

**DAMIAN OLKO**



# INTERESARIUSZE IDĄ NA WOJNĘ

*Kapitalizm interesariuszy  
i ESG w nowej rzeczywistości*



**WARSAW ENTERPRISE INSTITUTE**

# **INTERESARIUSZE IDĄ NA WOJNĘ**

**KAPITALIZM INTERESARIUSZY I ESG W NOWEJ RZECZYWISTOŚCI**



## **Damian Olko**

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

## Spis treści

<b>Synteza .....</b>	<b>4</b>
<b>Wprowadzenie .....</b>	<b>6</b>
<b>I. Jak wojna i rywalizacja geopolityczna wpłynie na gospodarki krajów Zachodu .....</b>	<b>8</b>
<b>II. Konsekwencje dla poszczególnych interesariuszy .....</b>	<b>12</b>
<b>III. Skutki dla agendy kapitalizmu interesariuszy i ESG .....</b>	<b>18</b>
<b>Źródła .....</b>	<b>21</b>

## Synteza

- **Agresja Rosji na Ukrainę spowodowała największy od dekad wzrost ryzyka geopolitycznego, które zwiększa prawdopodobieństwo stagnacji połączonej z wysoką inflacją w krajach Zachodu.** Wzrost ryzyka geopolitycznego pociąga za sobą istotny wzrost niepewności dotyczącej globalnej polityki gospodarczej, co wynika zarówno z sankcji, jak i dalszego kursu polityki monetarnej i fiskalnej. Biorąc pod uwagę skalę wzrostu niepewności dotyczącej globalnej polityki gospodarczej po wybuchu wojny, negatywny wpływ na inwestycje w USA można szacować na poziomie -4,6 proc.
- **Koncepcja kapitalizmu interesariuszy (KI) i inwestowanie oparte o kryteria ESG (środowiskowe, społeczne i zarządzania) zdobywają coraz większe znaczenie w międzynarodowym biznesie i polityce,** przyczyniając się przed wybuchem wojny do m.in. utrudnienia w pozyskiwaniu finansowania przez firmy zbrojeniowe, wydobywcze i inne z sektorów postrzeganych jako „niezrównoważone”. Silnym bodźcem do promocji modelu KI i generalnie krytyki gospodarki rynkowej stała się pandemia COVID-19, co budzi poważne wątpliwości, gdyż przyczyną tego kryzysu nie były procesy rynkowe.
- **Po 24 lutego ESG zostało jednak podane krytyce. Jednym z powodów był fakt, że fundusze ESG posiadały co najmniej 8,3 mld USD w rosyjskich aktywach tuż przed wojną.** Dostępne badania i analizy pozwalają sformułować tezę, że nie był to „wypadek przy pracy”, lecz jest to konsekwencja strukturalnych, wewnętrznych słabości, jakimi obciążone jest podejście do inwestowania oparte na ESG. Problemy dotyczące KI – związane z niespójnymi bodźcami ekonomicznymi, niemożnością uzgadniania preferencji i mierzeniem wpływu wobec różnych interesariuszy i czynników ESG – są analogiczne do nierozwiązywalnego problemu koordynacji ekonomicznej w socjalizmie.
- **Ewentualna przebudowa modelu gospodarczego w kierunku kapitalizmu interesariuszy wraz z ESG w radykalnym wariacie wzmocni negatywny wpływ wojny na gospodarkę i społeczeństwo.** „Równościowy” wariant KI wraz z ESG zakłada zmniejszenie wagi dla interesów właścicieli oraz podporządkowanie wyniku finansowego firmy na rzecz wyników pozafinansowych. Realizacja takiej agendy będzie oznaczać bardzo daleko idącą i kosztowną ingerencję w wolność gospodarczą, zarówno przedsiębiorców, inwestorów, jak i konsumentów.
- **Kapitalizm interesariuszy wraz z ESG przyczyni się do pogorszenia produktywności kapitału poprzez zniekształcenie decyzji na poziomie przedsiębiorstw oraz inwestorów finansowych.** Kapitał będzie lokowany w mniej rentownych projektach (biorąc pod uwagę średnią), jak również wzrosną wydatki niemające charakteru inwestycji, ale związane z realizacją różnorodnych celów pozafinansowych, często narzucanych przez silnych interesariuszy i najsilniejszego z nich – rząd.
- **Skutkiem obniżenia jakości inwestycji będzie mniejsza wartość dodana wytwarzana przez firmy, którą można**



**dzielić między różnych interesariuszy w postaci zysków, płac czy podatków lub wzrost cen – czyli niższy dobrobyt konsumentów.** W kontekście inflacji jednym z najczęściej przytaczanych przykładów zniekształcenia rynków przez ESG jest to, że z jednej strony stymuluje popyt na zielone technologie, a z drugiej pogarsza warunki finansowania dla firm wydobywających niezbędne surowce (najczęściej metale) dla tych zielonych technologii. To z kolei może spowolnić transformację gospodarek w kierunku neutralności klimatycznej i istotnie zwiększyć koszty tego procesu.

- ▶ **Wybuch wojny na Ukrainie wraz z zaostojącą się rywalizacją geopolityczną bez wątpienia skomplikowały perspektywę wdrażania radykalnej wersji kapitalizmu interesariuszy.** W sytuacji rosnącej inflacji, wysokiego zadłużenia, obaw o dostawy energii i widma kryzysu żywnościowego, decydenci na Zachodzie prawdopodobnie będą skupiać się na rozwiązywaniu tych kluczowych problemów, które zdecydują o poparciu wyborców. Dla wielu polityków ryzyko jeszcze większej destabilizacji gospodarki będzie zbyt duże i zapewne zrezygnują z jego podjęcia.
- ▶ **Decydenci będą dostosowywać różne polityki, tak aby zwiększyć spójność realizowanych celów, czego przykładem jest UE w obszarze energii i klima-**

**tu. Konieczne będą trudne kompromisy i większy pragmatyzm w podejściu do dekarbonizacji.** Badania wskazują, że wzrost ryzyka geopolitycznego prowadzi do przyspieszenia rozwoju zielonej energii, co w przypadku UE pozwoliłoby zarówno ograniczyć emisję gazów cieplarnianych, jak i zmniejszyć zależność od importu z Rosji. Bardziej pragmatycznego podejścia do KI i ESG można spodziewać się również ze strony sektora prywatnego, w tym sektora finansowego – zwłaszcza w sytuacji wysokiej inflacji i dynamicznych zmian stóp procentowych.

▶ **W walce ze zmianami klimatu zdecydowanie większe znaczenie niż metryki ESG będą miały faktyczne innowacje technologiczne, nowe modele biznesowe oraz koszty emisji CO<sub>2</sub>,** czy to w postaci uprawnień do emisji, czy podatków węglowych. Kapitalizm interesariuszy nie tylko nie jest niezbędny do dekarbonizacji, ale może wręcz hamować ten proces poprzez negatywny wpływ na decyzje inwestycyjne i produktywność firm. Powszechność i intensywność promocji modelu *stakeholder capitalism* jest zaskakująca w kontekście braku istnienia solidnych ram teoretycznych oraz przekonujących dowodów empirycznych. Nie ma teoretycznych ani opartych na danych argumentów uzasadniających, że wdrożenie KI jest konieczne bądź jest optymalnym rozwiązaniem.



# Wprowadzenie

„Ruch inwestycyjny, który promuje się jako obrońca ludzi i planety, w jakiś sposób znalazł się w sytuacji dostarczania kapitału autokratycznemu reżimowi stojącemu za najgorszym konfliktem militarnym w Europie od czasów II wojny światowej”.

*Los Angeles Times\**

\* Los Angeles Times” (2022), *How did ESG funds wind up investing in Putin’s Russia?*

**Agresja Rosji na Ukrainę wywołała intensywną debatę dotyczącą czynników ESG (Environmental, Social, Governance) i ich roli w zarządzaniu firmami oraz inwestowaniu. Jednym z powodów jest fakt, że fundusze ESG posiadały co najmniej 8,3 mld USD w rosyjskich aktywach tuż przed wybuchem wojny<sup>1</sup>.**

Dostępne badania i analizy pozwalają sformułować tezę, że nie był to „wypadek przy pracy”, lecz jest to konsekwencja strukturalnych, wewnętrznych słabości, jakimi obciążone jest podejście do inwestowania oparte na ESG. O wielu analogicznych przypadkach niewłaściwego ulokowania kapitału o małej i średniej skali nie będą informować media, ale to nie oznacza, że można lekceważyć związane z tym koszty społeczno-ekonomiczne.

