

Jan Nowak

Business School, Profesor-emeryt. Poprzednio: Central European University, Hungary

<https://orcid.org/0000-0001-7914-491X>, [nowakj07@gmail.com](mailto:nowakj07@gmail.com)

# Kapitalizm interesariuszy: Czy UE zmienia kurs?

Stakeholder Capitalism: Will the EU Stay on Course?

---

## Streszczenie

Celem artykułu jest przybliżenie czytelnikowi koncepcji kapitalizmu interesariuszy w kontekście teorii interesariuszy oraz próba odpowiedzi na pytanie, czy Unia Europejska (UE) zmienia kurs w zakresie wymogów sprawozdawczości zrównoważonego rozwoju, stanowiących integralną część tego modelu kapitalizmu. Artykuł wnosi istotny wkład w zrozumienie istoty kapitalizmu interesariuszy, przeciwstawianego modelowi kapitalizmu akcjonariuszy, oraz analizuje wysiłki legislacyjne podejmowane przez UE w celu zapewnienia krajom członkowskim bardziej zrównoważonego, inkluzywnego i respektującego prawa człowieka rozwoju społecznego. Obecnie wysiłki te stają pod znakiem zapytania. W odpowiedzi na krytykę Europejskiego Zielonego Ładu oraz wymogów raportowania ESG, UE wprowadza zmiany legislacyjne, które rozładniają i opóźniają działania zmierzające do realizacji ambitnych celów zrównoważonego rozwoju, w tym celów klimatycznych. W artykule poddano ocenie te zmiany, konkludując, że choć całkowita zmiana kursu Unii jest mało prawdopodobna, należy spodziewać się dalszych korekt oraz spowolnienia tempa wdrażania zasad kapitalizmu interesariuszy.

**Słowa kluczowe:** Unia Europejska, raportowanie ESG, teoria interesariuszy, kapitalizm interesariuszy.

**JEL:** F15, F55, F64, L21, P12

---

## Abstract

The purpose of this article is to familiarise the reader with the concept of stakeholder capitalism in the context of stakeholder theory and to address the question of whether the European Union (EU) is changing course regarding sustainability reporting requirements, which are an integral part of stakeholder capitalism. This article provides a significant contribution to understanding the nature of stakeholder capitalism, which opposes the shareholder capitalism model, and the legislative efforts undertaken by the EU to ensure more sustainable development for member states, an inclusive society that respects human rights. These efforts are now in question. As a result of criticism directed at the European Green Deal and ESG reporting requirements, the EU is introducing legislative changes that dilute and postpone action to achieve ambitious sustainable development goals, including climate goals. This article assesses these changes, concluding that the EU is unlikely to completely change course, but further adjustments and a slowdown in implementing the principles of stakeholder capitalism are to be expected.

**Keywords:** European Union, stakeholder theory, ESG reporting, stakeholder capitalism.

**JEL:** F15, F55, F64, L21, P12

---



## 1. Wprowadzenie

Kapitalizm interesariuszy (Stakeholder Capitalism) to koncepcja ustroju gospodarczego, która od kilku dekad stanowi przedmiot zarówno dyskusji akademickich, jak i rozwiązań praktycznych. W najprostszym ujęciu jest to model kapitalizmu, w którym przedsiębiorstwa ponoszą odpowiedzialność wykraczającą poza zyski ich właścicieli. Oczekuje się od nich uwzględniania interesów szerokiego grona interesariuszy – konsumentów, pracowników, dostawców, dystrybutorów oraz społeczności lokalnych – a także zaangażowania się w realizację szerszych celów społecznych, takich jak zapewnianie równości, inkluzywności, poszanowanie praw ludzkich oraz poprawa stanu środowiska naturalnego.

Ambitne cele klimatyczne oraz regulacje dotyczące zrównoważonego rozwoju wprowadzane przez Unię Europejską (UE) wpisują się w założenia kapitalizmu interesariuszy. UE znalazła się w światowej awangardzie, jeśli chodzi o wdrażanie obowiązku raportowania czynników ESG (environmental, social, governance), redukcję gazów cieplarnianych oraz ochronę środowiska. Obecnie jednak obserwujemy narastającą krytykę dotychczasowego kursu Unii w tym obszarze. Fala sprzeciwu wobec Europejskiego Zielonego Ładu (European Green Deal) objęła również inicjatywy legislacyjne nakładające na przedsiębiorstwa działające w UE obowiązek raportowania ESG. W odpowiedzi na tę krytykę Komisja Europejska wprowadziła nowe dyrektywy upraszczające i ograniczające zakres wymogów dotyczących raportowania zrównoważonego rozwoju. Oczekiwane są także dalsze zmiany łagodzące pierwotne założenia Zielonego Ładu. Powstaje zatem pytanie, czy jest to zapowiedź nowego kursu EU w zakresie ochrony klimatu i zrównoważonego rozwoju, a szerzej – przyszłości kapitalizmu interesariuszy.

Celem artykułu jest m.in. próba odpowiedzi na to pytanie, a także przybliżenie czytelnikowi koncepcji kapitalizmu interesariuszy w kontekście teorii interesariuszy. Umieszczenie unijnej agendy zrównoważonego rozwoju w ramach teorii i koncepcji kapitalizmu interesariuszy stanowi oryginalny wkład artykułu w toczącą się w Polsce i na świecie debatę. Artykuł opiera się na krytycznej analizie obszernej literatury przedmiotu oraz systematycznym przeglądzie aktów prawnych i raportów – głównie unijnych. Dodatkowo autor wykorzystuje dane statystyczne pochodzące ze źródeł międzynarodowych.

Struktura artykułu jest następująca. Najpierw przedstawia się teorię interesariuszy, w której osadzona jest koncepcja kapitalizmu interesariuszy. Następnie przeciwstawia się model kapitalizmu interesariuszy modelowi kapitalizmu akcjonariuszy, punktując argumenty zwolenników i przeciwników każdego z tych dwóch modeli. W kolejnej części artykułu omawia się system raportowania ESG i jego zastosowanie w EU jako integralnej części wdrażania koncepcji kapitalizmu interesariuszy. Po tym następuje omówienie wprowadzanych ostatnio lub planowanych zmian legislacyjnych, które stawiają pod znakiem zapytania kontynuację przez Unię ambitnego kursu we wdrażaniu zasad kapitalizmu interesariuszy. Artykuł wieńczy podsumowanie, zawierające główne tezy i wnioski artykułu.

## 2. Teoria leżąca u podstaw koncepcji kapitalizmu interesariuszy

Za twórcę teorii interesariuszy powszechnie uważa się Edwarda Freemana. W opublikowanej w 1984 r. pracy *Strategic Management: A Stakeholder Approach* Freeman położył fundamenty pod tę koncepcję. Teoria interesariuszy powstała w odpowiedzi na narastające zaniepokojenie brakiem społecznego zaangażowania znacznej części biznesu. Jej podstawowym założeniem jest przekonanie, że przedsiębiorstwa istnieją nie tylko po to, aby generować zyski dla właścicieli (akcjonariuszy), lecz także po to, by służyć dobru całego społeczeństwa. Aby temu sprostać, firmy powinny uwzględniać w swojej działalności – obok interesów właścicieli – również interesy innych grup mających wpływ na proces tworzenia wartości, takich jak pracownicy, dostawcy, klienci czy lokalne społeczności. Wraz z właścicielami i menadżerami grupy te tworzą kategorię interesariuszy przedsiębiorstwa. Freeman (1984) definiuje interesariuszy jako podmioty, które z jednej strony warunkują sukces przedsiębiorstwa, a z drugiej podlegają wpływowi decyzji podejmowanych przez jego kierownictwo. W ten sposób Freeman zaproponował nowy model firmy i jej otoczenia, w którym przedsiębiorstwo funkcjonuje w bezpośrednim otoczeniu czterech kluczowych grup interesariuszy: właścicieli (akcjonariuszy), klientów, pracowników i dostawców. „Dalszymi” interesariuszami są natomiast m.in. agencje rządowe, organizacje międzynarodowe, rzecznicy konsumentów, związki zawodowe, ekologdy, media oraz konkurenci (Freeman, 1984).

W kolejnych latach Freeman i jego współautorzy sukcesywnie rozwijali teorię interesariuszy (zob. m.in. Freeman, 1994, 1999 i 2004; Freeman i Phillips, 2002; Phillips et al., 2003, Freeman et al., 2004; Freeman et al., 2007). Uwieńczeniem tych prac jest książka *Stakeholder Theory: The State of the Art* (Freeman et al., 2010), podsumowująca 30 lat badań w tej dziedzinie i prezentująca chyba najbardziej wszechstronne oraz krytyczne ujęcie teorii interesariuszy, jakie dotychczas opublikowano.

