Matter? *Sustainability, 14*(7), 7. https://doi.org/10.3390/su14074279

Janik, B. i Bartkowiak, M. (2015). The comparison of socially responsible indices in Central and Eastern Europe. *International Journal of Environmental Technology and Management, 18*(2), 153–169.

Jarno, K. (2017). Socially Responsible Investment Funds in Poland. Market Diagnosis and Performance Assessment. *Studia Oeconomica Posnaniensia, 5*(6). https://doi.org/10.18559/SOEP.2017.6.1

Jasiński, L. (2010). *Ekonomia i etyka*. Wydawnictwo WAM.

Jedynak, T. (2012). Efektywność strategii inwestycji w akcje spółek społecznie odpowiedzialnych na przykładzie Respect Index. *Zeszyty Naukowe Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego*, 12, 161–172.

Jensen, M. C. (2010). Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *Journal of Applied Corporate Finance*, *14*(3), 8–21. https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2010.00259.x

Jiménez-Parra, B., Alonso-Martínez, D. i Godos-Díez, J.-L. (2018). The influence of corporate social responsibility on air pollution: Analysis of environmental regulation and eco-innovation effects. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 25*(6), 1029–1416. https://doi.org/10.1002/csr.1645

Jiraporn, P., Jiraporn, N., Boeprasert, A. i Chang, K. (2014). Does corporate social responsibility (CSR) improve credit ratings? *Evidence from geographic identification. Financial Management, 43*(3), 505–531. https://doi.org/10.1111/FIMA.12044

Jo, H. i Harjoto, M. A. (2011). Corporate Governance and Firm Value: The Impact of Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics, 103*(3), 351–383. https://doi.org/10.1007/s10551-011-0869-y

Johnson, C. N. (2002). The benefits fo PDCA. *Quality Progress, 35*(5), 120.

Joliet, R. i Titova, Y. (2018). Equity SRI funds vacillate between ethics and money: An analysis of the funds' stock holding decisions. *Journal of Banking & Finance*, 97, 70–86. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.09.011

Jones, T. M. (1980). Corporate social responsibility revisited, redefined. *California Management Review, 22*(3), 59–67.

Jones, T. M., Harrison, J. S. i Felps, W. (2018). How Applying Instrumental Stakeholder Theory Can Provide Sustainable Competitive Advantage. *Academy of Management Review, 43*(3), 371–391. https://doi.org/10.5465/amr.2016.0111

Jonikas, D. (2012). Value Creation Through CSR at Stakeholders Level. *Economics and Management, 17*(20), 693–698.

Juscius, V. i Jonikas, D. (2013). Integration of CSR into Value Creation Chain: Conceptual Framework. *Inzinerine Ekonomika-Engineering Economics*, *24*(1), 63–70.

Kamela-Sowińska, A. (1996). *Wartość firmy*. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.

Kane, G. D., Velury, U. i Ruf, B. M. (2005). Employee relations and the likelihood of occurrence of corporate financial distress. *Journal of Business Finance and Accounting, 32*(56), 1083–1105.

Kanter, R. M. (2011). How Great Companies Think Differently. *Harvard Business Review*. Nov. 66–78.

Kaplan, R. S. i Norton, D. P. (1996). The balanced scorecard as a strategic management system. *Harvard Business Review*, *74*(1), 75–85.

Kaplan, R. S. i Norton, D. P. (2002). *Strategiczna Karta Wyników. Jak przełożyć strategię na działanie*. Wydawnictwo Naukowe PWN.

Karnani, A. (2010). Doing Well by Doing Good: The Grand Illusion. *California Management Review*, August, 69–86.

Karpoff, J. M., Lee, D. S. i Martin, G. S. (2008). The cost to firms of cooking the books. *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, (43), 581–612.

Karwacka, M. (2010). *CSR-owa komunikacja z klientem. Raport z badania: Analiza stron www firm funkcjonujących w Polsce*. Pozyskano z: http://odpowiedzialnybiznes.pl/pl/baza-wiedzy/publikacje/artykuly/csr-owa-komunikacja-z-klientem--raport-z-badania-analiza-stron-www-firm-funkcjonujacych-w-polsce,1744.html (dostęp: 12.11.2020).

Karwowski, M. i Raulinajtys-Grzybek, M. (2021). The application of corporate social responsibility (CSR) actions for mitigation of environmental, social, corporate governance (ESG) and reputational risk in integrated reports. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 28*(4), Article 4. https://doi.org/10.1002/csr.2137

Kasiewicz, S. i Mączyńska, E. (1999). Metody wyceny bieżącej wartości przedsiębiorstwa. W A. Herman, A. Szablewski (red.), *Zarządzanie wartością firmy* (s. 101–154). Poltext.

Kathayat, A. (2022). A Case against CSR Initiatives. *Open Journal of Business and Management, 10*(2), 2. https://doi.org/10.4236/ojbm.2022.102039

Kaźmierczak, M. (2022). A literature review on the difference between CSR and ESG. *Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej. Organizacja i Zarządzanie*, 162, 162. https://doi.org/10.29119/1641-3466.2022.162.16

Kaźmierczak, M. i Zapłata, S. (2011). *Ryzyko, ciągłość biznesu, odpowiedzialność społeczna*. Oficyna Wydawnicza Wolters Kluwer.

Ketokivi, M. i Mahoney, J. T. (2016). Transaction Cost Economics as a Constructive Stakeholder Theory. *Academy of Management Learning & Education, 15*(1), 123–138. https://doi.org/10.5465/amle.2015.0133

Khan, M. A. (2022). A bibliometric analysis of ESG performance in the banking industry: From the current status to future directions. *Research in International Business and Finance, 61*(10), https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101668

Khan, M., Serafeim, G. i Yoon, A. (2016). Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality. *The Accounting Review, 91*(6), 1697–1724.

Kietliński, K., Martinez Reyes, M. i Oleksyn, T. (2005). *Etyka w biznesie i w zarządzaniu*. Oficyna Ekonomiczna.

Kim, H. D., Kim, T., Kim, Y. i Park, K. (2019). Do long-term institutional investors promote corporate social responsibility activities? *Journal of Banking and Finance*, 101, 256–269. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.11.015

Kim, I. i Venkatachalam, M. (2011). Are Sin Stocks Paying the Price for Accounting Sins? *Journal of Accounting, Auditing & Finance, 26*(2), 415–442. https://doi.org/10.1177/0148558X11401222

Kim, M. i Kim, J. (2020). Corporate social responsibility, employee engagement, well-being and the task performance of frontline employees. *Management Decision, 59*(8), 2040–2056. https://doi.org/10.1108/MD-03-2020-0268

Kim, J., Kim, M., Im, S. i Choi, D. (2021). Competitiveness of E Commerce Firms through ESG Logistics. *Sustainability, 13*(20), Article 20. https://doi.org/10.3390/su132011548.

King, A. i Lenox, M. (2002). Exploring the Locus of Profitable Pollution Reduction. *Management Science*, *48*(2), 289–299.

Kitzmueller, M. i Shimshack, J. (2012). Economic Perspectives on Corporate Social Responsibility. *Journal of Economic Literature, 50*(1), 51–84. https://doi.org/10.1257/jel.50.1.51

Klein, N. (2004). *No Logo*. Wydawnictwo Świat Literacki.

Klimczak, B. (2014). Etyka gospodarcza. W W. Gasparski (red.), *Biznes, etyka, odpowiedzialność* (s. 119–128). Wydawnictwo Naukowe PWN.

Klimczak, K. M., Hadro, D. i Meyer, M. (2023). Executive communication with stakeholders on sustainability: *The case of Poland. Accounting in Europe, 0*(0), 0. https://doi.org/10.1080/17449480.2023.2213242

Klimek, J. (2012). *Społeczna odpowiedzialność biznesu w Polsce*. Wydawnictwo Adam Marszałek.

Klimek, J. (2014). *Etyka biznesu. Teoretyczne założenia, praktyka zastosowań*. Wydawnictwo Difin.

Kłobukowska, J. (2017). Społecznie Odpowiedzialny Rynek Finansowy W Polsce – Podążając Za Światowym Trendem W Wymiarze ESG. *Transformacje, 1*/2(92/93), 92/93.

Kłobukowska, J. (2018a). Socially Responsible Investment in Poland as an Example of Applying Sustainable Development Principles to Investing. *Prace Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Gdańsku*, *Rynki finansowe, inwestycje i finanse: aktualne problemy*, 52, 117–130.

Kłobukowska, J. (2018b). Społecznie odpowiedzialne inwestowanie jako innowacja na rynku finansowym w Polsce w dobie finansjalizacji – stan obecny i perspektywy. *Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica, 6*(339), 111–124.

Kłobukowska, J. (2019). *Społecznie odpowiedzialne inwestowanie na rynku kapitałowym w Polsce*. Stan i perspektywy rozwoju. Wydawnictwo naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika.

Kłobukowska, J. (2020). Raportowanie zintegrowane w procesie budowania wartości dla inwestorów na rynku kapitałowym. *Pieniądze i Więź*. Pozyskano z: https://www.p-i-w.edu.pl/piw/article/view/4 (dostęp: 21.08.2023).

Kłysik-Uryszek, A. (2020). Do investors care about CSR? Evidence from Polish public listed companies. Annales. *Etyka w Życiu Gospodarczym, 23*(4), Article 4.

Kock, C. J. i Min, B. S. (2016). Legal Origins, Corporate Governance, and Environmental Outcomes. *Journal of Business Ethics, 138*(3), 507–524. https://doi.org/10.1007/s10551-015-2617-1

Koehn, D. i Ueng, J. (2010). Is philanthropy being used by corporate wrongdoers to buy good will? *Journal of Management & Governance*, (14), 1–16.

Koiesar, P. J. (1994). What Deming Told the Japanese in 1950. *Quality Management Journal*, *2*(1), 9–24. https://doi.org/10.1080/10686967.1994.11918672

Kolk, A. (2016). The social responsibility of international business: From ethics and the environment to CSR and sustainable development. *Journal of World Business, 51*(1), 23–34.

Koller, T. (1994). What is Valued Based Management. *McKinsey Quaterly*, Summer Issue, 87–97.

Kołakowski, L. (2004). *O co nas pytają wielcy filozofowie*. Seria I. Wydawnictwo Znak.

Kołodko, G. (2007). Etyka w nauce ekonomii i w polityce gospodarczej. W B. Klimczak, A. Lewicka-Strzałecka (red.), *Etyka i ekonomia* (s. 198–214). Polskie Towarzystwo Ekonomiczne.

Komisja Europejska. (2010). *Europe 2020. A strategy for smart, sustainable and inclusive growth*. European Commision.

Komisja Europejska. (2011). *A renewed EU strategy 2011-14 for Corporate Social Responsiblity*. COM/2011/0681 final.

Komisja Europejska. (2014). *Disclosure of non-financial and diversity information by large companies and groups – Frequently asked questions*. Pozyskano z: http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-301_en.htm?locale=en

Komisja Europejska. (2019a). *Wytyczne dotyczące sprawozdawczości w zakresie informacji niefinansowych: Suplement dotyczący zgłaszania informacji związanych z klimatem*. Komunikat Komisji C/2019/4490. Pozyskano z: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A52019XC0620%2801%29

Komisja Europejska. (2019b). *Zrównoważona Europa 2030*. Pozyskano z: https://ec.europa.eu/info/publications/reflection-paper-towards-sustainable-europe-2030_pl (dostęp: 10.09.2022).

Komisja Europejska. (2020). *Komunikat prasowy: Komisja Europejska dokonała pierwszej emisji obligacji społecznych w ramach instrumentu SURE*. Pozyskano z: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/pl/IP_20_1954

Komisja Europejska. (2020a). *Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance w 2020*. Pozyskano z: www://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://finance.ec.europa.eu/system/files/2020-03/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy_en.pdf (dostęp: 21.07.2023).

Komisja Europejska. (2021). *European Green Deal*. Pozyskano z: https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_en (dostęp: 23.03.2022).

Komisja Europejska. (2021a). *Questions and Answers: Next Generation EU Green Bond framework and funding plan update*. Pozyskano z: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/hu/QANDA_21_4567 (dostęp: 1.08.2023).

Komisja Europejska. (2021b). *Zrównoważone finansowanie w UE*. Pozyskano z: https://poland.representation.ec.europa.eu/news/zrownowazone-finansowanie-w-ue-2021-07-06 (dostęp: 20.07.2023).

Komisja Europejska. (2022). *REPowerEU w skrócie*. Pozyskano z: https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal/repowereu-affordable-secure-and-sustainable-energy-europe_pl (dostęp: 17.08.2022).

Komisja Europejska. (2023). *Daily News 31/07/2023*. Pozyskano z: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/MEX_23_4044 (dostęp: 2.08.2023).

Konar, S. i Cohen, M. A. (2001). Does the market value environmental performance? *Review of Economics and Statistics, 83*(2), 281–289.

Konarzewska, U. (2020). Raportowanie społecznej odpowiedzialności biznesu na polskim rynku kapitałowym. *Marketing i Rynek*, *XXVII*(9), 24–33. https://doi.org/10.33226/1231-7853.2020.9.3

Kong, D. i Liu, B. (2023). Digital Technology and CorporateSocial Responsibility: Evidence from China. *Emerging Markets Finance and Trade, 59*(9), 2967–2993. https://doi.org/10.1080/1540496X.2023.2199122

Konstytucja Duszpasterska o Kościele w świecie współczesnym. (1965). *Gaudium et spes. Dokument II Soboru Watykańskiego* (poz. 64). Pozyskano z: https://sip.lex.pl/akty-prawne/akty-korporacyjne/konstytucja-duszpasterska-o-kosciele-w-swiecie-wspolczesnym-286768068 (dostęp: 1.05.2023).

Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r. (Dz.U. 1997 Nr 78 poz. 483).

Kopycińska, D. (2001). Koncepcja społecznej odpowiedzialności firmy – poezja teorii i proza życia. W W. Gasparski, J. Dietl (red.), *Etyka biznesu w działaniu. Doświadczenia i perspektywy* (s. 178–195). Wydawnictwo Naukowe PWN.

Korkmaz, M. (2018). Public awareness and perceptions of climate change: Differences in concern about climate change in the West Mediterranean region of Turkey. *Applied Ecology and Environmental Research, 16*(4), 4039–4050.

Kostera, M. (2010). *Organizacje i archetypy*. Oficyna Wydawnicza Wolters Kluwer Business.

Kotler, Ph. i Caslione, J. A. (2009). *Chaos. Zarządzanie i marketing w erze turbulencji*. MT Biznes.

Kotsantonis, S. i Serafeim, G. (2019). Four Things No One Will Tell You About ESG Data. *Journal of Applied Corporate Finance, 31*(2), 50–58. https://doi.org/10.1111/jacf.12346

Kotsantonis, S., Pinney, C. i Serafeim, G. (2016). ESG Integration in Investment Management: Myths and Realities. *Journal of Applied Corporate Finance, 28*(2), 10–16. https://doi.org/10.1111/jacf.12169

Koźmiński, A.K. (2005). *Zarządzanie w warunkach niepewności. Podręcznik dla zaawansowanych*. Wydawnictwo Naukowe PWN.

Koźmiński, A.K. i Obłój, K. (1989). *Zarys Teorii równowagi organizacyjnej*. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.

KPMG. (2021). *Perspektywy rozwoju rynku zielonych obligacji w Polsce*. Pozyskano z: https://kpmg.com/pl/pl/home/insights/2021/12/raport-perspektywy-rozwoju-rynku-zielonych-obligacji-w-polsce.html (dostęp: 15.08.2022)

KPMG. (2023). *Benchmark klimatyczno-środowiskowy. Analiza raportowania zrównoważonego rozwoju*. Pozyskano z: https://kpmg.com/pl/pl/home/insights/2023/06/benchmark-klimatyczno-srodowiskowy-analiza-raportowania-zrownowazonego-rozwoju.html (dostęp: 20.08.2023).