Koncepcja kapitalizmu interesariuszy i kryteria ESG zdobywają coraz większe znaczenie w międzynarodowym biznesie i polityce, przyczyniając się przed wybuchem wojny m.in. do utrudnienia w pozyskiwaniu finansowania przez firmy zbrojeniowe, wydobywcze i inne z sektorów postrzeganych jako „niezrównoważone”. Rzeczywistość wojenna pokazała, jak bardzo potrzebne są produkty i usługi z tych nefaworyzowanych sektorów, by zabezpieczyć funkcjonowanie społeczeństw i pomóc w walce o pokój i bezpieczeństwo. Co więcej, są one potrzebne także do transformacji klimatycznej, którą kryteria ESG w teorii mają wspierać. Biorąc jako przykład sektor zbrojeniowy, podejście inwestycyjne oparte na ESG generuje co najmniej dwa istotne problemy<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> Private Banker International (2022), *\$8.3bn ESG funds in limbo as Russia sharpens offensive against Ukraine*.

<sup>2</sup> Lim, W. M. i in. (2022), *What is at stake in a war? A prospective evaluation of the Ukraine and Russia conflict for business and society*.

- ▶ niedofinansowanie obronności i bezpieczeństwa jest niemożliwe do pogodzenia z tworzeniem warunków dla zrównoważonego rozwoju,
- ▶ sektor zbrojeniowy jest źródłem wielu innowacji, które wpływają na dobrobyt społeczny.

Analogiczne dylematy dotyczą także innych sektorów, w tym wytwarzania energii, górnictwa metali czy surowców energetycznych.

Celem tej analizy jest odpowiedź na następujące pytania:

- ▶ jak wojna i rywalizacja geopolityczna wpłyną na gospodarkę Zachodu?
- ▶ jakie będą konsekwencje wojny i ewentualnej realizacji koncepcji kapitalizmu interesariuszy w wariantach radykalnym?
- ▶ jakie są perspektywy przed agendą kapitalizmu interesariuszy i ESG, biorąc pod uwagę różne scenariusze dotyczą-

ce polityki międzynarodowej Zachodu wobec państw niedemokratycznych oraz obecną sytuację ekonomiczną?

**Analiza jest suplementem do Raportu Warsaw Enterprise Institute „Kapitalizm interesariuszy. Wielki Reset w naszym interesie czy niebezpieczna utopia?”, który ukazał się w marcu 2022 r.**

#### Zastrzeżenie

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



# I. Jak wojna i rywalizacja geopolityczna wpłynęły na gospodarki krajów Zachodu

## Agresja Rosji na Ukrainę spowodowała ogromny wzrost ryzyka geopolitycznego, które zwiększa ryzyko stagnacji połączonej z wysoką inflacją w krajach Zachodu.

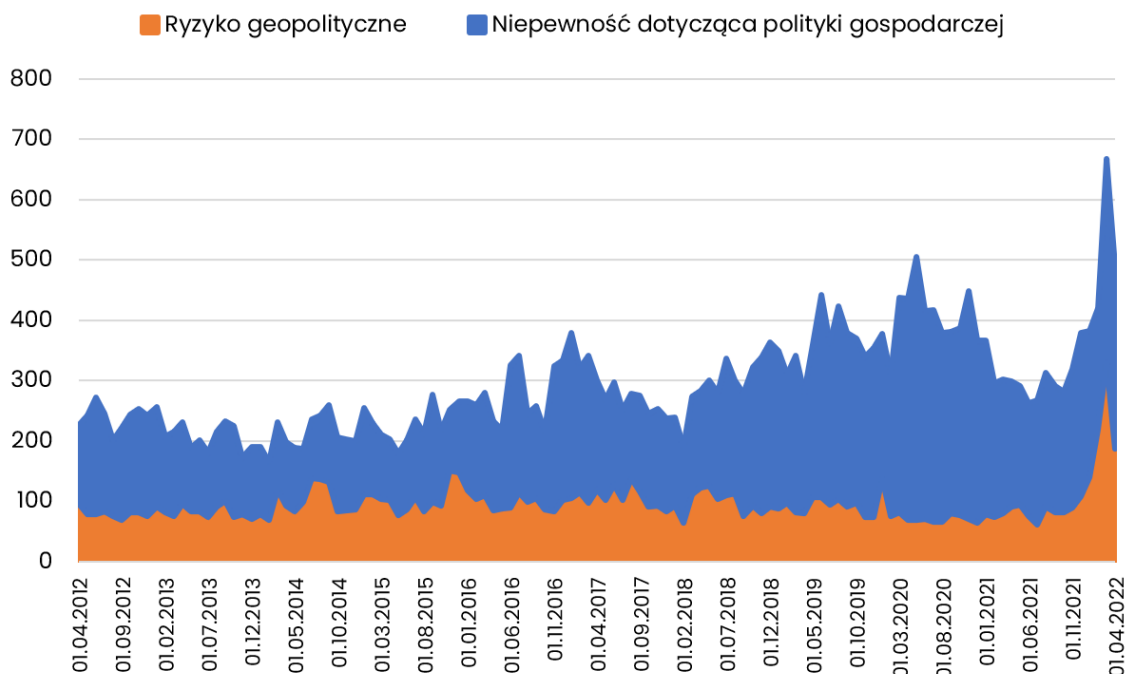
To dlatego, że wojna i globalne napięcia geopolityczne będą negatywnie oddziaływać na inwestycje, które są niezbędne

do osiągnięcia wzrostu gospodarczego bez nadmiernej inflacji. Opierając się na analizie Wang X. i in. (2019)<sup>3</sup> można szacować, że sam wzrost ryzyka geopolitycznego do kwietnia 2022 r. spowoduje spadek stopy inwestycji przedsiębiorstw w następnych 3 miesiącach o 26,8 proc.<sup>4</sup>

<sup>3</sup> Autorzy szacują, że wzrost ryzyka geopolitycznego mierzonego indeksem GPR o 100 proc. powoduje spadek stopy inwestycji firm w następnym kwartale o 14 proc.

<sup>4</sup> Przykładowo, jeśli stopa inwestycji w relacji do aktywów wynosi 15 proc., to jej spadek o 26,8 proc. obniża stopę do 10,98 proc. Jest to spadek w porównaniu z sytuacją braku wzrostu ryzyka geopolitycznego. Oszacowanie na podstawie zmiany indeksu GPR (średnia dla okresu luty-kwiecień 2022 r. wobec średniej dla okresu VIII-X 2021 r., a więc sprzed istotnego wzrostu napięcia między Rosją a Zachodem).

**Wykres 1.** Globalne ryzyko geopolityczne i niepewność dotycząca globalnej polityki gospodarczej



Źródło: opracowanie własne na podstawie wartości indeksu GPR dla ryzyka geopolitycznego (Caldara, Dario and Matteo Iacoviello, 2022, *Measuring Geopolitical Risk*, <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm>) oraz wartości indeksu GEPU dla niepewności dotyczącej globalnej polityki gospodarczej (Davis, Steven J., 2016, *An Index of Global Economic Policy Uncertainty*, [https://www.policyuncertainty.com/global\\_monthly.html](https://www.policyuncertainty.com/global_monthly.html)).