W kontekście niniejszego artykułu szczególne znaczenie mają te fragmenty książki Freemana et al. (2010), które łączą teorię interesariuszy z systemem kapitalistycznym. Autorzy, uznając ogromny postęp osiągnięty w krajach kapitalistycznych w ciągu ostatnich 200 lat, wskazują jednocześnie na liczne słabości tego systemu. Wśród nich wymieniają degradację środowiska naturalnego i zmiany klimatu, nierówności ekonomiczne, kryzysy finansowe wywołane pazernością inwestorów, wykluczenie społeczne oraz dominację grup uprzywilejowanych nad tymi, które mają ograniczony dostęp do korzyści płynących z rozwoju gospodarczego. Autorzy nawołują do stworzenia nowej narracji o kapitalizmie, podkreślając m.in.: „Jeśli umiejscowimy teorię interesariuszy w centrum naszego myślenia o biznesie będziemy mogli uniknąć bezmyślnej pogoni za zyskiem dla akcjonariuszy ze szkodą dla innych interesariuszy, pogoni, która w końcu zniszczy wytwarzanie wartości zarówno dla akcjonariuszy jak i pozostałych interesariuszy” (s. 267–268).

Pisząc o koncepcji kapitalizmu interesariuszy, nie sposób pominąć postaci Klausa Schwaba, który przez wiele dekad propagował tę ideę i zachęcał biznes do jej praktycznego wdrażania. W istocie Schwab (wraz z Heinem Kroosem) nakreślił koncepcję interesariuszy już kilkanaście lat przed publikacją przełomowego dzieła Freemana (1984). W pracy *Modern Company Management in Mechanical Engineering*

(Schwab i Kroos, 1971) autorzy przedstawili m.in. diagram ukazujący otoczenie biznesu tworzone przez grupy interesariuszy, zdefiniowane w sposób zbliżony do późniejszej koncepcji Freemana (1984). Schwab i Kroos porównali firmę do żywego organizmu, zasilanego przez „tętnice”, którymi są interesariusze. Aby organizm ten mógł pozostać zdrowy, „tętnice” muszą być odpowiednio „odżywione”. Tylko wówczas firma może przetrwać i się rozwijać (s. 21). W tym samym roku (1971) Klaus Schwab założył Europejskie Forum Zarządzania w Davos, przekształcone w 1987 r. w Światowe Forum Ekonomiczne (ŚFE), którego był wieloletnim prezesem. Wśród licznych publikacji Schwaba znajdują się te, które propagują koncepcję kapitalizmu interesariuszy (zob. m.in. Schwab, 2019; Schwab i Vanham, 2023).

Na przestrzeni pięciu dekad Światowe Forum Ekonomiczne wielokrotnie podejmowało tematykę społecznej odpowiedzialności biznesu, zrównoważonego rozwoju, kapitalizmu interesariuszy i raportowania ESG. W tym czasie ogłosiło dwa manifesty Davos. Pierwszy, opublikowany w 1973 r., nawoływał firmy do przyjęcia odpowiedzialności wobec swoich interesariuszy i stanowił swoisty kodeks etyczny dla liderów biznesu (WEF, 2009, s. 15–16). Drogi, tzw. nowy *Davos Manifesto 2020*, ogłoszony pod koniec 2019 r. w ramach motywu przewodniego Stakeholder Capitalism, podkreśla, że podstawowym celem firmy jest angażowanie interesariuszy w proces trwałego i zrównoważonego tworzenia wartości. Manifest ten wskazuje również, w jaki sposób przedsiębiorstwa powinny traktować poszczególne grupy interesariuszy, jak mogą przyczynić się do dobrostanu społeczności oraz jak powinny chronić środowisko naturalne z myślą o przyszłych pokoleniach (WEF, 2019).

### 3. Planeta jako swoisty interesariusz

W literaturze poświęconej teorii interesariuszy od lat toczy się dyskusja nad tym, czy środowisko naturalne (planeta) powinno być traktowane jako interesariusz (Laine, 2010; Freeman et al., 2010). Rozważania te koncentrują się wokół kilku powiązanych ze sobą kwestii: moralnego zobowiązania biznesu wobec środowiska naturalnego, braku społecznych (ludzkich) atrybutów środowiska, zależności biznesu od stanu środowiska oraz adekwatności definicji interesariuszy Freemana (1984) dla uznania planety za jednego z nich (Haigh i Griffiths, 2009).

Wielu autorów zdecydowanie opowiada się za nadaniem środowisku naturalnemu statusu prominentnego członka modelu interesariuszy (zob. m.in. Starik, 1995; Driscoll i Starik, 2004; Haig i Griffiths, 2009; Kujala et al., 2019). Z kolei Stead i Stead (1996, 2000), podkreślając odmienność środowiska naturalnego od innych grup interesariuszy, postulują tworzenie ekologicznie wrażliwych systemów zarządzania strategicznego, w których organizacje odpowiadają na potrzeby wielu „zielonych” interesariuszy. Nieco odmienne stanowisko zajmują Freeman et al. (2010). Uznając, że teoria interesariuszy koncentruje się na ludziach i organizacjach, twierdzą oni, że włączenie środowiska naturalnego do grona interesariuszy wymaga przyznania mu odrębnego – moralnego – statusu. Taki status umożliwia *de facto* uznanie natury za interesariusza, niezależnie od tego, czy jest ona reprezentowana przez ludzi. Interesującą perspektywę przedstawia Laine (2010), według którego środowisko naturalne

jest wszechobecne w otoczeniu przedsiębiorstwa, a tym samym „otacza” również wszystkich interesariuszy. W jego modelu natura stanowi element otoczenia firmy, który przenika i wypełnia przestrzeń ponad tradycyjnym modelem interesariuszy.

Istnieją jednak także autorzy, którzy argumentują, że środowisko naturalne nie może być uznane za interesariusza (zob. np. Phillips, 1997; Phillips i Reichart, 2000; Orts i Strudler, 2002; Fassin, 2009). Wskazują oni, że środowisko jest podmiotem pozaludzkim, niezdolnym do myślenia i komunikowania się z przedsiębiorstwem, a jego interesy mogą być reprezentowane przez ludzkich interesariuszy

Niezależnie od sporów teoretycznych w praktyce środowisko naturalne od wielu lat jest uznawane jako kluczowy, choć specyficzny, interesariusz. Znajduje to odzwierciedlenie m.in. w działaniach i publikacjach Światowego Forum Ekonomicznego. W raporcie poświęconym środowisku i bioróżnorodności (WEF, 2020) podkreślono: „W miarę jak firmy dostosowują swoją działalność do etycznego traktowania wszystkich interesariuszy, ważne jest, abyśmy uwzględniali również wszystkich interesariuszy spoza świata ludzi; aby gospodarka stawiała ekologię na pierwszym miejscu, aby prawa były ważniejsze od dochodów, aby nasz dobrobyt koncentrował się wokół dobrostanu systemów naturalnych, a nasze partnerstwa miały charakter regeneracyjny dla planety”<sup>1</sup>. Z kolei Schwab i Vanham (2023), związani ze Światowym Forum Ekonomicznym, umieszczają planetę w centrum swojego modelu interesariuszy – na równi z ludźmi. Podkreślają: „Gdziekolwiek na świecie się zatem znajdujemy, nabrzmiewa konsensus, że dobrostan ludzi [...] oraz całej planety ma znaczenie dla wszystkich”, dodając, że prowadzi to „do nowego modelu interesariuszy, w którym to właśnie ta para zajmuje centralną pozycję” (s. 188). Immanentną częścią koncepcji kapitalizmu interesariuszy jest triada ESG – environmental, social, governance – obejmująca czynniki środowiskowe, społeczne i dotyczące ładu korporacyjnego. Środowisko naturalne stanowi jeden z trzech kluczowych elementów tej triady i odgrywa fundamentalną rolę w sprawozdawczości zrównoważonego rozwoju.

#### 4. Kapitalizm interesariuszy kontra kapitalizm akcjonariuszy

Jak wspomniano wcześniej, koncepcja kapitalizmu interesariuszy (Stakeholder Capitalism), osadzona w teorii interesariuszy, zrodziła się z krytyki kapitalizmu akcjonariuszy (Shareholder Capitalism). W tej części artykułu zestawia się oba warianty kapitalizmu, wskazując najważniejsze różnice między nimi oraz ich zalety i wady.

Kapitalizm akcjonariuszy (inwestorów, właścicieli) nieodłącznie kojarzy się z nazwiskiem Milтона Friedmana, głównego propagatora tego podejścia. Jego słynne stwierdzenie „the business of business is business” przeszło do historii jako slogan oddający istotę kapitalizmu akcjonariuszy. Friedman postulował powrót do polityki leseferyzmu i odwoływał się do mechanizmów rynkowych, które – jego zdaniem – najlepiej zapewniają sprawiedliwą dystrybucję dochodów. Centralnym punktem jego wizji jest wolność gospodarcza, rozumiana jako możliwość swobodnego zawierania

<sup>1</sup> Tłumaczenie autora.

transakcji przez podmioty rynkowe bez interwencji państwa. W ujęciu Friedmana rola państwa ogranicza się do eliminowania monopoli, kształtowania systemu podatkowego sprzyjającego przedsiębiorcom oraz utrzymywania porządku prawnego. Friedman koncentruje się na jednej dominującej grupie w biznesie – właścicielach przedsiębiorstw, którzy inwestują kapitał i mają prawo sprawować kontrolę właścicielską. Jak pisze: „Jest jedna i tylko jedna społeczna odpowiedzialność biznesu – aby wykorzystywać swoje zasoby i podejmować działania mające na celu zwiększanie swoich zysków, pod warunkiem że odbywa się to zgodnie z zasadami gry, tzn. w ramach wolnej i otwartej konkurencji, bez oszustw lub nadużyć” (Friedman, 2002, s. 133)<sup>2</sup>. W opinii Friedmana akcjonariusze, którzy osiągają wyższe zyski, będą dalej inwestować w rozwój przedsiębiorstw, co w efekcie ma prowadzić do wzrostu dobrobytu całego społeczeństwa.