Kraar, L. (2005). A fugitive boss faces the music. *Fortune International, 152*(1), 13–14.

Kravchuk, I. (2022). Performance of Equity Fund Investment Strategies in Poland. *Sustainability, 14*(20), 20. https://doi.org/10.3390/su142013078

Krawczyńska, D. (2023). Investing in Sustainable Development as a Fo.rm of Alternative Investments in Financial Markets – Analysis of the Volatility of Rates of Return of Open-End SRI Funds in Poland. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H Oeconomia, LVII*(2), 2.

Krawczyńska-Kaczmarek, M. (2023). Finansowanie w formule Sustainability Linked katalizatorem zrównoważonej transformacji w realnej gospodarce. W L. Kotecki (red.), *Zielone finanse w Polsce* (s. 50–59). Instytut Odpowiedzialnych Finansów.

Krüger, P. (2015). Corporate goodness and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics, 115*(2), 304–329. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.09.008

Krukowska, M. (2012). *Jak oceniać odpowiedzialność społeczną biznesu*. Wydawnictwo Naukowe Scriptorium.

Krupa, D. M. (2012). Fundusze inwestycyjne odpowiedzialne społecznie. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H. Oeconomia, 46*(1), 307–316.

Krzykała, F. (2004). Otoczenie społeczne firm. W B. Pogonowska (red.), *Elementy etyki gospodarki rynkowej* (s. 147–153). Wyd. II zmienione. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.

Krzysztofek, A. (2018). Zintegrowane raportowanie na przykładzie spółek Respect Index. *Zarządzanie i Finanse*, (2), 133–154.

Kuc, B. R. (2004). Bez minimum etyki nie ma wiarygodności – rola etyki w kierowaniu organizacją. W A. Kopczuk (red.), *Wiarygodność ekonomiczna przedsiębiorstwa – ocena i kształtowanie* (s. 229–237). Wydawnictwo Wyższej Szkoły Finansów i Zarządzania w Białymstoku.

Kuciński, K. (2009). Wprowadzenie. W K. Kuciński (red.), *Strategie przedsiębiorstw wobec wymogów zrównoważonego rozwoju*. Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie.

Kuciński, K. (2010). Wartość poznawcza systemów wartości. W K. Kuciński (red*.), Metodologia nauk ekonomicznych. Dylematy i wyzwania* (s. 204–210). Wydawnictwo Difin.

Kumar, V. i Sash, D. (2009). Expanding the Role of Marketing: From Customer Equity to Market Capitalisation. *Journal of Marketing*, *73*, 119–136.

Kwiecińska, M. (2015). Filantropia korporacyjna i jej znaczenie dla konkurencyjności przedsiebiorstw – przegląd badań. *Prace Naukowe Iniwersytetu Ekonomicznego we Wrocałwiu*, (400), 92–103.

Kwon, H. i Park, Y. (2018). Proactive development of emerging technology in a socially responsible manner: Data-driven problem-solving process using latent semantic analysis. *Journal of Engineering and Technology Management*, 50, 45–60. https://doi.org/10.1016/J.JENGTECMAN.2018.10.001

Kwon, J. i Ahn, J. (2021). Socio-demographic characteristics and green consumption behavior in developing countries: the case of Malaysia. *Social Responsibility Journal, 17*(8), 1213–1231. https://doi.org/10.1108/SRJ-02-2020-0071

Kymal, C. i Visser, W. (2015). Integrated Value Creation (IVC): Beyond Corporate Social Responsibility (CSR) and Creating Shared Value (CSV). *Journal of International Business Ethics, 8*(1), 29–43.

Lakner, Ch. i Milanovic, B. (2013). Global Income Distribution: From the Fall of the Berlin Wall to the Great Recession. *Policy Research Working Paper*; No. 6719. World Bank, Washington, DC. Pozyskano z: http://hdl.handle.net/10986/16935

Landau, A., Rochell, J., Klein, C. i Zwergel, B. (2020). Integrated reporting of environmental, social, and governance and financial data: Does the market value integrated reports? *Business Strategy and the Environment, 29*(4), 1750–1763. https://doi.org/10.1002/bse.2467

Larcker, D. F., Tayan, B. i Watts, E. M. (2022). Seven myths of ESG. *European Financial Management, 28*(4), 869–882. https://doi.org/10.1111/eufm.12378

Laskowska, A. (2018). Stock market indices as a measurment tool for profitability of corporate social responsibility activities. *Copernican Journal of Finance & Accounting, 7*(4), 71–86.

Lassala, C., Orero-Blat M. i Ribeiro-Navarrete, S. (2021). The financial performance of listed companies in pursuit of the Sustainable Development Goals (SDG). *Economic Research-Ekonomska Istrazivanja*, *34*(1), 427–449.

Lee, K.-H., Cin, B. C. i Lee, E. Y. (2016). Environmental Responsibility and Firm Performance: The Application of an Environmental, Social and Governance Model. *Business Strategy and the Environment, 25*(1), 40–53. https://doi.org/10.1002/bse.1855

Lehmann, S. (2019). Reconnecting with nature: Developing urban spaces in the age of climate change (1:2). *Emerald Open Research*. https://doi.org/10.12688/emeraldopenres.12960.1

Leite, P. i Cortez, M. C. (2014). Style and performance of international socially responsible funds in Europe. *Research in International Business and Finance*, 30, 248–267. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2013.09.007

Leoński, J. (2006). Ekologia społeczna Floriana Znanieckiego. *Diametros*, 9, 148–152.

Leoński, W. (2015). Społeczna odpowiedzialność i nieodpowiedzialność biznesu. *Studia i Prace WNEiZ US*, 39, 67–77. https://doi.org/10.18276/sip.2015.39/1-06

Lewis, M. (2015).The Fall of the Lehman Brothers Could IT Have Been Avoided?, January 15. http:// doi.org/10.2139/ssrn.2572716

Li, F., Li, T. i Minor, D. (2016). CEO power, corporate social responsibility, and firm value: A test of agency theory. *International Journal of Managerial Finance, 12*(5), 611–628.

Li, R. (2022). Literature Review of ESG Investment. 2964–2972. Proceedings of the 2022 5th International Conference on Humanities Education and Social Sciences (ICHESS 2022). *Advances in Social Science, Education and Humanities Research*. https://doi.org/10.2991/978-2-494069-89-3_340

Li, T.-T., Wang, K., Sueyoshi, T. i Wang, D. D. (2021). ESG: Research Progress and Future Prospects. *Sustainability, 13*(21), 21. https://doi.org/10.3390/su132111663

Liang, H. i Renneboog, L. (2017a). Corporate donations and shareholder value. *Oxford Review of Economic Policy, 33*(2), 278–316. https://doi.org/10.1093/OXREP/GRX024

Liang, H. i Renneboog, L. (2017b). On the Foundations of Corporate Social Responsibility. *The Journal of Finance, 72*(2), 853–910. https://doi.org/10.1111/jofi.12487

Liang, H. i Renneboog, L. (2021). Corporate Social Responsibility and Sustainable Finance: A Review of the Literature. *Corporate Social Responsibility and Sustainable Finance*. https://doi.org/10.1093/acrefore/9780190625979.013.592

Liao, P.-Ch., Shih, Y.-N., Wu, Ch.-L., Zhang, X.-L. i Wang, Y. (2018). Does corporate social performance pay back quickly? A longitudinal content analysis on international contractors. *Journal of Cleaner Production, 170*, 1328–1337. https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.09.230

Lii, Y.-S. i Lee, M. (2012). Doing Right Leads to Doing Well: When the Type of CSR and Reputation Interact to Affect Consumer Evaluations of the Firm. *Journal of Business Ethics, 105*(1), 69–81. https://doi.org/10.1007/s10551-011-0948-0

Lim, K.-P. i Brooks, R. (2011). The Evolution of Stock Market Efficiency Over Time: A Survey of the Empirical Literature. *Journal of Economic Surveys, 25*(1), 69–108. https://doi.org/10.1111/j.1467-6419.2009.00611.x

Lins, K. V., Servaes, H. i Tamayo, A. (2017). Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility during the Financial Crisis. *Journal of Finance, 72*(4), 1785–1824. https://doi.org/10.1111/JOFI.12505

Lipowicz, M. (2023). Rola i miejsce zielonych obligacji w finansowaniu zrównoważonego rozwoju. *Studies in Risk and Sustainable Development. Ryzyko i Zrównoważony Rozwój. Studia Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*, (397), 1–21. https://doi.org/10.22367/srsd.2023.397.6

Lo, S.-F. i Sheu, H.-J. (2007). Is Corporate Sustainability a Value-Increasing Strategy for Business? *Corporate Governance: An International Review, 15*(2), 345–358. https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00565.x

Lock, I. (2019). Explicating communicative organization-stakeholder relationships in the digital age: A systematic review and research agenda. *Public Relations Review, 45*(4), 101829. https://doi.org/10.1016/j.pubrev.2019.101829

Lorenc, S. i Kustra, A. (2017). Raportowanie danych niefinansowych w świetle aktualnych zmian ustawy o rachunkowości. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 488, 99–113.

Lulewicz-Sas, A. (2014). Społecznie odpowiedzialne inwestowanie narzędziem koncepcji społecznie odpowiedzialnego biznesu. *Ekonomia i Zarządzanie, 6*(1), 142–157. https://doi.org/10.12846/j.em.2014.01.08

Lulewicz-Sas, A. i Kilon, J. (2014a). Analysis of the effectiveness of socially responsible investing funds in Poland. *Economics and Management, 19*(4), 4. https://doi.org/10.5755/j01.em.19.4.8101

Lulewicz-Sas, A. i Kilon, J. (2014b). The Effectiveness of SRI Funds in Poland. *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, 156, 194–197. https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.11.170

Luo, B. N., Xing, L., Zhang, R., Fu, X. i Zhang, Y. (2020). Different forms of corporate philanthropy, different effects: A multilevel analysis. *Business Ethics: A European Review, 29*(4), 748–762. https://doi.org/10.1111/beer.12312

Luo, J., Kaul, A. i Seo, H. (2018). Winning us with trifles: Adverse selection in the use of philanthropy as insurance. *Strategic Management Journal, 39*(10), 2591–2617. https://doi.org/10.1002/smj.2935

Luo, X. i Bhattacharya, C. B. (2006). Corporate Social Responsibility, Customer Satisfaction, and Market Value. *Journal of Marketing, 70*(4), 1–18. https://doi.org/10.1509/jmkg.70.4.001

Lys, T., Naughton, J. P. i Wang, C. (2015). Signaling through corporate accountability reporting. *Journal of Accounting and Economics, 60*(1), 56–72. https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2015.03.001

Łudzińska, K. (2009a). Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw i jej wpływ na budowę wartości. W Szablewski A. (red.), *Migracja kapitału w globalnej gospodarce* (s. 366–392). Wydawnictwo Difin.

Łudzińska, K. (2009b). Indeksy zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstw. *Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie*, (4), 63–70.

Łudzińska, K. (2013a). Indeksy zrównoważonego rozwoju a wycena przedsiębiorstw przez rynki kapitałowe. W A. Szablewski (red.), *Zmienność rynków a wartość przedsiębiorstw* (s. 239–249). Poltext.

Łudzińska, K. (2013b). Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw w warunkach narastającej niestabilności otoczenia. W R. Sobiecki, J. W. Pietrewicz (red.), *Ograniczanie niestabilności otoczenia przedsiębiorstw* (s. 513–544). Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej.

Łudzińska, K. (2017). Społeczna odpowiedzialność a wartość przedsiębiorstw na rynku kapitałowym. *Problemy Zarządzania, 15*(1/66), 207–220.

Mackenzie, C. (2007). Boards, Incentives and Corporate Social Responsibility: The case for a change of emphasis. *Corporate Governance: An International Review, 15*(5), 935–943. https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00623.x

Mackey, A., Mackey, T. B. i Barney, J. B. (2007). Corporate social responsibility and firm performance: Investor preferences and corporate strategies. *Academy of Management Review, 32*(3), 817–835. https://doi.org/10.5465/amr.2007.25275676

Madrakhimova, F.S. (2013). Role of Corporate Philanthropy in Banks. *Review of Management Innovation & Creativity, 6*(19), 87–98.

Magness, V. (2008). Who are the Stakeholders Now? An Empirical Examination of the Mitchell, Agle, and Wood Theory of Stakeholder Salience. *Journal of Business Ethics,* (83), 177–192.

Majcherek, J.A. (2011). *Etyka powinności*. Wydawnictwo Difin.

Majchrzak, K. (2011). *Zarządzanie reputacją w przedsiębiorstwach sektora naftowego*. Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej.

Majewski, S. (2005). Społeczna odpowiedzialność spółek publicznych czy celowy wybór towarzystw funduszy inwestycyjnych. *Zeszyty naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, 415*(16), 199–209.

Malara, Z. (2006). *Przedsiębiorstwo w globalnej gospodarce. Wyzwania współczesności*, Wyd. I. Wydawnictwo Naukowe PWN.

Malik, M. (2015). Value-Enhancing Capabilities of CSR: A Brief Review of Contemporary Literature. *Journal of Business Ethics, 127*(2), 419–438. https://doi.org/10.1007/s10551-014-2051-9

Malinowska, U. (2001). *Wycena przedsiębiorstwa w warunkach polskich*. Wydawnictwo Difin.

Malinowska, U. (2011). Analiza fundamentalna przedsiębiorstwa. W M. Panfil, A. Szablewski (red.), *Wycena przedsiębiorstwa. Od teorii do praktyki* (s. 105–130). Poltext.

Manchiraju, H. i Rajgopal, S. (2017). Does Corporate Social Responsibility (CSR) Create Shareholder Value? Evidence from the Indian Companies Act 2013.

Journal of Accounting Research, 55(5), 1257–1300. https://doi.org/10.1111/1475-679X.12174

Maqbool, S. i Zameer, M. N. (2018). Corporate social responsibility and financial performance: An empirical analysis of Indian banks. *Future Business Journal, 4*(1), 84–93. https://doi.org/10.1016/J.FBJ.2017.12.002

Marcinkowska, M. (2000). *Kształtowanie wartości firmy*. Wydawnictwo Naukowe PWN.

Marcinkowska, M. (2006). Niematerialne źródła wartości firmy. W B. Dobiegała-Korona, A. Herman (red.), *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa* (s. 191–216). Wydawnictwo Difin.

Marcoux, A. M. (2003). A Fiduciary Argument against Stakeholder Theory. *Business Ethics Quarterly, 13*(1), 4–24.

Margolis, J. D., Elfenbein, H. A. i Walsh, J. P. (2009). *Does it Pay to Be Good...And Does it Matter? A Meta-Analysis of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance*. SSRN Scholarly Paper 1866371. https://doi.org/10.2139/ssrn.1866371.

Marquis, C. i Qian, C. (2014). Corporate Social Responsibility Reporting in China: Symbol or Substance? *Organization Science, 25*(1), 127–148. https://doi.org/10.1287/orsc.2013.0837

Marquis, C. i Lee, M. (2013). Who Is Governing Whom? Executives, Governance, and The Structure of Generosity in Large U.S. Firms. *Strategic Management Journal*, (34), 483–497.

Marquis, C. i Raynard, M. (2015). Institutional strategies in emerging markets. *Academy of Management Annals, 9*(1), 291–335.

Marshall, A. (1907). The Social Possibilites of Economic Chilvary. *Economic Journal,* 17, 14; za: J. Dzionek-Kozłowska. (2007). *System ekonomiczno – społeczny Alfreda Marshalla*. Wydawnictwo Naukowe PWN.

Martin, J. D., Petty, J. W. I Wallace, J. S. (2009). *Value Based Management with Corporate Social Responsibility*. 2nd Edition. Oxford University Press.

Martin, R. L. (2002). The Virtue Matrix: Calculating the Return on Corporate Responsibility. *Harvard Business Review, 80*(3), 3–9.