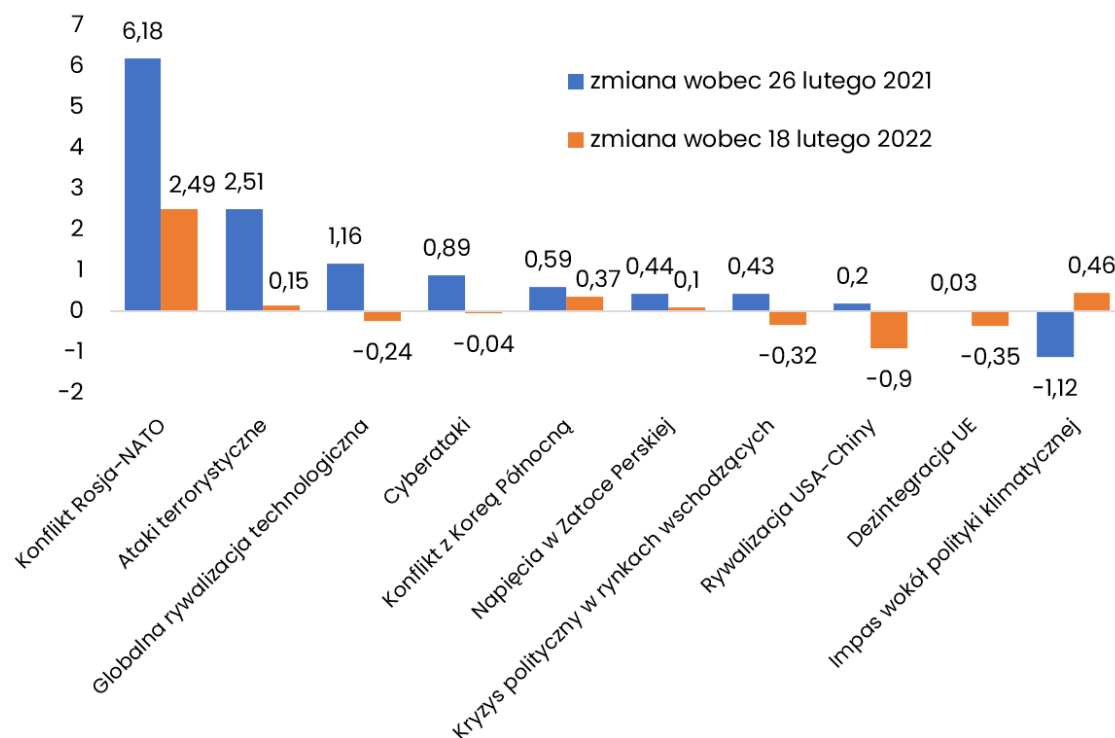


**Możliwość wybuchu konfliktu NATO-Rosja jest postrzegane jako największe ryzyko geopolityczne przez inwestorów na rynku finansowym<sup>5</sup>.** Jest to również ryzyko, którego znaczenie i prawdopodobieństwo najsilniej wzrosło między lutym i marcem 2022 r. oraz w porównaniu z lutym 2021 r. (zob. wykres 2). Rynki zwracają większą

uwagę niż rok wcześniej także na ryzyko ataków terrorystycznych, cyberataków oraz rywalizacji technologicznej. Z kolei po wybuchu wojny uczestnicy rynków częściej uważają, że wdrażanie polityki klimatycznej w wymiarze globalnym będzie trudniejsze, choć perspektywy w ich ocenie wciąż są lepsze niż rok wcześniej.

<sup>5</sup> BlackRock Geopolitical Risk Indicator, dane za marzec 2022 r.

**Wykres 2.** Zmiana najważniejszych składowych globalnego ryzyka geopolitycznego według BlackRock Geopolitical Risk Indicator



Źródło: opracowanie własne na podstawie BlackRock Investment Institute, with data from Refinitiv, data as of April 2022, <https://www.blackrock.com/corporate/insights/blackrock-investment-institute/interactive-charts/geopolitical-risk-dashboard#risk-summary>.

**Wzrost ryzyka geopolitycznego pociąga za sobą istotny wzrost niepewności dotyczącej globalnej polityki gospodarczej** (zob. wykres 1), co wynika nie tylko z wprowadzonych i możliwych dalszych sankcji. Obecnie niepewność dotycząca polityki gospodarczej sprowadza się do dylematu, przed jakim stoją władze monetarne i fiskalne: z jednej strony istnieje potrzeba

walki z wysoką inflacją, a z drugiej – wojna i rywalizacja geopolityczna negatywnie oddziałują na koniunkturę i długoterminowe perspektywy wzrostu gospodarczego. Dylemat jest jeszcze większy ze względu na fakt, że rywalizacja globalna wymaga ponoszenia bardzo dużych kosztów – co w efekcie może przekładać się na (jeszcze) wyższą inflację, bądź (jeszcze) wyższy

fiskalizm. Z perspektywy sektora prywatnego niepewność dotyczy nie tylko wysokości stóp procentowych czy obciążeń podatkowych, ale możliwych gruntownych zmian w strukturalnych politykach np. energetycznej, klimatycznej, obronnej – co można już zauważyć zarówno w UE, jak i USA.

**Podwyższona niepewność dotycząca globalnej polityki gospodarczej również negatywnie wpłynie na wzrost gospodarczy, inwestycje oraz zatrudnienie.**

Jak pokazuje Baker i in. (2016), jednym ze skutków dla gospodarki USA może być niższa wartość PKB o około 1,1–1,2 proc.

oraz inwestycji o ponad 6 proc. w okresie dwóch kwartałów od wzrostu niepewności o 90 punktów (według indeksu Economic Policy Uncertainty)<sup>6</sup>. Biorąc pod uwagę skalę wzrostu niepewności dotyczącej globalnej polityki gospodarczej po wybuchu wojny, negatywny wpływ na inwestycje w USA można szacować na poziomie -4,6 proc. w porównaniu z brakiem tego szoku.

Najnowsze prognozy gospodarcze potwierdzają oczekiwany spadek dynamiki PKB przy jednoczesnym wzroście inflacji, a więc tendencje stagflacyjne.

<sup>6</sup> Baker, S.R., Bloom, N., & Davis, S.J. (2016). *Measuring economic policy uncertainty*.

**Tabela 1.** Prognozy wzrostu PKB dla strefy euro i USA – sonda EBC i Fed

Wzrost PKB	Strefa euro – aktualne prognozy	Strefa euro – poprzednie prognozy	USA – aktualne prognozy	USA – poprzednie prognozy
2022	2,9%	4,2%	2,5%	3,7%
2023	2,3%	2,7%	2,3%	2,7%
2024	1,8%	1,7%	2,0%	2,3%

Źródło: Federal Reserve Bank of Philadelphia, *Second Quarter 2022 Survey of Professional Forecasters*, 13 maja 2022, <https://www.philadelphiafed.org/surveys-and-data/real-time-data-research/spf-q2-2022>; European Central Bank, *The ECB Survey of Professional Forecasters*, [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/survey\\_of\\_professional\\_forecasters/html/ecb.spf2022q2-1182c59cb8.en.html#toc4](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/survey_of_professional_forecasters/html/ecb.spf2022q2-1182c59cb8.en.html#toc4).



**Tabela 2.** Prognozy inflacji dla strefy euro i USA – sonda EBC i Fed

Wzrost PKB	Strefa euro – aktualne prognozy	Strefa euro – poprzednie prognozy	USA – aktualne prognozy	USA – poprzednie prognozy
2022	6,0%	3,0%	6,1%	3,8%
2023	2,4%	1,8%	2,9%	2,4%
2024	1,9%	1,9%	2,3%	2,3%

Źródło: Federal Reserve Bank of Philadelphia, *Second Quarter 2022 Survey of Professional Forecasters*, 13 maja 2022, <https://www.philadelphiafed.org/surveys-and-data/real-time-data-research/spf-q2-2022>; European Central Bank, *The ECB Survey of Professional Forecasters*, [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/survey\\_of\\_professional\\_forecasters/html/ecb.spf2022q2-1182c59cb8.en.html#toc4](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/survey_of_professional_forecasters/html/ecb.spf2022q2-1182c59cb8.en.html#toc4).

Wybuch wojny i nasilająca się rywalizacja geopolityczna będzie oddziaływać na gospodarkę poprzez wiele mechanizmów, zarówno od strony popytowej, jak i podażowej (produkcyjnej). Skutki są i będą odczuwalne zarówno w tzw. gospodarce realnej (poprzez handel, migracje itd.), na rynku finansowym oraz w sferze nastrojów i oczekiwań, które mają wpływ np.

na skłonność do podejmowania ryzyka biznesowego<sup>7</sup>. Poza obniżoną dynamiką PKB i inwestycji czy wzrostem inflacji należy oczekiwać również wzrostu wydatków publicznych związanych z przyjęciem uchodźców, obronnością, pomocą Ukrainie, a także dodatkowych kosztów dla budżetu związanych z kompensowaniem wysokiej inflacji wybranym grupom.