W kapitalizmie akcjonariuszy zarządy i rady dyrektorów firm są ściśle odpowiedzialne wobec akcjonariuszy i zobowiązane do dbania o ich interesy we wszystkich podejmowanych działaniach. Realizowanie innych celów, np. społecznych, jest uznawane za nielojalne wobec akcjonariuszy, chyba że działania te jednocześnie służą najlepszemu zabezpieczeniu ich interesów. Uzasadnieniem takiego podejścia jest przekonanie, że akcjonariusze jako właściciele przedsiębiorstwa mają niezbywalne i niepodzielne prawo do korzyści wynikających z jego działalności. Według Friedmana (1970) w systemie opartym na wolnej przedsiębiorczości i własności prywatnej zarządy firm są w istocie pracownikami zatrudnionymi przez właścicieli. Nie mogą więc wydawać wypracowanych przez przedsiębiorstwo środków na „cele społeczne”, ponieważ – w jego ujęciu – to państwo, finansowane z podatków płaconych przez przedsiębiorstwa i obywateli, jest odpowiedzialne za realizację programów społecznych.

Konsekwencje rozwoju kapitalizmu akcjonariuszy mają zarówno wymiar pozytywny, jak i negatywny. Oparty na założeniach teorii neoliberalnej model kapitalizmu akcjonariuszy przyczynił się do ogromnego postępu ekonomiczno-technologicznego w krajach, które go wdrażały, zwłaszcza w USA i Wielkiej Brytanii, gdzie rozwinął się najbardziej (Fligstein i Goldstein, 2022; McLean, 2025; Owen, 2021). Fligstein i Goldstein (2022) wskazują, że jego początki – około 50 lat temu – wiążą się z upowszechnieniem koncepcji wartości dla akcjonariuszy<sup>3</sup> (shareholder value conception) oraz zmianą relacji między kierownictwem korporacji a jej udziałowcami, co dało tym ostatnim większy wpływ na strategię korporacyjną. Zmiana ta związana była z pojawieniem się dużych i wpływowych inwestorów, takich jak fundusze emerytalne i powiernicze, co stanowiło istotne odejście od wcześniejszego okresu „rozproszonego akcjonariatu”<sup>4</sup>. W pierwszych powojennych dekadach dominowali drobni udział-

<sup>2</sup> Tłumaczenie autora.

<sup>3</sup> Kapitalizm akcjonariuszy wzięł swoją nazwę od tej właśnie grupy właścicieli kapitału. Należy jednak pamiętać, że poza akcjonariuszami spółek giełdowych właścicielami przedsiębiorstw są również udziałowcy spółek akcyjnych i spółek z o.o. nienotowanych na giełdzie, a także właściciele firm funkcjonujących w innych formach prawnych.

<sup>4</sup> Rozproszenie akcjonariatu czy upowszechnienie własności, także wśród pracobiorców, stało się impulsem do propagowania koncepcji kapitalizmu ludowego, która powstała w USA w latach 50., a następnie zyskała popularność w Europie Zachodniej. Zgodnie z tą koncepcją demokratyzacja

łowcy, którzy mieli znikomy wpływ na działalność korporacji. Sytuacja zaczęła się zmieniać w latach 70. XX wieku, a w kolejnych dekadach zarządy i rady dyrektorów znalazły się pod presją wpływowych akcjonariuszy, aby „dostarczać im wartości”, co oznaczało nacisk na maksymalizację zysku, wzrost giełdowej wyceny spółek, oraz – w konsekwencji – na zwiększanie wypłacanych dywidend. Z ekonomicznego punktu widzenia zmiana ta miała pozytywny wpływ na dynamizm i efektywność korporacji, co przełożyło się na wzrost efektywności i rozwój gospodarek. Model kapitalizmu akcjonariuszy sprzyja innowacyjności, przedsiębiorczości i mobilizacji kapitału inwestycyjnego. Umożliwia optymalną alokację zasobów w gospodarce, wzmacnia konkurencję rynkową, a jednocześnie pozwala firmom ponosić ciężary finansowe nakładane przez państwo, które przeznaczają pozyskane środki na cele społeczne i środowiskowe. Korzyści wynikające z rozwoju tego modelu mogą trafiać do wszystkich uczestników rynku – w tym pracowników, dostawców i klientów – a nie wyłącznie do właścicieli kapitału (McLean, 2025).

Pomimo tych pozytywnych konsekwencji rozwoju kapitalizmu akcjonariuszy model ten nie jest pozbawiony istotnych wad. W ocenie Schwaba i Vanhana (2023) jego największą wadą jest dominacja jednej grupy interesariuszy – właścicieli – nad interesami wszystkich pozostałych grup, które wpływają na działalność przedsiębiorstwa lub pozostają pod jej wpływem. Interesy właścicieli są często realizowane kosztem innych interesariuszy: pracowników (niskie płace, umowy bez zabezpieczenia socjalnego, praca nieletnich lub przymusowa), dostawców (narzucanie im niesprawiedliwych cen), konsumentów (promowanie szkodliwych dla zdrowia produktów, nieetyczne praktyki marketingowe) czy środowiska naturalnego (eksternalizacja kosztów środowiskowych). Model ten osłabia również pozycję związków zawodowych oraz wielu organizacji typu NGO funkcjonujących w ramach społeczeństwa obywatelskiego. Głównym, jeśli nie jedynym, celem działalności przedsiębiorstwa staje się maksymalizacja zysków (zwykle krótkookresowych) oraz wypłacanie jak najwyższych dywidend akcjonariuszom.

Opierając się na przeglądzie literatury oraz dostępnych danych empirycznych, można usystematyzować negatywne konsekwencje kapitalizmu akcjonariuszy w następujących punktach:

1. Degradacja środowiska naturalnego i zmiany klimatu.

W koncepcji kapitalizmu akcjonariuszy nie istnieje imperatyw dbałości o środowisko naturalne. Przedsiębiorstwa mogą wykazywać się odpowiedzialnością ekologiczną jedynie dobrowolnie, np. w celu poprawy wizerunku. Ochrona środowiska jest w tym modelu zadaniem państwa, które powinno wprowadzać i egzekwować odpowiednie regulacje. Choć w niektórych krajach regulacje środowiskowe są dobrze rozwinięte i skutecznie egzekwowane – jak ma to miejsce np. w Skandynawii – w wielu innych państwach brakuje woli politycznej lub/i zdolności administracyjnych, aby skutecznie chronić środowisko naturalne przed „nieskrępowaną” działalnością biznesu. Coraz

---

własności miała następować poprzez zwiększenie liczby właścicieli akcji, co w efekcie prowadziło do zaniku konfliktu kapitalista–robotnik oraz wyrównania dochodów między poszczególnymi warstwami społecznymi (Lamentowicz, 1978).

bardziej alarmujące doniesienia naukowe dotyczące drastycznego pogarszania się kondycji planety potwierdzają skalę tego problemu (zob. np. von Weizsäcker i Wijkman, 2018).

