

Hanna Sikacz, Przemysław Wolczek

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

e-mails: hanna.sikacz@ue.wroc.pl; przemyslaw.wolczek@ue.wroc.pl

**TRANSPARENTNOŚĆ UJAWNIANYCH DANYCH ESG
PRZEDSIĘBIORSTW Z INDEKSÓW GIEŁDOWYCH
SPÓŁEK SPOŁECZNIE ODPOWIEDZIALNYCH
Z EUROPY ŚRODKOWO-WSCHODNIEJ**

**TRANSPARENCY OF ESG DATA DISCLOSED
OF COMPANIES FROM THE SOCIALLY
RESPONSIBLE INDICES
FROM CENTRAL AND EASTERN EUROPE**

DOI: 10.15611/pn.2018.516.06

JEL Classification: E22, G11, M14

Streszczenie: Analiza danych ESG odnosi się do oceny niefinansowej przedsiębiorstwa w obszarze środowiskowym, społecznym i ładu organizacyjnego (*Environmental, Social, Governance*). Celem opracowania jest ocena poziomu transparentności danych ESG ujawnianych przez spółki wchodzące w skład indeksów spółek społecznie odpowiedzialnych RESPECT, VÖNIX, CEERIUS. Realizacja celu badań jest związana z analizą poziomu transparentności ujawnianych danych ESG. Do analizy wykorzystano dane z bazy ASSET4 ESG. Spółki wchodzące w skład poszczególnych indeksów najlepiej radzą sobie z ujawnianiem danych dotyczących ładu organizacyjnego, najgorzej zaś z danymi z obszaru środowiskowego. W ogólnej ocenie transparentności danych ESG najlepiej wypadły spółki z indeksu VÖNIX. Natomiast spółki z indeksu RESPECT wypadają najgorzej spośród wszystkich analizowanych podmiotów. Analiza danych wskazuje także na spadek poziomu transparentności danych ESG podmiotów wchodzących w skład indeksów giełdowych spółek społecznie odpowiedzialnych z Europy Środkowo-Wschodniej.

Słowa kluczowe: transparentność, ESG, indeksy spółek społecznie odpowiedzialnych, RESPECT, VÖNIX, CEERIUS, ASSET4 ESG.

Summary: The ESG data analysis refers to a non-financial assessment of an enterprise in the environmental, social and organizational context (*Environmental, Social, and Governance*). The aim of the study is to assess a level of transparency of ESG data disclosed of companies that are part of socially responsible indices RESPECT, VÖNIX, CEERIUS. The implementation of the research goal is related to the analysis of the level of transparency referring to disclose an ESG data. The analysis of the study is based on the data from the ASSET4 ESG. Companies included in indices deal the best with revealing data on governance, and in the worst with

a data from an environmental area. In a general evaluation of transparency of an ESG data, companies from the VÖNIX index performed the best. On the other hand, companies from the RESPECT index are the worst ones among all analyzing entities. An analysis of the data also indicates a decrease in a level of transparency of an ESG data for entities included in the socially responsible indices from Central and Eastern Europe.

Keywords: transparency, ESG, social responsibility indices, RESPECT, VÖNIX, CEERIUS, ASSET4 ESG.

1. Wstęp

Niniejsze opracowanie związane jest z analizą transparentności ujawnianych danych niefinansowych dotyczących środowiska, społeczeństwa i ładu organizacyjnego, zwanych danymi ESG. Przedmiotem analizy są spółki wchodzące w skład indeksów spółek społecznie odpowiedzialnych z Europy Środkowo-Wschodniej, tj. RESPECT, VÖNIX, CEERIUS. Można przypuszczać, że poziom transparentności danych ESG ujawnianych przez te spółki powinien być wysoki (w artykule przyjęto, że poziom ten powinien przekroczyć 75% oceny ogólnej oraz 75% oceny w każdym z obszarów ESG) z racji przynależności do wymienionych indeksów. Indeksy, o których mowa, z założenia bowiem powinny składać się ze spółek, które w najwyższym stopniu spełniają wiele wymagań zaliczanych do grupy czynników środowiskowych, społecznych i ładu organizacyjnego.