<sup>7</sup> Poglądowa mapa wpływu wojny – zob. Olko D. (2022b), *WKB Alert | Jak agresja Rosji i Białorusi na Ukrainę wpłynie na polską gospodarkę*.





## II. Konsekwencje dla poszczególnych interesariuszy

Celem tej części analizy jest przedstawienie możliwych konsekwencji realizacji kapitalizmu interesariuszy i ESG w wariantcie radykalnym („równościowym”), tzn. polegającym na bardzo poważnym ograniczeniu ochrony własności, swobody przedsiębiorczości i pozycji właścicieli w przedsiębiorstwach<sup>8</sup>, biorąc pod uwagę zmiany w otoczeniu wywołane przez wojnę.

Na wstępie warto zaznaczyć, że istniejące badania empiryczne przedstawiające wpływ czynników ESG na wyniki działalności gospodarczej lub inwestycyjnej mają ograniczoną użyteczność w badaniu możliwego wpływu realizacji kapitalizmu interesariuszy (dalej: KI). Wynika to z co najmniej dwóch przesłanek: bardzo poważnych problemów metodologicznych związanych z danymi i ratingami ESG (co przekłada się na bardzo zróżnicowane wyniki badań<sup>9</sup>) oraz nieporównywalnością dwóch sytuacji:

1. badania skutków funkcjonowania ESG w obecnych realiach gospodarczych, gdzie zdecydowana większość podmiotów dąży do maksymalizacji wyniku ekonomicznego,
2. badania skutków funkcjonowania ESG w realiach radykalnego wariantu KI, gdzie narzuca się właścicielom realizację różnych celów pozaekonomicznych i ich nadrzędność wobec celów ekonomicznych<sup>10,11</sup>.

**Istnieją liczne metodologiczne i praktyczne problemy związane z mierzaniem i wykorzystywaniem ESG w działalności inwestycyjnej i biznesowej.** Wskazują na nie prace m.in. Kotsantonis i Serafeim (2019), Boffo i Pattalano (2020) i Lehmann (2021). Wbrew niektórym ocenom, w tym Komisji Europejskiej<sup>12</sup>, niedostatek regulacji nie jest przyczyną wszystkich głównych problemów związanych z raportowaniem ESG. Nie ma także możliwości stworzenia

<sup>8</sup> Wariant „równościowy” KI oznacza zasadniczą zmianę wobec modelu kapitalizmu akcjonariuszy, gdyż zakłada realizację interesów różnych grup interesariuszy przez zarządzających firmą, w szczególności poprzez zmniejszenie wagi dla interesów właścicieli oraz poświęcenie wyniku finansowego na rzecz wyników pozafinansowych. W efekcie realizacja tego wariantu będzie oznaczać bardzo daleko idącą i kosztowną ingerencję w wolność gospodarczą, zarówno przedsiębiorców, inwestorów, jak i konsumentów. Więcej na temat charakterystyki radykalnego tj. „równościowego” wariantu kapitalizmu interesariuszy i jego konsekwencji społeczno-ekonomicznych zob. Olko D. (2022a), *Kapitalizm interesariuszy. „Wielki Reset” w naszym interesie czy niebezpieczna utopia?*

<sup>9</sup> Istnieje nawet możliwość selekcji ratingu czy źródeł danych ESG, które pozwolą udowodnić postawioną hipotezę (podczas gdy alternatywne ratingi już nie).

<sup>10</sup> W najbardziej negatywnym scenariuszu w przyszłości KI wraz ESG może stać się dla firm odpowiednikiem „social credit score”, który jest rozwijany w Chinach, z analogicznymi skutkami dla wolności i praw jednostek, generując jednocześnie ogromne zniekształcenia w gospodarce, polegające m.in. na nieefektywnej alokacji kapitału i pracy.

<sup>11</sup> Brak porównywalności można łatwo zobrazować analogią, w której ktoś próbowałby oceniać wpływ nowych metod zarządzania państwowym przedsiębiorstwem w gospodarce zdominowanej przez sektor prywatny oraz tych samych metod w gospodarce socjalistycznej.

<sup>12</sup> „The main frustrations related to the ESG data industry include the subjectivity, opacity and unreliability of ESG data and ratings as a result of the lack of regulatory oversight”, European Commission (2021), *Study on sustainability-related ratings, data and research*, za: Sipiczki A. (2022), *A critical look at the ESG market*.



„doskonałych” regulacji i nadzoru, które pozwoliłyby rozwiązać wszystkie najważniejsze problemy<sup>13</sup>. Jednocześnie w ostatnich latach pojawia się coraz więcej analiz podejmujących temat KI z perspektywy jego wpływu na bodźce ekonomiczne, efektywność, koszty transakcyjne i szereg praktycznych problemów związanych z zarządzaniem firmami<sup>14</sup>. Jest to o tyle istotne, że KI nie zawiera solidnej podbudowy teoretycznej (teoria interesariuszy taką nie jest), a zatem nie oferuje przekonujących hipotez pozwalających rozumieć działania przedsiębiorstw i ich skutki<sup>15</sup>. Ten sam problem dotyczy czynników ESG.

### Problemy dotyczące kapitalizmu interesariuszy – związane z niespójnymi

**bodźcami ekonomicznymi, niemożnością uzgadniania preferencji i mierzeniem wpływu wobec różnych interesariuszy i czynników ESG – są analogiczne do nierozwiązywalnego problemu koordynacji ekonomicznej w socjalizmie.** Wynikają wprost z próby tłumienia naturalnych bodźców i potrzeb rynkowych (których „przekaznikiem” od konsumentów do przedsiębiorstw jest system cen rynkowych) poprzez regulacyjne narzucanie celów i mierników pozafinansowych<sup>16</sup>. W efekcie, w przypadku działalności na rzecz wszystkich interesariuszy bardzo trudno jest porównywać nakłady z efektami<sup>17</sup>, szczególnie wobec braku dobrze potwierdzonych związków przyczynowo-skutkowych.

<sup>13</sup> Na przykład wynikające z braku możliwości obiektywnego mierzenia niektórych ważnych zjawisk społecznych lub związanych z zarządzaniem (*governance*) bądź rozstrzygnięcia, jakie wagi należy przypisać poszczególnym kryteriom.

<sup>14</sup> Mhlanga, D. (2022), *Stakeholder Capitalism, the Fourth Industrial Revolution (4IR), and Sustainable Development: Issues to Be Resolved*

<sup>15</sup> Olko D. (2022a), op. cit.

<sup>16</sup> Te próby opierają się m.in. na błędnym przekonaniu, że bodźce i ceny rynkowe nie wyrażają (dostatecznie) różnych potrzeb społecznych, które lepiej będą wyrażać nieokreśleni interesariusze (a w praktyce wybrani przedstawiciele).

<sup>17</sup> „(...) there is no well-defined ESG outcome that confirms the initial assessment” zob. Lehmann, A. (2021), *Better sustainability data is still needed to accelerate the low-carbon transition in capital markets*.

„Siła kapitalizmu akcjonariuszy leży w jego prostocie i jasności w mierzeniu wyników. Ocena wyników firm zorientowanych na interesariuszy jest znacznie mniej prosta i mniej podatna na kalkulację ekonomiczną. W takich systemach trudno jest oceniać menedżerów i projekty, pomimo tabel z danymi dla interesariuszy i systemów raportowania. Koszty transakcyjne są wyższe, co ogranicza dostępne środki i ostatecznie hamuje wzrost gospodarczy”.