2. Zwiększające się nierówności dochodowe.  
Według World Inequality Database (WID, 2025) nierówności dochodowe w takich krajach jak USA, Wielka Brytania, Francja, Niemcy czy RPA wyraźnie wzrosły po 1975 r. W USA udział 1% najbogatszych w dochodzie narodowym wzrósł z 10,4% w 1975 r. do 20,7% w 2023 r., podczas gdy udział 50% ludności o najniższych dochodach (Bottom 50% share) spadł z 20,4% do 13,4%. Wzrost nierówności potwierdzają także wskaźniki GINI (Fligstein i Goldstein, 2022). Stiglitz (2016), analizując lata 1980–2014, wykazał szybki wzrost nierówności dochodowych i jeszcze szybszy wzrost nierówności majątkowych. Co istotne, kraje, które podążały za amerykańskim modelem kapitalizmu, również doświadczyły wyraźnego wzrostu nierówności – Wielka Brytania osiągnęła drugi najwyższy poziom po USA (Stiglitz, 2016, s. 137–138). Stiglitz dowodzi ponadto, że nierówności dochodowe osłabiają wzrost gospodarczy.
3. Szybszy wzrost wynagrodzeń dyrektorów niż pracowników.  
Od lat 70. wynagrodzenia najwyższej kadry zarządzającej rosły gwałtownie dzięki powiązaniu ich z wynikami giełdowymi kierowanych przez nich spółek oraz przyznawaniu opcji na zakup akcji (NEF, 2017; Fligstein i Goldstein, 2022; Shin, 2014). Tymczasem płace pracowników rosły minimalnie. Według raportu Economic Policy Institute (Bivens et al., 2024) w latach 1978–2023 wynagrodzenia najwyższego kierownictwa korporacji amerykańskich wzrosły o 1085%, podczas gdy wynagrodzenia pracowników jedynie o 24%. W 2023 r. przeciętny dyrektor generalny zarabiał 290 razy więcej niż przeciętny pracownik. Dla porównania, w 1965 r. – a więc przed rozpowszechnieniem się kapitalizmu akcjonariuszy – relacja ta wynosiła 21:1 (ibidem).
4. Krótkoterminowość (short-termism) celów przedsiębiorstw.  
Przedsiębiorstwa znajdują się pod stałą presją inwestorów, aby osiągać wyniki w krótkim okresie, wykazywane w raportach kwartalnych. Prowadzi to do zjawiska określanego jako „quarter madness”. Liczni autorzy wskazują, że krótkoterminowość ma destrukcyjny wpływ na długookresową kondycję przedsiębiorstw (zob. np. Mitchell, 2001; George, 2003; Millon, 2002; Eddy, 2019).
5. Złe warunki pracy, niskie płace, zatrudnianie nieletnich i praca przymusowa w zagranicznych podmiotach powiązanych z korporacjami wielonarodowymi.  
Choć filie korporacji wielonarodowych często oferują lepsze warunki pracy niż lokalne firmy (Brown et al., 2003), sytuacja wygląda inaczej w zakładach produkcyjnych działających na podstawie kontraktów, zwłaszcza w sektorze odzieżowym – w tzw. sweatshops (Robertson et al., 2019). Praktyki te są możliwe z powodu braku regulacji służących ochronie warunków pracy lub ich „miękkiego” egzekwowania oraz korupcji lokalnych władz. Korporacje korzystają z tego, kierując się perspektywą obniżenia kosztów produkcji,

zwiększania cenowej przewagi konkurencyjnej, a w konsekwencji – maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy.

6. Obniżanie kosztów pracy, outsourcing i ograniczanie działalności związków zawodowych.

Kapitalizm akcjonariuszy wiąże się z presją inwestorów na redukcję kosztów. Jak zauważają Fligstein i Goldstein (2022): „Istnieje pokaźna literatura na temat negatywnych konsekwencji modelu kapitalizmu akcjonariuszy dla pracowników i związków zawodowych. Dla kierownictwa przedsiębiorstw, którego zadaniem jest stałe powiększanie wynagrodzeń dla inwestorów, obniżanie kosztów pracy staje się najbardziej dogodną ścieżką działania. W praktyce oznacza to nieustający nacisk na cięcie kosztów poprzez outsourcing, eliminowanie pośrednich szczebli zarządzania w organizacji, wyprzedaż majątku firmy, zwolnienia pracowników i cięcia świadczeń pracowniczych” (s. 78)<sup>5</sup>. Na słabnącą pozycję pracowników i ograniczanie wynagrodzeń pracowniczych zwraca uwagę Rojek (2024), pisząc: „Presja na maksymalizację wartości dla akcjonariuszy stała się synonimem rosnącego znaczenia właścicieli, w tym inwestorów instytucjonalnych, w porównaniu z innymi interesariuszami spółki – w szczególności pracownikami. Następstwa tej zmiany układu sił widoczne były w sferze dystrybucji dochodów [...]. W efekcie zmniejszył się udział wynagrodzeń pracowników w nadwyżce generowanej przez przedsiębiorstwo” (s. 109–110). Empirycznego potwierdzenia stagnacji lub spadku zatrudnienia oraz wynagrodzeń w amerykańskich korporacjach, w których akcjonariusze dysponują silną pozycją przetargową dostarcza opracowanie Falato et al. (2022).

7. Chciwość i nadużycia etyczne.

Chciwość, która stała się charakterystyczną cechą kapitalizmu akcjonariuszy, prowadzi często do działań nielegalnych lub wątpliwych etycznie, podejmowanych w celu utrzymania wysokich cen akcji mimo złej kondycji finansowej firmy. Manipulacje, stosowane w celu ukrycia rzeczywistego stanu finansów korporacji lub banku, obejmują fałszowanie bilansów czy stosowanie skomplikowanych pochodnych instrumentów finansowych (tzw. derywatów), niezrozumiałych dla przeciętnego inwestora. Historia rozwoju kapitalizmu akcjonariuszy obfituje w takie skandale. Kryzys finansowy 2007–2009 ujawnił, do czego może prowadzić chciwość inwestorów kupujących ryzykowne instrumenty inwestycyjne, oferowane przez banki oraz inne instytucje finansowe, a pozytywnie oceniane przez agencje ratingowe. Złożoność tych instrumentów uniemożliwiała inwestorom ocenę ich faktycznego ryzyka, co – zdaniem Akerlofa i Shillera (2017) – było podstawową przyczyną powstania i pęknięcia bańki spekulacyjnej. Kryzys ujawnił również zjawisko prywatyzacji zysków i uspołecznienia strat, gdy rząd USA udzielił wielomiliardowej pomocy instytucjom finansowym i firmom motoryzacyjnym w ramach programu TARP. W efekcie zachwiane zostały fundamenty etyczne kapitalizmu, zwłaszcza jego modelu akcjonariuszy.

---

<sup>5</sup> Tłumaczenie autora.

Warto zauważyć, że J. C. Bogle, założyciel funduszu inwestycyjnego Vanguard Group i legendarny inwestor, w swojej książce (Bogle, 2024) demaskuje nieokiełznaną chciwość, krótkowzroczność i łamanie etyki zawodowej przez przedstawicieli sektora finansowego.

Model kapitalizmu interesariuszy stanowi odpowiedź na opisane wcześniej słabości kapitalizmu akcjonariuszy. Oparty na teorii interesariuszy, propaguje odejście od jednostronnego dążenia do maksymalizacji zysku i wzrostu cen akcji jako głównego, jeśli nie jedyne, celu działalności.

Kapitalizm interesariuszy to system gospodarczy, w którym przedsiębiorstwa kierują się nie tylko motywem zysku i tworzeniem wartości dla akcjonariuszy, lecz także ponoszą odpowiedzialność społeczną za swoje działania. Odpowiedzialność ta przejawia się w angażowaniu kluczowych interesariuszy – najczęściej pracowników, klientów, dostawców oraz społeczności lokalnych – w proces tworzenia wartości oraz uwzględnieniu ich potrzeb i interesów. Jednocześnie przedsiębiorstwa działają etycznie, płacą należne podatki i dbają o środowisko naturalne.

Podstawowe cechy kapitalizmu interesariuszy można przedstawić, nawiązując do Manifestu z Davos 2020 (por. WEF, 2019):

1. Celem przedsiębiorstwa jest angażowanie wszystkich **kluczowych interesariuszy** w proces tworzenia wspólnej i trwałej wartości.
2. Przedsiębiorstwo zapewnia **akcjonariuszom** zwrot inwestycji, uwzględniający ponoszone ryzyko oraz potrzebę ciągłych inwestycji i innowacji w celu stałego rozwoju przedsiębiorstwa.
3. Przedsiębiorstwo służy swoim **klientom**, oferując produkty i usługi najlepiej odpowiadające ich potrzebom, a jednocześnie uczciwie i wyczerpująco informując o ich właściwościach, funkcjonalnościach oraz o potencjalnych negatywnych skutkach ich konsumpcji lub użytkowania.
4. Przedsiębiorstwo traktuje **pracowników** z godnością i szacunkiem, dba o ich dobrostan, zapewnia sprawiedliwe wynagrodzenie, możliwości rozwoju zawodowego. Stara się ciągle poprawiać warunki pracy i dba o zdrowie pracowników. Respektuje różnorodność oraz prawa pracownicze i prawa człowieka.
5. Przedsiębiorstwo traktuje **dostawców** jako pełnoprawnych partnerów biznesowych, oferując im równe warunki współpracy i płacąc sprawiedliwe ceny.
6. Przedsiębiorstwo wspiera **lokalną społeczność**, w której działa, oraz uczciwie wywiązuje się ze zobowiązań podatkowych.
7. Przedsiębiorstwo stosuje system wynagrodzeń **kadry zarządzającej**, który odzwierciedla poziom ich odpowiedzialności wobec wszystkich kluczowych interesariuszy, a nie tylko wobec akcjonariuszy.
8. Przedsiębiorstwo dba o **środowisko naturalne** z myślą o przyszłych pokoleniach, chroni biosferę i – w miarę możliwości – stosuje zasady gospodarki o obiegu zamkniętym.

Należy podkreślić, że wprowadzenie kapitalizmu interesariuszy nie wymaga odejścia od pryncypiów kapitalizmu. Podstawowe zasady gospodarki wolnorynkowej – własność prywatna, wolność gospodarcza, swoboda konkurencji na rynku oraz mechanizm popytu i podaży kształtujący ceny – pozostają w pełni aktualne. Firmy nie muszą rezygnować z wypracowywania zysku dla akcjonariuszy

(właściciele). Swoją działalność prowadzą jednak nie tylko w celu maksymalizacji zysku, lecz również w celu realizacji żywotnych interesów kluczowych interesariuszy, uwzględniając w procesie decyzyjnym interes społeczny, obejmujący zdrowie i dobrobyt społeczeństwa oraz dobrostan planety. Do takich celów służą odpowiednio dostosowane mierniki oceny działalności gospodarczej, wykraczające poza zakres mierników finansowych.

