

Obszary zmian Założeń koncepcyjnych sprawozdawczości zintegrowanej w kontekście zasadniczych zmian w podejściu inwestorów do kwestii zrównoważonego rozwoju

KATARZYNA KOBIELA-PIONNIER *

Streszczenie

Celem artykułu jest prezentacja i ocena aktualnych działań Międzynarodowej Rady ds. Raportowania Zintegrowanego (IIRC) na rzecz ulepszenia *Założeń koncepcyjnych sprawozdawczości zintegrowanej*, w tym szczególnie założeń opublikowanego dokumentu pt. *Integrated Thinking & Strategy. State of Play Report*, jak też proponowanej zmiany w podejściu do głównego użytkownika raportu zintegrowanego zgodnie z publikacją *Topic Paper 3: Charting a path forward*. Kontekst dla tej oceny stanowią zmiany w podejściu do danych niefinansowych, jakie zachodzą obecnie w środowisku inwestorów, którzy nie tylko coraz mocniej interesują się danymi dotyczącymi kwestii ESG, by na tej podstawie podejmować decyzje inwestycyjne, ale również włączają je do swojej własnej działalności biznesowej. W toku prowadzonego wywodu autorka wskazuje, iż głównym celem działań IIRC jest przejście od monokapitalizmu do multikapitalizmu jako nowej doktryny ekonomicznej XXI wieku, czemu mają sprzyjać zmiany w *Założeniach <IR>* oraz projekt ulepszonego modelu procesu tworzenia wartości. Planowana przez IIRC zmiana głównego użytkownika raportu zintegrowanego z dawcy kapitału finansowego na dawców wszystkich kapitałów wydaje się stanowić pierwszy element materializacji koncepcji multikapitalizmu.


Słowa kluczowe: raportowanie zintegrowane, tworzenie wartości, optymalizacja wartości, inwestor, zrównoważony rozwój, multikapitalizm.

Abstract

Areas of changes in the *International Integrated Reporting Framework* in the context of substantial changes in the investors' approach to sustainable development issues

The purpose of the article is to present and evaluate the current activities of the International Integrated Reporting Council to improve the International <IR> Framework, in particular the considerations contained in the document *Integrated Thinking & Strategy. State of Play Report*, as well as the proposed change in the approach to the main user of the integrated report in accordance with *Topic Paper 3: Charting a path forward*. The context for the evaluation is the profound changes in the approach to non-financial information currently taking place among providers of financial capital. They are not only increasingly interested in ESG issues to make investment decisions on this basis, but they also include them in their own business activities. In the course of her argument, the author indicates that the main purpose of the IIRC's activities is the transition from monocapitalism to multi-capitalism as a new economic doctrine for the 21st century, which is to be supported by changes in the <IR> Framework and the design of an improved value creation model. The change of the main user of integrated reporting from the provider of financial capital to providers of all capitals planned by IIRC seems to constitute the first element of the materialization of the concept of multi-capitalism.

Keywords: integrated reporting, value creation, optimizing value, investor, sustainable development, multi-capitalism.

* Dr Katarzyna Kobiela-Pionnier, adiunkt, Szkoła Główna Handlowa, Instytut Rachunkowości,
 <https://orcid.org/0000-0002-9776-5581>, kkobie1@sgh.waw.pl

Wprowadzenie

Pierwsze dwie dekady XXI wieku, a szczególnie czas po kryzysie finansowym 2008+, to okres niemal lawinowego powstawania różnego rodzaju krajowych i międzynarodowych regulacji, ram i wytycznych do obowiązkowego lub dobrowolnego zastosowania w przedsiębiorstwach. Wiele spośród nich dotyczy np. kwestii środowiskowych czy społecznych, a zatem takiego zakresu aktywności przedsiębiorstw, który – zgodnie z dominującym w XX wieku podejściem ekonomii neoklasycznej – nie był dotychczas kojarzony z typową działalnością biznesową.

Dodatkowy element tej regulacyjnej układanki stanowią ramy i kodeksy ładu korporacyjnego, eksponujące odpowiedzialność zarządów za długoterminowy sukces organizacji. Obecnie coraz powszechniej uważa się, że ten sukces, wsparty efektywnym nadzorem właścicielskim, wymaga uwzględnienia uzasadnionych interesów i oczekiwań szerokiego grona interesariuszy oraz odpowiedzi na zmieniające się oczekiwania, możliwości i zagrożenia, które wpływają na przyszłą rentowność organizacji.

Wskazane powyżej kwestie układają się w grupę czynników ESG (środowiskowych, społecznych i ładu korporacyjnego) – trzech głównych składowych, pozwalających na ocenę wpływu społecznego, zrównoważenie i trwałość różnego typu inwestycji. Społecznie odpowiedzialne przedsiębiorstwa od ponad dwóch dekad korzystają z możliwości sporządzenia osobnych raportów poświęconych wyłącznie tym aspektom działalności (tzw. sprawozdawczość ESG¹). Zakres zagadnień wymagających ujawnienia w raporcie ESG określają tworzone na świecie różne wytyczne, standardy i normy². Spośród nich tylko wytyczne Global Reporting Initiative (GRI) zawierają stwierdzenie, że raportowanie wyników ekonomicznych, środowiskowych i społecznych może być zbieżne lub zintegrowane z pozostałymi raportami przedsiębiorstwa, w tym z rocznymi raportami finansowymi. Nie wskazują one jednak, na czym miałyby polegać ta zbieżność lub zintegrowanie. Oznacza to, że oddzielny raport ESG nie prezentuje informacji niefinansowych zintegrowanych ze sprawozdaniem finansowym ani też sprawozdanie finansowe nie jest częścią tego raportu (Samelak, 2013a).

Na tym tle sprawozdawczość zintegrowaną odróżnia jej ukierunkowanie na inwestora oraz nadrzędny cel, jakim jest prezentacja sposobu kreowania wartości przez daną organizację poprzez stosowne, istotne informacje o charakterze finansowym i niefinansowym (IIRC, 2013). Tak więc główną osią tego raportu powinna być taka integracja danych finansowych i niefinansowych, aby powstał jeden spójny raport ukazujący użytkownikom generowaną przez jednostkę wartość. Należy podkreślić, że chociaż

¹ Akronim słów pochodzących z języka angielskiego, w odniesieniu do raportowania oznacza sprawozdawczość: E – *Environmental* (środowiskową), S – *Social Responsibility* (odpowiedzialności społecznej) oraz G – *Corporate Governance* (obejmującą ład korporacyjny).

² J. Samelak (2013b) kategoryzuje je według przedmiotu zainteresowania na: aspiracyjne zasady i kodeksy postępowania (np. UN Global Compact), wytyczne i standardy systemów zarządzania i ich audyty (np. rodzina norm ISO, EMAS, standard SA8000), wytyczne raportowania i komunikacji (standardy GRI, AA1000APS i AA1000SES) oraz standardy weryfikacji (poświadczenia) raportów ESG (np. AA1000AS, ISAE3000).

w tekście *Założeń*³ raportowania zintegrowanego pojęcie ESG bezpośrednio nie występuje, to jednak w wytycznych tych określono sposób komunikowania kwestii środowiskowych, społecznych i zarządczych, używając terminologii związanej z wieloma kategoriami kapitałów i elementami treści raportu⁴.

Według danych International Integrated Reporting Council (IIRC)⁵, w 2019 roku około 2000 podmiotów z ponad 70 krajów stosowało sprawozdawczość zintegrowaną (IIRC, 2019). Wynik ten wskazuje, że podejście do komunikowania dokonań zgodne z *Załozeniami* <IR> zdobywa coraz większą popularność wśród raportujących jednostek. Jednocześnie – jako stosunkowo nowa koncepcja – raport zintegrowany znajduje się w centrum zainteresowania zarówno teoretyków, jak i praktyków raportowania. Z obu środowisk słychać też głosy, że wiele pojęć i zagadnień w wytycznych sformułowano zbyt ogólnie, abstrakcyjnie i niejednoznacznie, co negatywnie rzutuje na ich rozumienie i bezpośrednie zastosowanie. Dodatkowo na kształt raportu zintegrowanego mocno wpływają lokalne regulacje i praktyki, utrudniając porównywalność sprawozdań firm z tej samej branży, ale z różnych krajów. I wreszcie ważnym wątkiem jest spór wokół postaci głównego użytkownika raportu, bo chociaż w *Załozeniach* IIRC jest on jak na razie jednoznacznie zdefiniowany (inwestor), wcale nie oznacza to zamknięcia dyskusji na temat jego pozycji w zestawieniu z pozostałymi odbiorcami raportu.

IIRC jest świadoma wielu niedostatków opublikowanych wytycznych, dlatego podjęła prace nad ich ulepszeniem. Odbywają się one w ramach dwóch odrębnych projektów. Pierwszy obejmuje propozycje niewielkich, aczkolwiek znaczących, technicznych korekt tekstu *Założeń* <IR> opartych na trzech krótkich dokumentach konsultacyjnych (tzw. *Topic Papers*). Drugi projekt, prowadzony przez specjalnie powołany do tego celu zespół (Integrated Thinking & Strategy Group) poświęcony jest kwestiom fundamentalnym dla całej idei raportowania zintegrowanego: zintegrowanemu myśleniu oraz tworzeniu wartości poprzez zarządzanie wieloma kapitałami. Co prawda prezentacja końcowych wyników tych prac planowana jest dopiero na koniec 2020 roku, ale już w grudniu 2019 roku zespół opublikował dokument zatytułowany *Integrated Thinking & Strategy. State of Play Report* (IIRC, 2019), ukazujący aktualny kierunek podjętych rozważań. Wydaje się, że projektowane przez IIRC zmiany w tej koncepcji raportowania

³ W niniejszym artykule określenia: „*Założenia*”, „*Założenia* <IR>”, „*Założenia* IIRC” odnoszą się do *Międzynarodowych założeń koncepcyjnych sprawozdawczości zintegrowanej* (*The International Integrated Reporting „<IR>” Framework*) i stosowane są zamiennie.

⁴ Przełożenie skrótowca ESG na pojęcia wykorzystywane w raporcie zintegrowanym przedstawia się następująco: kwestie środowiskowe (E – *Environmental*) prezentowane są jako kapitał naturalny, kwestie społeczne (S – *Social*) podzielone są pomiędzy kapitał społeczny i relacyjny oraz ludzki, natomiast kwestie zarządcze stanowią szczególnie, obligatoryjny element zintegrowanego raportu, który w ramach tworzenia wartości wiąże się z opracowywaniem strategii uwzględniającej uzasadnione potrzeby i interesy wielu różnych grup interesariuszy.

⁵ W niniejszym artykule skrótowiec IIRC oraz określenie „Rada” stosowane są zamiennie i odnoszą się do niezależnej pozarządowej organizacji *International Integrated Reporting Council* (Międzynarodowej Rady ds. Sprawozdawczości Zintegrowanej), która od 2011 r. zajmuje się kwestią raportowania zintegrowanego.

mogą wpłynąć na myślenie o celu przedsiębiorstwa – a w związku z tym również o celu sprawozdawczości korporacyjnej – na kilka następnych dekad.