**Emmanuel Martin, Aix-Marseille University and Catholic Institute of Vendée\***

\* Martin E. (2021), *Beware the pitfalls of stakeholder capitalism*

**Kapitalizm interesariuszy wraz z ESG przyczyni się do pogorszenia produktywności kapitału poprzez zniekształcenie decyzji na poziomie przedsiębiorstw oraz inwestorów finansowych.** Kapitał będzie lokowany w mniej rentownych projektach (biorąc pod uwagę średnią), jak również wzrosną wydatki niemające charakteru inwestycji, ale związane z realizacją różnorodnych celów pozafinansowych<sup>18</sup>. Powyższy efekt wystąpiłby nawet w sytuacji, gdyby stworzono doskonałe regulacje i system raportowania ESG, które byłyby bezbłędnie realizowane – a to jest niemożliwe. W rzeczywistości rynek zmagają się z raportowaniem i ratingami ESG, które są pełne problemów metodologicznych, co dodatkowo pogarsza jakość alokacji kapitału<sup>19</sup>, a w konsekwencji – obniża produktywność kapitału w całej gospodarce. Dodatkowo, w negatywnym scenariuszu silny napływ kapitału do funduszy lub projektów z etykietą ESG może prowadzić do destabilizacji rynków finansowych, zwłaszcza jeśli inwestorzy ulegną zjawisku tzw. *greenwashingu*<sup>20,21</sup>, a nawet uformowania

się tzw. zielonej bańki spekulacyjnej<sup>22</sup> lub bańki ESG<sup>23</sup>.

**Skutkiem obniżenia jakości inwestycji będzie mniejsza wartość dodana wytworzana przez firmy, którą można dzielić między różnych interesariuszy w postaci zysków, płac czy podatków<sup>24</sup> lub wzrost cen – czyli niższy dobrobyt konsumentów.** W kontekście inflacji jednym z najczęściej przytaczanych przykładów zniekształcenia rynków przez ESG jest to, że z jednej strony stymuluje popyt na zielone technologie, a z drugiej pogarsza warunki finansowania dla firm wydobywających niezbędne surowce (najczęściej metale) dla tych zielonych technologii<sup>25,26</sup>. To z kolei może spowolnić transformację gospodarek w kierunku neutralności klimatycznej i istotnie zwiększyć koszty tego procesu<sup>27</sup>. Wysokie ceny ropy naftowej i gazu w ostatnich kwartałach również mogą być spowodowane w części przez rosnące znaczenie ESG, które ma negatywny wpływ od kilku lat na inwestycje w sektorze wydobywczym, wskutek czego produkcja nie jest w stanie sprostać zapotrzebowaniu.

<sup>18</sup> Szczegółowy przegląd mechanizmów wpływu działalności CSR na inwestycje firm wraz z badaniem empirycznym – zob. Bhandari, A., & Javakhadze, D. (2017), *Corporate social responsibility and capital allocation efficiency*.

<sup>19</sup> Sipiczki A. (2022), op. cit.

<sup>20</sup> Deloitte (2019), *Perspektywy rozwoju zrównoważonego finansowania – implikacje dla sektora przedsiębiorstw finansowych i niefinansowych w Polsce*.

<sup>21</sup> Ibidem.

<sup>22</sup> Lehmann, A. (2021), op. cit.

<sup>23</sup> Moyo D. (2021), *Lack of investment rigour risks creating an ESG bubble*.

<sup>24</sup> Bebchuk, L. A., & Tallarita, R. (2020), *The illusory promise of stakeholder governance*.

<sup>25</sup> Vivanco A. (2021), *“Greenflation”: will a more sustainable society come at the cost of rising inflation?*

<sup>26</sup> „A related challenge is insufficient financing for metals and mining investment due to growing investor focus on environmental, social, and governance considerations, or ESG”, zob. Valckx N., Stuermer M., Seneviratne D., and Prasad A. (2021), *Metals Demand From Energy Transition May Top Current Global Supply*.

<sup>27</sup> “The Economist” (2021), *How green bottlenecks threaten the clean energy business*.



„Wielu inwestorów instytucjonalnych na rynkach finansowych zaczęło istotnie zmniejszać swoją ekspozycję na producentów energii z paliw kopalnych, co prowadzi do wzrostu kosztów finansowania i przyczynia się do powolnej reakcji produkcji ropy naftowej w dużej części świata”.

**Isabel Schnabel, Europejski Bank Centralny\*\***

\*\* European Central Bank (2022a), *A new age of energy inflation: climateflation, fossilflation and greenflation*

**Trend ESG może przyczyniać się do wyższej inflacji oraz niższej produktywności także poprzez wspieranie procesu deglobalizacji, ze względu na potencjalnie niższy „ślad” środowiskowy lokalnej produkcji i konsumpcji<sup>28</sup>.** Pandemia COVID-19 również zwiększyła polityczne poparcie dla działań zmniejszających zależność od globalnych łańcuchów wartości, ale realizacja takich postulatów byłaby negatywna dla dobrobytu<sup>29</sup>. Dotyczy to zwłaszcza Europy, w przypadku której liczne badania wskazują na niską jakość alokacji kapitału jako jedną z głównych przyczyn niskiego tempa rozwoju<sup>30,31</sup>.

Koszty i korzyści możliwych zmian strukturalnych (jak wdrażanie radykalnego wariantu KI wraz z ESG) oraz wstrząsów (jak wybuch wojny) rzadko ponoszone są tylko przez jedną grupę podmiotów. Patrząc z perspektywy najważniejszych in-

teresariuszy przedsiębiorstwa, jest bardzo prawdopodobne, że ekonomiczne efekty tych zmian będą podzielone między:

- akcjonariuszy, właścicieli i inwestorów (zmiana zysków),
- pracowników (zmiana wynagrodzeń),
- klientów (zmiana cen),
- rząd (zmiana wpływów z danin publicznych).

Na podstawie przeprowadzonych analiz<sup>32</sup> w Tabeli 3 podsumowano konsekwencje ewentualnej realizacji kapitalizmu interesariuszy wraz z ESG w wariantach radykalnym oraz wybuchu wojny wraz ze wzrostem rywalizacji geopolitycznej. Jako podmiot uwzględniono również przedsiębiorstwo, w którym powstaje wartość dodana i krzyżują się działania i interesy różnych interesariuszy.

<sup>28</sup> Templeman L., Reid J. (2020), *Can big companies survive localisation?*

<sup>29</sup> Eppinger, P., Felbermayr, G. J., Krebs, O., & Kukharsky, B. (2021), *Decoupling global value chains*.

<sup>30</sup> Banerjee B., Coricelli F. (2017), *Misallocation in Europe during the Global Crisis: Some stylised facts*.

<sup>31</sup> Gamberoni E., Giordano C., Lopez-Garcia P. (2016), *Misallocating capital and labour across firms: Trends and determinants in selected Eurozone economies*.

<sup>32</sup> Wraz z analizą w raporcie: Olko D. (2022a). op. cit.

**Tabela 3.** Wpływ realizacji kapitalizmu interesariuszy w wariantcie „równościowym” oraz wybuchu wojny i wzrostu ryzyka geopolitycznego na kluczowe grupy podmiotów w gospodarce

	Wpływ realizacji kapitalizmu interesariuszy w wariantcie „równościowym”	Wpływ wojny i wzrostu ryzyka geopolitycznego
<b>KONSUMENTY</b>		
Ceny dóbr konsumenckich		
Zakres dostępnych dóbr konsumenckich		
Możliwość zakupu dóbr o mniejszym wpływie na środowisko	 Wzrost, ale w długim okresie efekt może być negatywny (m.in. poprzez ograniczenie rynkowych bodźców dla postępu technologicznego)	 Spadek (dla większości sektorów) ze względu na ograniczenia podażowe
<b>PRZEDSIĘBIORSTWA</b>		
Ceny dóbr na potrzeby produkcji		
Zakres dostępnych dóbr na potrzeby produkcji		
Ryzyko w działalności gospodarczej		
Koszt finansowania	 Zróżnicowany, zależny od ratingu ESG i innych pozafinansowych czynników	 Wzrost (dla większości sektorów) m.in. ze względu na wzrost premii za ryzyko
<b>INWESTORZY, AKCJONARIUSZE, WŁAŚCICIELE, PRZEDSIĘBIORCY</b>		
Stopa zwrotu z aktywów i poziom inwestycji		 Spadek (dla większości sektorów)
Poziom ochrony praw własności i swobody przedsiębiorczości		
Pozycja względem innych interesariuszy		
Możliwość realizacji celów pozafinansowych (np. zgodnie z kryteriami ESG)	 Wzrost, ale w długim okresie efekt może być negatywny (m.in. poprzez ograniczenie rynkowych bodźców dla postępu technologicznego)	 Spadek (dla większości sektorów)
<b>PRACOWNICY</b>		
Wynagrodzenia realne		
Popyt na produktywną pracę		
<b>RZĄD I INSTYTUCJE RZĄDOWE</b>		
Wpływy podatkowe	 Spadek (przez niższy wzrost PKB)	 Spadek (przez niższy wzrost PKB)
Zakres władzy nad sektorem prywatnym (w tym uznaniowej)		
Siła oddziaływania władzy politycznej na sektor prywatny		