Martinez Rayes, V. (2005). Etyka bizesu – wybrane kwestie. W K. Kietliński, M. Martinez Reyes, T. Oleksyn (red.), *Etyka w biznesie i w zarządzaniu* (s. 113–160). Oficyna Ekonomiczna.

Maruszkin, R. (2021). Czym jest Taksonomia? O nowym prawie UE dotyczącym klasyfikowania działalności gospodarczej jako zrównoważonej środowiskowo. *Biuletyn Euro Info*, *7*. PARP. Pozyskano z: https://www.parp.gov.pl/component/content/article/75026:czym-jest-taksonomia-o-nowym-prawie-ue-dotyczacym-klasyfikowania-dzialalnosci-gospodarczej-jako-zrownowazonej-srodowiskowo (dostęp: 29.07.2023).

Masulis, R. W. i Reza, S. W. (2015). Agency problems of corporate philanthropy. *Review of Financial Studies, 28*(2), 592–636. https://doi.org/10.1093/RFS/HHU082

Matczak, K., Przybył, J. i Wojciechowski, J. (2019). Czynniki środowiskowe w analizie ESG. *Kwartalnik Kolegium Ekonomiczno-Społecznego. Studia i Prace*, *4*(40).

Matos, P. (2020). ESG and Responsible Institutional Investing Around the World: A Critical Review. *CFA Institute Research Foundation Literature Reviews*. https://doi.org/10.2139/ssrn.3668998

Matuszak, Ł. i Różańska, E. (2017). CSR Disclosure in Polish-Listed Companies in the Light of Directive 2014/95/EU Requirements: Empirical Evidence. *Sustainability, 9*(12), 12. https://doi.org/10.3390/su9122304

Matuszak, Ł. i Różańska, E. (2021). Towards 2014/95/EU directive com.pliance: The case of Poland. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal, 12*(5), 5. https://doi.org/10.1108/SAMPJ-02-2020-0042

Matuszak, Ł., Różańska, E. i Macuda, M. (2015). The concept of CSR in accounting theory and practice in Poland: An empirical study. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 84.

Mazutis, D. (2013). The CEO effect: A longitudinal, multilevel analysis of the relationship between executive orientation and corporate social strategy. *Business & Society*, 52, 631–648.

mBank. (2023). Pozyskano z: https://www.mbank.pl/indywidualny/kredyty/kredyty-hipoteczne/eko/ (dostęp: 14.08.2022).

McGahan, A. M. (2023). The New Stakeholder Theory on Organizational Purpose. *Strategy Science, 8*(2), 245–255. https://doi.org/10.1287/stsc.2023.0184

McGuinness, P. B., Vieito, J. P. i Wang, M. (2017). The role of board gender and foreign ownership in the CSR performance of Chinese listed firms. *Journal of Corporate Finance*, 42, 75–99. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.11.001

McKinsey & Company. (2022). Banking on a sustainable path. Global Banking Annual Review 2022. Pozyskano z: https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/global-banking-annual-review#/

McNicholas, G. i Cotton, M. (2019). Stakeholder perceptions of marine plastic waste management in the United Kingdom. *Ecological Economics*, 163, 77–87. https://doi.org/10.1016/J.ECOLECON.2019.04.022

McWilliams, A. i Siegel, D. (2001). Corporate Social Responsibility: A Theory of the Firm Perspective. *The Academy of Management Review, 26*(1), 117–127.

McWilliams, A., Siegel, D. S. i Wright, P. M. (2006). Corporate Social Responsibility: Strategic Implications. *Journal of Management Studies – Wiley Online Library*. https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1467-6486.2006.00580.x

Mentel, G., Lewandowska, A., Berniak-Wozny, J., i Tarczyński, W. (2023). Green and Renewable Energy Innovations: A Comprehensive Bibliometric Analysis. W G. Mentel, S. Majewski (red.), *Energy Policy, Regulation and Sustainable Development* (s. 257–277). MDPI – Multidisciplinary Digital Publishing Institute. https://doi.org/10.3390/books978-3-0365-6801-0

Michelon, G., Boesso G. i Kumar, K. (2013). Examining the Link between Strategic Corporate Social Responsibility and Company Performance: An Analysis of

the Best Corporate Citizens. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, (20), 81–94.

Mikołajek-Gocejna, M. (2009a). Cele przedsiębiorstwa. W I. Lichniak (red.), *Nauka o przedsiębiorstwie. Wybrane zagadnienia* (s. 83–100). Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej.

Mikołajek-Gocejna, M. (2009b). Interesariusze przedsiębiorstwa i ich cele. W I. Lichniak (red.), *Nauka o przedsiębiorstwie. Wybrane zagadnienia* (s. 101–134). Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej.

Mikołajek-Gocejna, M. (2013). Mierniki wartości a oczekiwania inwestorów. Blog Instytutu Zarządzania Wartością SGH. valuecomesfirst.pl. Pozyskano z: http://www.valuecomesfirst.pl/mierniki-wartosci-a-oczekiwania/ (dostęp: 19.02.2019).

Mikołajek-Gocejna, M. (2013a). Zarządzanie oczekiwaniami inwestorów. W A. Szablewski (red.), *Zmienność rynków a wartość przedsiębiorstw* (s. 209–237). Poltext.

Mikołajek-Gocejna M. (2018). Europejski rynek inwestycji społecznie odpowiedzialnych. *Marketing i Rynek*, 11, 277–289.

Mikołajek-Gocejna, M. (2022). Systematic risk of ESG companies listed on the Polish capital market in 2019-2022. *European Research Studies Journal, XXV*(2), 597–615. https://doi.10.35808/ersj/2982

Miles, S. (2017). Stakeholder Theory Classification: A Theoretical and Empirical Evaluation of Definitions. *Journal of Business Ethics, 142*(3), 437–459. https://doi.org/10.1007/s10551-015-2741-y

Milewska, A. (2022). Green bonds as an opportunity to rationalise local-government finances / Zielone obligacje jako szansa racjonalizacji finansów samorządowych. *Economic and Regional Studies, 15*(3), 323–333. https://doi.org/10.2478/ers-2022-0022

Ministerstwo Ekologii i Środowiska Rep. Chińskiej (2020). *Guiding Opinions on Promoting Investment and Financing to Address Climate Change*. Pozyskano z: https://asiasociety.org/sites/default/files/inline-files/2020.10_MEE-NDRC-CBIRC-CSRS_Guidelines-on-Promoting-Investment-and-Financing%20CC_E.pdf (dostęp: 5.05.2023).

Ministerstwo Finansów. (2021). *Raport: Perspektywy rozwoju rynku zielonych obligacji w Polsce 2021*. Pozyskano z: https://www.gov.pl/web/finanse/raport-perspektywy-rozwoju-rynku-zielonych-obligacji-w-polsce (dostęp: 29.08.2023).

Ministerstwo Finansów (2022). *Startuje polska Platforma Zrównoważonych Finansów*. Pozyskano z: https://www.gov.pl/web/finanse/startuje-polska-platforma-zrownowazonych-finansow (dostęp: 4.08.2023).

Ministerstwo Funduszy i Polityki Regionalnej. (2023). *Raportowanie niefinansowe – kluczowy element CSR/RBC*. Pozyskano z: https://www.gov.pl/web/fundusze-regiony/raportowanie-spoleczne (dostęp: 3.08.2023).

Ministerstwo Gospodarki. (2012). *Wizja zrównoważonego rozwoju dla polskiego biznesu 2050*. Warszawa. Pozyskano z: https://odpowiedzialnybiznes.pl/publikacje/wizja-zrownowazonego-rozwoju-dla-polskiego-biznesu-2050/ (dostęp: 20.05.2023).

Ministerstwo Gospodarki. (2013). *Raportowanie danych pozafinansowych. Przewodnik dla przedsiębiorstw*. Pozyskano z: https://docplayer.pl/1060184-Raportowanie-danych-pozafinansowych-przewodnik-dla-przedsiebiorstw.html (dostęp: 12.10.2022).

Ministerstwo Inwestycji i Rozwoju RP. (2018). *Raportowanie społeczne – kluczowy element CSR/RBC*. Pozyskano z: https://www.gov.pl/web/archiwum-inwestycje-rozwoj/raportowanie-spoleczne (dostęp: 20.04.2023).

Ministerstwo Rozwoju i Technologii. (2023). *Realizacja celów zrównoważonego rozwoju w Polsce. Raport 2023 w ramach programu monitoringu realizacji Agendy 2030*. Pozyskano z: https://www.gov.pl/web/rozwoj-technologia/monitoring-realizacji-agendy-2030 (dostęp: 14.07.2023).

Ministerstwo Rozwoju i Technologii. (2023a). *Zrównoważone finansowanie*. Pozyskano z: https://www.gov.pl/web/rozwoj-technologia/zrownowazone-finansowanie (dostęp: 29.07.2023).

Ministerstwo SWiA. (2022). *Raport Handel Ludźmi*. Pozyskano z: https://www.gov.pl/web/handel-ludzmi/handel-ludzmi-w-polsce-raport-2022. (dostęp: 12.06.2023).

Minus, P. (1998). Wprowadzenie. W P. Minus (red.), *Etyka w biznesie* (s. 8–15). Wydawnictwo Naukowe PWN.

Mitchell, L. i Ramey, W. (2010). Look How Green I am! An Individual-level Explanation for Greenwashing. *Journal of Applied Business and Economics, 12*(6) 40–45. https://papers.ssrn.com/abstract=2409956

Mitchell, R. K., Agle, B. R. i Wood, D. J. (1997). Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defending the Principle of Who and What Really Counts. *Academy of Management Review, 22*(4), 853–886.

Moen, R. i Norman, C. (2009). The History of the PDCA Cycle. Proceedings of the 7th ANQ Congress, Tokyo 2009, September 17. Pozyskano z: chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://elfhs.ssru.ac.th/phusit_ph/pluginfile.php/48/block_html/content/Moen-Norman-2009%20PDCA.pdf (dostęp: 15.09.2023).

Moroney, R. i Trotman, K. T. (2016). Differences in Auditors' Materiality Assessments When Auditing Financial Statements and Sustainability Reports. *Contemporary Accounting Research, 33*(2), 551–575. https://doi.org/10.1111/1911-3846.12162

Moskowitz, M. (1972). Choosing socially responsible stocks. *Business and Society Review*, 1, 71–75.

Moyer, J. D., Verhagen, W., Mapes, B., Bohl, D. K., Xiong, Y., Yang, V. i in. (2022). How many people is the COVID-19 pandemic pushing into poverty? A long-term forecast to 2050 with alternative scenarios. *PLoS ONE, 17*(7), e0270846. https://doi.org/10.1371/journal.pone.0270846

Muller, A. i Krauessl, R. (2011). The Value of Corporate Philanthropy During Times of Crisis: The Sensegiving Effect of Employee Involvement. *Journal of Business Ethics*, (103), 203–220.

Muller, A. R., Pfarrer, M. D. i Little, L. M. (2014). A Theory Of Collective Emphaty In Corporate Philantrophy Decisions. *Academy of Management Review, 39*(1), 1–21.

Murè, P., Spallone, M., Mango, F., Marzioni, S. i Bittucci, L. (2021). ESG and reputation: The case of sanctioned Italian banks. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 28*(1), 265–277. https://doi.org/10.1002/csr.2047

Nagel, S., Hiss, S., Woschnack, D. i Teufel, B. (2017). Between Efficiency and Resilience: The Classification of Companies According to their Sustainability Performance. *Historical Social Research, 42*(1), 189–210. https://doi.org/10.12759/hsr.42.2017.1.189-210

Nardi, L., Zenger, T., Lazzarini, S. G., Cabral, S. (2020). Doing well by doing good, uniquely: The market value of unique CSR strategies. *Academy of Management Proceedings*, (1), 11800.

Nartowski, A. S. (2016). *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW 2016. Podręcznik GPW w Warszawie*. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie.

Narula, R. (2018). Multinational firms and the extractive sectors in the 21st century: Can they drive development? *Journal of World Business, 53*(1), 85–91, doi.org/10.1016/j.jwb.2017.09.004

Nastran, M., Pintar, M., Železnikar, Š. i Cvejić, R. (2022). Stakeholders' Perceptions on the Role of Urban Green Infrastructure in Providing Ecosystem Services for Human Well-Being. *Land, 11*, 299. https://doi.org/10.3390/land11020299

Nawrot, W. (2007). *Exchange – Traded Funds (ETF). Nowe produkty na rynku funduszy inwestycyjnych*. Wydawnictwo CeDeWu.

NBP. (2023). *Szybki Monitoring, 100. edycja*, styczeń. Pozyskano z: https://nbp.pl/publikacje/cykliczne-materialy-analityczne-nbp/szybki-monitoring/ (dostęp: 16.08.2023).

Next Finance. (2014). *BofA Merrill Lynch Global Research Launches Green Bond Index*. Pozyskano z: https://www.next-finance.net/BofA-Merrill-Lynch-Global--Research (dostęp: 14.08.2023).

Niroomand, F., Metghalchi, M. i Hajilee, M. (2020). Efficient market hypothesis: A ruinous implication for Portugese stock market. *Journal of Economics and Finance, 44*(4), 749–763. https://doi.org/10.1007/s12197-020-09514-8

Nita, B. (2007). *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.

Nofsinger, J. R., Sulaeman, J. i Varma, A. (2019). Institutional investors and corporate social responsibility. *Journal of Corporate Finance*, 58, 700–725. https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.07.012

Noga, A. (2009). *Teorie przedsiębiorstw*. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.

Nogalski, B. i Szpitter, A. (2014). Koncepcja sustainability jako determinanta rozwoju przedsiębiorstwa. W I.K. Hejduk, A. Herman (red.), *Dla przyszłości* (s. 196–210). Wydawnictwo Difin.

Nollet, J., Filis, G. i Mitrokostas, E. (2016). Corporate social responsibility and financial performance: A non-linear and disaggregated approach. *Economic Modelling*, 52, 400–407. https://doi.org/10.1016/j.econmod.2015.09.019

Norris, G. i O'Dwyer, B. (2004). Motivating socially responsible decision making: the operation of management controls in a socially responsive organisation. *British Accounting Review*, 36, 173–196.

Nunhes, T. V., Bernardo, M. i Oliveira, O. J. de. (2020). Rethinking the Way of Doing Business: A Reframe of Management Structures for Developing Corporate Sustainability. *Sustainability, 12*(3), 3. https://doi.org/10.3390/su12031177

NYSE. (2023). *NYSE Best Practices for Sustainability Reporting*. Pozyskano z: https://www.nyse.com/esg-guidance

Obłój, K. (2010). *Pasja i dyscyplina strategii. Jak z marzeń i decyzji zbudować sukces firmy*. Poltext.

Obłój, K. (2014). *Strategia organizacji*. Wydanie III zm. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.

Oleksyn, T. (2016). Natura wartości i katalog wartości w zarządzaniu. W A. Herman, T. Oleksyn, I. Stańczyk (red.), *Zarządzanie respektujące wartości. Raport z badań* (s. 222 65). Wydawnictwo Difin.

ONZ. (1948). *Powszechna Deklaracja Praw Człowieka (rezolucja Zgromadzenia Ogólnego ONZ 217 A (III) przyjęta i proklamowana w dniu 10 grudnia 1948 r.)*. Pozyskano z: https://www.unic.un.org.pl/dokumenty/deklaracja.php; Karta praw podstawowych Unii Europejskiej (Dz. Urz. UE 7.6.2016 C 202/02), http://fra.europa.eu/pl/eu-charter/article/5-zakaz-niewolnictwa-i-pracy-przymusowej

ONZ. (1987). *Our Common Future.* World Commission on Environment and Development. Pozyskano z: https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf (dostęp: 17.04.2023).

ONZ. (1991). *Nasza wspólna przyszłość. Raport pod kierunkiem G.H. Brundtland*. Światowa Komisja do Spraw Ochrony Środowiska i Rozwoju ONZ. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.