W związku z tym przedmiot rozważań niniejszego artykułu stanowią *Założenia koncepcyjne sprawozdawczości zintegrowanej*, a wybranym problemem badawczym są proponowane przez IIRC określone obszary ich zmian, w tym zarówno te o charakterze technicznym, wynikające z dokumentów serii *Topic Papers*⁶, jak też głębsza ewolucja koncepcji tworzenia wartości, związana z pracami Grupy Roboczej IIRC. Celem artykułu jest prezentacja i próba krytycznej oceny tych zmian w kontekście istotnych modyfikacji podejścia do danych niefinansowych, jakie zachodzą obecnie w środowisku dawców kapitału finansowego⁷. Przedstawionemu celowi podporządkowano strukturę artykułu, na którą składają się:

- rozważania na temat rewolucyjnych zmian w podejściu inwestorów do informacji związanych z kwestiami ESG i ich oczekiwania w odniesieniu do tych informacji;
- prezentacja inicjatywy ulepszenia wytycznych sprawozdawczości zintegrowanej w zakresie: koncepcji wartości systemowej, nowego modelu tworzenia wartości („modelu sprężyny”) oraz modyfikacji definicji głównego użytkownika raportu;
- próba krytycznej oceny obszarów projektowanych zmian.

Główną metodą badawczą były studia literaturowe, ze szczególnym uwzględnieniem najnowszych dokumentów publikowanych przez IIRC. W artykule wykorzystano zarówno podejście pozytywne, jak i normatywne, a ukierunkowany teoretycznie artykuł poprzez ukazanie zachodzących faktów i relacji wpisuje się w nurt interpretacyjny i krytyczny. Oryginalność artykułu przejawia się w próbie aktualnego komentarza i oceny zagadnień, które wciąż jeszcze podlegają konsultacjom i modyfikacjom w przestrzeni międzynarodowej, nie czekając na kształt, jaki one ostatecznie przybiorą. Autorka wyraża nadzieję, że taka diagnoza będzie stanowiła wartościowy przyczynek do dalszych naukowych rozważań koncepcji raportowania zintegrowanego.

1. Rewolucja w postrzeganiu zrównoważonego rozwoju w środowisku inwestorów

W ciągu ostatnich kilku lat środowisko inwestorów (szczególnie instytucjonalnych) przeżywa prawdziwą rewolucję w podejściu do kwestii zrównoważonego rozwoju. Zarówno wyniki aktualnych badań, jak i oficjalne deklaracje konkretnych przedstawicieli globalnego świata finansów ujawniają zachodzącą na naszych oczach głęboką zmianę

⁶ W niniejszym artykule skupiono się przede wszystkim na wybranych zagadnieniach z *Topic Paper* nr 2 i 3 (szczególnie na docelowym użytkowniku raportu), a nie na wszystkich proponowanych korektach tekstu Założeń. Pominięto np. kwestię odpowiedzialności za raport zintegrowany czy też rolę technologii w raportowaniu.

⁷ Użyte w niniejszym artykule sformułowanie „dawcy kapitału” oznacza dawców kapitału finansowego (inwestorów). W przypadku pozostałych dawców sześciu kapitałów raportowanych zgodnie z Załoženiami IIRC, autorka dla odróżnienia będzie używać określenia: „dawcy wszystkich kapitałów”.

w postrzeganiu zagadnień środowiskowych, społecznych i zarządczych (ESG) raportowanych przez przedsiębiorstwa.

Na początku 2020 roku, w liście do swoich klientów członkowie globalnego komitetu wykonawczego BlackRock, największego na świecie funduszu inwestycyjnego, zarządzającego aktywami o wartości ponad 7 bln dolarów, ogłosili podjęcie działań mających na celu działania ukierunkowane na zrównoważony rozwój, w tym m.in. aktywne przeciwdziałanie kryzysowi klimatycznemu. Zarządzający funduszem podkreślili dynamiczny wzrost liczby klientów, koncentrujących się na relacjach między zrównoważonym rozwojem a ich portfelami inwestycyjnymi, jako skutek lepszego zrozumienia sposobu, w jaki czynniki te wpływają na wzrost gospodarczy, wartość aktywów i rynki finansowe jako całość. W związku z tym, odpowiadając na zachodzące zmiany, fundusz zadeklarował m.in. (BlackRock, 2010b):

- wprowadzenie zrównoważonego rozwoju jako standardu inwestycyjnego, w tym oferty zrównoważonych wersji dotychczasowych modeli, w których zamiast tradycyjnych ekspozycji indeksowych ważonych kapitalizacją rynku wykorzystane zostaną zoptymalizowane ekspozycje indeksowe uwzględniające czynniki ESG;
- wzmocnienie integracji zrównoważonego rozwoju z bieżącymi procesami inwestycyjnymi, wskutek czego menedżerowie poszczególnych portfeli będą odpowiedzialni za właściwe zarządzanie ekspozycją na ryzyko ESG oraz za dokumentowanie, w jaki sposób względy te wpłynęły na podejmowane przez nich decyzje inwestycyjne;
- ograniczanie ryzyka ESG w bieżących strategiach, skutkujące m.in. wycofywaniem aktywów zaangażowanych w te sektory, które uznane zostaną za zbyt ryzykowne czy generujące negatywne efekty zewnętrzne (jak np. produkcja węgla energetycznego).

Wymienione działania, a także pozostałe inicjatywy BlackRock mają służyć ugruntowaniu pozycji tego największego na świecie funduszu inwestycyjnego jako lidera we wdrażaniu zrównoważonego rozwoju w wymiarze: procesów i rozwiązań inwestycyjnych, zdobywania doświadczeń, zarządzania majątkiem klientów oraz własnej działalności biznesowej (BlackRock, 2020a).

Tak głośno wybrzmiewająca deklaracja funduszu BlackRock jest znaczącym sygnałem dla całego rynku finansowego, szczególnie w Stanach Zjednoczonych, gdzie jeszcze do niedawna zarządzający portfelami byli raczej sceptyczni wobec przekonania o istnieniu pozytywnego związku między inwestowaniem społecznie odpowiedzialnym a realizowanymi wynikami finansowymi, wyrażanego raczej przez inwestorów z Europy i Wielkiej Brytanii (van Duuren i in., 2015). W efekcie głos zarządu BlackRock ujawnia gwałtowny zwrot w myśleniu o kwestiach ESG w środowisku inwestorów, widoczny już także w prowadzonych badaniach naukowych. Przykładowo bezpośrednie wywiady z menedżerami kilkudziesięciu globalnych funduszy inwestycyjnych wskazują, że obecnie zagadnienia ESG stały się dla nich priorytetowe (Eccles, Klimenko, 2019). Analogiczne deklaracje uzyskano też w badaniach prowadzonych od kilku lat przez EY na grupie ponad 220 globalnych inwestorów (EY, 2018), a także w ramach programu spotkań w formie „okrągłych stołów”, organizowanych przez WBCSD i PwC,

podczas których inwestorzy jednomyślnie wskazywali na wykorzystanie informacji niefinansowych przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych (WBCSD, PwC, 2018). Według raportu EY z 2018 roku niemal wszyscy ankietowani inwestorzy instytucjonalni oświadczyli (97%), że dokonują nieformalnej oceny (65%) lub ustrukturyzowanej, metodycznej oceny (32%) ujawnień niefinansowych spółki docelowej. Jedyne 3% badanych inwestorów stwierdziło, że przeprowadza pobieżną analizę lub nie przeprowadza żadnej (EY, 2018). Dla porównania: rok wcześniej (w 2017 r.) niewielką, pobieżną analizę lub brak analizy wskazało 22% respondentów, a trzy lata wcześniej (w 2015 r.) było to aż 48% ankietowanych.

Inne ważne pytanie, jakie od kilku lat EY zadawał swoim respondentom, dotyczyło częstości wystąpienia sytuacji, w której wpływ wyników niefinansowych stanowił kluczowy czynnik podjęcia decyzji inwestycyjnej. Analiza odpowiedzi z lat 2013–2018 ujawnia znaczący wzrost występowania takich przypadków. W 2018 roku aż jedna trzecia respondentów odpowiedziała, że taka sytuacja występowała często, 62%, że czasami, podczas gdy jeszcze w 2015 roku było to odpowiednio 24% i 28%. Na tym tle podkreślić należy znaczący spadek odpowiedzi „nigdy” – z 26% w 2015 do 1% w 2018 roku. Szczegółowe wyniki podano na rysunku 1.

Rysunek 1. Wpływ wyników niefinansowych na podejmowanie decyzji inwestycyjnych – badania EY



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów: EY (2018, 2017, 2015, 2013).

Obserwacja omawianej zmiany podejścia inwestorów do danych niefinansowych w sposób nieunikniony rodzi pytanie o jej przyczyny. Z przeglądu dostępnej literatury wynika, że za źródła tych zmian można uznać następujące przesłanki:

- wielkość firm inwestycyjnych: ze względu na silną koncentrację branży⁸ wielkie fundusze nie mogą zabezpieczyć wszystkich globalnych rodzajów ryzyka, z którymi

⁸ Pierwsze pięć największych funduszy na świecie zarządza 22,7% całkowitej wartości aktywów, pierwsze 10 odpowiednio 34% całkowitej wartości aktywów.

muszą się mierzyć (jak np. ryzyko klimatyczne). Dodatkowo tacy właściciele aktywów, jak fundusze emerytalne, są zmuszeni przyjmować perspektywę długoterminową, ponieważ ich zobowiązania również mają charakter długoterminowy (np. wypłata emerytur w ciągu kolejnych 100 lat) (Eccles, Klimenko, 2019),

- odnotowywane wyższe zwroty finansowe spółek o wysokich standardach ESG w stosunku do tych konkurentów, którzy ignorują kwestie zrównoważonego rozwoju, na co wskazują zarówno obecnie prowadzone badania naukowe⁹ (m.in. Eccles i in., 2014; Khan i in., 2016), jak też raporty firm doradczych czy instytucji finansowych (m.in. Bank of America Merrill Lynch, Morgan Stanley, Nordea Equity Research)¹⁰;
- rosnące zapotrzebowanie ze strony klientów, szczególnie indywidualnych, na inwestycje zrównoważone, w tym takie, które posiadają charakter wpływu/oddziaływania (*impact investing*)¹¹ i obejmują różne klasy aktywów oraz dotyczą różnych kwestii środowiskowych i społecznych, pozwalając klientom na równoczesną realizację celów finansowych i niefinansowych (Snider, 2018);
- ewolucja postrzegania obowiązku powierniczego realizowanego przez inwestorów instytucjonalnych, a szczególnie rozpowszechnienie nowego podejścia, zgodnie z którym pomijanie w praktyce inwestycyjnej długoterminowych czynników warunkujących wartość inwestycji, obejmujących kwestie ESG, stanowi naruszenie tego obowiązku¹² (Sullivan i in., 2015);
- zmiany zachodzące wewnątrz firm inwestycyjnych, polegające na integracji zespołów analizujących czynniki ESG z działalnością analityków i menedżerów zarządzających portfelami, co pozwala na rzeczywistą realizację idei zrównoważonego rozwoju w codziennych decyzjach menedżerów zarządzających danymi portfelami, a także obserwowane coraz aktywniejsze zaangażowanie inwestorów przejawiające się m.in. w zapytaniach kierowanych do spółek, dotyczących np. zmian klimatu i innych

⁹ Należy wskazać, że w tym aspekcie wyniki badań naukowych nie są całkiem jednoznaczne, co jest szczególnie widoczne w publikacjach wcześniejszych (przed 2016–2017 r.), a w literaturze naukowej na ten temat wciąż toczy się dyskusja. Por.: van Duuren i in. (2015), Lu i in. (2014).