Tabela powstała na podstawie m.in. Andrade, N. (2022), *Stakeholder capitalism: an idea whose time should be—but has not yet come*; National Center for Public Policy Research (2021), *Stakeholder capitalism: a license for lawsuits*; KPMG (2020), *The politics of ESG*; Quaglio, L. (2021), *The Pros and Cons of Stakeholder Capitalism*; Council of Institutional Investors (2019), *Council of Institutional Investors Responds to Business Roundtable Statement on Corporate Purpose*; RIABiz (2021), *Suddenly Vanguard, BlackRock, State Street not only have the assets but the power of ESG mandates, which make them a growing threat to shareholder democracy, critics say*; Denning, S. (2020), *Why Stakeholder Capitalism Will Fail*; Andrade, N. (2022), op. cit.; Quaglio, L. (2021), op. cit.

**Legenda: kolory strzałek oznaczają wpływ danego zjawiska na dobrobyt (zielony - korzystny wpływ, czerwony - negatywny wpływ). Kierunek strzałki oznacza kierunek wpływu zjawiska w porównaniu z sytuacją braku zmian.**

Z powyższej analizy wynikają następujące wnioski:

**1. Ewentualna przebudowa modelu gospodarczego w kierunku kapitalizmu interesariuszy wzmocni negatywny wpływ wojny na gospodarkę i społeczeństwo. Dotyczy to wszystkich najważniejszych interesariuszy: konsumentów, pracowników, właścicieli oraz instytucji rządowych, a także samych przedsiębiorstw.**

**2. W przypadku wystąpienia obu czynników, ogólny dobrobyt obniży się z powodu:**

- wzrostu cen konsumenckich (inflacja mierzona wskaźnikiem CPI),
- wzrostu cen producentów (inflacja mierzona wskaźnikiem PPI),
- wzrostu ryzyka w działalności gospodarczej,
- wzrostu kosztów finansowania (dla większości sektorów),
- spadku zyskowności (stopy zwrotu z aktywów),
- spadku poziomu ochrony prawa własności, swobody przedsiębiorczości oraz ograniczenia pozycji akcjonariuszy (właścicieli) wobec innych interesariuszy,
- spadku wynagrodzeń realnych oraz popytu na produktywną pracę,
- ograniczenia zakresu dostępnych dóbr i usług konsumenckich oraz na potrzeby produkcji (problemy z fizyczną

dostępnością, zakazy/nakazy regulacyjne, specjalne podatki na wybrane sektory lub rodzaje dóbr),  
zwiększenia zakresu i siły władzy politycznej nad sektorem prywatnym, w tym uznaniowości i niepewności dotyczącej polityk publicznych i regulacji, zmniejszenia wpływów z danin publicznych wskutek ograniczenia potencjału produkcyjnego gospodarki, co może spowodować próby zwiększania fiskalizmu bądź finansowania deficytu budżetowego przy współpracy z bankiem centralnym, pogarszając problem inflacji.

**3. W przypadku realizacji kapitalizmu interesariuszy wraz z ESG mogą wystąpić w krótkim i średnim okresie pewne efekty zwiększające dobrobyt społeczny, ale ich skala i znaczenie jest znacznie mniejsze niż negatywnych efektów.**

**4. Możliwa deformacja gospodarki rynkowej oraz wojna to negatywne „szoki” podażowe, czyli ograniczenie potencjału wytwórczego gospodarek przy jednoczesnym wzroście cen.** Jednak ze względu na brak solidnych ram teoretycznych, na jakich opiera się kapitalizm interesariuszy, trudno jest ocenić trwałość zmian zwłaszcza w przypadku inflacji, gdyż zależy ona także od zmian popytu, w tym działań instytucji państwa (polityka monetarna i fiskalna).

### III. Skutki dla agendy kapitalizmu interesariuszy i ESG

O ile wybuch wojny i jej dalekosiężne konsekwencje są faktem, niewiadomą pozostaje długoterminowa polityka państw Zachodu w relacji do Rosji, Chin oraz innych istotnych graczy na arenie międzynarodowej. Dla uproszczenia można zarysować dwa różniące się od siebie scenariusze:

- **podjęcie wyzwania w nowej rzeczywistości geopolitycznej** – asertywna i spójna polityka ze strony Zachodu w obronie własnych interesów, oznaczająca prymat rywalizacji geopolitycznej i ekonomicznej nad współpracą z krajami autorytarnymi, długoterminowe utrzymywanie sankcji, inwestycje w obronność mające na celu zwiększenie bezpieczeństwa;
- **próba powrotu do status quo sprzed wojny** – nacisk na Rosję i Ukrainę w celu jak najszybszego zakończenia wojny, łagodzenie napięcia w relacjach z krajami autorytarnymi, również poprzez pewne ustępstwa na ich rzecz, brak poparcia społecznego i politycznego dla podjęcia asertywnej polityki zagranicznej w sytuacji ograniczonych zasobów finansowych.

W kontekście ewentualnego wdrażania kapitalizmu interesariuszy wraz z ESG kraje Zachodu również (w uproszczeniu) mają do wyboru dwa fundamentalnie różne scenariusze:

- **wzmacnianie gospodarki rynkowej, demokracji i praw jednostek.** Pragmatyczne podejście polegające na wdrażaniu stopniowych i dobrze uzasad-

nionych reform strukturalnych. Polityki publiczne w krajach Zachodu będą spójne z potrzebami rywalizacji geopolitycznej i wspierania interesów gospodarczych w relacji z krajami autorytarnymi, co dotyczy również transformacji w kierunku neutralności klimatycznej i wspierających ją narzędzi jak np. ESG. Będzie to prowadzić do dalszej erozji fundamentów dobrobytu na Zachodzie i jego tożsamości, a w konsekwencji powstaną kolejne mutacje tzw. kapitalizmu państwowego, przypominające model gospodarczy w Rosji, Indiach czy Chinach. W reakcji na negatywne skutki ekonomiczne, będą prowadzone eksperymenty i wdrażane polityki jak np. uniwersalny dochód podstawowy, gwarancja zatrudnienia, planowanie ekonomiczne, połączone z racjonalizowaniem wybranych dóbr ze względu na ich wpływ na środowisko.

**Wybuch wojny na Ukrainie wraz z zaostrzającą się rywalizacją geopolityczną bez wątplenia skomplikowały perspektywę wdrażania radykalnej wersji kapitalizmu interesariuszy.** W sytuacji rosnącej inflacji, wysokiego zadłużenia, obaw o dostawy energii i widma kryzysu żywnościowego, decydenci na Zachodzie prawdopodobnie będą skupiać się na rozwiązywaniu tych kluczowych problemów, które zdecydują o poparciu wyborców. Sygnałem może być wstrzymanie nowych regulacji – klasyfikacji ESG dla funduszy w Niemczech z powodu niestabilności wy-

wołanej wojną<sup>33</sup>. Bezpieczeństwo energetyczne ma istotne polityczne znaczenie także dlatego, że jego wzrost obniża nierówności ekonomiczne w przypadku bogatszych państw<sup>34</sup>. A zatem obecny kryzys energetyczny w Europie Zachodniej wraz z wysoką inflacją szczególnie pogarsza sytuację najmniej zarabiających. Można oczekiwać, że w takim otoczeniu również sektor prywatny będzie skupiony na radzeniu sobie z tymi samymi, kluczowymi problemami i będzie bardziej wyczulony na dodatkowe regulacje czy zmiany, które zwiększą niepewność.