Celem opracowania jest ocena poziomu transparentności danych ESG ujawnianych przez spółki wchodzące w skład indeksów społecznie odpowiedzialnych RESPECT, VÖNIX, CEERIUS. Realizacja celu badań jest związana z analizą poziomu transparentności ujawnianych danych ESG, tzw. *transparency score*, odnoszącego się do ogólnej liczby danych ESG, jak i do liczby danych w poszczególnych trzech obszarach. Do analizy wykorzystano dane z bazy ASSET4 ESG firmowanej przez Thomson Reuters, jednego z głównych światowych dostawców informacji zarówno dla przedsiębiorstw, specjalistów, jak i naukowców.

2. Znaczenie ujawniania danych ESG

O rosnącym znaczeniu ujawniania danych niefinansowych może świadczyć fakt, że coraz więcej spółek decyduje się na publikację raportów z tego typu danymi lub raportów zintegrowanych, w których znajdują się zarówno dane finansowe, jak i niefinansowe. Rozpatrując jedynie polskie realia, można zauważyć ewidentny wzrost zainteresowania publikowaniem raportów niefinansowych. Z analizy przeprowadzonej przez CSRinfo wynika, że w ostatnich 12 latach (2005-2016) opublikowano w Polsce 317 tego typu raportów. W 2005 r. opublikowano jeden raport niefinansowy. W kolejnych latach liczba raportów rosła, aż w 2015 r. osiągnęła poziom 55 wydanych przez firmy raportów niefinansowych. W 2016 r. zaobserwowano spadek

(do poziomu 41) liczby opublikowanych raportów [Raportowanie niefinansowe w Polsce 2016]. Z kolei w 2018 r. można się spodziewać rewolucji, jeśli chodzi o liczbę raportów niefinansowych opublikowanych w Polsce. Powinno ich się ukazać w jednym roku tyle, ile w sumie opublikowano w ostatnich 12 latach. Ten istotny przyrost liczby raportów niefinansowych będzie efektem wprowadzenia w życie obowiązku raportowania informacji niefinansowych nałożonego w znowelizowanej ustawie o rachunkowości dostosowującej wymogi dyrektywy 2014/09/UE do polskich przepisów¹. Warto w tym miejscu wspomnieć, że w Stanach Zjednoczonych i Europie Zachodniej uwzględnianie danych niefinansowych przez inwestorów w procesie inwestycyjnym już teraz jest standardem [Sroka (red.) 2016, s. 51]. Rozpatrując problematykę znaczenia ujawniania danych niefinansowych, należy również podkreślić, że na przestrzeni ostatnich 40 lat zaszły istotne zmiany dotyczące postrzegania komponentów decydujących o wartości przedsiębiorstw. Opierając się na badaniach Ocean Tomo LLC, można stwierdzić, że w 1975 r. o wartości indeksu S&P 500 w 83% decydowały aktywa materialne. Natomiast w 2015 r. o wartości tego indeksu w 84% decydowały aktywa niematerialne [Ocean Tomo LLC 2015]. Biorąc zatem pod uwagę obserwowany w ostatnich dziesięcioleciach trend rosnącego znaczenia aktywów niematerialnych w wycenie przedsiębiorstw, należy dojść do wniosku, że wzrastać będzie także znaczenie uwzględniania w działalności przedsiębiorstw czynników ESG i informowania interesariuszy o wynikach działań podejmowanych w ramach tych obszarów. Raportowanie danych niefinansowych przyczynia się bowiem do większej przejrzystości i przewidywalności działań przedsiębiorstw, a tym samym do znacznego zmniejszenia asymetrii informacyjnej na rynku kapitałowym, ostatecznie zmniejszając w znacznym stopniu błędy prognostyczne w profilu *ryzyka* do oczekiwanej *stopy zwrotu* portfeli inwestycyjnych [Czerwińska, Kaźmierkiewicz 2015, s. 211]. Należy jednak podkreślić, że przejrzystość w zakresie raportowania ESG wymaga od przedsiębiorstw głębokiego zaangażowania w gromadzenie i ujawnianie szczegółowych danych [Tamimi, Sebastianelli 2017, s. 1662].