¹⁰ Szczegółowy przegląd anglojęzycznych publikacji naukowych na temat relacji pomiędzy raportowaniem zagadnień ESG a wynikami finansowymi firm można znaleźć w raporcie Aviva Investors (2017), *Investment Research: Time for a Brave New World?* <https://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2017/10/research-brave-new-world.pdf> (dostęp 3.04.2020).

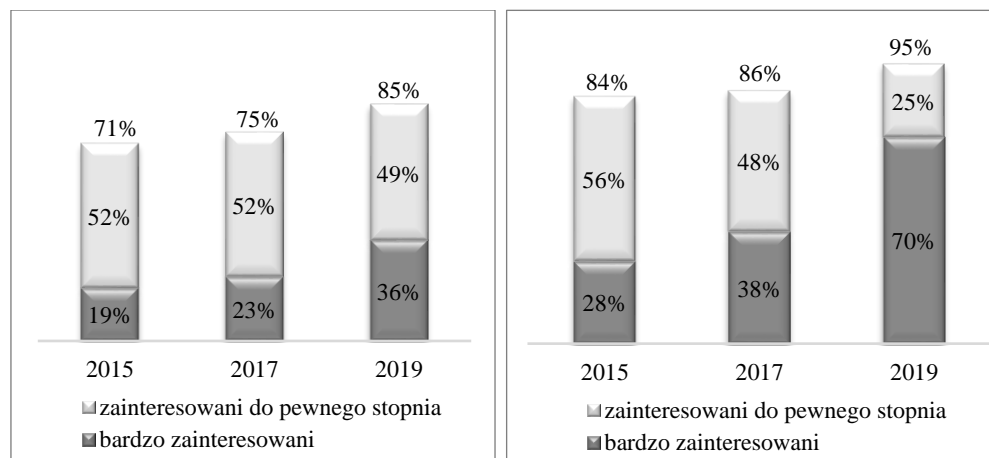
¹¹ Zgodnie z definicją utworzonej w 2009 r. w USA organizacji Global Impact Investing Network (GIIN) *impact investing* to „inwestycje w spółki, organizacje i fundusze z zamiarem wygenerowania wymiernego wpływu społecznego i środowiskowego wraz z zyskiem finansowym” (GIIN, 2020). Idea *impact investments* stanowi dalszy etap rozwoju koncepcji inwestycji społecznie odpowiedzialnych (*social responsibility investments* – SRI) (Krawiec, 2015a). Głównym celem inwestorów w ramach *impact investments* jest wywołanie konkretnego wpływu w obszarach społecznych lub środowiskowych, co wynika z faktu, iż często sami inwestorzy są lub mogą się stać beneficjentami zamierzonych zmian (Krawiec, 2015b).

¹² Warto dodać, że w 2017 r. Grupa Ekspertów UE Wysokiego Szczebla ds. Zrównoważonych Finansów zarekomendowała Komisji Europejskiej podjęcie działań ukierunkowanych na włączenie istotnych czynników ESG w definicję obowiązku powierniczego do ustawodawstwa krajów członkowskich UE (European Commission, 2017; European Commission, 2018).

kwestii środowiskowych, praw człowieka, zarządzania kapitałem ludzkim oraz różnorodności wśród pracowników i w składach zarządów (Eccles, Klimenko, 2019).

Wydaje się, że aspektem wartym szczególnego podkreślenia jest efekt zachodzącej zmiany pokoleniowej, obserwowany m.in. wśród inwestorów indywidualnych w Stanach Zjednoczonych. W przeprowadzonym rokrocznie badaniu U.S. Trust Annual Insights on Wealth and Worth w 2018 roku 53% badanych inwestorów wskazało na aspekty ESG jako ważną część procesu podejmowania swoich decyzji inwestycyjnych, jednak w grupie tzw. „millennialsów” odsetek ten sięgnął aż 87%. Ponadto aż 66% spośród nich zadeklarowało się jako właściciel lub pracownik przedsiębiorstwa, które aktywnie integruje pozytywne wartości ESG w produkcji, usługach lub w wewnętrznych dokumentach regulujących zasady działania podmiotu (tzw. politykach). W całej badanej grupie odsetek ten był niższy i wynosił 52% (U.S. Trust, 2018). Aspekt zmiany pokoleniowej widoczny jest także w badaniach ankietowych prowadzonych przez poszczególne instytucje finansowe wśród swoich klientów. Przykładowo w raporcie z 2019 roku bank JP Morgan określił zainteresowanie zrównoważonym inwestowaniem w populacji generalnej na poziomie 85%, jednak w grupie „millennialsów” zainteresowanie to wyraziło łącznie 95% badanych. Bank odnotował na tym polu znaczące zmiany w stosunku do poprzednich lat, co ukazano na schemacie nr 2 poniżej. Jednocześnie coraz więcej inwestorów indywidualnych wierzy w potencjalną zyskowność zrównoważonego rozwoju: aż 88% zgadza się ze stwierdzeniem, że możliwe jest zrównoważenie zysków finansowych w drodze koncentracji na zrównoważonym rozwoju, a 86% uważa, że firmy stosujące praktyki ESG mają potencjał wypracowania wyższych zysków i mogą stanowić lepsze inwestycje w długim terminie (Morgan Stanley, 2019).

Rysunek 2. Zainteresowanie inwestorów indywidualnych inwestycjami typu *impact investment* w USA w populacji generalnej (lewa strona) oraz w grupie „millennialsów” (prawa strona)



Źródło: Morgan Stanley (2019).

Przedstawione zmiany poglądów w środowisku światowych, a zwłaszcza amerykańskich inwestorów obserwowane są również w Polsce, na co wskazuje raport z badania ankietowego przeprowadzonego w 2019 roku przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. Zdecydowana większość (69%) z szerokiego grona respondentów (profesjonalnych uczestników rynku kapitałowego) potwierdziła zauważalny wzrost zainteresowania czynnikami ESG przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych na przestrzeni ostatnich trzech lat. Ponadto połowa respondentów wskazała na korelację pomiędzy stosowaniem praktyk przez spółki zrównoważonego rozwoju a poprawą ich wyników finansowych. Zdaniem aż 88% ankietowanych jednostki, które mają wdrożoną strategię ESG, są postrzegane przez profesjonalnych inwestorów jako podmioty o niższym ryzyku (GPW, 2019). Można zatem przyjąć, że opisane wcześniej światowe trendy w zakresie podejścia przedstawicieli środowiska kapitałodawców do kwestii ESG obecne są również w naszym kraju.

2. Oczekiwania inwestorów w zakresie informacji o zrównoważonym rozwoju

Publikacje z zakresu analizy zagadnień ESG dla inwestorów wskazują na trudność z ich jednoznaczną i wyczerpującą klasyfikacją. Kwestie te niejednokrotnie są ze sobą powiązane, przez co zaliczenie danego problemu do konkretnej grupy: środowiskowej, społecznej lub zarządzania może być trudne. Ponadto zagadnienia ESG można zasadniczo zmierzyć za pomocą wskaźników, daleko trudniejsze może być jednak przypisanie im wartości pieniężnej (np. konkretnej wartości generowanego kosztu) (CFA Institute, 2015).

Tabela 1. przykładowe zagadnienia ESG, na które zwracają uwagę inwestorzy

Kwestie środowiskowe <i>(Environmental Issues)</i>	Kwestie społeczne <i>(Social Issues)</i>	Kwestie ładu korporacyjnego <i>(Governance Issues)</i>
<ul style="list-style-type: none"> • Zmiany klimatu i emisje dwutlenku węgla • Zanieczyszczenie powietrza i wody • Bioróżnorodność • Wycinanie lasów • Efektywność energetyczna • Zarządzanie odpadami • Niedobory wody 	<ul style="list-style-type: none"> • Satysfakcja klientów • Ochrona danych i prywatności • Różnorodność • Zaangażowanie pracowników • Relacje ze społecznościami • Prawa ludzkie • Standardy pracy 	<ul style="list-style-type: none"> • Skład zarządu • Struktura komitetu audytu • Korupcja i łapownictwo • Wynagrodzenia kierownictwa • Lobbying • Wpływy polityczne • Systemy informowania o nieprawidłowościach

Źródło: CFA Institute (2015).

Uwzględnienie zagadnień środowiskowych, społecznych i zarządczych w procesie inwestycyjnym nie jest zjawiskiem nowym. Wielu „konwencjonalnych” inwestorów funduszy (a zatem takich, którzy nie określają swoich inwestycji mianem

„odpowiedzialnych” lub „etycznych”) od dawna rozważa je w swojej podstawowej analizie inwestycji (van Duuren i in., 2015). Niektóre analizy ESG wbudowane są również w tradycyjne ramy analityczne, takie jak model Pięciu Sił Portera (CFA Institute, 2015). Współczesne rozumienie inwestorskiej analizy ESG odnosi się jednak do systematycznego rozpatrywania istotnych problemów z tego zakresu, a nie jedynie do pobieżnego włączenia do analizy jednej lub kilku kwestii. Istotność zagadnienia będzie oznaczała w tym przypadku dobór i koncentrację wyłącznie na tych kwestiach ESG, które wpływają na wycenę danej firmy (np. emisje gazów cieplarnianych są istotne dla przedsiębiorstwa elektroenergetycznego, ale nie dla firmy świadczącej usługi finansowe) (Eccles, Klimenko, 2019).

Rozważanie kwestii ESG stanowi uzupełnienie tradycyjnej analizy fundamentalnej, a kwestie te pozostają aktualne w całym procesie inwestycyjnym – od wstępnej analizy, poprzez decyzję kupna/sprzedaży/wstrzymania, aż po bieżące praktyki właścicielskie (CFA Institute, 2015). Najpowszechniej wskazywane przyczyny wykorzystania informacji niefinansowych w procesach podejmowania decyzji inwestycyjnych podczas selekcji, wyceny i zarządzania spółkami to (WBCSD, PwC, 2018):

- ukazanie kontekstu dla informacji finansowych;
- możliwość zrozumienia ich kultury korporacyjnej i ładu korporacyjnego;
- możliwość identyfikacji szans i zagrożeń dla realizacji strategii firmy;
- ułatwienie zrozumienia długoterminowej stabilności modelu biznesowego;
- dostarczenie sygnałów do podjęcia decyzji o wycofaniu się z inwestycji.