Model kapitalizmu interesariuszy ma jednak swoich – często zagorzałych – przeciwników.

Część krytyków podkreśla, że koncepcja ta nie posiada solidnych podstaw naukowych, a jej definicje są niespójne i chaotyczne (zob. np. Olko, 2020). W świetle przedstawionych wcześniej argumentów opinia ta wydaje się niesprawiedliwa. Istnieje obszerna literatura dotycząca teorii interesariuszy, z której w niniejszym artykule przytoczono jedynie niewielki fragment. Prawdą jest natomiast brak jednej, powszechnie akceptowanej definicji kapitalizmu interesariuszy. Wydaje się jednak, że istnieje konsensus co do jego kluczowych cech: jest to model kapitalizmu, w którym przedsiębiorstwa ponoszą odpowiedzialność wykraczającą poza generowanie zysków dla udziałowców. Pracownicy, klienci, inwestorzy, media, rządy i organizacje pozarządowe oczekują od firm zaangażowania w realizację szerszych celów społecznych, prowadzących do większej równości, inkluzywności, poszanowania godności ludzkiej oraz poprawy stanu środowiska naturalnego.

W krytyce kapitalizmu interesariuszy często podnosi się argument, że proces decyzyjny z udziałem wielu interesariuszy, reprezentujących różne, a niekiedy sprzeczne interesy, może stanowić poważne wyzwanie i prowadzić do suboptymalnych rozwiązań. Może on przebiegać bardzo chaotycznie i generować konflikty, a w skrajnych przypadkach prowadzić do sytuacji, w której najgłośniejsi lub najsilniejsi interesariusze zmonopolizują lub zablokują cały proces. Schwab i Vanham (2023, s. 208) proponują w tym kontekście rozdzielenie procesu konsultacyjnego od procesu decyzyjnego. W fazie konsultacji powinni uczestniczyć wszyscy relewantni interesariusze, których potrzeby i racje powinny być wysłuchane. Natomiast w fazie podejmowania decyzji powinny brać udział wyłącznie podmioty do tego uprawnione – w przypadku przedsiębiorstwa są to zarząd oraz rada nadzorcza.

Krytycy kapitalizmu interesariuszy często podważają ekonomiczną efektywność tego modelu, argumentując, że brak jest dowodów na to, iż przedsiębiorstwa angażujące wszystkich kluczowych interesariuszy i uwzględniające ich interesy tworzą wyższą wartość ekonomiczną niż firmy nastawione wyłącznie na zysk (zob. np. Rauh, 2022). Tymczasem wiele badań wskazuje, że niższa efektywność kapitalizmu interesariuszy jest mitem. Kenon Institute (2022) ocenia, że rezultaty badań porównawczych efektywności obu modeli kapitalizmu są niekonkluzywne. Z kolei Sisodia et al. (2014) wykazali, że wyniki finansowe firm stosujących model biznesowy oparty na interesariuszach przewyższyły wyniki indeksu S&P 500 w relacji 14:1<sup>6</sup>. Autorzy ci zauważają: „Ironią jest to, że skupianie się wyłącznie na wynikach finansowych często prowadzi do słabych wyników finansowych”. W podobnym duchu Samans i Nelson (2022) przywołują badanie Bank of America Merrill Lynch – wynika

<sup>6</sup> Badaniem objęto 15-letni okres 1998–2013.

z niego, że 15 z 17 firm indeksu S&P 500, które zbankrutowały w latach 2005–2015, charakteryzowało się bardzo słabymi wskaźnikami w obszarach ESG.

W ostatnich latach pojawiła się jednak niespotykana wcześniej kontestacja idei kapitalizmu interesariuszy oraz ostry sprzeciw wobec raportowania ESG. Biznes negatywnie zareagował na regulacje, zwłaszcza te wprowadzane przez Unię Europejską, nakładające na firmy obowiązek sprawozdawczości w zakresie zrównoważonego rozwoju. Regulacje te uznano za nadmiernie obciążające przedsiębiorstwa biurokracją, szczególnie dotkliwą dla małych i średnich firm. Wielu liderów biznesu, którzy wcześniej wspierali idee kapitalizmu interesariuszy, zaczęło się od nich odwracać lub odnosić się do nich z wyraźnym dystansem (Polman i Winston, 2024; WEF, 2025; Samans i Nelson, 2022). Głównym obiektem krytyki stały się czynniki ESG. Samans i Nelson (2022) cytują opinię krytyków: „ESG jest z natury niepraktyczne, ponieważ wiąże się z upolitycznieniem podejmowania decyzji w firmach, co powoduje ich skomplikowanie w sposób, który prowadzi do nieracjonalnego alokowania zasobów”<sup>7</sup>. Warto również odnotować, że Larry Fink, prezes Black Rock Inc., znany z corocznych listów do inwestorów, propagujących wcześniej idee ESG, DEI (diversity, equity and inclusion – różnorodność, równość i włączenie), zrównoważonego rozwoju i przeciwdziałania zmianom klimatu, w swoim liście z 2025 r. zrezygnował z używania terminu ESG, uznając, że stał się on nadmiernie upolityczniony (McGowan, 2025).

Wśród polityków, zwłaszcza prawicowych, również odnotowano silny sprzeciw wobec uwzględniania czynników ESG i DEI w działaniach biznesu oraz administracji publicznej. Zmiana prezydentury w USA w 2025 r. dodatkowo podsycała negatywne nastroje wobec stosowania tych kryteriów. Podobną narrację podchwyciła część polityków konserwatywnych w Europie, gdzie w kilku krajach doszło do wyraźnego zwrotu w prawo. Mimo to wielu zwolenników kapitalizmu interesariuszy nie zrezygnowało z jego propagowania, wskazując, że model ten nie tylko lepiej odpowiada na potrzeby społeczne, lecz także może być opłacalny dla biznesu (zob. m.in. Polman i Winston, 2024; Schwab, 2025; Kenan Institute, 2022; Samans i Nelson, 2022; ESM, b.d.).

## 5. Raportowanie ESG

Koncepcja uwzględniania czynników środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego w sprawozdawczości przedsiębiorstw ma już stosunkowo długą historię. Po raz pierwszy – w sposób oficjalny – terminu ESG użyto w raporcie ONZ *Who Cares Wins. Connecting Financial Markets to a Changing World* (UN, 2004), przygotowanym z inicjatywy ówczesnego sekretarza generalnego ONZ Kofiego Annana. Dokument ten powstał w ramach działalności The Global Compact, organizacji afiliowanej przy ONZ, zrzeszającej biznes działający na rzecz zrównoważonego rozwoju. Celem raportu było sformułowanie wytycznych i rekomendacji dla przedsiębiorstw, inwestorów instytucjonalnych, firm zarządzających funduszami inwestycyjnymi,

---

<sup>7</sup> Tłumaczenie autora.

konsultantów oraz doradców finansowych dotyczących uwzględniania czynników ESG w sprawozdawczości oraz przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Źródeł ESG można jednak doszukiwać się wcześniej – w koncepcji Triple Bottom Line (TBL), w inicjatywie Global Reporting Initiative (GRI) z 1997 r. oraz w Millennium Development Goals, celach ogłoszonych przez ONZ w 2000 r.

Przez wiele lat raportowanie czynników ESG miało charakter dobrowolny. Dopiero ostatnie lata przyniosły istotną zmianę, czyniąc raportowanie ESG obowiązkowym, zwłaszcza w Unii Europejskiej. Stało się to za sprawą Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2022/2464 z 14 grudnia 2022 r., znanej jako dyrektywa CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive – Dyrektywa w sprawie sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju). Dyrektywa weszła w życie w styczniu 2023 r., a następnie została implementowana w Polsce<sup>8</sup> i większości państw członkowskich.

Dyrektywa CSRD stanowi moment przełomowy w rozwoju kapitalizmu interesariuszy w Europie. Jej celem jest zwiększenie odpowiedzialności i przejrzystości w zarządzaniu przedsiębiorstwami oraz promowanie zrównoważonych praktyk i inwestycji. Raportowanie ESG ma umożliwić interesariuszom ocenę wyników społecznych i środowiskowych przedsiębiorstw w całym ich łańcuchu wartości. Zgodnie z Dyrektywą CSRD pierwsza grupa przedsiębiorstw działających w Unii została objęta obowiązkiem raportowania ESG w 2025 r. Jednak wskutek ostrej krytyki ze strony środowisk politycznych i biznesowych w wielu krajach członkowskich zakres stosowania CSRD został szybko zmodyfikowany. Wprowadzono nowe przepisy ograniczające i upraszczające obowiązki związane ze sprawozdawczością w obszarze zrównoważonego rozwoju.