Biorąc powyższe pod uwagę, należy stwierdzić, że informowanie interesariuszy o wynikach podejmowanych działań w obszarach ESG świadczy o transparentności raportujących przedsiębiorstw. Jest to o tyle istotne, że na świecie obserwuje się rosnące zapotrzebowanie ze strony interesariuszy na większą przejrzystość ujawnień dotyczących środowiska, społeczeństwa i ładu organizacyjnego [Siew 2017, s. 81]. Z kolei większa przejrzystość przedsiębiorstw pozwala na podejmowanie bardziej racjonalnych decyzji inwestycyjnych [Sroka (red.) 2012, s. 8], co jest ważne ze

¹ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/95/UE z 22 października 2014 r. zmieniająca dyrektywę 2013/34/UE w odniesieniu do ujawniania informacji niefinansowych i informacji dotyczących różnorodności przez niektóre duże jednostki oraz grupy, Dz. Urz. UE L 330 z 15.11.2014 oraz Dz. Urz. UE L 207 z 04.08.2015. Zgodnie z wprowadzonymi przepisami od 2017 r. blisko 6000 dużych jednostek zainteresowania publicznego i grup kapitałowych w Unii Europejskiej (w Polsce około 250-300 podmiotów) ma obowiązek ujawniania danych niefinansowych i informacji dotyczących różnorodności.

względu na to, że zainteresowanie inwestycjami w podmioty społecznie odpowiedzialne jest coraz większe – rośnie zarówno wartość inwestycji, jak i liczba funduszy [Marcinkowska 2010, s. 143]. Według badań The Global Sustainable Investment Alliance na początku 2016 r. wartość całego rynku SRI na świecie szacowano na około 22,9 bln USD. Największy udział w tym rynku ma rynek europejski, którego wartość szacuje się na około 12 bln USD (co stanowi niecałe 53% całości). Drugi pod względem wielkości jest rynek amerykański z około 8,7 bln USD (nieco ponad 38%). W kategoriach względnych odpowiedzialne inwestowanie stanowi obecnie 26% wszystkich profesjonalnie zarządzanych aktywów na całym świecie. Na największym europejskim rynku udział odpowiedzialnych strategii inwestycyjnych stanowi już 53% ogółu profesjonalnie zarządzanych aktywów. Widać zatem, że SRI staje się główną siłą na globalnych rynkach finansowych [Bloomberg 2017, s. 3-9].

Z kolei wsparciem dla inwestorów poszukujących spółek odpowiedzialnych społecznie są giełdowe indeksy tego typu spółek. Obecnie każda licząca się giełda na świecie posiada taki indeks. Najbardziej rozpoznawalnym indeksem spółek społecznie odpowiedzialnych na świecie jest Dow Jones Sustainability Index [GlobeScan, SustainAbility 2013, s. 8]. W Europie Środkowej i Wschodniej znane są takie indeksy, jak VÖNIX, CEERIUS – CEE Responsible Investment Universe oraz RESPECT.

Ze względu na rosnące zainteresowanie raportowaniem danych niefinansowych warto przeprowadzić analizę transparentności ujawnianych danych ESG przedsiębiorstw pochodzących z trzech indeksów giełdowych spółek społecznie odpowiedzialnych z Europy Środkowo-Wschodniej wymienionych powyżej. Analiza ta pozwoli bowiem ukazać poziom transparentności spółek uznawanych za społecznie odpowiedzialne.