ONZ. (1995). *World Summit for Social Development*. Copenhagen, Denmark 6–12 March. Pozyskano z: https://www.un.org/esa/socdev/wssd/text-version/index.html

ONZ. (2004). *Who cares wins. Connecting Financial Markets to a Changing World*. Pozyskano z: https://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf. (dostęp: 20.05.2023).

ONZ. (2015). *Rezolucja przyjęta przez Zgromadzenie Ogólne w dniu 25 września 2015 r*. Pozyskano z: https://www.unic.un.org.pl/files/164/Agenda%202030_pl_2016_ostateczna.pdf

ONZ. (2022). *COP 27.* Pozyskano z: https://unfccc.int/process-and-meetings/conferences/sharm-el-sheikh-climate-change-conference-november-2022/five-key-takeaways-from-cop27?gclid=CjwKCAjwlJimBhAsEiwA1hrp5iM2ILQjZ4_RN5xefy1ho4mTm8dr3WXj_f9fuXTJn8CbmQgUwwSeNBoC8gIQAvD_BwE

Orbik, Z. i Zozuľaková, V. (2019). Corporate Social and Digital Responsibility. *Management Systems in Production Engineering, 27*(2) 79–83. https://doi.org/10.1515/mspe-2019-0013

Orlitzky, M. (2005). Payoffs to Social and Environmental Performance. *The Journal of Investing, 14*(3), 48–52.

Orlitzky, M. (2011). Institutional Logics in the Study of Organizations: The Social Construcion of the Relationship between Corporate Social and Financial Performance. *Business Ethics Quaterly*, *21*(3), 409–444.

Orlitzky, M., Schmidt, F.L. i Rynes, S. (2003). Corporate Social and Financial Performance: A Meta-analysis. *Organization Studies, 3*(24), 403–441.

Orłowski, W. M. (2011). Świat do przeróbki. Agora S.A.

Orock, R. T. E. (2013). Less-told stories about corporate globalization: Transnational corporations and CSR as the politics of (ir)responsibility in Africa. *Dialectical Anthropology, 37*(1), 27–50. https://doi.org/10.1007/s10624-013-9293-2

Orzechowski, R. (2008). Wpływ zarządzania IT na budowę wartości przedsiębiorstwa. W A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz (red.), *Value Based Management. Koncepcje, narzędzia, przykłady* (s. 241–367). Poltext.

Österblom, H., Bebbington, R., Blasiak, M. Sobkowiak i Folke, C. (2022). Transnational Corporations, Biosphere Stewardship, and Sustainable Futures. *Annual Review of Environment and Resources, 47*(1), 609–635. https://doi.org/10.1146/annurev-environ-120120-052845

Osuji, O., Ngwu, F. i Jamali, D. (2019). CSR and Sustainable Development Cross-Country Studies. W O. Osuji, F. Ngwu, I D. Jamali (red.), *Corporate Social Responsibility in Developing and Emerging Markets: Institutions, Actors and Sustainable Development* (s. 131–278). Cambridge University Press.

Pakulska, T. i Poniatowska-Jaksch, M. (2009a). *Korporacje transnarodowe a globalne pozyskiwanie zasobów*. Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej.

Pakulska, T. i Poniatowska-Jaksch, M. (2009b). Przedsiębiorstwo a otoczenie w warunkach globalizacji. W K. Kuciński (red.), *Strategie przedsiębiorstw wobec wymogów zrównoważonego rozwoju* (s. 27–78). Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej.

Paliwoda-Matiolańska, A. (2009). *Odpowiedzialność społeczna w procesie zarządzania przedsiębiorstwem*. Wydawnictwo C.H. Beck.

Pan, Y., Weng, R., Xu, N. i Chan, K. C. (2018). The role of corporate philanthropy in family firm succession: A social outreach perspective. *Journal of Banking & Finance*, 88, 423–441. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.01.011

Panfil, M. (2008). Wpływ funduszy venture capital na kreowanie wartości spółki. W A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz (red.), *Value Based Management. Koncepcje, narzędzia, przykłady* (289–317). Poltext.

Panfil, M. (2008a). Wykupy menedżerskie i lewarowanie jako narzędzie tworzenia wartości spółki. W A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz (red.), *Value Based Management. Koncepcje, narzędzia, przykłady* (s. 317–340). Poltext.

Panfil, M. (2011). Wycena przedsiębiorstwa metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych. W M. Panfil, A. Szablewski (red.), *Wycena przedsiębiorstwa. Od teorii do praktyki* (s. 293–322). Poltext.

Panfil, M. i Szablewski, A. (2011). Historia, standardy i techniki wyceny przedsiębiorstwa (2011). W M. Panfil, A. Szablewski (red.), *Wycena przedsiębiorstwa. Od teorii do praktyki* (s. 19–41). Poltext.

Panfil, M. i Szablewski, A. (2014). Wycena a cena akcji. W M. Panfil, A. Szablewski (red.), *Wycena spółek z WIG 30* (s. 22 – 31). Poltext.

Papa, M., Wieczorek-Kosmala, M. i Syty, K. (2023). Does non-financial reporting regulation increase diversity and equal opportunity disclosures? Evidence from Poland. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, *47(2)*, 141–160.

Parmar, B., Freeman, R. E., Harrison, J. S., Wicks, A.C., Purnell L. i De Colle, S. (2010). Stakeholder Theory: The State of the Art. *The Academy of Management Annals, 4*(1), 403–445.

Pavlovich, K. i Corner, D. P. (2014). Conscious Enterprise Emergence: Shared Value Creation Through Expanded Conscious Awareness. *Journal of Business Ethics*, (121), 341–351.

Paździor, A. (2013). *Wycena wartości przedsiębiorstwa w warunkach destabilizacji rynków finansowych*. Wydawnictwo Diifin.

Pedersen, L. H., Fitzgibbons, S. i Pomorski, L. (2021). Responsible investing: The ESG-efficient frontier. *Journal of Financial Economics, 142*(2), 572–597. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.11.001

Pérez, L., Hunt, V., Samandari, H., Nuttall, R. i Biniek, K. (2022). Does ESG really matter—and why? *McKinsey Quarterly*. Pozyskano z: https://www.mckinsey.com/~/media/mckinsey/business%20functions/sustainability/our%20insights/does%20esg%20really%20matter%20and%20why/does-esg-really-matter-and-why-vf.pdf

Petelczyc, J. (2022). The Readiness for ESG among Retail Investors in Central and Eastern Europe. The Example of Poland. *Global Business Review, 23*(6), 6. https://doi.org/10.1177/09721509221114754

Petersen, H. L. i Vredenburg, H. (2009). Morals or Economics? Institutional Investor Preferences for Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 90, 1–14. https://doi.org/10.1007/s10551-009-0030-3.

Pfaff, N., Utermarck, S., Carabia, A. i Altun, O. (2021). *The sustainability disclosure regime of the European Union.* International Capital Market Association. Pozyskano z: chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/The-Sustainability-Disclosure-Regime-of-the-European-Union-ICMA-September-2021-220921.pdf

PFR Green Hub. (2023). Pozyskano z: https://pfr.pl/pfr-green-hub.html (dostęp: 17.08.2023).

Phillips, R. (2003). *Stakeholder Theory and Organizational Ethics*. Berret-Koehler Publishers Inc.

Phillips, R., Freeman, R. E. i Wicks, A. C. (2003). What stakeholder theory is not. *Business Ethics Quarterly, 13*(4), 479–502.

Pictet Report. (2003). *Decomposing SRI, Extracting Value Through Factor Analysis*, Genewa, wrzesień 2003.

Pietrewicz, J. W. (2011). *Ochrona środowiska w warunkach procesów globalizacji*. Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej.

Pietzner, K., Schumann, K. i in. (2011). Public awareness and perceptions of carbon dioxide capture and storage (CCS): Insights from surveys administered to representative samples in six European countries, *Energy Procedia, 4*, 6300-6306. https://doi.org/10.1016/j.egypro.2011.02.645

Piketty, T. (2015). *Ekonomia nierówności*. Wydawnictwo Krytyki Politycznej.

Pioch, J. (2001). Wartość przedsiębiorstwa i jej wycena. W L. Pawłowicz (red.), *Ekonomika przedsiębiorstw. Zagadnienia wybrane* (s. 9–32). Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr.

Piontek, B. (2002). *Koncepcja rozwoju zrównoważonego i trwałego Polski.* Wydawnictwo Naukowe PWN.

Piotrowska, K. (2008). Wpływ fuzji i przejęć na wartość spółki. W A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz (red.), *Value Based Management. Koncepcje, narzędzia, przykłady* (s. 369–395). Poltext.

PKN Olren. (2020). *Raport Zintegrowany 2020*. Pozyskano z: https://raportzintegrowany2020.orlen.pl/nasza-odpowiedzialnosc/strategia-csr/ (dostęp: 15.09.2023).

PKO BP S.A. (2023). Pozyskano z: https://www.pkobp.pl/klienci-indywidualni/pozyczki/ekopozyczka/ (dostęp: 14.08.2023).

Platonova, E., Asutay, M., Dixon, R. i Mohammand, S. (2018). The Impact of Corporate Social Responsibility Disclosure on Financial Performance: Evidence from the GCC Islamic Banking Sector. *Journal of Business Ethics, 151*(2), 451–471. doi.org/10.1007/s10551-016-3229-0

PLGBC. (2023). *Roczny raport 2022*. Pozyskano z: https://plgbc.org.pl/raport-roczny-plgbc-2022-tworzmy-zrownowazone-budynki-dla-wszystkich/ (dostęp: 15.08.2023).

Płoszajski, P. (2012). Ruchomy cel: o konieczności redefinicji teorii i praktyki społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw w warunkach nowej gospodarki. W P. Płoszajski (red.), *Społeczna odpowiedzialność biznesu w nowej gospodarce* (s. 11–27). Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Wydawnictwo Open Links.

Pniewski, K. i Bartoszewic, B. (2008). Kreowanie wartości jako cel nadrzędny. W A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz (red.), *Value Based Management. Koncepcje, narzędzia, przykłady* (s. 49–63). Poltext.

Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych. (2011). *Nota Interpretacyjna nr NI5, Ogólne zasady wyceny przedsiębiorstw*. Pozyskano z: https://pfsrm.pl/aktualnosci/item/68-nota-interpretacyjna-ni5 (dostęp: 3.12.2021)

Polski Komitet Normalizacyjny. (b.d.). *Zarządzanie środowiskowe – normy serii ISO 14000*. Pozyskano z: https://wiedza.pkn.pl/web/wiedza-normalizacyjna/zarzadzanie-srodowiskowe (dostęp: 11.05.2023).

Polski Komitet Normalizacyjny. (2013). ISO 26000 *Guidance on social responsibility Norma Międzynarodowa dotycząca społecznej odpowiedzialności*. Pozyskano z: https://www.pkn.pl/informacje/2013/09/iso-26000

Polskie Stowarzyszenie ESG. (2023). *Raport. Koszty i wyzwania ESG*. Pozyskano z: https://polskiestowarzyszenieesg.pl/raport-koszty-i-wyzwania-esg/ (dostęp: 20.06.2023).

Poniatowska-Jaksch, M. (2013). Przesłanki nowego myślenia strategicznego. W M. Duczkowska-Piasecka, M. Poniatowska-Jaksch M., K. Duczkowska-Małysz (red.), *Model biznesu. Nowe myślenie strategiczne* (s. 21–62). Wydawnictwo Difin.

Porter, M. E. (1994). *Strategia Konkurencji. Metody Analizy Sektorów i Konkurentów*. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.

Porter, M. E. i Kramer, M. R. (2002). The competitive advantage of corporate philanthropy. *Harvard Business Review, 80*(12), 56-68.

Porter, M. E. i Kramer, M. R. (2006). Strategy and Society: The Link Between Competitive Advantage and Corporate Social Responsibility. *Harvard Business Review*, December, 78–92.

Porter, M. E. i Kramer, M. R., (2011). Creating Shared Value. How to reinvent capitalism—and unleash a wave of innovation and growth. *Harvard Business Review, 89*(1/2), 62–67.

Porter, M. E., Kramer, M. i Serafeim, G. (2019). *Where ESG fails. Institutional Investor*. Pozyskano z: https://www.institutionalinvestor.com/article/2bswdin8nvg922puxdzwg/opinion/where-esg-fails.

Potocki, T. (2015). Corporate Social Responsibility in Poland: From Theory to Practice. W S. O. Idowu, R. Schmidpeter, i M. S. Fifka (red.), *Corporate Social Responsibility in Europe: United in Sustainable Diversity* (s. 245–269). Springer International Publishing. https://doi.org/10.1007/978-3-319-13566-3_14

Poznańska, K. (2009). Wzrost i rozwój przedsiębiorstwa. W I. Lichniak (red.), *Nauka o przedsiębiorstwie. Wybrane zagadnienia* (s. 177–178). Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej.

Prahalad, C. K. i Ramaswamy, V. (2005). *Przyszłość konkurencji.* Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.

Prahalad C. K. i Hammond, A. (2002). Serving the World's Poor, Profitability. *Harvard Business Review*, September, 48–57.

Prahalad, C. K. i Hart S. (2002). The Fortune at the Bottom of the Pyramid. *Harvard Business Review*, December, 55–67.

Prahalad, C. K. i Krishnan, M. S. (2010). *Nowa era informacji*. Wydawnictwo Profesjonalne PWN.

Principles for Responsible Investment. (2022). *What are the Principles for Responsible Investment*? Pozyskano z: www.unpri.org/about/the-six-principles (dostęp: 23.09.2022).

Principles for Responsible Investment. (2023a). *Signatory Update. January–March 2023.* Pozyskano z: https://www.unpri.org/download?ac=18691 (dostęp: 29.06.2023).

Principles for Responsible Investment. (2023b). *What is Responsible Investment?.* https://www.unpri.org/introductory-guides-to-responsible-investment/what-is-respoWhatnsible-investment/4780.article (dostęp: 29.05.2023).

Purnell, L. S. i Freeman, R. E. (2012). Stakeholder Theory, Fact/Value Dichotomy, and the Normative Core: How Wall Street Stops the Ethics Conversation. *Journal of Business Ethics, 109*(1), 109–116. https://doi.org/10.1007/s10551-012-1383-6

PwC. (2021). *Raport: ESG – Miecz Demoklesa, czy szansa na strategiczną zmianę?* Pozyskano z: https://www.pwc.pl/pl/pdf-nf/2021/ESG_Miecz_Damoklesa_raport_PwC_2021.pdf (dostęp: 20.04.2023).

PwC. (2023). *Zielone finanse po polsku. Jak ESG zmieni sektor bankowy i finansowanie firm.* Pozyskano z: https://www.pwc.pl/pl/publikacje/zielone-finanse-po-polsku-jak-esg-zmieni-sektor-bankowy-i-finansowanie-firm.html

Rabsztyn, G. (2023). REPowerEU kluczem do uniezależnienia od paliw kopalnych. W L. Kotecki (red.), *Zielone finanse w Polsce* (s. 112–113). Instytut Odpowiedzialnych Finansów.

Rahman, S. (2011). Evaluation of Definitions Ten Dimensions of Corporate Social Responsibility. *World Review of Business Research, 1*(1), 166–176.

Ramchander, S., Schwebach, R. G. i Staking, K. (2012). The Informational Relevance of Corporate Social Responsibility: Evidence from SD 400 Index Reconstructions. *Strategic Management Journal*, (33), 303–314. https://doi.org/10.1002/smj.952

Ramoglou, S., Zyglidopoulos, S. i Papadopoulou, F. (2023). Is There Opportunity Without Stakeholders? A Stakeholder Theory Critique and Development of Opportunity-Actualization. *Entrepreneurship Theory and Practice, 47*(1), 113–141. https://doi.org/10.1177/10422587211043354

Rao, K. i Tilt, C. (2016). Board Composition and Corporate Social Responsibility: The Role of Diversity, Gender, Strategy and Decision Making. *Journal of Business Ethics, 138*(2), 327–347. https://doi.org/10.1007/s10551-015-2613-5

Rappaport, A. (1986). *Creating a Shareholder Value*. The Free Press.