Z licznych, cytowanych wcześniej, badań prowadzonych wśród inwestorów wynika, że w odniesieniu do zagadnień niefinansowych poszukują oni informacji istotnych, które mogłyby stanowić podstawę procesów decyzyjnych i kontrolnych analogicznych do tych, które stosowane są w przypadku informacji finansowych. Dawcy kapitału finansowego oczekują zatem, że jednostki ujawnią sposób, w jaki informacje niefinansowe łączą się z podejmowaniem decyzji strategicznych (WBCSD, PwC, 2018). Ponadto badania te wskazują, że zakres korzystania z informacji niefinansowych uzależniony jest od tego, czy ujawniane informacje są:

- adekwatne i istotne dla działalności przedsiębiorstwa, jego operacji i strategii;
- porównywalne w ramach firmy (w czasie) i pomiędzy konkurentami (w przestrzeni);
- dojrzałe pod kątem ich pomiaru i raportowania;
- wiarygodne i wyważone;
- skwantyfikowane czy jedynie opisane narracyjnie.

Warto na tym tle podkreślić, że jako środowisko odbiorców informacji inwestorzy coraz częściej postulują wprowadzenie **jednolitego standardu danych niefinansowych do obowiązkowego zastosowania przez jednostki**. W badaniu EY z 2018 roku aż 70% spośród nich uznało, że zlikwidowanie luki między zapotrzebowaniem inwestorów na informacje niefinansowe a informacjami faktycznie dostarczonymi przez emitentów to zadanie dla lokalnych organów regulacyjnych. Globalni inwestorzy oczekują na tym polu rozsądnej współpracy z regulatorami i pozostałymi organizacjami, np. pozarządowymi, w celu określenia najbardziej istotnych kwestii dla długoterminowego zrównoważonego rozwoju firmy oraz sposobów komunikowania się z szerszym gronem interesariuszy

(EY, 2018). Swoje zastrzeżenia do prezentowania informacji niefinansowych przez spółki środowisko inwestorskie zgłaszało już także podczas prowadzonych w 2018 roku przez Komisję Europejską publicznych konsultacji w sprawie sprawozdawczości przedsiębiorstw, podnosząc m.in. problemy niewystarczającej porównywalności i wiarygodności prezentowanych danych, pomijania danych istotnych oraz raportowania kwestii nieistotnych, a także luk w raportowaniu wielu ważnych zagadnień (European Commission, 2020). Na tym tle najnowsze postulaty zmian w *Założeniach koncepcyjnych sprawozdawczości zintegrowanej* mogą okazać się kluczowym katalizatorem zmian w europejskim modelu raportowania korporacyjnego.

3. Inicjatywa ulepszenia wytycznych sprawozdawczości zintegrowanej

Od momentu powstania Międzynarodowej Rady ds. Zintegrowanego Raportowania (IIRC) jej wyznaczonym celem było wprowadzenie sprawozdawczości zintegrowanej do powszechnej praktyki raportowania korporacyjnego. Cel ten wynikał z przekonania, że komunikowanie na temat tworzenia wartości powinno być kolejnym etapem ewolucji sprawozdawczości przedsiębiorstw (IIRC, 2014). Po dziesięciu latach swojej działalności i siedmiu latach funkcjonowania *Założeń* Rada podjęła działania na rzecz ulepszenia (poprawy) koncepcji zintegrowanego myślenia i tworzenia wartości, w pierwszym rzędzie odwołując się do omówionej wcześniej, obserwowalnej zmiany w zachowaniu inwestorów, szczególnie w kontekście ich poglądów na kwestie ESG i SDGs¹³ oraz wyborów w zakresie długoterminowego tworzenia wartości.

Nie sposób w tym miejscu nie wspomnieć głosów krytyki pod adresem różnych aspektów koncepcji raportowania zintegrowanego, pojawiających się zarówno ze strony naukowców, jak i praktyków. Od strony teoretycznej swoje zastrzeżenia do *Założeń* zgłaszali m.in. J. Dumay i in. (2017), T. Feng i in., (2017), A. Haller (2016), P. Velte i M. Stawinoga (2016) czy też szeroko komentowany J. Flower (2015), a w literaturze krajowej m.in. A. Karmańska (2014), B. Bek-Gaik (2015) i K. Kobiela-Pionnier (2019). Wiele z nich dotyczyło dyskusyjności wprowadzonych przez IIRC pojęć, w tym szczególnie tych fundamentalnych dla całej koncepcji, jak „zintegrowane myślenie” czy „tworzenie wartości”. Przykładowo: w odniesieniu do idei „zintegrowanego myślenia” Dumay i in. wskazali m.in., że dosłowne zastosowanie tej definicji wymaga od całej kadry przedsiębiorstwa zrozumienia pełnej macierzy potencjalnych kombinacji każdego z sześciu kapitałów (finansowego, produkcyjnego, intelektualnego, ludzkiego, społecznego i relacyjnego oraz naturalnego) oraz każdej funkcjonalnej jednostki w organizacji. Jest to

¹³ *Cele zrównoważonego rozwoju (Sustainable Development Goals – SDGs)* to 17 celów przyjętych w 2015 r. przez wszystkie państwa członkowskie ONZ i wyznaczone do realizacji do 2030 r. W swoim zamierzeniu cele mają uwzględniać aspekt ekonomiczny, społeczny i środowiskowy zrównoważonego rozwoju. Co istotne, z punktu widzenia sprawozdawczości korporacyjnej istnieje korelacja pomiędzy wytycznymi raportowania informacji niefinansowych (np. GRI i Załoženiami IIRC) a realizacją Celów Zrównoważonego Rozwoju.

przypuszczalnie możliwe dla kadry kierowniczej wyższego szczebla, dysponującej głęboką wiedzą i zrozumieniem długoterminowego funkcjonowania organizacji, ale niewielu „zwykłych” pracowników jest w stanie konceptualizować zintegrowane myślenie przy użyciu tej definicji (Dumay i in., 2017). Z kolei przyjętemu w Założeniach pojęciu tworzenia wartości można zarzucić się nieprecyzyjność i abstrakcyjność, a regulując je Radzie definiowanie intuicyjne i doraźne, wieloznaczne, a nawet sprzeczne (Kobiela-Pionnier, 2019). Chcąc przyciągnąć jak największą liczbę potencjalnych użytkowników Założeń, IIRC nie wskazuje również konkretnej, uznanej powszechnie koncepcji wartości, przyjmując w zamian własną, przy czym jej ogólność i abstrakcyjność pozostawiają znaczną przestrzeń do interpretacji (Haller, 2016).

Głos środowiska akademickiego jest zbieżny z obiekcjami zgłaszanymi przez raportujące podmioty. W 2017 roku IIRC przeprowadziła publiczne konsultacje dotyczące implementacji swoich Założeń, w czasie których zebrano wiele zastrzeżeń do obowiązujących wytycznych. Respondenci Rady wskazywali m.in. brak konkretności pojęciowej oraz potrzebę opracowania dodatkowych wskazówek i wyjaśnień m.in. w odniesieniu do fundamentu koncepcyjnego (tworzenia wartości, zintegrowanego myślenia oraz ujawniania danych o kapitałach), realizacji zasad przewodnich (istotność, zwięzłość, uwzględnianie relacji z interesariuszami) czy elementów treści (model biznesu). Na podstawie otrzymanych wyników Rada zidentyfikowała szeroki zestaw zagadnień wymagających działań w kolejnych latach, do których zaliczono m.in. klarowniejsze wyjaśnienie (IIRC, 2017):

- koncepcji zintegrowanego myślenia;
- nadrzędnej koncepcji tworzenia wartości, zgodnie z przesłaniem Założeń;
- podejścia opartego na wielu kapitałach;
- różnic między rezultatami a wynikami oraz związku między wynikami, kapitałami i tworzeniem wartości;
- adresatów raportu oraz kwestii relacji z interesariuszami.

Z powyższej listy można jednoznacznie wysnuć wniosek, że Rada zdaje sobie sprawę z trudności w operacjonalizacji ogólnej koncepcji tworzenia wartości w raporcie zintegrowanym. Z tego względu w 2018 roku podjęto prace nad ulepszeniem wytycznych. Obecnie przebiegają one dwutorowo: zmiany o charakterze technicznym, stanowiące korektę wybranych zapisów *Założeń*, poddano dyskusji na początku 2020 roku w ramach trzech stosunkowo krótkich dokumentów oznaczonych jako *Topic Papers*, a w maju 2020 roku przeniesiono do projektu nowych *Założeń* <IR>, które po zakończeniu publicznych konsultacji zostaną opublikowane do końca listopada 2020 roku. Odrębnie natomiast traktowany jest projekt o charakterze koncepcyjnym, odnoszący się do samej idei tworzenia wartości i przygotowywany przez specjalny zespół Integrated Thinking & Strategy Group. W styczniu 2020 roku zespół opublikował raport z postępu prac, eksponujący dwa aspekty: zintegrowane myślenie¹⁴ oraz podejście wielokapitałowe

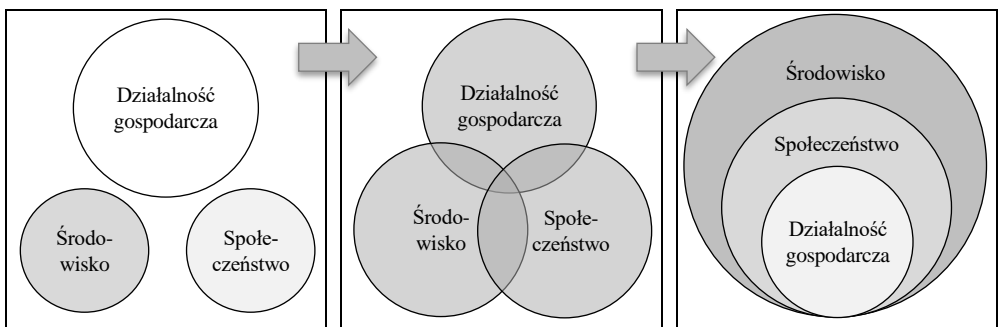
¹⁴ Aspekt dotyczący zintegrowanego myślenia, jako – na ten moment – zbyt ogólnikowy i znajdujący się dopiero w początkowej fazie prac, zostanie pominięty w dalszej części niniejszego artykułu.

jako przeciwwagę dla wcześniejszego podejścia ukierunkowanego na kapitał finansowy. Ponadto we wskazanym dokumencie umieszcza się podejście wielokapitałowe w koncepcji wartości systemowej (*System Value*).