3. Charakterystyka indeksów: RESPECT, VÖNIX, CEERIUS

Indeks RESPECT funkcjonuje od 19 listopada 2009 r. i skupia spółki notowane na głównym rynku giełdowym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA (GPW). Jest to indeks mający na celu wyodrębnienie tych spółek, które w najwyższym stopniu spełniają wymagania w zakresie ładu organizacyjnego, ładu informacyjnego i relacji z inwestorami, a przede wszystkim spełniają szereg wymagań zaliczanych do grupy czynników ESG. W skład X edycji indeksu RESPECT wchodzi 24 spółki (stan na 23.11.2017 r.). Zamiarem autorów badania było zebranie danych ESG z bazy ASSET4 ESG dla wszystkich 24 spółek. W przedmiotowej bazie udało się znaleźć dane jedynie dla 12 spółek należących do indeksu RESPECT.

Indeks VÖNIX jest to indeks austriackich spółek społecznie odpowiedzialnych (VBV-Österreichischer Nachhaltigkeitsindex), którego pierwsze notowanie odbyło się w marcu 2008 r. Indeks VÖNIX to pierwszy (biorąc pod uwagę kryterium czasu utworzenia) w tej części Europy indeks spółek społecznie odpowiedzialnych.

W skład indeksu wchodzi wiodące austriackie spółki, których funkcjonowanie opiera się na zasadach zrównoważonego rozwoju.

Zbiór spółek bazowych dla indeksu VÖNIX jest tworzony na koniec kwietnia danego roku przez Komitet Indeksu VÖNIX (VÖNIX Index Committee). Zbiór spółek bazowych tworzony jest ze wszystkich akcji spółek austriackich notowanych na rynku głównym (*prime market*), rynku pośrednim (*mid market*) i rynku standardowym (*standard market*). Weryfikacja składu indeksu ma miejsce w czerwcu [Bartkowiak, Janik 2013, s. 13]. Obecnie w skład indeksu VÖNIX wchodzi 20 spółek.

Indeks CEE Responsible Investment Universe (CEERIUS) to indeks składający się z wiodących spółek opartych na zasadach zrównoważonego rozwoju, notowanych na giełdach w Europie Środkowej, Wschodniej i Południowo-Wschodniej. Indeks został utworzony w styczniu 2009 r. przez Giełdę Papierów Wartościowych w Wiedniu i był drugim w regionie Europy Środkowej i Wschodniej indeksem akcji spółek społecznie odpowiedzialnych. Spółki wchodzące w skład indeksu powinny spełniać określone kryteria społeczne i ekologiczne. Dla indeksu CEERIUS zbiór spółek bazowych tworzony jest na koniec września każdego roku przez Zarząd Indeksów Giełdy Papierów Wartościowych w Wiedniu (Index Management of Vienna Stock Exchange). Do indeksu CEERIUS mogą być włączone spółki notowane na rynkach głównych giełd w: Belgradzie, Bukareszcie, Budapeszcie, Ljublanie, Pradze, Sofii, Warszawie, Zagrzebiu. Skład indeksu jest weryfikowany w grudniu każdego roku [Bartkowiak, Janik 2013, s. 12]. Obecnie indeks składa się z 11 spółek.

Podsumowując, należy stwierdzić, że w sumie w skład trzech analizowanych indeksów wchodzi 54 spółki (Bank Millennium SA znajduje się w składzie dwóch indeksów: RESPECT oraz CEERIUS). W bazie ASSET4 ESG, która posłużyła do oceny transparentności ujawnianych danych ESG, udało się znaleźć informacje dla 22 spółek, co stanowi niemal 41% całej populacji. Wśród tych spółek znalazło się 8 (36% wszystkich) reprezentujących sektor bankowy, 4 (18%) z sektora telekomunikacyjnego, 3 (14%) z sektora energetycznego, 2 (9%) z sektora ubezpieczeniowego, 2 (9%) z sektora naftowego i gazowego, 1 (5%) z sektora materiałów budowlanych, 1 (5%) z sektora wydobywczego oraz 1 (5%) z sektora farmaceutycznego.