### **Historia pokazuje jednak, że okresy wojen sprzyjały wzrostowi interwencjonizmu państwowego, a nawet gruntownych**

**zmian systemów gospodarczych czy monetarnych.** Należy jednak odróżnić sytuację, w której wybrane rynki czy sektory są poddane przejściowym regulacjom lub innym formom interwencji od zmiany systemu gospodarczego. Nie można wykluczyć, że niektórzy politycy mogą próbować wykorzystać niepokoje społeczne i problemy do przeprowadzenia rewolucyjnych zmian, podobnie jak w czasie pandemii COVID-19 obiecując odbudowę „lepiej” (popularna mantra *build back better*). Dla wielu polityków ryzyko jeszcze większej destabilizacji gospodarki będzie zbyt duże i zapewne zrezygnują z jego podjęcia. Argumentem za taką hipotezą może być m.in. niechęć niektórych rządów w UE do przyjęcia bardziej zdecydowanych sankcji wobec Rosji.

<sup>33</sup> Bloomberg (2022), *German Regulator Shelves ESG Rules After Russia Energy Fears*.

<sup>34</sup> Lee, C. C., Xing, W., & Lee, C. C. (2022), *The impact of energy security on income inequality: The key role of economic development*.

„Jeśli nie masz bezpieczeństwa i stabilności, jeśli nie możesz bronić otwartych wartości demokracji, nie możesz mieć żadnego rodzaju zrównoważonego rozwoju”.

**Jan Pie, secretary general of the Aerospace and Defense Industries Association of Europe\***

\* Howell J. (2022), *ESG in wartime: What is it good for?*

**Możliwa jest sytuacja, w której zachodni politycy najpierw będą próbowali przywrócić status quo sprzed wojny, by móc następnie przeprowadzić radykalną agendę antyrynkową.** Taka kalkulacja jest jednak bardzo niepewna, zwłaszcza że wybuch wojny wskazuje, że wiele państw

nie jest zainteresowanych warunkami sprzed jej wybuchu – i dąży do zmiany istniejącego porządku. Przyjęte sankcje przeciwko Rosji sprawiają, że powrót do sytuacji sprzed wojny będzie bardzo trudny, zwłaszcza w sferze przepływu kapitału<sup>35</sup>. To dlatego, że kraje zachodnie zdecydowały

<sup>35</sup> Milanović B. (2022), *The beginning of a new globalization*.

się na zamrożenie i konfiskatę rosyjskiego majątku, co z pewnością wpłynie na ocenę ryzyka inwestowania w zachodnie aktywa przez podmioty z Chin i innych krajów nie-demokratycznych. Dodatkowo Pekin posiada sporo instrumentów nacisku, jednym z nich jest np. destabilizowanie globalnych łańcuchów dostaw pod pretekstem walki z COVID-19 lub ograniczanie dostępu do strategicznych metali, które są niezbędne dla transformacji energetycznej.

**Bardziej prawdopodobna jest sytuacja, w której decyzji będą dostosowywać różne polityki, tak aby zwiększyć spójność realizowanych celów, czego przykładem jest UE w obszarze energii i klimatu.** Badania wskazują, że wzrost ryzyka geopolitycznego prowadzi do przyspieszenia rozwoju zielonej energii<sup>36</sup>, co w przypadku UE pozwoliłoby zarówno ograniczyć emisje gazów cieplarnianych, jak i zmniejszyć zależność od importu z Rosji. Po wybuchu wojny rosną też szanse, że UE utrzyma klasyfikację energii nuklearnej oraz gazu ziemnego jako „zrównoważone” źródła energii, mimo oporu części państw<sup>37</sup>. Ponadto, w krótkim i średnim okresie konieczne będzie większe wykorzystanie paliw kopalnych, niż zakładano wcześniej. Wskazują na to notowania giełdowe spółek szczególnie narażonych na dekarbonizację, których ceny i prognozy zysków po wybuchu wojny wzrosły, przy czym ten efekt był silniejszy w USA niż w Europie<sup>38</sup>. To oznacza, że inwestorzy spodziewają się większej zmiany w polityce energetyczno-klimatycznej w USA niż w UE, co prawdopodobnie wynika ze znacznie większych zasobów węglowodorów w Ameryce Północnej. W przypadku

rynku finansowego i inwestycji ESG również widać oznaki bardziej pragmatycznego podejścia – np. szwedzka grupa finansowa SEB przywróciła możliwość inwestowania w akcje sektora zbrojeniowego, zmieniając swoje podejście do czynników ESG<sup>39</sup>.

Otwarta pozostaje kwestia, czy rewizja polityki energetyczno-klimatycznej w UE i zwłaszcza w Niemczech będzie trwała i na tyle szeroka, by zabezpieczyć strategiczne interesy kontynentu na czele z konkurencyjnością międzynarodową i reindustrializacją. To kluczowe warunki, by UE mogła zwiększyć inwestycje w obronność i jednocześnie niezależność od dostaw nośników energii z krajów niedemokratycznych. Znak zapytania dotyczy również USA, które z jednej strony chcą eksportować więcej gazu LNG do Europy, a z drugiej obecna administracja J. Bidena popiera szybką dekarbonizację gospodarki<sup>40</sup>. Stawką w tej grze jest przegrana w rywalizacji z autokracjami, na czele z Chinami i Rosją<sup>41</sup>.

Z kolei w walce ze zmianami klimatu zdecydowanie większe znaczenie niż metryki ESG będą miały faktyczne innowacje technologiczne, nowe modele biznesowe oraz koszty emisji GHG, czy to w postaci uprawnień do emisji, czy podatków węglowych. Kapitalizm interesariuszy nie tylko nie jest niezbędny do dekarbonizacji, ale może wręcz hamować ten proces poprzez negatywny wpływ na decyzje inwestycyjne i produktywność firm. Nie ma teoretycznych ani opartych na danych argumentów uzasadniających, że wdrożenie KI jest konieczne bądź jest optymalnym rozwiązaniem.

<sup>36</sup> Sweidan, O. D. (2021), *Is the geopolitical risk an incentive or obstacle to renewable energy deployment? Evidence from a panel analysis.*

<sup>37</sup> Wall Street Journal (2022), *A European Revelation on Climate.*

<sup>38</sup> Deng, M., Leippold, M., Wagner, A. F., Wang, Q. (2022), *Stock Prices and the Russia-Ukraine War: Sanctions, Energy and ESG.*

<sup>39</sup> „The Wall Street Journal” (2022), *ESG Rules Bend With War: SEB Says OK to Invest in Defense Stocks Again.*

<sup>40</sup> „The Wall Street Journal” (2022), *Biden’s Great Energy and Climate Contradiction.*

<sup>41</sup> [https://www.briefingsforbritain.co.uk/the-new-great-game.](https://www.briefingsforbritain.co.uk/the-new-great-game)