3.1. Koncepcja wartości systemowej jako źródło „lepszego” tworzenia wartości

Za punkt wyjścia do projektowanych zmian Rada przyjęła krytykę dominującej w poglądach naukowców i praktyków od lat 70. XX wieku koncepcji *Shareholder Value*, w której miarę sukcesu spółki stanowi maksymalizacja wartości dla akcjonariusza. W tym ujęciu nie uznaje się żadnych ograniczeń wzrostu, ponieważ zasoby postrzegane są jako nieskończone. Tam, gdzie pojawiają się problemy środowiskowe i społeczne, uznaje się je za odrębne (i podrzędne) w stosunku do głównej działalności podmiotu, przynoszącej zysk akcjonariuszom. Ponieważ jednak model ten w kolejnych dekadach zaczął ujawniać swoje ograniczenia, a jednocześnie wśród przedsiębiorstw rosła świadomość kwestii odpowiedzialności społecznej i zrównoważonego rozwoju, stopniowo zagadnienia te zaczęły przenikać do raportowania korporacyjnego, tworząc dodatkową gałąź sprawozdawczości w formie dobrowolnych raportów ESG oraz przyczyniając się do rozwoju koncepcji *Shared Value*, co zilustrowano na rysunku 3. Mimo to pod koniec pierwszej dekady XXI wieku zrównoważony rozwój wciąż odgrywał raczej marginalną rolę w zakresie podejmowania decyzji biznesowych w większości spółek (IIRC, 2019).

Rysunek 3. Ewolucja podejścia do wzajemnych relacji pomiędzy działalnością gospodarczą, środowiskiem i społeczeństwem na przestrzeni ostatniego półwiecza



Źródło: opracowanie własne na podstawie IIRC (2019), oraz materiałów organizacji Future-Fit Foundation, dostępnych na stronie www.futurefitbusiness.org (dostęp 1.04.2020).

Najnowsze podejście do wzajemnych relacji pomiędzy działalnością gospodarczą a środowiskiem i społeczeństwem od poprzednich modeli odróżnia całkowita integracja zarządzania tymi trzema kwestiami. W ramach *System Value* zachodzi pełne włączenie zasobów i elementów modelu (np. horyzontów czasowych i wielu kapitałów), które – choć

były już implikowane w wielu decyzjach biznesowych – pozostawały w konflikcie z dotychczas dominującym modelem wartości dla akcjonariuszy. Zdaniem IIRC, wraz ze stosowaniem koncepcji *System Value* następuje odejście organizacji od maksymalizacji zysku (jak to ma miejsce w modelu wartości dla akcjonariuszy) na rzecz optymalizacji tworzenia wartości dla samego podmiotu i jego kluczowych interesariuszy. Wymaga to przededefiniowania celu działania jednostki oraz wyraźnego wskazania, że osiągnięcie zysku nie jest sprzeczne z celami, jakie może ona mieć w odniesieniu do kapitałów, które wykorzystuje i na które wpływa (IIRC, 2019).

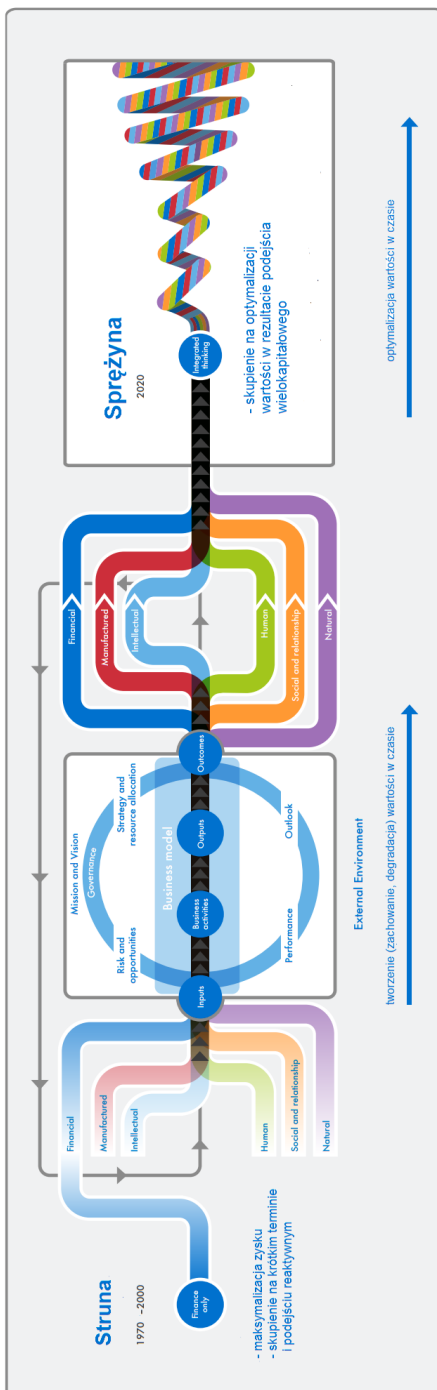
3.2. Efekt „sprężyny” w „ulepszonym” modelu tworzenia wartości IIRC

Prezentacja podejścia *System Value* stanowi wprowadzenie do propozycji ulepszonego modelu tworzenia wartości, określanego w raporcie z prac Grupy Roboczej IIRC mianem „modelu sprężyny”. Obecnie „model sprężyny” sprowadza się do takiego zarządzania wieloma kapitałami, by następowało wzajemne wzmocnienie ich siły i wspólne generowanie zoptymalizowanej wartości przez jednostkę dla siebie i innych (por. rys. 4).

Zasadniczą różnicę między modelem procesu tworzenia wartości z *Założeń* IIRC z 2013 roku a przedstawioną na rys. 4 propozycją Grupy Roboczej z 2020 roku stanowi rozbudowa pierwotnego, niezmienionego modelu (centralna część schematu) o kwestie nawiązujące do ostatecznego celu działania przedsiębiorstwa, ukazane po jego prawej i lewej stronie. Kapitały raportowane „na wejściu” całego procesu (po lewej stronie) poprzedzono akcentem położonym na kapitał finansowy (oznaczony jako „struna”, *string*), co w zamyśle Rady miało podkreślić dotychczasowe myślenie w kategorii jednego kapitału i związek z koncepcją krótkoterminowej maksymalizacji zysku, dominującej od lat 70. XX wieku. Z kolei kapitały prezentowane „na wyjściu” po prawej stronie, które do tej pory rozdzielały się po przejściu przez model biznesu, reprezentując w ten sposób wskazywaną przez IIRC konieczność oddzielnego raportowania wyników dla każdego z nich, teraz **połączono w jedną, wspólną całość, oznaczoną jako „sprężyna”** (*spring*), ukazującą „integrację czasu i przyczynowość poprzez wzajemne wzmacnianie efektów otrzymanych na różnych rodzajach kapitałów” (IIRC, 2019). Przykładem takiej integracji może być wpływ kapitału naturalnego (np. czystsze środowiska) na kapitał społeczny (np. zdrowsze społeczeństwo), przy czym każdy z tych kapitałów może następnie przyczynić się do długoterminowych zysków z kapitału finansowego (uniknięcie strat finansowych, bardziej zyskowne rynki). Zdaniem IIRC właśnie w ten sposób następuje optymalizacja wartości: kapitały „skręcają się” w „sprężynę”, której pętle wzmacniają się wraz z upływem czasu (wyrażonym za pomocą domniemanej dla „sprężyny” osi poziomej). Dodatkowym aspektem jest możliwy zakres korzyści dostępnych dla różnych kapitałów (wyrażany przez domniemaną oś pionową)¹⁵. Zatem wymiar czasu na osi poziomej może być dodatnio skorelowany z zakresem wielu kapitałów na osi pionowej: innymi słowy, sprężyna rozszerza się w górę, gdy z czasem sięga w prawo (IIRC, 2019).

¹⁵ IIRC nie zamieściła tych osi na schemacie, natomiast zawarła je w opisie, stąd autorka odniosła się do nich określając je jako „domniemane”.

Rysunek 4. Propozycja ulepszonego modelu tworzenia wartości według IIRC



Źródło: opracowanie własne na podstawie: IIRC (2019).

W opublikowanym raporcie IIRC podkreśla, że zdolność „sprężyny” do wzajemnego wzmacniania się, z wyraźnymi pętlami, wydaje się dokładnie ilustrować efekty systemowe (zgodnie z koncepcją *System Value*). „Model sprężyny” ma również na celu przesunięcie akcentu z reaktywnej dyskusji na temat ograniczeń związanych z wieloma kapitałami na proaktywne spojrzenie na związane z nimi możliwości (IIRC, 2019), co ukazano w tabeli 2.

Tabela 2. „Model struny” versus „model sprężyny”

Wyszczególnienie	„Model struny” – jednokapitałowy	„Model sprężyny” – wielokapitałowy
Podstawa podejścia	Lata 70. XX wieku Podejście rynkowe ukierunkowanie na działalność gospodarczą generującą zyski dla właścicieli	Rok 2020 Podejście wiążące rynek i zasoby ukierunkowane na działalność gospodarczą generującą korzyści dla właścicieli, środowiska i społeczeństwa
Cel zarządzania	Maksymalizacja zysku	Optymalizacja wartości
Koncentracja na kapitale (nacisk na kapitał)	Kapitał finansowy	Wiele kapitałów
Perspektywa czasowa	Krótki termin	Krótki i długi termin
Zachowanie firmy	Reaktywne	Proaktywne

Źródło: opracowanie własne na podstawie: IIRC (2019, s. 14).

Jak wspomniano wcześniej, ostateczna publikacja IIRC oczekiwana jest na koniec 2020 roku, dlatego obecnie trudno ocenić zarówno teoretyczną, jak i praktyczną stronę prac nad ulepszeniem modelu tworzenia wartości. Analiza raportu z prac pozwala jednak stwierdzić, że przedstawiony model sprowadza się raczej do wizualizacji pewnej ogólnej idei, której Rada bardzo sprzyja, ale która nie jest jeszcze dokładnie zdefiniowana i doprecyzowana. Zarówno przyjęte metafory struny i sprężyny, jak też niezwykle ogólny opis możliwości wzmacniania się różnych rodzajów kapitałów pozwalają co prawda zrozumieć ogólne przesłanie IIRC, jednak jako kategorie abstrakcyjne nie mogą stanowić podstawy praktycznej operacjonalizacji całej koncepcji. Rada ponownie wykorzystuje zatem ostensję, pozwalającą na ominięcie problemu bezpośredniego zdefiniowania trudnych pojęć (Kobiela-Pionnier, 2019). O ile na obecnym etapie jest to zrozumiałe, o tyle w spodziewanym dokumencie końcowym należałoby oczekiwać większej precyzji w formułowaniu definicji, twierdzeń i zapisów wytycznych.

Na tym tle warto ponownie podkreślić, że powyższe propozycje opracowywane przez Grupę Roboczą są traktowane odrębnie od korekt w samym tekście Założeń. Jak wskazano wcześniej, poprawki do tekstu wytycznych opublikowano w tzw. *Topic Papers*, z których *Topic Paper 2: Business Model Considerations* dotyczy kwestii tworzenia wartości w powiązaniu z modelem biznesu. Obejmuje on jednak jedynie takie aspekty jak (IIRC, 2020a):

- wyjaśnienie rozróżnienia między wynikami i rezultatami;
- akcentowanie znaczenia rezultatów poprzez ich powiązanie z tworzeniem wartości;
- promowanie większego wyważenia w raportowaniu rezultatów;
- wyjaśnienie sposobu ujęcia, w wytycznych <IR>, zagadnienia wpływu w ramach rezultatów.