4. Metoda i wyniki badań

W artykule skoncentrowano się na problematyce transparentności danych ESG ujawnianych przez przedsiębiorstwa z indeksów spółek społecznie odpowiedzialnych z Europy Środkowo-Wschodniej. Celem opracowania jest ocena poziomu transparentności danych ESG ujawnianych przez spółki wchodzące w skład indeksów społecznie odpowiedzialnych RESPECT, VÖNIX, CEERIUS. Przedmiotem analizy są zatem spółki wchodzące w skład wyżej wymienionych indeksów, dla których udało się pozyskać dane z bazy ASSET4 ESG. Autorzy artykułu zakładają, że poziom transparentności danych ESG ujawnianych przez spółki notowane w przedmiotowych indeksach wyniesie minimum 75% dla oceny ogólnej oraz dla poszcze-

gólnych obszarów ESG. Założenie to bazuje na przekonaniu, że spółki wchodzące w skład rzeczonych indeksów charakteryzuje wysoki poziom realizacji wielu wymagań zaliczanych do grupy czynników ESG.

W kolejnych krokach procedury badawczej poszukiwano odpowiedzi na następujące pytania:

1. Jakim poziomem transparentności danych ESG charakteryzują się przedsiębiorstwa z indeksów spółek społecznie odpowiedzialnych z Europy Środkowo-Wschodniej?

2. Jakie zmiany w poziomie transparentności danych ESG spółek z indeksów RESPECT, VÖNIX, CEERIUS można zaobserwować w latach 2011-2016?

3. Jakim poziomem transparentności danych w poszczególnych obszarach ESG (środowiskowym, społecznym i ładu organizacyjnego) charakteryzują się przedsiębiorstwa z indeksów spółek społecznie odpowiedzialnych z Europy Środkowo-Wschodniej?

4. Jakie zmiany w poziomie transparentności w poszczególnych obszarach ESG spółek z indeksów RESPECT, VÖNIX, CEERIUS można zaobserwować w latach 2011-2016?

Do analizy poziomu transparentności ujawnianych danych ESG wykorzystano dane z bazy ASSET4 ESG firmowanej przez Thomson Reuters. Poziom transparentności danych ESG (w %) zdefiniowano jako wskaźnik obliczany w oparciu o liczbę danych niefinansowych ujawnianych przez określoną spółkę w odniesieniu do liczby 123, czyli do maksymalnej liczby danych gromadzonych o podmiocie w bazie ASSET4 ESG.

Poniżej przedstawiono wyniki przeprowadzonych badań.

Pytania badawcze nr 1 i 2

Analiza danych zawartych w tab. 1 oraz na rys. 1 (średnie wartości po lewej stronie, mediany po prawej) pozwala stwierdzić, że w ogólnej ocenie transparentności danych ESG najlepiej wypadły spółki z indeksu VÖNIX. Średni poziom transparentności wyniósł dla spółek z tego indeksu ponad 75% we wszystkich analizowanych latach. Ponadto mediana kształtowała się na poziomie od 77,2 do 79,7%. Na taki wynik największy wpływ miały oceny osiągnięte przez spółki Raiffeisen Bank International AG, Telekom Austria AG i Verbund AG.