## Źródła

1. Andrade, N. (2022), *Stakeholder capitalism: an idea whose time should be—but has not yet come*, „Global Business Policy Council”, [\[LINK\]](#).
2. Antoncic, D. (2021), *Is ESG investing contributing to transitioning to a sustainable economy or to the greatest misallocations of capital and a missed opportunity?*, „Journal of Risk Management in Financial Institutions”, 15(1), 6-12.
3. Baker, S.R., Bloom, N., & Davis, S.J. (2016), *Measuring economic policy uncertainty*. „The quarterly journal of economics”, 131(4), 1593-1636.
4. Banerjee B., Coricelli F. (2017), *Misallocation in Europe during the Global Crisis: Some stylised facts*, [\[LINK\]](#).
5. Bebhuk, L. A., & Tallarita, R. (2020), *The illusory promise of stakeholder governance*, „Cornell L. Rev.”, 106, 91.
6. Bhandari, A., & Javakhadze, D. (2017), *Corporate social responsibility and capital allocation efficiency*, „Journal of Corporate Finance”, 43, 354-377.
7. BlackRock Investment Institute, *BlackRock Geopolitical Risk Indicator, with data from Refinitiv*, data as of April 2022, [\[LINK\]](#).
8. Bloomberg (2022), *German Regulator Shelves ESG Rules After Russia Energy Fears*, [\[LINK\]](#).
9. Boffo, R., and R. Patalano (2020), *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*, OECD Paris, [\[LINK\]](#).
10. Caldara, Dario and Matteo Iacoviello (2022), *Measuring Geopolitical Risk*, International Finance Discussion Papers 1222r. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, [\[LINK\]](#).
11. Caldara, Dario and Matteo Iacoviello (2022), *Measuring Geopolitical Risk*, dane, [\[LINK\]](#).
12. Council of Institutional Investors (2019), *Council of Institutional Investors Responds to Business Roundtable Statement on Corporate Purpose*, [\[LINK\]](#), data dostępu: 14.02.2022
13. Davis, Steven J., (2016), *An Index of Global Economic Policy Uncertainty*, „Macroeconomic Review”, October.
14. Davis, Steven J., (2016), *An Index of Global Economic Policy Uncertainty*, dane, [\[LINK\]](#).
15. Deloitte (2019), *Perspektywy rozwoju zrównoważonego finansowania – implikacje dla sektora przedsiębiorstw finansowych i niefinansowych w Polsce*, Ekspertyza na zlecenie Ministerstwa Rozwoju, [\[LINK\]](#).
16. Deng, M., Leippold, M., Wagner, A.F., Wang, Q. (2022), *Stock Prices and the Russia-Ukraine War: Sanctions, Energy and ESG*, Swiss Finance Institute Research Paper No. 22-29, Available at SSRN: [\[LINK\]](#).
17. Denning, S. (2020), *Why Stakeholder Capitalism Will Fail*, „Forbes”, [\[LINK\]](#), data dostępu: 11.02.2022
18. Eppinger, P., Felbermayr, G.J., Krebs, O., & Kukharsky, B. (2021), *Decoupling global value chains*, [\[LINK\]](#).
19. European Central Bank (2022), *A new age of energy inflation: climateflation, fossilflation and greenflation*, Speech by Isabel Schnabel, Member of the Executive Board

- of the ECB, at a panel on “Monetary Policy and Climate Change” at The ECB and its Watchers XXII Conference, Frankfurt am Main, 17 March 2022, [\[LINK\]](#).
20. European Central Bank (2022), *The ECB Survey of Professional Forecasters*, [\[LINK\]](#), data dostępu: 18 maja 2022
  21. European Commission, *Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union, Study on sustainability-related ratings*, data and research, 2021, [\[LINK\]](#).
  22. Federal Reserve Bank of Philadelphia (2022), *Second Quarter 2022 Survey of Professional Forecasters*, [\[LINK\]](#), data dostępu: 18 maja 2022
  23. Gamberoni E., Giordano C., Lopez-Garcia P. (2016), *Misallocating capital and labour across firms: Trends and determinants in selected Eurozone economies*, [\[LINK\]](#).
  24. Howell J. (2022), *ESG in wartime: What is it good for?*, GreenBiz, [\[LINK\]](#).
  25. Jenkins P. (2022), *The new ESG realpolitik and the fossil fuel bonanza*, „Financial Times”, [\[LINK\]](#).
  26. Kotkin J., Kruger H. (2022), *The New Great Game, Briefings for Britain*, [\[LINK\]](#).
  27. Kotsantonis, S., & Serafeim, G. (2019), *Four things no one will tell you about ESG data*, „Journal of Applied Corporate Finance”, 31(2), 50-58., [\[LINK\]](#).
  28. KPMG (2020), *The politics of ESG*, [\[LINK\]](#), data dostępu: 13.02.2022
  29. Lee, C.C., Xing, W., & Lee, C.C. (2022), *The impact of energy security on income inequality: The key role of economic development*, „Energy”, 248, 123564.
  30. Lehmann, A. (2021), *Better sustainability data is still needed to accelerate the low-carbon transition in capital markets*, Bruegel Blog, 18 October.
  31. Lim, W. M., Chin, M. W. C., Ee, Y. S., Fung, C. Y., Giang, C. S., Heng, K. S., Kong, M. L. F., Lim, A. S. S., Lim, B. C. Y., Lim, R. T. H., Lim, T. Y., Ling, C. C., Mandrinos, S., Nwobodo, S., Phang, C. Su. C., She, L., Sim, C. H., Su, S. I., Wee, G. W. En., & Weissmann, M. A. (2022). *What is at stake in a war? A prospective evaluation of the Ukraine and Russia conflict for business and society*, Global Business and Organizational Excellence, 00, 1- 14, [\[LINK\]](#).
  32. Los Angeles Times (2022), *How did ESG funds wind up investing in Putin's Russia?*, [\[LINK\]](#), data dostępu: 22.05.2022
  33. Martin E. (2021), *Beware the pitfalls of stakeholder capitalism*, data dostępu: 20 maja 2022, [\[LINK\]](#).
  34. Mhlanga, D. (2022), *Stakeholder Capitalism, the Fourth Industrial Revolution (4IR), and Sustainable Development: Issues to Be Resolved*, Sustainability, 14(7), 3902., [\[LINK\]](#).
  35. Milanović B. (2022), *The beginning of a new globalization*, Brave New Europe, [\[LINK\]](#).
  36. Moyo D. (2021), *Lack of investment rigour risks creating an ESG bubble*, „Financial Times”, [\[LINK\]](#).
  37. National Center for Public Policy Research (2021), *Stakeholder capitalism: a license for lawsuits*, [\[LINK\]](#), data dostępu: 13.02.2022.
  38. Olko D. (2022a), *Kapitalizm interesariuszy. „Wielki Reset” w naszym interesie czy niebezpieczna utopia?*, Raport Warsaw Enterprise Institute, Marzec 2022, [\[LINK\]](#).
  39. Olko D. (2022b), *WKB Alert | Jak agresja Rosji i Białorusi na Ukrainę wpłynie na polską gospodarkę*, [\[LINK\]](#).
  40. Private Banker International (2022), *\$8.3bn ESG funds in limbo as Russia sharpens offensive against Ukraine*, [\[LINK\]](#), data dostępu: 22.05.2022.
  41. RIABiz (2021), *Suddenly Vanguard, BlackRock, State Street not only have the assets but the power of ESG mandates, which make them a growing threat to shareholder democracy, critics say*, [\[LINK\]](#), data dostępu: 13.02.2022

42. Sipiczki A. (2022), *A critical look at the ESG market*, CEPS Policy Insights, No 2022-15 / April 2022, [\[LINK\]](#).
43. Sweidan, O. D. (2021), *Is the geopolitical risk an incentive or obstacle to renewable energy deployment? Evidence from a panel analysis*, „Renewable Energy”, 178, 377-384.
44. Templeman L., Reid J. (2020), *Can big companies survive localisation?*, „Deutsche Bank Research”, [\[LINK\]](#).
45. The Economist (2021), *How green bottlenecks threaten the clean energy business*, [\[LINK\]](#).
46. „The Wall Street Journal” (2022), *A European Revelation on Climate*, [\[LINK\]](#).
47. „The Wall Street Journal” (2022), *ESG Rules Bend With War. SEB Says OK to Invest in Defense Stocks Again*, [\[LINK\]](#).
48. „The Wall Street Journal” (2022), *Biden’s Great Energy and Climate Contradiction*, [\[LINK\]](#).
49. Quaglio, L. (2021), *The Pros and Cons of Stakeholder Capitalism*, [\[LINK\]](#), data dostępu: 13.02.2022
50. Valckx N., Stuermer M., Seneviratne D., and Prasad A. (2021), *Metals Demand From Energy Transition May Top Current Global Supply*, IMFBlog, [\[LINK\]](#).
51. Vivanco A. (2021), *“Greenflation”: will a more sustainable society come at the cost of rising inflation?*, NatWest, [\[LINK\]](#).
52. Wang, Xinjie and Wu, Yangru and Xu, Weike, *Geopolitical Risk and Investment* (October 1, 2019). Available at SSRN: [\[LINK\]](#).

**Autorka składu:  
Anna Śleszyńska**

**Zdjęcia: Canva.com**

**Użyto czcionek:  
Poppins, Staatliches**



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