Wymienione kwestie mają zatem charakter bardziej techniczny niż koncepcyjny, a przede wszystkim odnoszą się do dotychczasowego (i wciąż aktualnego) modelu procesu tworzenia wartości, bez uwzględnienia efektu sprzężyny oraz nacisku na optymalizację wartości.

3.3. Nowy główny odbiorca informacji w raporcie zintegrowanym?

Zmiana celu zarządzania jednostką gospodarczą na optymalizację wartości to nie jedyna kwestia, nad jaką w 2020 roku pracuje IIRC. Wsparciem forsowanej przez Radę idei multikapitalizmu wydaje się bowiem propozycja niewielkiej, ale znaczącej zmiany w zapisie definiującym użytkowników sprawozdania zintegrowanego.

Opracowując ramy zintegrowanego raportowania, IIRC wraz z wieloma innymi instytucjami kształtującymi inicjatywę <IR> i zrzeszonymi w „globalnej koalicji” doceniła ogromną siłę dostawców kapitału finansowego w „dostosowywaniu alokacji kapitału i zachowań korporacyjnych do szerszych celów stabilności finansowej i zrównoważonego rozwoju” (IIRC, 2013), wpisując ten pogląd również w swoją wizję i strategię na kolejne lata (IIRC, 2014). To podejście znalazło umiarkowane poparcie w prowadzonych konsultacjach społecznych, ale – jak wskazano w dokumencie podsumowującym *Basis for Conclusions* (IIRC, 2013a) – nawet jego oponenty przyznawali, że to właśnie sposób kierowania kapitałem finansowym stanowi jeden z decydujących czynników w rozwiązywaniu problemów zrównoważonego świata, a zatem główny przekaz sprawozdania zintegrowanego powinien być kierowany do dawców kapitału (IIRC, 2013a; Kobiela-Pionnier, 2018). W rezultacie w kolejnych punktach *Założeń* IIRC zapisano, iż (IIRC, 2013):

- Podstawowym celem raportu zintegrowanego jest wyjaśnienie **dawcom kapitału finansowego** [podkreśl. aut.] sposobu kreowania wartości przez daną organizację poprzez stosowne, istotne informacje o charakterze finansowym i niefinansowym (par. 1C, p. 1.7);
- Zintegrowany raport **przynosi korzyści wszystkim stronom** [podkreśl. aut.] zainteresowanym zdolnością organizacji do tworzenia wartości w czasie, w tym pracownikom, klientom, dostawcom, partnerom biznesowym, społecznościom lokalnym, prawodawcom, organom regulacyjnym i decydentom politycznym (par. 1C, p. 1.8).

Przez siedem lat funkcjonowania Założeń interpretacja powyższych zapisów wydawała się raczej klarowna: inwestor umieszczony został na pierwszym planie w stosunku do pozostałych interesariuszy, których potrzeby, interesy i oczekiwania powinny być uwzględnione w raporcie, choć raczej jako pewne tło tworzenia wartości dla właściciela

(Kobiela-Pionnier, 2018; Krasodomska, 2018; Flower, 2015). Takie zdefiniowanie użytkowników pozwoliło jednocześnie na pewien stopień integracji Założeń IIRC z Założeniami Koncepcyjnymi MSSF, w których za cel sprawozdań finansowych ogólnego przeznaczenia przyjęto dostarczenie informacji finansowych na temat jednostki gospodarczej, które są przydatne obecnym i potencjalnym inwestorom, kredytodawcom i innym wierzycielom w podjęciu decyzji o zapewnieniu podmiotowi środków finansowych (Kobiela-Pionnier, 2018).

Wskazanie dawcy kapitału finansowego jako pierwszoplanowego użytkownika informacji raportu zintegrowanego wzbudziło jednak pewne kontrowersje. Głośnym echem odbił się artykuł J. Flowera (2013), ogłaszającego klęskę pierwotnej misji IIRC, którą miało być ulepszenie sprawozdawczości zrównoważonego rozwoju, a jego zarzuty podzielili również inni badacze (por. Krasodomska, 2018). Z drugiej strony przyjęte przez IIRC Założenia umożliwiły współpracę i wsparcie jej inicjatywy przez wielu różnych aktorów transnarodowych (Kobiela-Pionnier, 2018). Próbą pogodzenia ich zróżnicowanych poglądów na temat pierwszoplanowego użytkownika raportu zintegrowanego stały się liczne działania Rady na rzecz propagowania postawy świadomego inwestora, prowadzone już na etapie formułowania wytycznych (Humphrey i in., 2014), a także później na podstawie przyjętej strategii działania (IIRC, 2015). Obserwując opisane wyżej przeobrażenia w poglądach środowiska finansowego na temat kwestii zrównoważonego rozwoju wydaje się, że ta strategiczna polityka Rady przyniosła wymierne rezultaty¹⁶.

Jak wspomniano wcześniej, w 2017 roku przeprowadzono konsultacje na temat zapisów Założeń <IR>, z których wynikały m.in. sugestie ponownego rozważenia głównego odbiorcy sprawozdania, którym jest (lub powinno być) większe grono interesariuszy. Rada włączyła zatem do planu swoich działań wyjaśnienie celu i odbiorców zintegrowanego raportu w powiązaniu z zasadą uwzględnienia relacji z interesariuszami (IIRC, 2017). W opublikowanym w lutym 2020 roku dokumencie *Topic Paper 3: Charting a path forward* Rada odniosła się do tej kwestii, wskazując na ujawnione w ramach konsultacji dwa aspekty krytyki:

- wspomniany już „dorozumiany” prymat inwestora, implikujący umiejscowienie potrzeb i interesów inwestorów ponad interesami wszystkich innych interesariuszy;
- nieproporcjonalną koncentrację raportu na informowaniu o decyzjach dotyczących alokacji kapitału finansowego, biorąc pod uwagę ruch na rzecz przejścia od kapitalizmu finansowego do takiego, który oparty jest na wielu formach kapitału.

¹⁶ Można dyskutować na temat tego, w jakim zakresie wpłynęła ona na opisane wcześniej zmiany – i czy nie była to po prostu zbieżność czasowa kilku lub wielu różnych czynników. Nie da się jednak ukryć, że wielu silnych graczy środowiska inwestorskiego jest mocno zaangażowanych w sieć wsparcia dla IIRC (<IR> Business Network), a wspomniany fundusz BlackRock ma swojego przedstawiciela w samej Radzie (por. informacje na stronach www.integratedreporting.org).

W dokumencie IIRC wyrażono opinię, że chociaż cytowany wyżej par. 1.8 zawiera wyjaśnienie, iż raport zintegrowany przynosi korzyści wszystkim interesariuszom, umieszczenie w p. 1.7 inwestora powoduje, że jest on „dorozumianym” kluczowym odbiorcą sprawozdania (IIRC, 2020b). Sposób, w jaki przedstawiono ten pogląd sugeruje, że zasadniczą wykładnią *Założeń* jest i zawsze było zrównanie wszystkich użytkowników, czemu jednakże wydają się przeczyć zarówno zapisy wytycznych dotyczące np. tworzenia wartości dla jednostki i innych (par. 2.4 *Założeń*), jak też inne dokumenty publikowane w ostatnich latach przez IIRC. Prowadzone badania naukowe dotyczące treści dokumentów i regulacji raportowania zintegrowanego wskazują raczej na celowe i zamierzone dokonanie przez IIRC zmiany w pierwotnej koncepcji wszystkich interesariuszy zawartą w propozycji *Towards Integrated Reporting* (IIRC, 2011) na ostateczne ukierunkowanie na dostarczyciela kapitału (Humphrey i in., 2014; Kobiela-Pionnier, 2018). Co więcej, w artykule z 2018 roku na temat podejścia wielokapitałowego sam prezes IIRC wskazywał, że jeśli przekazywane informacje o wielu kapitałach nie wzbudzą zaufania inwestorów, rynki kapitałowe nigdy w pełni ich nie uwzględnią. Właśnie z tego względu „koncepcja zintegrowanego raportowania zachowuje inwestora jako ostatecznego odbiorcę zintegrowanych raportów” (Howitt, Thurm, 2018). Jednak obecnie, w ramach przeglądu wytycznych Rada rozważa modyfikację wspomnianych punktów *Założeń* w następujący sposób (IIRC, 2020b):

- wykreślenie z p. 1.7 określenia „finansowego”, przez co nowy zapis wyglądałby następująco: *Podstawowym celem raportu zintegrowanego jest wyjaśnienie **dawcom kapitału** [podkreśl. oryg.] sposobu kreowania wartości przez daną organizację poprzez stosowne, istotne informacje o charakterze finansowym i niefinansowym;*
- dopisanie dawców kapitału finansowego do grona interesariuszy w p. 1.8, przez co nowy zapis wyglądałby następująco: *Zintegrowany raport przynosi korzyści wszystkim stronom zainteresowanym zdolnością organizacji do tworzenia wartości w czasie, w tym: **dawcom kapitału finansowego** [podkreśl. oryg.], pracownikom, klientom, dostawcom, partnerom biznesowym, społecznościom lokalnym, prawodawcom, organom regulacyjnym i decydentom politycznym.*

Proponowana zmiana w pierwszym cytowanym punkcie oznacza, że określenie „dawca kapitału” odnosić się będzie do wszystkich kategorii kapitałów rozpatrywanych przez jednostki w raportach zintegrowanych (a zatem sześciu ramowych kapitałów: finansowego, produkcyjnego, naturalnego, intelektualnego, ludzkiego oraz społecznego i relacyjnego). Modyfikując w ten sposób główny cel raportu zintegrowanego Rada pragnie wesprzeć przejście od koncentracji na kapitale finansowym do podejścia wielokapitałowego (IIRC, 2020b). W odniesieniu do drugiej proponowanej zmiany IIRC wyraziła pogląd, że nie oznacza ona odwrotu od dostawców kapitału finansowego, ale raczej rosnące uznanie wkładu dawców pozostałych kapitałów, prowadzące do większego poczucia „wspólnego pierwszeństwa” (IIRC, 2020b).

4. Ocena inicjatywy ulepszenia *Założeń IIRC* w kontekście zmian w podejściu inwestorów do zrównoważonego rozwoju

Intensywne działania prowadzone przez IIRC od początku jej działalności i skupione na popularyzacji koncepcji sprawozdania zintegrowanego sprawiły, że na przestrzeni lat 2013–2018 raport ten stał się drugim – obok raportu rocznego – najszerzej wykorzystywanym przez inwestorów źródłem informacji niefinansowych, spychając na dalszy plan m.in. raporty CSR/zrównoważonego rozwoju, dane przekazywane przez dostawców informacji ESG, kanały biznesowe i społecznościowe czy strony korporacyjne (EY, 2018). Ze względu na wyraźnie zdefiniowane w wytycznych ukierunkowanie na potrzeby informowania dawców kapitału finansowego o tworzeniu wartości w przedsiębiorstwie, raport zintegrowany był identyfikowany jako – koncepcyjnie spójne z MSSF w zakresie celu i użytkowników – źródło cennych, wielowątkowych i przyszłościowych informacji strategicznych, odnoszących się do różnych kapitałów, z których korzysta i które wypracowuje dana jednostka gospodarcza. Wydaje się, że proponowane przez Radę korekty stoją w częściowej sprzeczności z takim obrazem tego sprawozdania.