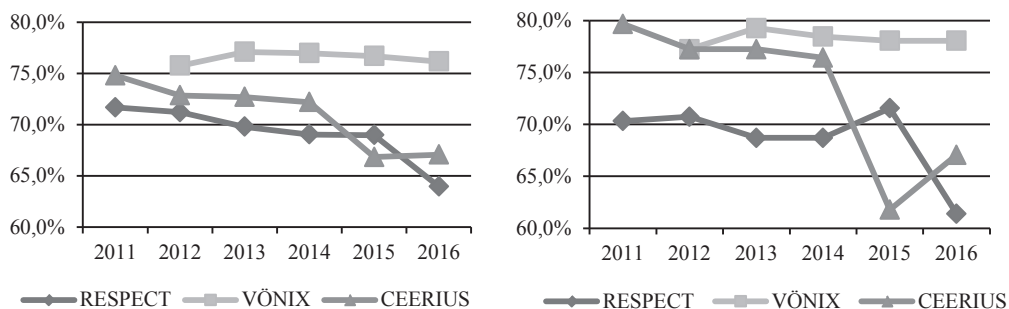
Z kolei analiza średnich dla indeksów RESPECT i CEERIUS wskazuje, że w żadnym z analizowanych lat poziom transparentności danych ESG nie przekroczył 75%. Średnie dla indeksu CEERIUS kształtowały się na wyższym poziomie niż dla indeksu RESPECT, z wyjątkiem 2015 roku. Mediana dla indeksu CEERIUS kształtowała się od 79,7% (2011 r.) do 61,8% (2015 r.), natomiast dla indeksu RESPECT od 71,5% (2015 r.) do 61,4% (2016 r.). W 2015 r. cztery z 12 analizowanych spółek z indeksu RESPECT osiągnęły 75% i wyższy poziom transparentności ujawnianych danych ESG. Były to następujące spółki: KGHM Polska Miedź SA (78%),

Tabela 1. Poziom transparentności ujawnianych danych ESG spółek z indeksów RESPECT, VÖNIX, CEERIUS w latach 2011-2016

Lp.	Spółka z indeksu*	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Zmiana (w p.p.)
1	KGHM Polska Miedź SA	72%	73%	77%	77%	78%	b.d.	+6.
2	Polski Koncern Naftowy ORLEN SA	71%	73%	72%	71%	75%	b.d.	+4
3	PGNiG SA	b.d.	64%	63%	65%	61%	62%	-2
4	PGE Polska Grupa Energetyczna SA	70%	71%	79%	81%	80%	b.d.	+10
5	TAURON Polska Energia SA	b.d.	70%	67%	67%	69%	70%	b.z.
6	Bank Millennium SA	b.d.	77%	77%	76%	76%	74%	-3
7	Bank Handlowy w Warszawie SA	b.d.	60%	58%	58%	58%	58%	-2
8	Bank Pekao SA	b.d.	63%	63%	63%	62%	61%	-2
9	Bank Zachodni WBK SA	65%	63%	64%	64%	74%	b.d.	+9
10	ING Bank Śląski SA	b.d.	85%	61%	60%	60%	59%	-26
11	Orange Polska SA	85%	84%	86%	74%	74%	b.d.	-11
12	Powszechny Zakład Ubezpieczeń SA	68%	71%	71%	72%	61%	b.d.	-7
13	Erste Group Bank AG	b.d.	69%	72%	74%	73%	71%	+2
14	Raiffeisen Bank International AG	b.d.	72%	77%	76%	77%	78%	+6
15	Telekom Austria AG	80%	82%	81%	80%	79%	78%	-2
16	Verbund AG	b.d.	86%	88%	88%	89%	89%	+3
17	Vienna Insurance Group AG	b.d.	62%	62%	61%	60%	59%	-3
18	Wienerberger AG	b.d.	83%	83%	82%	82%	82%	-1
19	Magyar Telekom Tavkozlesi Nyrt	80%	81%	80%	80%	79%	b.d.	-1
20	O2 Czech Republic as	63%	63%	63%	62%	59%	b.d.	-4
21	OTP Bank Nyrt	82%	83%	82%	81%	62%	b.d.	-20
22	Richter Gedeon Vegyeszeti Gyar Nyrt	b.d.	60%	61%	62%	59%	60%	b.z.

* Spółki z indeksu RESPECT – od 1 do 12, spółki z indeksu VÖNIX – od 13 do 17, spółki z indeksu CEERIUS – od 18 do 22.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z bazy ASSET4 ESG (25.11.2017).