## **6. Zmiany legislacyjne ograniczające i upraszczające raportowanie zrównoważonego rozwoju w UE**

Dyrektywa CSRD, zgodna z celami unijnego Zielonego Ładu, wywołała niezadowolenie w wielu krajach członkowskich. Środowiska biznesowe skierowały falę krytyki pod adresem sprawozdawczości ESG, uznając ją za nadmiernie skomplikowaną, wymagającą i generującą duże obciążenia biurokratyczne dla podmiotów zobowiązanych do raportowania. Komisja Europejska, reagując na tę krytykę, przygotowała tzw. Omnibus Simplification Package (OSP), propozycję mającą na celu uproszczenie wymogów oraz usprawnienie procesu raportowania ESG, przy jednoczesnym zachowaniu kluczowych celów zrównoważonego rozwoju. Działania te wpisują się w szerszą strategię wzmocnienia konkurencyjności gospodarek Unii, m.in. w kontekście Raportu Draghiego. Pierwsza wersja OSP została przedstawiona przez Komisję

---

<sup>8</sup> Dyrektywa unijna 2022/2464 została wdrożona w Polsce poprzez Ustawę z 6 grudnia 2024 (Dz. U. z 2024 r., poz. 1863). Akt ten wprowadził zmiany m.in. w ustawie o rachunkowości, ustawie o biegłych rewidentach, firmach audytorskich i nadzorze publicznym, a także w kilku innych ustawach. Żywość tej regulacji okazał się jednak krótki – do końca 2025 r. miała zostać znowelizowana zgodnie z wymogami Dyrektywy 2025/794.

w lutym 2025 r. Po konsultacjach społecznych projekt został zatwierdzony przez Parlament Europejski w kwietniu 2025 r., a następnie – z dodatkowymi poprawkami jeszcze bardziej ograniczającymi wymogi raportowania – przyjęty przez Radę i opublikowany w Dzienniku Urzędowym UE jako Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2025/794 z dnia 14 kwietnia 2025 r. Dyrektywa ta zmienia zarówno CSRD (UE) 2022/2464, jak i CSDDD (UE) 2024/1760<sup>9</sup>, a także modyfikuje unijną Taksonomię (Systematykę)<sup>10</sup>. Ogólnym celem pakietu uproszczeniowego Omnibus jest ułatwienie prowadzenia działalności gospodarczej w Unii, zgodnie z założeniami tzw. Kompas Konkurencyjności<sup>11</sup>.

Powyższe zmiany legislacyjne redefiniują sposób wdrażania wymogów związanych ze zrównoważonym rozwojem, w tym raportowania ESG. Najważniejsze ułatwienia i uproszczenia wprowadzone Dyrektywą 2025/794 obejmują (por. PARP, 2025b; EC, 2025):

1. Ograniczenie liczby przedsiębiorstw objętych obowiązkiem raportowania w zakresie zrównoważonego rozwoju.

Wymogi sprawozdawcze pozostają na razie obowiązkowe jedynie dla przedsiębiorstw zatrudniających ponad 1000 pracowników oraz osiągających obrót powyżej 50 mln euro lub sumę bilansową powyżej 25 mln euro. Oznacza to redukcję liczby przedsiębiorstw objętych raportowaniem o około 80%. Obowiązek raportowania dla podmiotów działających w interesie publicznym (spółki giełdowe, banki, firmy ubezpieczeniowe, czyli podmioty fali 1.) za rok 2024 pozostaje bez zmian; zmienia się jedynie próg stosowania wymogów.

2. Odroczenie stosowania wymogów CSRD w ramach tzw. mechanizmu StopTheClock.

Spółki fali 2. (duże przedsiębiorstwa prywatne), które miały raportować w 2026 r., oraz spółki fali 3. (notowane na giełdzie MŚP), które miały raportować w 2027 r., otrzymały dwuletnie odroczenia. Oznacza to, że raporty zostaną złożone odpowiednio w latach 2028 i 2029.

3. Ograniczenie wymogów Taksonomii.

Taksonomia staje się nieobowiązkowa dla firm zatrudniających poniżej 1000 pracowników. Dla przedsiębiorstw powyżej tego progu, ale osiągających obroty poniżej 450 mln euro, przewidziano dodatkowe odstępstwa. Jednocześnie ograniczono liczbę raportowanych danych taksonomicznych – nawet o 66%

---

<sup>9</sup> CSDDD (Corporate Sustainability Due Diligence Directive) to dyrektywa unijna w sprawie należytej staranności przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju. Jest to unijny akt prawny, który zobowiązuje duże przedsiębiorstwa działające na terenie Unii do identyfikacji, oceny i zarządzania negatywnym wpływem na środowisko naturalne i społeczeństwo.

<sup>10</sup> Taksonomia UE to system klasyfikacji opracowany w celu określenia, które działania gospodarcze są zrównoważone pod względem środowiskowym w kontekście Europejskiego Zielonego Ładu. Celem Taksonomii jest wsparcie firm i inwestorów w podejmowaniu decyzji przyczyniających się do przekierowania kapitału na realizację inwestycji sprzyjających ochronie klimatu i środowiska (EC, b.d.).

<sup>11</sup> Europejski Kompas Konkurencyjności to przedstawiony w styczniu 2025 roku przez Komisję Europejską strategiczny program, który wyznacza kierunki działań mających na celu wzmocnienie konkurencyjności unijnej gospodarki. Dokument ten powstał w odpowiedzi na Raport Draghi (PARP, 2025a).

dla firm niefinansowych i 89% dla instytucji kredytowych – oraz uproszczono wzory raportowania.

4. Uproszczenie standardów raportowania ESRS (European Sustainability Reporting Standards)<sup>12</sup> dla spółek objętych zakresem dyrektywy CSRD. Komisja przyjmie akt delegowany zmieniający istniejące standardy sprawozdawczości poprzez redukcję liczby punktów danych, doprecyzowanie niejasnych przepisów oraz poprawę spójności z innymi aktami prawnymi itp.
5. Dobrowolność stosowania standardów sprawozdawczości w łańcuchu wartości (value chain).

Dla firm zatrudniających poniżej 1000 pracowników wprowadzono dobrowolność stosowania standardów opartych na ESRS dla MŚP, opracowanym przez EFRAG<sup>13</sup>. Ogranicza to zakres informacji, których spółki lub banki objęte CSRD mogą wymagać od podmiotów w swoich łańcuchach wartości.

6. Zmiany w Dyrektywie CSDDD. Obejmują one m.in. (a) zmniejszenie częstotliwości okresowych audytów u partnerów biznesowych z corocznych do pięcioletnich, (b) ograniczenie zakresu informacji, które duże przedsiębiorstwa mogą wymagać od MŚP w ramach mapowania łańcucha wartości oraz (c) odroczenie stosowania wymogów należytej staranności o rok (z 2026 na 2027 r.).

Kraje członkowskie miały czas do 31 grudnia 2025 r. na transpozycję powyższych zmian legislacyjnych do prawa krajowego.

Wprowadzając obowiązek sprawozdawczości przedsiębiorstw w zakresie zrównoważonego rozwoju, Unia Europejska znalazła się w światowej awangardzie transformacji społecznej i ekologicznej kapitalizmu. Choć raportowanie działalności w obszarach ESG funkcjonowało od kilku dekad na zasadach dobrowolności, po raz pierwszy stało się ono wymogiem prawnym. Ostatnie zmiany legislacyjne, omówione powyżej, znacząco jednak „rozwadniają” ten obowiązek. Powstaje zatem pytanie, czy oznacza to odejście Unii od wcześniej obranego ambitnego kursu.

## 7. Przyszłość kapitalizmu interesariuszy w Unii Europejskiej: korekta czy zmiana kursu?

Obecny klimat polityczny nie sprzyja dalszemu rozwojowi kapitalizmu interesariuszy. W USA obserwuje się wyraźny regres w tym obszarze. Negatywne stanowisko Prezydenta Trumpa wobec zmian klimatu, ekologii i zrównoważonego rozwoju jest powszechnie znane. Coraz częściej pojawia się tam zjawisko określane jako „greenhushing”, polegające na unikaniu przez firmy publikowania raportów ESG.

<sup>12</sup> Standardy ESRS precyzują, w jaki sposób podmioty objęte obowiązkiem raportowania powinny ujawniać informacje dotyczące zrównoważonego rozwoju.

<sup>13</sup> Europejskie standardy raportowania zostały opracowane przez The European Financial Reporting Advisory Group – Europejską Grupę Doradczą ds. Sprawozdawczości Finansowej. EFRAG została utworzona w 2001 r. z inicjatywy Komisji Europejskiej, początkowo w celu wspierania sprawozdawczości finansowej. W 2022 r., zgodnie z CSRD, Komisja powierzyła EFRAG-owi nowe zadanie: przygotowanie europejskich standardów raportowania zrównoważonego rozwoju (ESRS).