Pierwszy obszar omawianych zmian dotyczy fundamentu całej idei <IR>, a zatem sposobu i procesu budowy wartości. Wydaje się, że Rada dobrze zobrazowała przyjęty punkt wyjścia swoich rozważań, czyli obserwowane w ostatnich latach przejście od krytykowanej koncepcji *Shareholders Value* do *System Value*. Zdaniem autorki, na tak zarysowanym tle rozbudowany schemat procesu tworzenia wartości z uwzględnieniem „struny”, czyli kapitału finansowego po lewej stronie, oraz „sprężyny”, czyli związanych ze sobą kapitałów po drugiej stronie, pozwala Radzie wskazać gruntowną zmianę w swoim podejściu do myślenia o tworzeniu wartości. Już w 2018 roku we wspólnym artykule R. Howitt, prezes IIRC, wraz z R. Thurmem, współzałożycielem inicjatywy „Reporting 3.0” wskazywali na konieczność szerokiego przyjęcia podejścia wielokapitałowego jako podstawy myślenia ekonomicznego. Według nich „przejście od monokapitalizmu do multikapitalizmu zwiastuje dojrzewanie do doktryny ekonomicznej, która jest odpowiednia do zarządzania ryzykiem i szansami XXI w.” (Howitt, Thurm, 2018). Opublikowany raport Grupy Roboczej stanowi pewną materializację tej koncepcji: w przedstawionej propozycji wartość nie jest już wypracowywana w postaci maksymalizacji kapitału finansowego, lecz optymalizowana w postaci wartości generowanej przez zbiór wzajemnie na siebie działających kapitałów.

Ponieważ przedstawiona propozycja wciąż jeszcze stanowi przedmiot prowadzonych prac, trudno jest dokonać jej jednoznacznej oceny. Na tym etapie widać jednak problemy definicyjne, w tym ogólność i abstrakcyjność całej koncepcji. Ujęcie wielu kapitałów jako wzmacniającej się sprężyny wydaje się być wizualnie atrakcyjne, jednak w obecnej, ogólnej formie jego operacjonalizacja byłaby możliwa jedynie w wyniku myślenia kategoriami bilansowania wielu kapitałów, a zatem analizy pełnej macierzy wielu potencjalnych kombinacji każdego z sześciu kapitałów, które dodatkowo

nie są od siebie całkowicie niezależne, bo przecież dostęp do kapitału finansowego w znacznej mierze determinuje dostęp do pozostałych rodzajów kapitałów. Ponadto nie można z góry przewidzieć, czy rzeczywiście efekty osiągnięte dzięki kapitałom będą się wzajemnie wzmacniać i rozciągać sprężynę, przyczyniając się do wzrostu wartości, czy też będą działać neutralnie lub nawet wzajemnie się znosić. I wreszcie – w jaki sposób jednostka miałaby tę zoptymalizowaną wartość zmierzyć oraz zakomunikować interesariuszom, a szczególnie inwestorom? Z pewnością będą oni zainteresowani klarownymi wyjaśnieniami na temat sposobów pomiaru tej wartości, na co – zdaniem autorki – mogą złożyć się pytania o:

- strategiczne imperatywy tworzenia wielu kapitałów;
- rodzaje i wiarygodność narzędzi i rozwiązań, jakie jednostka wykorzystuje przy podejmowaniu decyzji o wielu kapitałach;
- sposobach zarządzania interakcjami i wynikami z wielu kapitałów;
- metodach aktywnego zachowania organizacji w odniesieniu do wielu kapitałów, z uwzględnieniem krótkiego, średniego i długiego terminu.

W tym zakresie komunikację z inwestorami może jednak ułatwić zmiana docelowego użytkownika raportu zintegrowanego. Zrównanie w prawach różnych odbiorców raportu (dawców różnych kapitałów) byłoby koncepcyjnie spójne z optymalizacją wartości wynikającą z bilansowania tych wielu kapitałów. Trzeba jednak wskazać, że w takim przypadku – wraz z ograniczeniem znaczenia sprawozdań zintegrowanych dla środowiska inwestorów – jednostka sporządzająca raport może natknąć się na dodatkowe problemy związane np. z:

- opisem i pomiarem efektów uzyskiwanych na kapitałach oraz ich wzajemnymi skomplikowanymi interakcjami i końcowym rezultatem w postaci zoptymalizowanej wartości;
- wyważeniem, wiarygodnością i porównywalnością w czasie i przestrzeni tej zoptymalizowanej wartości;
- objętością raportu, zwłaszcza w świetle przewodniej zasady zwięzłości;
- zwiększeniem stopnia skomplikowania procesu oceny istotności.

W tym miejscu należy jednak podkreślić, że choć obydwie projektowane zmiany (zmiana podejścia do tworzenia wartości i zmiana docelowego użytkownika) są przez autorkę analizowane równolegle, raczej nie zostaną one wdrożone w tym samym czasie. Problem zmiany użytkownika został wpisany do treści dokumentu konsultacyjnego i przy wystarczającym poparciu kwestia ta zostanie ostatecznie uregulowana w nowych *Założeniach* z 2020 roku. Natomiast koncepcja optymalizacji wartości w „modelu sprężyny” nadal opracowywana jest w Grupie Roboczej, nie została podana do publicznej dyskusji i z pewnością nie znajdzie się w tekście nowych *Założeń*. Autorka oczekuje, że końcowa wersja koncepcji zostanie opublikowana jako oddzielny dokument, przedstawiający rozważania Rady na temat „nowego, docelowego modelu tworzenia wartości w III dekadzie XXI w.” W takim wypadku planowana zmiana użytkownika przygotowywałaby grunt pod przyszłą zmianę modelu tworzenia wartości.

Zdaniem autorki, dalsza realizacja proponowanej idei optymalizacji wartości oddali koncepcję raportowania zintegrowanego od punktu zbieżności z *Załoženiami koncepcyjnymi sprawozdawczości finansowej* według MSSF (raportowanie o tworzeniu wartości dla dawców kapitału finansowego), co do tej pory stanowiło jej wyróżnik na tle pozostałych wytycznych, standardów i dobrych praktyk raportowania niefinansowego. Może to potencjalnie osłabić pozycję raportu w środowisku kapitałodawców. Z drugiej strony jednak zbiega się ona z obserwowalną zmianą postawy inwestorów (zwłaszcza należących do młodszego pokolenia), wobec zagadnień niefinansowych, w której ramach:

- docenia się wagę integracji kwestii ESG z typową działalnością biznesową jednostek;
- rośnie zainteresowanie inwestycjami o charakterze wpływu/oddziaływania oraz
- osłabia się przekonanie o konieczności częściowej rezygnacji z zysku dla realizacji takich inwestycji.

W konsekwencji prawdopodobne jest, że wspierane przez IIRC przejście do modelu wielokapitałowego łatwiej uzyska aprobatę tej grupy użytkowników. Co więcej – byłoby to kluczowe w obliczu aktualnie zachodzących zmian w całym skomplikowanym układzie regulacji sprawozdawczości niefinansowej, a zwłaszcza w kontekście prowadzenia przez Komisję Europejską procesu konsultacyjnego na temat przeglądu dyrektywy o sprawozdawczości niefinansowej (Dyrektywa 2014/95/UE), w którego ramach rozważane jest m.in. wprowadzenie standaryzacji sprawozdawczości niefinansowej w UE. Należy wskazać, że w pytaniach dotyczących możliwych do zastosowania standardów na plan pierwszy wysuwają się trzy instytucje regulujące tę kwestię: GRI, SASB i właśnie IIRC (European Commission, 2020). Biorąc pod uwagę ten aspekt, podjęte działania Rady na rzecz promowania podejścia wielokapitałowego ukierunkowanego na informowanie dostawców różnych kapitałów należałoby zatem odczytywać jako kolejny etap aktywności w celu realizacji strategii wprowadzenia sprawozdania zintegrowanego do powszechnej praktyki raportowania korporacyjnego – tym razem w UE – zbiegające się w czasie ze zmianą w postrzeganiu przez inwestorów kwestii danych niefinansowych.

Podsumowanie

Uważna obserwacja środowiska inwestorów wskazuje na zachodzącą w ostatnich kilku latach istotną zmianę w podejściu jego reprezentantów do kwestii informacji niefinansowych, do niedawna jeszcze w znacznej mierze marginalizowanych. Obecnie, u progu trzeciej dekady XXI wieku, wysuwają się one na pierwszy plan przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych i nic nie wskazuje na to, żeby trend ten miał się zmienić. Inwestorzy coraz wnikliwiej analizują dane dotyczące kwestii ESG dostępne m.in. w raportach przedsiębiorstw. Z prowadzonych badań wynika, że raport zintegrowany zajmuje obecnie pierwsze miejsce wśród źródeł informacji niefinansowych oraz ESG wśród dawców kapitału. Ponadto same jednostki odnotowują większe zainteresowanie kwestiami

zrównoważonego rozwoju oraz ich związków z tworzeniem wartości i zintegrowanym raportowaniem.

Jako forma raportowania korporacyjnego sprawozdanie zintegrowane jest niewątpliwym fenomenem ze względu na swój rosnący zasięg i globalną rozpoznawalność. Miarą jego dotychczasowego sukcesu jest fakt, iż trudno w tym przypadku znaleźć negatywne opinie ze strony kluczowych graczy w obszarze sprawozdawczości korporacyjnej. Raport zintegrowany jest zazwyczaj dobrze postrzegany w środowisku teoretyków i profesjonalistów oraz rutynowo dyskutowany i zalecany jako innowacja, która musiała się wydarzyć; jako wiodąca forma przyszłego rozwoju sprawozdawczości korporacyjnej (Humphrey i in., 2014).

Opublikowany przez IIRC pod koniec 2019 roku dokument dotyczący tworzenia wartości stanowi prezentację realizowanych przez Grupę Roboczą prac, nie jest więc koncepcją zamkniętą i dopracowaną, tym niemniej wart jest uwagi. Rada podjęła w nim próbę zdefiniowania nowego podejścia do kreowania wartości w organizacji, przy jednoczesnej zmianie celu działania firmy, odnotowując istotną zmianę w podejściu inwestorów do kwestii związanych z danymi niefinansowymi, zrównoważonym rozwojem i tworzeniem wartości. Równolegle jednak – w innym roboczym dokumencie – Rada zaproponowała modyfikację zapisów na temat głównego użytkownika raportu zintegrowanego, co sugeruje swoisty powrót do pierwotnego zamysłu z 2011 roku, w myśl którego adresatami raportu zintegrowanego mogą być zasadniczo wszyscy interesariusze (IIRC, 2011). Wydaje się zatem, że Rada doszła do wniosku, iż obecne zmiany postaw i zachowań inwestorów wobec kwestii zrównoważonego rozwoju, pozwalają na takie działanie.