Rees, W. i Rodionova, T. (2015). The Influence of Family Ownership on Corporate Social Responsibility: An International Analysis of Publicly Listed Companies. *Corporate Governance: An International Review, 23*(3), 184–202. https://doi.org/10.1111/corg.12086

Regenerators. (2023). *Invest in a regenerative economy*. Pozyskano z: https://theregenerators.org/action-areas/consume-with-consideration/create-locally-focused-circular-economies/invest-in-a-regenerative-economy/ (dostęp: 20.08.2023).

Remlein, M. (2017). Strategie społecznie odpowiedzialnego inwestowania w polityce inwestycyjnej polskich przedsiębiorstw. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, 88*(1), 541–551.

Remlein, M. (2018). Socially responsible investments in financial statements of Polish public companies. *European Financial and Accounting Journal, 13*(3), 37–54. https://doi.org/10.18267/j.efaj.213

Renneboog, L., Ter Horst, J. i Zhang, C. (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of Banking and Finance, 32*(9), 1723–1742. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.039

Revelli, C. i Viviani, J.-L. (2015). Financial performance of socially responsible investing (SRI): what have we learned? A meta-analysis. *Business Ethics: A European Review, 24*(2), 158–185.

Ricart, J. E., Ángel Rodríguez, M. i Sánchez, P. (2005). Sustainability in the boardroom: An empirical examination of Dow Jones Sustainability World Index leaders. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society, 5*(3), 24–41. https://doi.org/10.1108/14720700510604670

Ricart, J. E., Rodriguez, M. A. i Sanchez, P. (2004). Sustainability in the Boardroom: An empirical examination of Dow Jones Sustanability World Inex Leaders. IESE Business School, Univeristy of Navarra, *Working Paper*, (577), 26.

Rice, A. B. i Schiller, C. (2022). When Values Align: Corporate Philanthropy and Employee Turnover. SSRN Scholarly Paper 4172414. https://doi.org/10.2139/ssrn.4172414

Ricks, Jr. J.M. i Peters, A.C. (2013). Motives, Timing, and Targets of Corporate Philanthropy: A Tripartite Classification Scheme of Charitable Giving. *Business and Society Review*, (118), 3413–436.

Riedl, A. i Smeets, P. (2017). Why Do Investors Hold Socially Responsible Mutual Funds? *The Journal of Finance, 72*(6), 2505–2550. https://doi.org/10.1111/jofi.12547

Robeco. (2020). *Sustainability Report*. Robeco. Pozyskano z: https://www.robeco.com/en-int/insights/2018/08/the-big-book-of-sustainable-investing?z=%5B%2-asearchterm%2a%5D&cmp=se_3_12160&gclid=Cj0KCQjwqs6lBhCxARIsAG8YcDhBmdB56wF12BbaZ-gWmha9H1cZZj4vzB5dx9cRJVAFvayiywJJousa-Ap8eEALw_wcB

Robeco. (2022). https://www.robeco.com/en/key-strengths/sustainable-investing/ (dostęp: 10.03.2023).

Robins, F. (2006). The Challenge of TBL: A responsibility to Whom? *Business and Society Review, 111*(1), 1–14.

Rodriguez, M. A., Ricart J. E. (2002). Towards the Sustainable Business. IESE Universidad Navarra,. *Revista de Antiguos Alumnos*, (86), 26–33.

Rodriguez-Fernandez, M. (2016). Social Responsibility and Financial Performance: The Role of Good Corporate Governance. *BRQ Business Research Quarterly, 19*(2), 137–151. https://doi.org/10.1016/j.brq.2015.08.001

Rogowski, W. i Lipski, M. (2022). Znaczenie informacji niefinansowej w świetle wymogów zrównoważonego rozwoju oraz turbulentnego otoczenia. *Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie, 64*(2), 2. https://doi.org/10.33119/KNoP.2022.64.2.3

Rok, B. (2007). Biznes społecznie odpowiedzialny – teoria i praktyka. W J. Hausner (red.), *Ekonomia społeczna a rozwój* (s. 157–172). MSAP.

Rok, B. (2010). Instytucjonalizacja społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw. Perspektywa teoretyczna i strategia badawcza. W W. Pańkow, B. Rok, M. Strumińska-Kutra, J. Woźniczko (red.), *Oblicza społecznej odpowiedzialności* (s. 19–36). Wydawnictwo Naukowe Scholar.

Rok, B. (2013). *Podstawy odpowiedzialności społecznej w zarządzaniu*. Poltext.

Rok, B. (2013a). Społeczna odpowiedzialność biznesu. W W. Gasparski (red.), *Biznes, etyka, odpowiedzialność* (s. 423–432). Wydawnictwo Profesjonalne PWN.

Roszkowska-Śliż, M. (2012). CSR 2.0, czyli społeczna odpowiedzialność biznesu w czasach Web 2.0. W: P. Płoszajski (red.), *Społeczna odpowiedzialność biznesu w nowej gospodarce* (s. 77–95). Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Wydawnictwo Open Links.

Rozporządzenie 2019/2088 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych. Parlament Europejski i Rada UE. (2019). Pozyskano z: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32019R2088&from=PL

Rozporządzenie 2020/852 z dnia 18 czerwca 2020 r. w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje. Parlament Europejski i Rada UE. (2020). Pozyskano z: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=celex%3A32020R0852

Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 25 maja 2016 r. zmieniające rozporządzenie w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim (Dz.U. 2016 poz. 860). Pozyskano z: https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20160000860 (dostęp: 29.07.2023).

Rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia z dnia 6 marca 2017 r. w sprawie systemu zarządzania ryzykiem i systemu kontroli wewnętrznej, polityki wynagrodzeń oraz szczegółowego sposobu szacowania kapitału wewnętrznego w bankach (Dz.U. 24.03.2017 poz. 637). Pozyskano z: https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20170000637 (dostęp: 12.06.2023).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (WE) nr 1221/2009 z dnia 25 listopada 2009 r. w sprawie dobrowolnego udziału organizacji w systemie ekozarządzania i audytu we Wspólnocie (EMAS). Parlament Europejski i Rada UE. (2009). Pozyskano z: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009R1221&from=PL (dostęp: 21.04.2023).

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady UE 2020/852 z dnia 18 czerwca 2020 r. w sprawie ustanowienia ram ułatwiających zrównoważone inwestycje UE (2020). Pozyskano z: https://eur-lex.europa.eu/legalcontent/PL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32020R0852&from=PL (dostęp: 30.05.2023).

Rudolf, S., Janusz, T., Stos, D. i Urbanek, P. (2002). *Efektywny nadzór korporacyjny*. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.

Ruiz-Blanco, S., Romero, S. i Fernandez-Feijoo, B. (2022). Green, blue or black, but washing–What company characteristics determine greenwashing? *Environment, Development and Sustainability, 24*(3), 4024–4045. https://doi.org/10.1007/s10668-021-01602-x

Rupley, K. H., Brown, D. i Marshall, R. S. (2012). Governance, media and the quality of environmental disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy, 31*(6), 610–640. https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2012.09.002

Russell, J. W. i Brockman, C. M. (2011). Do Shareholders Benefit from Sound Corporate Citizenship? *Review of Business Research, 11*(5), 21–32.

Russo, M. V. i Fouts, P. A. (1997). A resource-based perspective on corporate environmental performance and profitability. *Academy of Management Journal*, (40), 534–559.

Rybak, M. (2004). *Etyka menedżera – społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa*. Wydawnictwo Naukowe PWN.

Rytelewska, G. (2003). Proekologiczne postawy społeczne w warunkach globalizacji a konkurencja na rynkach finansowych. W L. Pawłowicz, R. Wierzba (red.), *Rynki finansowe wobec procesów globalizacji* (s. 235–244). Gdańska Akademia Bankowa przy Instytucie Badań nad Gospodarką Rynkową; CeDeWu.

Saeidi, S. P., Sofian, S., Saeidi, P., Saeidi, S. P. i Saaeidi, S. A. (2015). How does corporate social responsibility contribute to firm financial performance? The mediating role of competitive advantage, reputation, and customer satisfaction. *Journal of Business Research, 68*(2), 341–350. https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2014.06.024

Saiia, D. H., Carroll, A. B. i Buchholtz, A. K. (2003). Philanthropy as strategy: when corporate charity "begins at home". *Business Society*, (42), 169–201.

Salaber, J. (2013). Religion and returns in Europe. *European Journal of Political Economy*, 32, 149–160. https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2013.07.002

Sandberg, J., Juravle, C., Hedesström, T. M. i Hamilton, I. (2009). The Heterogeneity of Socially Responsible Investment. *Journal of Business Ethics, 87*(4), 519–533. https://doi.org/10.1007/s10551-008-9956-0

Santander Bank Polska. (2023). Pozyskano z: https://www.santander.pl/klient-indywidualny/kredyty/kredyt-gotowkowy-z-eko-promocja (dostęp: 14.08.2023).

Saridakis, C., Angelidou, S. i Woodside, A. G. (2020). What type of CSR engagement suits my firm best? Evidence from an abductively-derived typology. *Journal of Business Research, 108*(C), 174–187.

Savitz, A. W. i Weber, K. (2006). *The Triple Bottom Line: How today's best-run companies are achieving economic, social and environmental success and how you can too*. Wiley.

Schalock, R. L., Verdugo, M. i Lee, T. (2016). A systematic approach to an organization's sustainability. *Evaluation and Program Planning*, 56, 56–63. https://doi.org/10.1016/j.evalprogplan.2016.03.005

Scherer, A. G., i Palazzo, G. (2011). The new political role of business in a globalized world: A review of a new perspective on CSR and its implications for the firm, governance, and democracy. *Journal of Management Studies, 48*(4), 899–931. https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2010.00950.x

Schmidt, M. A. i Cracau, D. (2017). A Cross-Country Comparison of the Corporate Social Responsibility Orientation in Germany and Qatar: An Empirical Study among Business Students. *Business & Professional Ethics Journal, 37*(1). https://doi.org/10.5840/bpej201712866

Schnatterly, K., Gangloff, K. A., i Tuschke, A. (2018). CEO Wrongdoing: A Review of Pressure, Opportunity, and Rationalization. *Journal of Management, 44*(6), 2405–2432. https://doi.org/10.1177/0149206318771177

Schneider, A. (2020). Bound to Fail? Exploring the Systemic Pathologies of CSR and Their Implications for CSR Research. *Business & Society, 59*(7), 1303–1338. https://doi.org/10.1177/0007650319856616

Schoenmaker, D. i Schramade, W. (2019). Investing for long-term value creation. *Journal of Sustainable Finance & Investment, 9*(4), 356–377. https://doi.org/10.1080/20430795.2019.1625012

Schönherr, N., Findler, F. i Martinuzzi, A. (2017). Exploring the Interface of CSR and the Sustainable Development Goals. *Transnational Corporation, 24*(3), 33–47.

Schroeder, M. (2007). Is there a Difference? The Performanc Characteristics of SRI Equity Indices. *Journal of Business Finance & Accounting, 34*(1/2), 331–348.

Schwartz, M. S. i Carroll, A. B. (2003). Corporate Social Responsibility: A Three-Domain Approach. *Business Ethics Quarterly*, (13), 503–530.

SEC. (2022). *Response to climate and ESG risks and opportunities*. SEC press release, May 25. Pozyskano z: https://www.sec.gov/news/statement/peirce-statement-esg-052522.

Sedláček, T. (2012). *Ekonomia dobra i zła*. Wydawnictwo Studio EMKA.

Seele, P. i Gatti, L. (2017). Greenwashing Revisited: In Search of a Typology and Accusation-Based Definition Incorporating Legitimacy Strategies. *Business Strategy and the Environment, 26*(2), 239–252. https://doi.org/10.1002/bse.1912

Seo, H., Luo, J. i Kaul, A. (2021). Giving a little to many or a lot to a few? The returns to variety in corporate philanthropy. *Strategic Management Journal, 42*(9), 1734–1764. https://doi.org/10.1002/smj.3309

Serres, C., Hudon, M. i Maon, F. (2022). Social corporations under the spotlight: A governance perspective. *Journal of Business Venturing, 37*(3), 106192. https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2022.106192

Sertore, S. (2022). *15 years of EIB green bonds: leading sustainable investment from niche to mainstream*. Pozyskano z: https://www.eib.org/en/press/all/2022-308-15-years-of-eib-green-bonds-leading-sustainable-investment-from-niche-to-mainstream (dostęp: 15.08.2023).

Serwis Rzeczypospolitej Polskiej. (2019). *Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego*. Pozyskano z: https://www.gov.pl/web/finanse/strategia-rozwoju-rynku-kapitalowego (dostęp: 18.07.2023).

Sethi, P. S. (1975). Dimensions of Corporate S.ocial Performance: An Analytical Framework. *California Management Review, 17*(3), 58–64.

Sethi, P. S. (2005). Investing in Socially Responsible Companies is a Must for Public Pension Funds – Because There is No Better Alternative. *Journal of Business Ethics*, (56), 99–129.

Sharfman, M. P. i Fernando, C. S. (2008). Environmental risk management and the cost of capital. *Strategic Management Journal, 29*(6), 569–592.

Shen, M. i Wang, J. (2022). The Impact of Pro-environmental Awareness Components on Green Consumption Behavior: The Moderation Effect of Consumer Perceived Cost, Policy Incentives, and Face Culture. *Frontiers in Psychology*, 13, 1–13. https://doi.org/10.3389/fpsyg.2022.580823

Shin, J., Moon, J. J. i Kang, J. (2023). Where does ESG pay? The role of national culture in moderating the relationship between ESG performance and financial performance. *International Business Review, 32*(3). https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2022.102071

Siemionek-Ruskań, M. i Fanea-Ivanovici, M. (2023). How Sophisticated is Green Banking in Poland and Romania? A Case Study of Bank Offers. *Journal of Environmental Management and Tourism (JEMT), XIV*(3(67)), 3(67).

Siemionek-Ruskań, M., Lepczyński, B. i Fanea-Ivanovici, M. (2022). A Comparative Analysis of Green Finance Awareness in Poland and Romania. *Journal of Environmental Management and Tourism (JEMT), XIII*(7(63)).

Sikacz, H. (2016). Raportowanie informacji pozafinansowych grup kapitałowych. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, 4*(82/1), 239–250. https://doi.org/10.18276/frfu.2016.4.82/1-20

Sikacz, H. i Wołczek, P. (2017a). Analiza ESG spółek z indeksu RESPECT – podsumowanie badań. *Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie. Polityki Europejskie, Finanse i Marketing, 18*(67). https://doi.org/10.22630/PEFIM.2017.18.67.32

Sikacz, H. i Wołczek, P. (2017b). Analiza raportów informacji niefinansowych spółek z RESPECT Index. *Marketing i Rynek, 11*(CD), 540–552.

Sikacz, H. i Wołczek, P. (2018). Transparentność ujawnianych danych ESG przedsiębiorstw z indeksów giełdowych spółek społecznie odpowiedzialnych z Europy Środkowo-Wschodniej. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 516, 64–75.

Siliverstovs, B. i Duong, M. H. (2006). On the Role of Stock Market for Real Economic Activity: Evidence for Europe (Working Paper 599). *DIW Discussion Papers*. Pozyskano z: https://www.econstor.eu/handle/10419/18492.

Singh, D. S., Kumari, D. A. i Haldar, D. P. (2023). *Digital Disruption and Environmental, Social & Governance*. Book Bazooka Publication.

Singh, J., i Singh, H. (2009). Kaizen philosophy: a review of literature. IUP *Journal of Operations Management, 8*(2), 51.

Siudak, M. (2001). *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*. Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej.

Skoczylas, W. i Niemiec, A. (2007). Mierniki monitorowania wartości przedsiębiorstwa. W W. Skoczylas (red.), *Determinanty i modele wzrostu wartości przedsiębiorstw* (s. 69–113). Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.