W Unii Europejskiej nastąpiła pauza we wdrażaniu ambitnych planów dotyczących zrównoważonego rozwoju, a atmosfera polityczna wokół koncepcji kapitalizmu interesariuszy uległa pogorszeniu. Choć władze Unii podkreślają, że cele zrównoważonego rozwoju, w tym cele klimatyczne, pozostają niezienne, to droga do ich realizacji może się wydłużyć i skomplikować. Oficjalnie nie mówi się o zmianie kursu, jednak sygnały płynące od polityków i rządów krajów członkowskich mogą sugerować coś innego. Kluczową kwestią są ceny energii i ich wpływ na konkurencyjność firm europejskich na rynku globalnym. Z jednej strony europejski biznes domaga się tańszej energii, a rolnicy sprzeciwiają się wdrażaniu niektórych elementów Zielonego Ładu, czemu wtóruje wielu przywódców państw członkowskich. Z drugiej strony europejskie organizacje pozarządowe (NGO) ostrzegają, że uproszczenia regulacyjne wprowadzone w ramach pakietu Omnibus mogą doprowadzić do deregulacji i rozmycia celów środowiskowych oraz społecznych UE, nie wzmacniając przy tym jej konkurencyjności. Organizacje te uważają, że silne prawo gwarantujące pełne i uczciwe raportowanie ESG stanowi przewagę konkurencyjną UE na globalnym rynku, na którym konsumenci i inwestorzy coraz częściej oczekują od firm odpowiedzialności środowiskowej i społecznej. Osłabianie wymogów w tym zakresie postrzegają jako krok wstecz (PARP, 2025b). Wobec ścierania się tych przeciwstawnych stanowisk władze Unii znajdują się w trudnej sytuacji – z jednej strony pod presją przywódców państw członkowskich, domagających się korekty kursu w obszarze Zielonego Ładu i zrównoważonego rozwoju, z drugiej pod naciskiem organizacji społeczeństwa obywatelskiego, obrońców praw człowieka, środowiska oraz aktywistów klimatycznych, apelujących o utrzymanie dotychczasowego kursu. Całkowita zmiana kursu wydaje się mało prawdopodobna, natomiast można oczekiwać dalszych korekt. Unia Europejska, będąca dotychczas światowym liderem we wdrażaniu zasad kapitalizmu interesariuszy, powinna utrzymać tę pozycję. Jednocześnie wyzwania związane z konkurencyjnością względem USA i Azji oraz zmiana priorytetów wynikająca z sytuacji geopolitycznej będą niewątpliwie osłabiać determinację władz Unii, a tym bardziej krajów członkowskich, do dalszego wdrażania zasad kapitalizmu interesariuszy.

## 8. Podsumowanie

Koncepcja kapitalizmu interesariuszy wyrosła na gruncie teorii Edwarda Freemana i jest rozwijana od lat 80. XX wieku. Impulsem do jej rozwoju stało się rosnące zaniepokojenie brakiem społecznego zaangażowania znacznej części biznesu. Podstawową przesłanką teorii interesariuszy jest przekonanie, że przedsiębiorstwa istnieją nie tylko po to, aby generować zyski dla właścicieli (akcjonariuszy), lecz także po to, aby realizować uzasadnione interesy innych interesariuszy oraz służyć dobru ogółu społeczeństwa. Koncepcję kapitalizmu interesariuszy przeciwstawia się koncepcji kapitalizmu akcjonariuszy, którego głównym propagatorem był Milton Friedman. Oba modele mają swoje zalety i wady oraz odmienne konsekwencje ekonomiczne i społeczne, które zostały przeanalizowane w niniejszym artykule.

W koncepcję kapitalizmu interesariuszy wpisuje się raportowanie przez firmy czynników ESG – środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego. Unia Europejska znalazła się w światowej awangardzie, jeśli chodzi o wprowadzanie obowiązku raportowania ESG. Kluczowym aktem prawnym w tym zakresie jest Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2022/2464 (CSRD), będąca częścią unijnego Zielonego Ładu. W ostatnim czasie działania UE dotyczące raportowania zrównoważonego rozwoju (ESG) oraz ochrony klimatu spotkały się jednak z silną krytyką ze strony biznesu, środowisk rolniczych i części polityków państw członkowskich. Krytyka ta skłoniła władze Unii do złagodzenia i odroczenia niektórych wymogów. W tym kontekście pojawia się pytanie, czy zwiastują one zmianę kursu, czy jedynie jego korektę. Wniosek płynący z analizy jest następujący: całkowita zmiana kursu nie jest prawdopodobna, natomiast należy spodziewać się dalszych korekt we wdrażaniu ambitnych planów dotyczących zrównoważonego rozwoju i ochrony klimatu. Unia Europejska – dotychczasowy światowy lider we wdrażaniu zasad kapitalizmu interesariuszy powinna, zdaniem autora, utrzymać tę pozycję.

## Bibliografia

- Akerlof, G. A., Shiller, R. J. (2017). *Złowiąc frajera. Ekonomia manipulacji i oszustwa*. Polskie Towarzystwo Ekonomiczne.
- Bivens, J., Gould, E., Kandra, J. (2024). *CEO pay declined in 2023. But it has soared 1,085% since 1978 compared to a mere 24% rise in typical workers' pay*. <https://www.epi.org/publication/ceo-pay-in-2023/>
- Bogle, J. C. (2024). *Dość. Prawdziwe miary bogactwa, biznesu i życia*. Polskie Towarzystwo Ekonomiczne.
- Brown, D., Deadorff, A., Stern, R. (2003). The Effects of Multinational Production on Wages and Working Conditions in Developing Countries. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, (9669). <http://www.nber.org/papers/w9669>
- Driscoll, C., Starik, M. (2004). The primordial stakeholder: Advancing the conceptual consideration of stakeholder status for the natural environment. *Journal of Business Ethics*, 49, 55–73. <https://doi.org/10.1023/B:BUSI.0000013852.62017.0e>
- Eaddy, W. R. (2019). A Case for Eliminating Quarterly Periodic Reporting: Addressing the Malady of Short-Termism in U.S. Markets with Real Medicine. *The Business Lawyer*, 74(2), 387–416. <https://www.jstor.org/stable/27170980>
- EC (2025). *Commission simplifies rules on sustainability and EU investments, delivering over EUR 6 billion in administrative relief*. [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip\\_25\\_614](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_25_614)
- EC (b.d.). *EU Taxonomy Navigator*. Pobrane 29 czerwca 2025 z: <https://ec.europa.eu/sustainablefinance-taxonomy/>
- ESM (b.d.). *Stakeholder Capitalism: A Primer*. Pobrane 13 czerwca 2025 z: <https://www.enterpriseengagement.org/articles/content/8634478/stakeholder-capitalism-a-primer/>
- Falato, A., Kim, H., Von Wachter, T. (2022). *Shareholder Power and the Decline of Labor*. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, 30203. <http://www.nber.org/papers/w30203>
- Fassin, Y. (2009). The stakeholder model refined. *Journal of Business Ethics*, 84, 113–135. <https://doi.org/10.1007/s10551-008-9677-4>
- Fligstein, N., Goldstein, A. (2022). The Legacy of Shareholder Value Capitalism. *Annual Review of Sociology*, 48, 7.1–7.19. <https://doi.org/10.1146/annurev-soc-030420-120827>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Pitman.
- Freeman, R. E. (1994). The Politics of Stakeholder Theory: Some Future Directions. *Business Ethics Quarterly*, 4(4), 409–421. <https://doi.org/10.2307/3857340>
- Freeman, R. E. (1999). Divergent Stakeholder Theory. *Academy of Management Review*, 24(2), 233–236. <https://doi.org/10.5465/amr.1999.1893932>
- Freeman, R. E. (2004). The stakeholder approach revisited. *Zeitschrift für Wirtschafts- und Unternehmensethik*, 5(3), 228–254. <https://doi.org/10.5465/amr.1999.189393>
- Freeman, R. E., Evan, W. E. (1990). Corporate governance: A stakeholder interpretation. *The Journal of Behavioral Economics*, 19(4), 337–359. [https://doi.org/10.1016/0090-5720\(90\)90022-Y](https://doi.org/10.1016/0090-5720(90)90022-Y)