Jeśli rzeczywiście środowisko dawców kapitału pozytywnie odpowie na przedstawione propozycje zmiany celu działalności przedsiębiorstwa (z maksymalizacji wartości dla inwestora na optymalizację wartości w ramach podejścia wielokapitałowego) oraz docelowego użytkownika raportu zintegrowanego (z dawcy kapitału finansowego na dawców wszystkich kapitałów), będzie to oznaczało prawdziwą rewolucję w sprawozdawczości korporacyjnej i rzeczywisty zwrot raportowania zintegrowanego w kierunku modelu, który A. Karmańska już w 2014 roku określiła jako „sprawozdawczość zintegrowaną na temat tworzenia wartości w ramach zrównoważonego rozwoju”.

Literatura

- Bek-Gaik B. (2015), *Sprawozdawczość zintegrowana – wybrane problemy*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”, 873, s. 479–491.
- Dumay J., Bernardi C., Guthrie J., La Torre M. (2017), *Barriers to implementing the International Integrated Reporting Framework: A contemporary academic perspective*, „Meditari Accountancy Research”, 25 (4), s. 461–480.
- Eccles R.G., Ioannou I., Serafeim G. (2014), *The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance*, „Management Science”, 60 (11), s. 2835–2857.
- Eccles R.G., Klimenko S. (2019), *The Investor Revolution*, „Harvard Business Review”, 97 (3), s. 106–116.
- Feng T., Cummings L., Tweedie D. (2017), *Exploring integrated thinking in integrated reporting – an exploratory study in Australia*, „Journal of Intellectual Capital”, 18 (2), s. 330–353.

- Flower J. (2015), *The international integrated reporting council: a story of failure*, „Critical Perspectives on Accounting”, 27, s. 1–17.
- Haller A. (2016), *Value Creation: a Core Concept of Integrated Reporting*, [w:] Mio C. (ed.), *Integrated Reporting. A New Accounting Disclosure*, Palgrave Macmillan, London.
- Humphrey Ch., O'Dwyer B., Unerman J. (2014), *The Rise of Integrated Reporting: Understanding Attempts to Institutionalize a New Reporting Model*, Seminar at University of Bergamo, October.
- Karmańska A. (2014), *The imperative of sustainable growth and reporting integration. The fourth era in the corporate reporting development*, „Copernican Journal of Finance & Accounting”, 3 (2), s. 49–66.
- Khan M., Serafeim G., Yoon A., (2016), *Corporate sustainability: First evidence on materiality*, „The Accounting Review”, 91 (6), s. 1697–1724.
- Kobiela-Pionnier K. (2018), *Od interesariusza do inwestora – ewolucja pojęcia głównego użytkownika raportu zintegrowanego według wytycznych IIRC i jego znaczenie dla globalnej akceptacji koncepcji <IR>*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości”, 98 (154), s. 123–145.
- Kobiela-Pionnier K. (2019), *Definiowanie tworzenia wartości w raporcie zintegrowanym według Założeń koncepcyjnych IIRC – analiza krytyczna*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości”, 103 (159), s. 81–98.
- Krawiec W. (2015a), *Impact investment – istota i otoczenie rynku*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H Oeconomia”, 49 (4), s. 279–289.
- Krawiec W. (2015b), *Inwestowanie zaangażowane społecznie jako forma realizacji koncepcji SRI*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” nr 395, s. 190–200.
- Lu W., Chau K. W., Wang H., Pan W. (2014), *A decade's debate on the nexus between corporate social and corporate financial performance: a critical review of empirical studies 2002–2011*, „Journal of Cleaner Production”, 79, s. 195–206.
- Samelak J. (2013a), *Ramy koncepcyjne sprawozdania jako formy raportowania CSR*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, 314, s. 155–165.
- Samelak J. (2013b), *Zintegrowane sprawozdanie przedsiębiorstwa społecznie odpowiedzialnego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań.
- Van Duuren E., Plantinga A., Scholtens B. (2016), *ESG integration and the investment management process: Fundamental investing reinvented*, „Journal of Business Ethics”, 138 (3), s. 525–533.
- Velte P., Stawinoga M. (2016), *Integrated reporting: The current state of empirical research, limitations and future research implications*, „Journal of Management Control”, 28 (3), s. 275–320.
- WBCSD, PwC (2018), *Enhancing the Credibility of Non-financial information – the investor perspective*, October.

Źródła internetowe

- Aviva Investors (2017), *Investment Research: Time for a Brave New World?* <https://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2017/10/research-brave-new-world.pdf> (dostęp 3.04.2020).
- BlackRock (2020a), *BlackRock Mission Statement on Sustainability*, <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-sustainability-mission-statement-web.pdf> (dostęp 25.03.2020).
- BlackRock (2020b), *Sustainability as BlackRock's New Standard for Investing*, <https://www.blackrock.com/uk/individual/blackrock-client-letter> (dostęp 25.03.2020).
- CFA Institute (2015), *Environmental, Social, And Governance Issues In Investing. A Guide for Investment Professionals*, <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/esg-issues-in-investing-a-guide-for-investment-professionals.ashx> (dostęp 27.03.2020).
- European Commission (2017), *Financing a Sustainable European Economy*, Interim Report by the High-Level Group on Sustainable Finance, July, https://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2017/07/Financing-a-Sustainable-Economy_en.pdf (dostęp 20.03.2020).
- European Commission (2018), *Financing a Sustainable European Economy*, Final Report by the High-Level Group on Sustainable Finance, January, https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf (dostęp 20.03.2020).

- European Commission (2020), *Consultation Document: Review of the Non-Financial Reporting Directive*, Brussels, https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/company_reporting_and_auditing/documents/2020-non-financial-reporting-directive-consultation-document_en.pdf (dostęp 10.06.2020).
- EY (2013), *Tomorrows investment rules*, <https://www.ey.com/ch/en/Publications/20140502-Tomorrows-investment-rules-a-global-survey/download> (dostęp 28.03.2020).
- EY (2015), *Tomorrows investment rules 2.0*, <https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-ccass-institutional-investor-survey-2015/%24FILE/ey-ccass-institutional-investor-survey-2015.pdf> (dostęp 28.03.2020).
- EY (2017), *Is your nonfinancial performance revealing the true value of your business to investors?* [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_-_Nonfinancial_performance_may_influence_investors/\\$FILE/ey-nonfinancial-performance-may-influence-investors.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_-_Nonfinancial_performance_may_influence_investors/$FILE/ey-nonfinancial-performance-may-influence-investors.pdf) (dostęp 28.03.2020).
- EY (2018), *Does your nonfinancial reporting tell your value creation story?*, EYGM Limited, [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-ccass-survey-2018-report/\\$FILE/ey-ccass-survey-2018-report.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-ccass-survey-2018-report/$FILE/ey-ccass-survey-2018-report.pdf) (dostęp 28.03.2020).
- GIIN (2020), *The State of Impact Measurement and Management Practice*, 2nd Edition, January, https://thegiin.org/assets/GIIN_State%20of%20Impact%20Measurement%20and%20Management%20Practice_Second%20Edition.pdf (dostęp 30.03.2020).
- GPW (2019), *Wpływ czynników ESG na decyzje inwestycyjne. Raport z badania*, październik, https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/RAPORT_ESG_2019.pdf (dostęp 28.06.2020).
- Howitt R., Thurm R. (2018), *From Monocapitalism to Multicapitalism: 21st Century System Value Creation*, 12 June, <https://integratedreporting.org/news/from-monocapitalism-to-multicapitalism-21st-century-system-value-creation/> (dostęp 18.04.2020).
- IIRC (2011), *The <IR> Discussion Paper, Towards Integrated Reporting – Communicating Value in the 21st Century*, December, https://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2011/09/IR-Discussion-Paper-2011_spreads.pdf (dostęp 27.02.2020).
- IIRC (2013), *The International <IR> Framework*, December, <https://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2013/12/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK-2-1.pdf> (dostęp 15.03.2020).
- IIRC (2014), *Strategy: The Breakthrough Phase: 2014-2017*, November, <http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2015/02/IIRC-Strategy-Summary-2015.pdf> (dostęp 9.04.2020).
- IIRC (2015), *Creating Value. Integrated Reporting <IR> and Investor Benefits*, December, <https://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2015/12/Creating-Value-Integrated-Reporting-and-investor-benefits.pdf> (30.03.2020).
- IIRC (2017), *International <IR> Framework Implementation Feedback. Summary Report*, available at: https://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2017/10/Framework_feedback_Sum2017.pdf (dostęp 30.03.2020).
- IIRC (2019), *Integrated Thinking & Strategy. State of Play Report*, December, https://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2020/01/Integrated-Thinking-and-Strategy-State-of-Play-Report_2020.pdf (dostęp 2.03.2020).
- IIRC (2020a), *International <IR> Framework Revision. Topic Paper 2: Business Model Considerations*, February, https://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2020/02/TOPIC-PAPER-2_v5.pdf (dostęp 4.06.2020).
- IIRC (2020b), *International <IR> Framework Revision. Topic Paper 3: Charting a path forward*, February, https://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2020/02/TOPIC-PAPER-3_v4.pdf (dostęp 3.03.2020).
- Morgan Stanley (2019), *Sustainable Signals: Individual Investor Interest Driven by Impact, Conviction and Choice*, Morgan Stanley Institute for Sustainable Investing, https://www.morganstanley.com/pub/content/dam/msdotcom/infographics/sustainable-investing/Sustainable_Signals_Individual_Investor_White_Paper_Final.pdf (dostęp 30.03.2020).
- Nordea Equity Research (2017), *Strategy & Quant*, 5 September, https://nordeamarkets.com/wp-content/uploads/2017/09/Strategy-and-quant_executive-summary_050917.pdf (dostęp 29.03.2020).
- Snider A. (2018), *Impact Investing: the Performance Realities*, Bank of America Merrill Lynch, June, https://www.inherentgroup.com/wp-content/uploads/2018/11/ml_Impact-Investing-the-Performance-Realities-Whitepaper.pdf (dostęp 29.03.2020).

- Sullivan R., Martindale W., Feller E., Bordon A., Garcia-Alba J. (2015), *Fiduciary Duty in the 21st Century*, UN Global Compact, UNEP FI, UNEP Inquiry, PRI, September, <https://www.unpri.org/download?ac=1378> (dostęp 29.03.2020).
- U.S. Trust (2018), *2018 U.S. Trust Insights on Wealth and Worth*, June, https://newsroom.bankofamerica.com/system/files/2018_US_Trust_Insights_on_Wealth_and_Worth_Overview.pdf (dostęp 25.03.2020).