Skolimowski, H. (1993). *Filozofia żyjąca. Eko-filozofia jako drzewo życia*. Przekł. J. Wojciechowski. Wydawnictwo Pusty Obłok.

Skrzek-Lubasińska, M., Dyjas-Pokorska, A., Kudrewicz-Roszkowska, M., Makuch, Ł., Stanek-Kowalczyk, A., i Uhl, H. (2011). *Ocena stanu wdrażania standardów społecznej odpowiedzialności biznesu. Zestaw wskaźników społecznej odpowiedzialności w mikro, małych, średnich i dużych przedsiębiorstwach.* Raport PARP. Millward Brown SMG/KRC, PWC, 9 grudnia.

Skuza, S. i Modzelewska, A. (2020). Zielone finanse publiczne w Polsce. Stan obecny i autorskie propozycje zmian. *Zeszyty Prawnicze BAS*, 1, 9–29.

Sky News. (2023). *Wystąpienie Antiono Guterres, Sekretarza Generalnego ONZ*, 28 lipca. Pozyskano z: https://www.youtube.com/watch?v=nWbdXl4XSiI (dostęp: 30.07.2023).

Slager, R., Gond, J.-P. i Moon, J. (2010). What Gets Measured Gets Managed? The Impact of SRI Indices in Responsible Corporate Behaviour. *Academy of Management Annual Meeting Proceeding*, (1), 1–6. https://doi.org/10.5465/ambpp.2010.54493472

Slater, R. (2003). *Kto przewodzi nie musi zarządzać. Jack Welch – strategie prezesa i dyrektora naczelnego General Electric*. Studio EMKA

Sławik, A. i Bialkowski, J. (2021). Do investors respond to changes in the composition of sustainability indices? *Bank i Kredyt 52*(4), 319–338.

Słownik języka polskiego PWN. Pozyskano z: www.pwn.pl (dostęp: 15.03.2022).

Smith, A. (1954). *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*. Wydawnictwo Naukowe PWN.

Smith, C. (1986). Investment banking and the capital acquisition process. *Journal of Financial Economics, 15*(1), 3–29. https://doi.org/10.1016/0304-405X(86)90048-6

Smith, A. (1989). *Teoria uczuć moralnych*. Wydawnictwo Naukowe PWN.

Smith, C. (1994). The New Corporate Philanthropy. *Harvard Business Review*, May–June, 105–116.

Sobolewska, S. (2006). Zarządzanie wiedzą o kliencie źródłem wartości przedsiębiorstwa. W B. Dobiegała-Korona, A. Herman (red.), *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa* (s. 319–337). Wydawnictwo Difin.

Solarz, J. (2006). Wpływ jakości nadzoru korporacyjnego na wartość spółki. W B. Dobiegała-Korona, A. Herman (red.), *Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa* (s. 261–280). Wydawnictwo Difin.

Soma, K., Termeer, C. J. A. M. i Opdam, P. (2016). Informational governance – A systematic literature review of governance for sustainability in the Information Age. *Environmental Science & Policy, 56*, 89–99. https://doi.org/10.1016/j.envsci.2015.11.006

Spence, C. (2007). Social and environmental reporting and hegemonic discourse. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, *20*(6), 855–882.

Spence C., i Thomson I. (2009). Resonance tropes in corporate philanthropy discourse. *Business Ethics: A European Review*, *18*(4), 372–388.

Sroka, R. (red.). (2011). *Odpowiedzialne inwestycje kapitałowe*. Pracodawcy RP.

Sroka, R. (2018). ESG Transparency on the Polish Capital Market. Annales. *Etyka w Życiu Gospodarczym, 21*(2), 2.

Stańczak-Strumiłło, K. (2013). Idea społecznej odpowiedzialności inwestycji w polityce inwestycyjnej polskich funduszy inwestycyjnych. *Zarządzanie i Finanse, 11*(2), 6, 474–488.

Statman, M. (2000). Socially Responsible Mutual Funds. *Financial Analyst Journal, 56*(3), 30–39.

Sternberg, E. (1997). The Defects of Stakeholder Theory. *Corporate Governance: An International Review, 5*(1), 3–10.

Stevens, B. (2013). How Ethical are U.S. Business Executives? A Study of Perceptions. *Journal of Business Ethics*, (117), 361–369.

Stewart, G. B. (1991). *The Quest for Value*. Harper Business.

Stiglitz, J. (2015). *Cena nierówności, W jaki sposób dzisiejsze podziały społeczne zagrażają naszej przyszłości?* Wydawnictwo Krytyki Politycznej.

Stowarzyszenie Pracownia na rzecz Wszystkich Istot. (b.d.). *Filozofia głębokiej ekologii.* Pozyskano z: https://pracownia.org.pl/o-pracowni/filozofia-glebokiej-ekologii (dostęp: 8.04.2023).

Strumińska-Kutra, M. i Woźniczko, J. (2010). Empiryczne wymiary społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw – perspektywa instytucjonalna. *Problemy Zarządzania, 8*(2/28), 71–89.

Su, H.-Y. (2014). Business Ethics and the Development of Intellectual Capital. *Journal of Business Ethics, 119*(1), 87–98. https://doi.org/10.1007/s10551-013-1623-4

Su, W. i Sauerwald, S. (2018). Does Corporate Philanthropy Increase Firm Value? The Moderating Role of Corporate Governance. *Business & Society, 57*(4), 599–635. https://doi.org/10.1177/0007650315613961

Sugai, P. (2021). The Definition, Identification and Eradication of Value Washing. *Journal of Creating Value, 7*(2), 165–169. https://doi.org/10.1177/23949643211032073

Sultana, S., Zulkifli, N. i Zainal, D. (2018). Environmental, Social and Governance (ESG) and Investment Decision in Bangladesh. *Sustainability, 10*(6), 1831. http://dx.doi.org/10.3390/su10061831

Surma, J. (2008). Systemy Business Intelligence we wspomaganiu decyzji zarządczych. W A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz (red.), *Value Based Management. Koncepcje, narzędzia, przykłady* (s. 395–416). Poltext.

Surroca, J., Tribó, J. A. i Waddock, S. (2010). Corporate responsibility and financial performance: The role of intangible resources. *Strategic Management Journal, 31*(5), 463–490. https://doi.org/10.1002/smj.820

Sustainable Stock Exchange Initiative. (2023). *ESG Disclosure Guidance Database*. Pozyskano z: https://sseinitiative.org/esg-guidance-database/ (dostęp: 9.05.2023).

Szablewski, A. (2006). Maksymalizacja wartości a społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw. W A. Szablewski, R. Tuzimek (red.), *Wycena i zarządzanie wartością firmy* (s. 21–60). Poltext.

Szablewski, A. (2008). Budowanie wartości i społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw. W A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz (red.), *Value Based Management. Koncepcje, narzędzia, przykłady* (s. 21–48). Poltext.

Szablewski, A. (2009). Migracja kapitału i wartości w zmieniającej się gospodarce światowej. W A. Szablewski (red.), *Migracja kapitału w globalnej gospodarce* (s. 21–54). Wydawnictwo Difin.

Szablewski, A. (2011). Wycena przedsiębiorstwa metodą zdyskontowanych dywidend. W M. Panfil, A. Szablewski (red.), *Wycena przedsiębiorstwa. Od teorii do praktyki* (s. 324–343). Poltext.

Szablewski, A. (2013). Głęboka zmienność jako nowa normalność w światowej gospodarce. W A. Szablewski (red.), *Zmienność rynków a wartość przedsiębiorstw* (s. 19–40). Poltext.

Szadziewska, A. (2015). Przejrzystość i porównywalność informacji niefinansowych w sprawozdawczości spółek w świetle zmian regulacji unijnych. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego We Wrocławiu*, 396, 141–149.

Szczepankowski, P. (2007). *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*. Wydawnictwo Naukowe PWN.

Szczyt Klimatyczny COP27. (2022). Pozyskano z: https://cop27.eg/#/ (dostęp: 15.07.2022).

Szpringer, W. (2001). *Bezpieczeństwo systemu bankowego. Konkurencja czy współpraca?*. Wydawnictwo Twogger.

Szumniak-Samolej, J. (2012). Druga generacja społecznej odpowiedzialności biznesu. W P. Płoszajski (red.), *Społeczna odpowiedzialność biznesu w nowej gospo-*

darce (s. 55–76). Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Wydawnictwo Open Links.

Szymański, W. (2007). *Czy globalizacja musi być irracjonalna?* Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej.

Szymański, W. (2009). *Kryzys globalny. Pierwsze przybliżenie*. Wydawnictwo Difin.

Szymański, W. (2009a). Kwestia społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw. W I. Lichniak (red.), *Nauka o przedsiębiorstwie. Wybrane zagadnienia* (s. 163–174). Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej.

Szymański, W. (2015). *Świat i Polska wobec wyzwań*. Wydawnictwo Difin.

Ślażyńska-Kluczek, D. (2022). Zielone obligacje jako metoda finansowania projektów inwestycyjnych. *Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie, 63*(1), 33–44.

Środa, M. (2021). *Etyka dla myślących*. Wydawnictwo Czarna Owca.

Światowa Komisja do spraw Ochrony Środowiska i Rozwoju ONZ, Grzelońska, U. i Kolanowska, E. (1991). *Nasza wspólna przyszłość*. Raport pod kierunkiem G. H. Brundtland. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.

Świderska, G. (2007). *Wyzwania dla ekspertów rachunkowości wobec nowych koncepcji raportowania, rachunkowość, wczoraj, dziś i jutro*. Stowarzyszenie Księgowych w Polsce.

Tadesse, S. (2004). The Allocation and Monitoring Role of Capital Markets: Theory and International Evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis, 39*(4), 701–730. https://doi.org/10.1017/S0022109000003185

Tang, Z., Hull, C. E. i Rothenberg, S. (2012). How Corporate Social Responsibility is Pursued Affects Firm Financial Performance. *Journal of Management Studies*, *49*(7), 1274–1303.

Tanimoto, K. (2019). Do multi-stakeholder initiatives make for better CSR? *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society, 19*(4), 704–716. https://doi.org/10.1108/CG-08-2018-0267

Tarczyński, W., Tarczyńska-Łuniewska, M., i Majewski, S. (2020). The value of the company and its fundamental strength. *Procedia Computer Science*, 176, 2685–2694. https://doi.org/10.1016/j.procs.2020.09.331

Taskan, B., Junça-Silva, A., i Caetano, A. (2022). Clarifying the conceptual map of VUCA: A systematic review. *International Journal of Organizational Analysis, 30*(7), 196–217. https://doi.org/10.1108/IJOA-02-2022-3136

Tatarkiewicz, W. (2005). *Historia filozofii*. Tom I, II i III. Wyd. 21. Wydawnictwo Naukowe PWN.

Taufique, K. M. R., Siwar, Ch., Chamhuri, N. i Sarah, F. H. (2016). Integrating General Environmental Knowledge and Eco-Label Knowledge in Understanding Ecologically Conscious Consumer Behavior. *Procedia Economics and Finance*, *37*, 39–45. https://doi.org/10.1016/S2212-5671(16)30090-9

TCFD. (2017). *TCFD recommendations*. Pozyskano z: https://www.fsb-tcfd.org/recommendations/ (dostęp: 26.05.2023).

Terebelski, M. (2011). Inwestowanie w wartość. W A. Adamska, A. Fierla (red.), *Inwestowanie. Instrumenty klasyczne i alternatywne* (s. 15–40). Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej.

Ternes, B. (2018). Groundwater Citizenship and Water Supply Awareness: Investigating Water-Related Infrastructure and Well Ownership. *Rural Sociology*, (83), 347–375. https://doi.org/10.1111/ruso.12179

Think Co. (2022). *Odpowiedzialne inwestycje. ESG na rynku nieruchomości*. Pozyskano z: https://thinkco.pl/raport-odpowiedzialne-inwestycje/(dostęp: 14.08.2023).

Thomas, A. (2001). Corporate environmental policy and abnormal stock price returns: an empirical investigation. *Business Strategy and the Environment, 10*(3), 125–134.

Thompson, J. D. (1967). *Organizations in Action*. McGraw-Hill.

Threlfall, R., King, A., Shulman, J. i Bartels, W. (2020). *The time has come. The KPMG Survey of Sustainability Reporting 2020*. KPMG International. Pozyskano z: https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2020/11/the-time-has-come.pdf (dostęp: 8.05.2022).

Titan, A. G. (2015). The Efficient Market Hypothesis: Review of Specialized Literature and Empirical Research. *Procedia Economics and Finance*, 32, 442–449. https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)01416-1

Toffler, A. (1997). *Trzecia fala*. Państwowy Instytut Wydawniczy

Tomaszewski, J. (2007). Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA. W A. Szelągowska (red.), *Instytucje rynku finansowego w Polsce* (s. 331–348). Wydawnictwo CeDeWu.

Trinks, P. J., i Scholtens, B. (2017). The Opportunity Cost of Negative Screening in Socially Responsible Investing. *Journal of Business Ethics, 140*(2), 193–208. https://doi.org/10.1007/s10551-015-2684-3

Trinks, A., Scholtens, B., Mulder, M. i Dam, L. (2018). Fossil Fuel Divestment and Portfolio Performance. *Ecological Economics*, *146*, 740–748. https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2017.11.036

Trompenaars, A. i Hampden-Turner, Ch. (2002). *Siedem wymiarów kultury*. Oficyna Ekonomiczna Wolters Kluwer.

Tsalikis, J. (2011). The Business Ethics Index as a Leading Economic Indicator. *Journal of Business Ethics*, (99), 519–525.

Tsalikis, J. i Seaton, B. (2006). Business Ethics Index: Measuring Consumer Sentiments Toward Business Ethical Practices. *Journal of Business Ethics*, (64), 317–326.

Tsalikis, J. i Seaton, B. (2007). The International Business Ethics Index: European Union. *Journal of Business Ethics, 75*(3), 229–238.

Tsang, A., Frost, T., i Cao, H. (2023). Environmental, Social, and Governance (ESG) disclosure: A literature review. *The British Accounting Review***,** *55*(1), Article 1. https://doi.org/10.1016/j.bar.2022.101149

Tsoutsoura, M. (2004). Corporate Social Responsibility and Financial Performance. *Working Paper Series,* 7, Center for Responsible Business, University of California. Pozyskano z: http://repositories.cdlib.org/crb/wps/7 (dostęp: 13.04.2021).

Tudler, R. i Zwart, A. (2006). *International Business Society – Management. Linking corporate responsibility and globalization*. Routledge.

Tylec, A. (2022). ESG reporting framework in Poland – the current and perspectives. *Zeszyty Naukowe. Organizacja i Zarządzanie / Politechnika Śląska*, 157. https://doi.org/10.29119/1641-3466.2022.157.39

UK Bribery Act. (2010). Pozyskano z: https://www.gov.uk/government/publications/bribery-act-2010-guidance (dostęp: 18.08.2022).

UNFCCC. (1997). Protokół z Kioto do Ramowej Konwencji Narodów Zjednoczonych w sprawie zmian klimatu, sporządzony w Kioto dnia 11 grudnia 1997 r. (Dz.U. 2005 Nr 203 poz. 1684). Pozyskano z: https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=wdu20052031684

UNEP. (2013). Frequently Asked Questions on Corporate Sustainability Reporting. Tackling the big questions around the global corporate sustainability reporting agenda. Pozyskano z: https://wedocs.unep.org/bitstream/handle/20.500.11822/26171/FAQ_Corporate_Sustainability.pdf?sequence=1&isAllowed=y (dostęp: 9.04.2024).

Ustawa z dnia 20 lipca 1991 r. o Inspekcji Ochrony Środowiska (Dz.U. 1991 Nr 77 poz. 335; Dz.U. 2013 poz. 686, 888; 2014 poz. 1101; 2015 poz. 277, 671, 881, 1223, 1434, 1688).

Ustawa z dnia 15 lipca 2011 r. o krajowym systemie ekozarządzania i audytu (EMAS) (Dz.U. 2015 Nr 178 poz. 1060).