- Freeman, R. E., Phillips, R. A. (2002). Stakeholder Theory: A Libertarian Defence. *Business Ethics Quarterly*, 12(3), 331–349. <https://doi.org/10.2307/3858020>
- Freeman, R. E., Wicks, A. C., Parmar, B. (2004). Stakeholder Theory and “The Corporate Objective Revisited”. *Organization Science*, 15(3), 364–369. <https://doi.org/10.1287/orsc.1040.0066>
- Freeman, R. E., Harrison, S., Wicks, A. C. (2007). *Managing for Stakeholders: Survival, Reputation, and Success*. Yale University Press.
- Freeman, R. E., Harrison, J. S., Wicks, A. C., Palmer, B. L., de Colle, S. (2010). *Stakeholder Theory: The State of the Art*. Cambridge University Press.
- Friedman, M. (1970). *The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*. <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html#>
- Friedman, M. (2002). *Capitalism and Freedom*. Fortieth Anniversary Edition. The University of Chicago Press.
- George, B. (2003). Managing stakeholder vs. responding to shareholder. *Strategy & Leadership*, 31(6), 36–40. <https://doi.org/10.1108/10878570310505587>
- George, B. (2020). *The Coronavirus Crisis Has Accelerated the Shift to Stakeholder Capitalism*. <https://fortune.com/2020/05/12/coronavirus-corporate-social-responsibility/>
- Haigh, N., Griffiths, A. (2009). The natural environment as a primary stakeholder: the case of climate change. *Business Strategy and the Environment*, 18(6), 347–359. <https://doi.org/10.1002/bse.602>
- Kenan Institute (2022). *Stakeholder Capitalism + ESG Investing*. <https://d2m6m2i9.delivery.rocketcdn.me/wp-content/uploads/2023/01/stakeholder-capitalism-full-01242023r.pdf>
- Kujala, J., Heikkinen, A., Nieminen, J., Jokinen, A., Tapaninaho, R., Mäkelä, H. (2019). Engaging with the Natural Environment. Examining the Premises of Nature-Inclusive Stakeholder Relationships and Engagement. *Proceedings of the Thirtieth Annual Meeting of the International Association for Business and Society*, 30, 73–81. <https://doi.org/10.5840/iabsproc20193010>
- Laine, M. (2010). The nature of nature as a stakeholder. *Journal of Business Ethics*, 96(suppl. 1), 73–78. <http://doi.org/10.1007/s10551-011-0936-4>
- Lamentowicz, W. (1978). Kapitalizm ludowy Adolfa A. Berle’a. W: M. Gulczyński (red.), *Idee i ideologizy neokapitalizmu* (s. 78–132). Wiedza Powszechna.
- McGowan, J. (2025). *In Annual Letter, BlackRock’s Larry Fink Omits Climate Change, DEI And ESG*. <https://www.forbes.com/sites/jonmcgowan/2025/03/31/in-annual-letter-blackrocks-larry-fink-omits-climate-change-dei-and-esg/>
- McLean, D. (2025). *The Case for Shareholder Capitalism. How the Pursuit of Profit Benefits All*. University of Notre Dame. <https://doi.org/10.7274/28543847.v1>
- Millon, D. (2002). Why Is Corporate Management Obsessed with Quarterly Earnings and What Should Be Done About It?. *George Washington Law Review*, 70(5–6), 890–920. <https://scholarlycommons.law.wlu.edu/wlufac/192/>
- Mitchell, L.E. (2001). *Corporate Irresponsibility – America’s Newest Export*. Yale University Press. <https://doi.org/10.2307/j.ctt1nph4d>
- NEF (2017). *Shareholder Capitalism. A System in Crisis*. <https://neweconomics.org/2017/07/shareholder-capitalism>
- Orts, E. W., Strudler, A. (2002). The ethical and environmental limits of stakeholder Theory. *Business Ethics Quarterly*, 12(2), 215–233. <https://doi.org/10.2307/3857811>
- Olko, D. (2022). *Kapitalizm interesariuszy. „Wielki Reset” w naszym interesie czy niebezpieczna utopia?*. <https://wei.org.pl/2022/aktualnosci/damian-olko/raport-kapitalizm-interesariuszy/>
- Owen, J. (2021). *The case for shareholder-based capitalism*. <https://policyexchange.org.uk/wp-content/uploads/2022/04/The-case-for-shareholder-based-capitalism.pdf>
- PARP (2025a). *Czym jest Europejski kompas konkurencyjności?*. <https://www.parp.gov.pl/component/content/article/88561-czym-jest-europejski-kompas-konkurencyjnosc>
- PARP (2025b). *Pakiet Omnibus, czyli co dalej ze zrównoważonym rozwojem w Unii Europejskiej?*. <https://www.parp.gov.pl/component/content/article/88639-pakiet-omnibus-czyli-co-dalej-ze-zrownowazonym-rozwojem-w-unii-europejskiej>
- Phillips, R. A. (1997). Stakeholder theory and a principle of fairness. *Business Ethics Quarterly*, 7(1), 51–66. <https://doi.org/10.2307/3857232>
- Phillips, R., Freeman, R. E., Wicks, A. C. (2003). What stakeholder theory is not. *Business Ethics Quarterly*, 13(4), 479–502. <https://doi.org/10.5840/beq200313434>
- Phillips, R. A., Reichart, J. (2000). The Environment as a Stakeholder? A Fairness-Based Approach. *Journal of Business Ethics*, 23, 185–197. <https://doi.org/10.1023/A:1006041929249>
- Polman, P., Winston, A. (2024). *Stakeholder Capitalism Still Makes Business Sense*. <https://hbr.org/2024/08/stakeholder-capitalism-still-makes-business-sense>
- Rauh, J. D. (2022). *Why We Should Preserve Shareholder Capitalism*. [https://www.jec.senate.gov/public/\\_cache/files/d5a617dd-7ccb-4ea2-bdf4-4f387feab9ee/rauh-testimony-written-final.pdf](https://www.jec.senate.gov/public/_cache/files/d5a617dd-7ccb-4ea2-bdf4-4f387feab9ee/rauh-testimony-written-final.pdf)

- Rojek, M. (2024). Finansjalizacja korporacji niefinansowych. W: W. Pachó i M. Garbicz (red.), *Koncentracja władzy ekonomicznej w kapitalizmie początku XXI wieku*. Oficyna Wydawnicza SGH.
- Robertson, R., Di, H., Brown, D., Dehejia, R. (2016). *Working conditions, work outcomes, and policy in Asian developing countries*. ADB Economics Working Paper Series, 497. <https://hdl.handle.net/10419/169328>
- Samans, R., Nelson, J. (2022). *The big fallacy in the backlash against ESG and stakeholder capitalism*. <https://www.weforum.org/stories/2022/05/esg-stakeholder-capitalism-backlash/>
- Schwab, K., Kroos, H. (1971). *Modern Company Management in Mechanical Engineering*. [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_KSC\\_CompanyStrategy\\_Presentation\\_2014.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_KSC_CompanyStrategy_Presentation_2014.pdf)
- Schwab, K (2019). What Kind of Capitalism Do We Want? *Time Magazine*, (2 grudnia).
- Schwab, K. (2025). *What stakeholder capitalism is and what it isn't*. <https://www.weforum.org/stories/2025/02/stakeholder-capitalism-what-it-is-and-what-it-isn-t/>
- Schwab, K., Vanham, P. (2023). *Kapitalizm interesariuszy. Globalna gospodarka a postęp, ludzie i planeta*. Wiley – Onepress.
- Shin, T. (2014). Explaining Pay Disparities between Top Executives and Nonexecutive Employees: A Relative Bargaining Power Approach. *Social Forces*, 92(4), 1339–1372. <https://doi.org/10.1093/sf/sou004>
- Sisodia, R., Sheth, J., Wolfe, D. (2014). *Firms of Endearment. How World-Class Companies Profit from Passion and Purpose*. Second Edition. Pearson Education.
- Starik, M. (1995). Should trees have managerial standing? Towards stakeholder status for non-human nature. *Journal of Business Ethics*, 14, 207–217. <https://doi.org/10.1007/BF00881435>
- Stead, W. E, Stead, J. G. (1996). *Management for a Small Planet*. 2nd Edition. Sage. Thousand Oaks.
- Stead, W. E, Stead, J. G. (2000). Eco-enterprise strategy. Standing for sustainability. *Journal of Business Ethics*, 24, 313–329. <https://doi.org/10.1023/A:1006188725928>
- Stiglitz, J. (2016). Inequality and Economic Growth. W: M. Jacobs i M. Mazzucato (red.), *Rethinking Capitalism: Economics and Policy for Sustainable and Inclusive Growth* (s. 134–155). John Wiley & Sons.
- UN (2004). *Who Cares Wins. Connecting Financial Markets to a Changing World*. The Global Compact. United Nations & Swiss Federal Department of Foreign Affairs. [https://www.unglobalcompact.org/docs/issues\\_doc/Financial\\_markets/who\\_cares\\_who\\_wins.pdf](https://www.unglobalcompact.org/docs/issues_doc/Financial_markets/who_cares_who_wins.pdf)
- Von Weizsäcker, E. U., Wijkman, A. (2018). *Ejźel: Kapitalizm, krótkowzroczność, populacja i zniszczenie planety*. Raport Klubu Rzymskiego. Instytut Badań Stosowanych Politechniki Warszawskiej.
- WEF (2009). *The World Economic Forum: A Partner in Shaping History. The First 40 Years 1971–2010*. [https://www3.weforum.org/docs/WEF\\_First40Years\\_Book\\_2010.pdf](https://www3.weforum.org/docs/WEF_First40Years_Book_2010.pdf)
- WEF (2019). *Davos Manifesto 2020: The Universal Purpose of a Company in the Fourth Industrial Revolution*. <https://www.weforum.org/stories/2019/12/davos-manifesto-2020-the-universal-purpose-of-a-company-in-the-fourth-industrial-revolution/>
- WEF (2020). *Why nature is the most important stakeholder of the coming decade*. <https://www.weforum.org/stories/2020/01/why-nature-will-be-the-most-important-stakeholder-in-the-coming-decade/>