Ustawa z dnia 9 listopada 2000 r. o rachunkowości (Dz.U. 2000 Nr 113 poz. 1186).

Ustawa z dnia 13 kwietnia 2007 r. o zapobieganiu szkodom w środowisku i ich naprawie (tekst pierwotny Dz.U. 2007 Nr 75 poz. 493, z późn.i zm.).

Ustawa z dnia 15 grudnia 2016 r. o zmianie ustawy o rachunkowości (Dz.U. 2017 poz. 61). Pozyskano z: https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20170000061 (dostęp: 2.09.2023).

Ustawa z dnia 16 kwietnia 2004 r. o ochronie przyrody (t. pierwotny Dz.U. 2004 Nr 92 poz. 880, z późniejszymi zmianami).

Ustawa z dnia 17 lipca 2009 r. o systemie zarządzania emisjami gazów cieplarnianych i innych substancji (tekst pierwotny Dz.U. 2009 Nr 130 poz. 1070, z późn. zm.).

Ustawa z dnia 2 lipca 2004 r. o swobodzie działalności gospodarczej (Dz.U. 2004 Nr 173 poz. 1807

Ustawa z dnia 22 grudnia 2004 r. o handlu uprawnieniami do emisji do powietrza gazów cieplarnianych i innych substancji.

Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 – Kodeks cywilny (Dz.U. 1964 Nr 16 poz. 93).

Ustawa z dnia 27 kwietnia 2001 roku – Prawo ochrony środowiska (Dz.U. 2001 Nr 62 poz. 627 i jej nowelizacje: Dz.U. 2006, Nr 129, poz. 902; Dz.U. 2013 poz. 1232, 1238; Dz.U. 2014 poz. 40, 47, 457, 822, 1101, 1146, 1322, 1662; Dz.U. 2015 poz. 122, 151, 277, 478, 774, 881, 933, 1045, 12231434, 1593, 1688, 1936, 2278).

Ustawa z dnia 29 czerwca 2007 r. o międzynarodowym przemieszczaniu odpadów (tekst pierwotny Dz.U. 2007 Nr 124 poz. 859 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. 2005 Nr 183 poz. 1538).

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o zużytym sprzęcie elektrycznym i elektronicznym (tekst pierwotny Dz.U. 2005 Nr 180 poz. 1495 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 3 października 2008 r. o udostępnianiu informacji o środowisku i jego ochronie, udziale społeczeństwa w ochronie środowiska oraz o ocenach oddziaływania na środowisko (tekst pierwotny Dz.U. 2008 Nr 199 poz. 1227 z późn. zm.).

Ustawa z dnia 6 lipca 2001 r. o zachowaniu narodowego charakteru strategicznych zasobów naturalnych kraju (tekst pierwotny Dz.U. 2001 Nr 97 poz. 1051 z późn. zm.).

van Beurden, P. i Gössling, T. (2008). The Worth of Values – A Literature Review on the Relation Between Corporate Social and Financial Performance. *Journal of Business Ethics, 82*(2), 407–424. https://doi.org/10.1007/s10551-008-9894-x

van Duuren, E., Plantinga, A., i Scholtens, B. (2016). ESG Integration and the Investment Management Process: Fundamental Investing Reinvented. *Journal of Business Ethics, 138*(3), 525–533. https://doi.org/10.1007/s10551-015-2610-8

Velasquez, M. G. (2012). *Business Ethics: Concepts and Cases*. Pearsons.

Visser, W. (2010). The Age of Responsibility: CSR 2.0 and the New DNA of Business. *Journal of Business Systems, Governance and Ethics, 5*(3), 7–22.

Viviers, S., i Eccles, N. S. (2012). 35 years of socially responsible investing (SRI) research: General trends over time. *South African Journal of Business Management, 43*(4), 4. https://doi.org/10.4102/sajbm.v43i4.478

Vo, N., Liu, S. i Xu, G. (2019). Deep learning for decision making and the optimization of socially responsible investments and portfolio. *Decision Support Systems*, 124, 113097.

Vos, J. (2009). Actions Speak Louder than Words: Greenwashing in Corporate America. *Notre Dame Journal of Law, Ethics & Public Policy*, 23, 673.

Waddock, S. i McIntosh, M. (2011). Business Unusual: Corporate Responsibility in a 2.0 World. *Business and Society Review, 116*(3), 303–330.

Walczak, M. (2023). Zielony wehikuł dla innowacji zmieniających świat. W L. Kotecki (red.), *Zielone finanse w* Polsce (s. 116–117). Instytut Odpowiedzialnych Finansów.

Walker, M. i Kent, A. (2013). The Roles of Credibility and Social Consciousness in the Corporate Philanthropy-Consumer Behavior Relationship. *Journal of Business Ethics*, (116), s. 341–353.

Walton, C. C. (1967). *Corporate social responsibilities*. Wadsworth.

Walton, M. (1988). *The Deming Management Method: The Bestselling Classic for Quality Management!* Penguin.

Wang, H. i Choi, J. (2013). A New Look at the Corporate Social–Financial Performance Relationship: The Moderating Roles of Temporal and Interdomain Consistency in Corporate Social Performance. *Journal of Management, 39*(2), 416–441. https://doi.org/10.1177/0149206310375850

Wang, H., Choi, J. i Li, J. (2008). Too Little or Too Much? Untangling the Relationship Between Corporate Philanthropy and Firm Financial Performance. *Organization Science, 19*(1), 143–159. https://doi.org/10.1287/orsc.1070.0271

Wang, J., i Wang, X. (2021). COVID-19 and financial market efficiency: Evidence from an entropy-based analysis. *Finance Research Letters*, 42, 101888. https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101888

Wang, L., Qi, J. i Zhuang, H. (2023). Monitoring or Collusion? Multiple Large Shareholders and Corporate ESG Performance: Evidence from China. *Finance Research Letters*, 53, 103673. https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.103673

Wang, S. (2014). On the Relationship between CSR and Profit. *Journal of Business Ethics, 7*(1), 51–57.

Wang, X., Zhang, Z., i Jia, M. (2021). Community norms and corporate philanthropy: The moderating role of women on board of directors. *International Journal of Manpower, 43*(5), 1239–1264. https://doi.org/10.1108/IJM-03-2020-0118

Wang, Y., Lu, T. i Qiao, Y. (2021). The effect of air pollution on corporate social responsibility performance in high energy-consumption industry: Evidence from Chinese listed companies. *Journal of Cleaner Production, 280*(1), 124345. https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2020.124345

Wang, Z., i Sarkis, J. (2017). Corporate social responsibility governance, outcomes, and financial performance. *Journal of Cleaner Production*, 162, 1607–1616. https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2017.06.142

Watrick, S.L i Cochran, P.L. (1985). The Evolution of the Corporate Social Performance Model. *Academy of Management Review, 10*(4), 758–769.

Wawrzyniak, B. (2000). Nadzór korporacyjny: perspektywa badań. *Organizacja i Kierowanie*, (2), 17–38.

WBCSD. (2021). *Vision 2050: Time to Transform*. Pozyskano z: https://www.wbcsd.org/Overview/About-us/Vision-2050-Time-to-Transform (dostęp: 20.05.2023).

Weber, M. (2008). The business case for corporate social responsibility: A company-level measurement approach for CSR. *European Management Journal, 26*(4), 247–261.

Wei, J., Ouyang, Z., i Chen, H. (Allan). (2018). CEO characteristics and corporate philanthropic giving in an emerging market: The case of China. *Journal of Business Research*, 87, 1–11. https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.02.018

Weihrich, H., Cannice, M. V. i Koontz, H. (2010). *Management. A Global and Entrepreneurial Perspective*. 12th Edition. Tata Mac Grow-Hill.

Westveer, J., Freeman, R., McRae, L., Marconi, V., Almond, R. E. A. i Grooten, M. (2022). *A Deep Dive into the Living Planet Index: A Technical Repo*rt. WWF, Gland.

Wheeler, D. i Sillanpaa, M. (1997). *The Stakeholder Corporation: A Blueprint for Maximizing Stakeholder Value*. Pitman Publishing.

Wheeler, D., Colbert, B. i Freeman, R. E. (2003). Focusing on Value: Reconciling Corporate Social Responsibility, Stakeholder Theory and Sustainability in a Network World. *Journal of General Management, 28*(3), 1–28.

Whelan, T., Atz, U., Van Holt, T. i Clark, C. (2021). ESG and financial performance: Uncovering the relationship by aggregating evidence from 1,000 plus studies published between 2015–2020. *NYU Stern Center for Sustainable Business*. Pozyskano z: https://www.stern.nyu.edu/sites/default/files/assets/documents/NYU-RAM_ESG-Paper_2021%20Rev_0.pdf (dostęp: 19.09.2023).

White, L. J. (2010). Markets: The Credit Rating Agencies. *Journal of Economic Perspectives, 24*(2), 211–226. https://doi.org/10.1257/jep.24.2.211

Widyawati, L. (2020). A systematic literature review of socially responsible investment and environmental social governance metrics. *Business Strategy and the Environment, 29*(2), 2. https://doi.org/10.1002/bse.2393

Wilburn, K. M. i Wilburn, R. (2011). Achieving Social Licence to Operate Using Stakeholder Theory. *Journal of International Business Ethics, 4*(2), 3–16.

Wirtz, J., So, K. K. F., Mody, M. A., Liu, S. Q., i Chun, H. H. (2019). Platforms in the peer-to-peer sharing economy. *Journal of Service Management, 30*(4), 452–483. https://doi.org/10.1108/JOSM-11-2018-0369

Wiśniewska, J. (2015). Weryfikacja danych pozafinansowych w raportach CSR polskich spółek. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 396, 159–168.

Wolska, M. i Czerwonka, M. (2013). Społecznie odpowiedzialne inwestowanie – Analiza rentowności funduszy SRI w Polsce. *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Szkoła Główna Handlowa*, 126, 9–22.

Wood D. J. (1991). Corporate Social Performance Revisited. *Academy of Management Review, 16*(4), 691–718.

World Bank. (b.d.). *Environmental and Social Standards (ESS).* Pozyskano z: https://projects.worldbank.org/en/projects-operations/environmental-and-social-framework/brief/environmental-and-social-standards (dostęp: 20.07.2023).

World Bank. *Measuring Poverty* (ostatnia aktualizacja: 14.12.2023). Pozyskano z: https://www.worldbank.org/en/topic/measuringpoverty (dostęp: 28.03.2024).

World Bank. *Poverty* (ostatnia aktualizacja: 19.03.2024). Pozyskano z: http://www.worldbank.org/en/topic/poverty/overview (dostęp: 25.03.2024).

World Inequality Lab. (2023). *Word Inequality Report 2022*. Pozyskano z: https://wir2022.wid.world/www-site/uploads/2023/03/D_FINAL_WIL_RIM_RAPPORT_2303.pdf (dostęp: 15.09.2023).

Wójcik-Jurkiewicz, M. (2017). Role of CSR reporting. Evidence from Poland. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, 94.

Wójcik-Jurkiewicz, M. (2020). Raportowanie niefinansowe banków z perspektywy społecznie odpowiedzialnej – przykłady z WIG-ESG. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości, 108*(164), 207–228.

Wójcik-Jurkiewicz, M., i Sadowska, B. (2018). Non-financial reporting standards and evaluation of their use illustrated with example of Polish listed companies. *European Journal of Service Management*, *27*(3/2), 3/2.

Wu, L., Shao, Z., Yang, C., Ding, T. i Zhang, W. (2020). The Impact of CSR and Financial Distress on Financial Performance – Evidence from Chinese Listed Companies of the Manufacturing Industry. *Sustainability, 12*(17), 6799. https://doi.org/10.3390/su12176799

Yang, Z., Nguyen, T. T. H., Nguyen, H. N., Nguyen, T. T. N., i Cao, T. T. (2020). Greenwashing behaviours: Causes, taxonomy and consequences based on a systematic literature review. *Journal of Business Economics and Management, 21*(5), 5. https://doi.org/10.3846/jbem.2020.13225

Yen-Yen, Y. (2019). The Value Relevance of ESG Disclosure Performance In Influencing The Role of Structured Warrants in Firm Value Creation. *Polish Journal of Management Studies*, *20*(1), 1. https://doi.org/10.17512/pjms.2019.20.1.40

Yuan, Y., Tian, G., Lu, L. Y. i Yu, Y. (2019). CEO Ability and Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics, 157*(2). Thematic Symposium: Corporate Social Responsibility and Employees, 391–411.

Zadek, S. (2004). The Path to Corporate Responsibility. *Harvard Business Review*, (12), 125–132.

Zammit, A. (2003). *Development at risk: rethinking UN-business partnerships*. United Nations Research Institute for Social Development, South Centre.

Zalega, K. (2003). Nadzór bankowy i corporate governance a konkurencyjność sektora bankowego. *Bank i Kredyt*, lipiec, 47–55.

Zalewska, A. (2021). *Coraz więcej funduszy ESG*. Pozyskano z: https://www.analizy.pl/tylko-u-nas/27824/coraz-wiecej-funduszy--esg (dostęp: 14.07.2023).

Zapłata, S. i Kaźmierczak, M. (2011). *Ryzyko, ciągłość biznesu, odpowiedzialność społeczna. Nowoczesne koncepcje zarządzania*. Oficyna Wydawnicza Wolters Kluwer Business.

Zaremba, U. (2023). Strong ESG Risk Management as a Way to Improve Organisational Resilience in Times of Crisis: An Analysis of WIG-ESG Index Constituents. *Financial Sciences. Nauki o Finansach, 28*(1), 1. Pozyskano z: https://journals.ue.wroc.pl/fins/article/view/139

Zarządzenie Nr 38 Prezesa Rady Ministrów z dnia 8 maja 2009 r. Pozyskano z: www.mg.gov.pl/Wspieranie+przedsiebiorczosci/Zrownowazony+rozwoj/Spoleczna+Odpowiedzialnosc+Przedsiebiorstw+CSR/Zespol+CSR (dostęp: 24.03.2015).

Zarzecki, D. (1999). *Metody wyceny przedsiębiorstw*. Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce.

Zarzecki, D. (2002). *Zarządzanie finansami. Klasyczne zasady, nowoczesne narzędzia*. Uniwersytet Szczeciński.

Zespół BGK. (2023). Finansowanie w formule Sustainability Linked katalizatorem zrównoważonej transformacji w realnej gospodarce. W L. Kotecki (red.), *Zielone finanse w Polsce* (s. 110–111). Instytut Odpowiedzialnych Finansów.

Zhang, Y., Wang, H., i Zhou, X. (2020). Dare to Be Different? Conformity Versus Differentiation in Corporate Social Activities of Chinese Firms and Market Responses. *Academy of Management Journal*, *63*(3), 717–742. https://doi.org/10.5465/amj.2017.0412

Zhao, C., Guo, J., i Qu, X. (2021). Stock market reaction to corporate philanthropic response and silence: Does charity style matter? *Applied Economics Letters*, *28*(16), 1344–1350. https://doi.org/10.1080/13504851.2020.1814943

Zieliński, M. (2015). Wpływ realizacji koncepcji CSR na wycenę spółek akcyjnych. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 401, 642–650.

Zioło, M., Spoz, A., Bak, I., Cheba, K. i Filipiak, B. Z. (2020). *Environmental, Social and Governance Risk in Public and Private Financial Systems: Fuzzy Cognitive Mapping Comparative Analysis*. Proceedings of the 2020 2nd International Conference on Management Science and Industrial Engineering, 31–38. https://doi.org/10.1145/3396743.3396752

Zumente, I. i Bistrova, J. (2021). ESG Importance for Long-Term Shareholder Value Creation: Literature vs. Practice. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity, 7*(2), 2. https://doi.org/10.3390/joitmc7020127

Zumente, I., i Lace, N. (2021). ESG Rating—Necessity for the Investor or the Company? *Sustainability, 13*(16), 16. https://doi.org/10.3390/su13168940

Zumente, I., Lace, N., i Bistrova, J. (2020). ESG disclosure patterns in the Baltics. *Business and Management,* 28–37. https://doi.org/10.3846/bm.2020.484

Zyznyrska-Dworczak, B. (2016). Rozwój sprawozdawczości niefinansowe a możliwości jej zewnętrznej weryfikacji. *Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach*, (285), 218–227.

Żak, K. (2022). Environmental Reporting as an Imperative of the Esg Standard. Scientific Papers of Silesian University of Technology. *Organization & Management/Zeszyty Naukowe Politechniki Slaskiej. Seria Organizacji i Zarzadzanie*, 163. https://doi.org/10.29119/1641-3466.2022.163.45

Żądło, K. (2009). Budowa kapitału zaufania. W A. Szablewski (red.), *Zmienność rynków a wartość przedsiębiorstw* (s. 181–208). Poltext.

Żemigała, M. (2007). *Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa*. Oficyna Wydawnicza Wolters Kluwer Business.

Żemigała, M. (2012). Controversies Over Corporate Social Responsibility. *Human Resources Management & Ergonomics*, *VI*(2), 118–128.

Żemigała, M. (2017). Application of Social Responsibility standards in Poland and the World. *Ekonomia i Prawo. Economics and Law*, *16*(2), 229–240.

Spis rysunków

Rysunek 1. Motywy CSR na multipoziomach analizy 15
Rysunek 2. Piramida społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw 21
Rysunek 3. Model Społecznej Efektywności Przedsiębiorstwa Watricka i Cochrana 24
Rysunek 4. Model Społecznej Efektywności Przedsiębiorstwa Wood 24
Rysunek 5. Koncepcja obywatelstwa korporacyjnego 25
Rysunek 6. Model Zintegrowanego Tworzenia Wartości (IVC) 39
Rysunek 7. Czynniki wpływające na postawy etyczne menedżerów i pracowników 63
Rysunek 8. Zależność między etyką a prawem 66
Rysunek 9. Graficzny Model Decyzji Etycznych 66
Rysunek 10. Typologia interesariuszy 72
Rysunek 11. Przedsiębiorstwo i jego interesariusze 73
Rysunek 12. Piramida społecznej licencji przedsiębiorstw do działania 74
Rysunek 13. 17 Celów Zrównoważonego Rozwoju ONZ 79
Rysunek 14. Trzy wymiary zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstwa..... 81
Rysunek 15. Filantropia a konwergencja interesów 88
Rysunek 16. Teoretyczne ramy kreowania wartości poprzez CSR 111
Rysunek 17. Wspólne działania CSR dla różnych interesariuszy (a) i korzyści CSR wynikające z różnych źródeł zwiększania wartości (b) 113
Rysunek 18. Związek między zrównoważonym rozwojem, CSR i ESG..... 128
Rysunek 19. Wybrane etykiety Standardy Zrównoważonego Rozwoju (VVS).... 135
Rysunek 20. Diagram Ego–Eco – ludzkość jako część ekosystemu (Lehmann, 2019) 136
Rysunek 21. Społeczne środowisko przedsiębiorstwa 137
Rysunek 22. Organizacja i obszary jej makrootoczenia 139
Rysunek 23. Zmienność, złożoność i niepewność otoczenia 141
Rysunek 24. Równość, równość szans i sprawiedliwość 142
Rysunek 25. Model zrównoważonego ładu korporacyjnego 150
Rysunek 26. Przegląd zrównoważonych rozwiązań finansowych..... 184
Rysunek 27. Skumulowany wolumen instrumentów dłużnych GSS+ na koniec pierwszego kwartału 2023 roku 186

Rysunek 28. Standardy sprawozdawcze spółek giełdowych (w %) 206
Rysunek 29. Zestawienie wyników MSCI KLD Social Index oraz MSCI USA IMI Index w okresie od 1 sierpnia 2010 r. do 31 stycznia 2023 roku 221
Rysunek 30. Kreowanie wartości a potencjał interesariuszy 232
Rysunek 31. Wartość przedsiębiorstwa dla wszystkich interesariuszy poprzez CSR 247
Rysunek 32. Paradygmat wartości przedsiębiorstwa 248
Rysunek 33. Wartość klienta a wartość przedsiębiorstwa. 251
Rysunek 34. Odsetek polskich firm posiadających politykę zarządzania wykorzystaniem nośników energii 258
Rysunek 35. Odsetek polskich firm badających ślad węglowy generowany swoją działalnością 258
Rysunek 36. Odsetek firm uzyskujących z OZE znaczące pokrycie zapotrzebowania na energię elektryczną i cieplną 259
Rysunek 37. Notowania RESPECT Index oraz indeksu WIG-20 na przestrzeni 10 lat: 2009–2019 272
Rysunek 38. Notowania indeksu WIG-ESG w okresie od 1 stycznia 2020 r. do 31 grudnia 2022 roku 279
Rysunek 39. Rynek SRI w Polsce – ramowy schemat 284
Rysunek 40. Standardy i normy raportowania niefinansowego stosowane przez przedsiębiorstwa w Polsce 301
Rysunek 41. Cykl kreowania wartości w wymiarze ekonomicznym, społecznym i środowiskowym dla wszystkich interesariuszy 322

Spis tabel

Tabela 1. Różnice pomiędzy społeczną odpowiedzialnością a społecznym reagowaniem przedsiębiorstw ... 23
Tabela 2. Zaangażowanie społeczne przedsiębiorstw – podejście strategiczne według Portera i Kramera ... 31
Tabela 3. Pięć etapów nauki organizacji ... 34
Tabela 4. Kroki milowe w rozwoju koncepcji społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw (CSR) ... 48
Tabela 5. Rozwój akceptacji koncepcji CSR w Polsce ... 50
Tabela 6. Triple Bottom Line – obszary kreowania wartości ... 83
Tabela 7. Zasady prowadzenia działalności gospodarczej przyjęte podczas obrad Okrągłego Stołu z Caux ... 94
Tabela 8. Dziesięć zasad Global Compact ... 97
Tabela 9. Etapy oceny kreowania wartości poprzez CSR ... 111
Tabela 10. Przykłady najczęściej stosowanych czynników ESG ... 120
Tabela 11. Makrootoczenie przedsiębiorstwa ... 138
Tabela 12. Globalne zrównoważone aktywa inwestycyjne (w latach 2016, 2018, 2020, w mld USD) ... 170
Tabela 13. Inwestycje społecznie odpowiedzialne w wybranych krajach europejskich w 2017 roku (w mln euro) ... 171
Tabela 14. Wzrost zrównoważonych aktywów inwestycyjnych według regionu w walucie lokalnej w latach 2014–2020 (w mld) ... 172
Tabela 15. Kroki milowe procesu rozwoju inwestycji ESG ... 175
Tabela 16. Włączenie czynników ESG w istniejących praktykach inwestycyjnych ... 177
Tabela 17. Siedem kryteriów strategii inwestowania SRI według Eurosif ... 180
Tabela 18. Kryteria strategii inwestowania SRI w wybranych krajach europejskich w poszczególnych kategoriach strategii inwestycyjnych w 2017 roku (w mln euro) ... 182
Tabela 19. Instrumenty dłużne GSS+ w I kwartale 2023 r. oraz kumulacyjnie od 2006 roku ... 186
Tabela 20. Dziesięciu największych emitentów zielonych obligacji w I połowie 2023 roku ... 188
Tabela 21. Wybrane, wiodące indeksy ESG na świecie ... 192

Tabela 22. Charakterystyka raportowania ESG 200
Tabela 23. Ujawnianie *versus* raportowanie ESG 203
Tabela 24. Porównanie zasad dyrektyw NFRD oraz CSRD 211
Tabela 25. Grupy standardów ESRS 213
Tabela 26. Wyniki MSCI KLD Social Index oraz MSCI USA IMI Index na dzień 31 stycznia 2023 roku 220
Tabela 27. Kamienie milowe w rozwoju teorii wartości przedsiębiorstwa..... 228
Tabela 28. Generatory wartości przedsiębiorstwa 249
Tabela 29. Cele wyceny przedsiębiorstwa w kontekście potrzeb procesu zarządzania 252
Tabela 30. Skład 12 edycji RESPECT Index Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2009–2019..... 265
Tabela 31. Obszary ratingu ankiety RESPECT Index w latach 2009–2012..... 268
Tabela 32. Obszary ankiety działalności spółek RESPECT Index 270
Tabela 33. Skład indeksu WIG-ESG na dzień 2 stycznia 2023 roku 276
Tabela 34. Kluczowe założenia indeksów RESPECT i WIG-ESG notowanych na GPW w Warszawie 278
Tabela 35. Stopy zwrotu WIG-ESG oraz wiodących indeksów GPW w Warszawie na dzień 31 stycznia 2023 roku 279
Tabela 36. Rynek inwestycji SRI w Polsce w 2015 oraz 2017 roku w poszczególnych kategoriach strategii inwestycyjnych 282
Tabela 37. Zielone obligacje korporacyjne – Warsaw Sustainable Segment na GPW w Warszawie (1 września 2023 r.)..... 290
Tabela 38. Kluczowe elementy raportowania ESG wg GPW w Warszawie (2021) . 306
Tabela 39. Podstawowe wskaźniki „Wytycznych do raportowania ESG” 307

Streszczenie

Monografia *Od społecznej odpowiedzialności do ESG w zarządzaniu. Wybrane aspekty* została poświęcona problematyce społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw z perspektywy uwzględniania kryteriów ekologicznych, społecznych i zarządczych (kryteriów ESG) wobec potrzeb i oczekiwań interesariuszy. Publikacja zarysowuje rozwój idei społecznej odpowiedzialności i jej implementacji, zwłaszcza w kontekście integracji czynników ESG przez przedsiębiorstwa i rynki kapitałowe. Przedstawiono w niej aktualne informacje i wyniki badań, a także najnowsze wytyczne dotyczące raportowania niefinansowego. Szczególny nacisk położono na ewolucję integracji czynników ESG na rynku polskim, uwzględniając aspekty takie jak inwestowanie społecznie odpowiedzialne, indeksy ESG na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie oraz obecny stan raportowania niefinansowego w Polsce. Korzystając z różnych metod badawczych, publikacja zapewnia kompleksowy zbiór analiz na temat roli i znaczenia koncepcji CSR oraz wymiarów ESG, służąc jako źródło wiedzy zarówno dla teoretyków, jak i praktyków zarządzania.

Słowa kluczowe: społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw, CSR, ESG, SRI, indeks ESG, rynek kapitałowy, wartość, raportowanie niefinansowe.

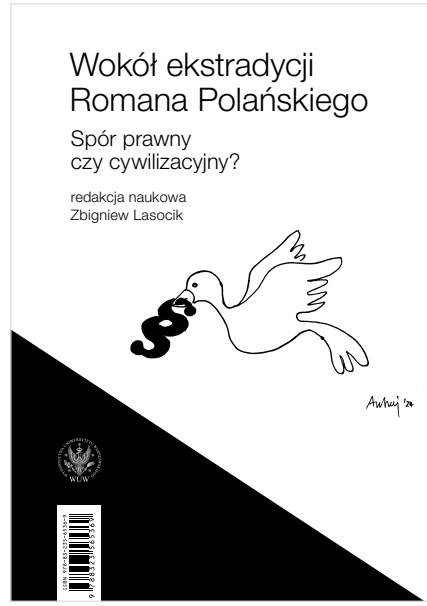
FROM SOCIAL RESPONSIBILITY TO ESG IN MANAGEMENT. SELECTED ASPECTS

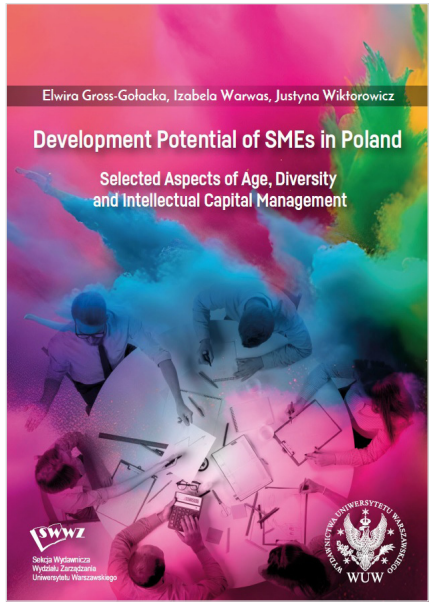
Summary

The monograph *From Social Responsibility to ESG in Management. Selected Aspects* explores the concept of corporate social responsibility by considering environmental, social, and managerial criteria, known as ESG criteria. It specifically examines the integration of ESG factors by companies and capital markets in response to stakeholder needs and expectations. The monograph provides up-to-date information, research findings, and the most recent guidelines for non-financial reporting. It focuses on the evolution of ESG factors integration in the Polish market, analyzing socially responsible investing, ESG indices on the Warsaw Stock Exchange, and the current state of non-financial reporting in Poland. Using various research methods, this publication offers comprehensive analyses of the significance and role of CSR concepts and ESG dimensions, making it a valuable resource for both management theorists and practitioners.

Key words: Corporate Social Responsibility, CSR, ESG, SRI, ESG Index, capital market, value, non-financial reporting.









Wydawnictwa Uniwersytetu Warszawskiego
ul. Smyczkowa 5/7, 02-678 Warszawa
tel. 22 55 31 333
www.wuw.pl

SWWZ
Sekcja Wydawnicza
Wydziału Zarządzania
Uniwersytetu Warszawskiego



Karolina Łudzińska – absolwentka pedagogiki i amerykanistyki na Uniwersytecie Warszawskim oraz studiów doktoranckich w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie, doktor nauk ekonomicznych, adiunktka na Wydziale Zarządzania UW, pełnomocniczka ds. równościowych, kierowniczka projektu programu Horyzont Europa z ramienia UW: EIT Food Learning Services, członkini European Academy of Management (EURAM). W latach 2011–2022, w ramach Międzynarodowego Centrum Zarządzania WZ UW, odpowiedzialna za projekty edukacji menedżerskiej, w tym Akademię Dziekanów UW oraz dedykowane programy Executive MBA. Poprzednio pełniła funkcję dyrektora marketingu Kompanii Dóbr Luksusowych Legic Ltd. oraz dyrektora programowego międzynarodowego stowarzyszenia firm The Conference Board w Polsce. Jej zainteresowania badawcze koncentrują się na problematyce społecznej odpowiedzialności biznesu, ESG oraz wyzwaniach zrównoważonego rozwoju.

„W recenzowanej monografii zostały przedstawione aktualne informacje i wyniki badań, a także najnowsze wytyczne dotyczące raportowania niefinansowego. Szczególny nacisk położono na ewolucję integracji czynników ESG na rynku polskim, uwzględniając aspekty takie jak inwestowanie społecznie odpowiedzialne, indeksy ESG na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie oraz obecny stan raportowania niefinansowego w Polsce. Monografia jest źródłem wiedzy zarówno dla teoretyków, jak i praktyków zarządzania. […] Treść pracy jest wartościowym materiałem wpływającym na zmianę sposobu myślenia i działania w zakresie celów działania przedsiębiorstwa oraz rozumienia istoty wartości przedsiębiorstwa, w tym jej odróżniania od wartości ekonomicznej. Jednocześnie wpisuje się w aktualny nurt badawczy dotyczący przedsiębiorstwa, a związany z wymogami zrównoważonego rozwoju".

dr hab. Roman Sobiecki, prof. SGH

„Praca odnosi się do bardzo istotnego problemu współczesnej gospodarki, a mianowicie społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw na rynkach kapitałowych. Podjętą przez Autorkę tematykę uważam za bardzo istotną i wpisującą się we współczesne nurty badań naukowych […] za słuszną i konieczną do popularyzowania poprzez wydawanie zwartych prac naukowych, uważam, że […] praca przyczyni się do owej popularyzacji".

dr hab. Sebastian Majewski, prof. US

ISBN 978-83-235-6498-0