**Rys. 1.** Średnie i mediany poziomu transparentności danych ESG spółek z indeksów RESPECT, VÖNIX, CEERIUS w latach 2011-2016

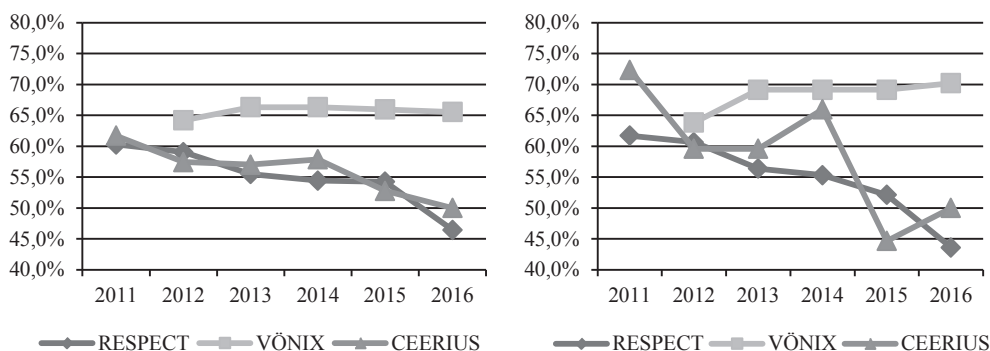
Źródło: opracowanie własne.

Polski Koncern Naftowy ORLEN SA (75%), Polska Grupa Energetyczna SA (80%), Bank Millennium SA (76%). Z kolei w indeksie CEERIUS znalazły się trzy spółki: Bank Millennium SA (76%), Magyar Telekom Tavkozlesi Nyrt (79%), Wienerberger AG (82%).

Podsumowując, należy stwierdzić, że w ogólnej ocenie transparentności danych ESG spółki z indeksu RESPECT wypadają najgorzej spośród wszystkich analizowanych podmiotów. Ponadto warto podkreślić, że indeks VÖNIX charakteryzuje się bardzo stabilnym poziomem wskaźnika transparentności ujawnianych danych ESG w analizowanych latach 2012-2016. Natomiast w przypadku indeksów RESPECT oraz CEERIUS obserwujemy w latach 2011-2016 systematyczny spadek poziomu wskaźnika transparentności ujawnianych danych ESG.

Pytania badawcze nr 3 i 4

Na rys. 2, 3 i 4 przedstawiono średnie i mediany wskaźnika poziomu transparentności danych z poszczególnych obszarów ESG dla trzech omawianych indeksów.

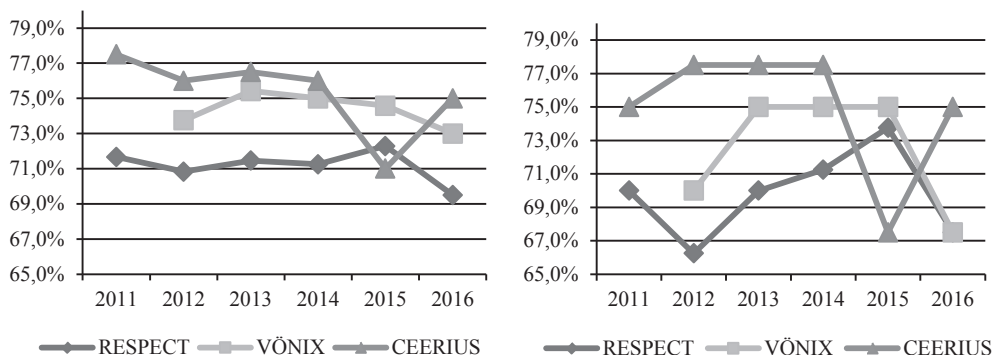


Rys. 2. Średnie i mediany poziomu transparentności danych z obszaru środowiska (E) spółek z indeksów RESPECT, VÖNIX, CEERIUS w latach 2011-2016

Źródło: opracowanie własne.

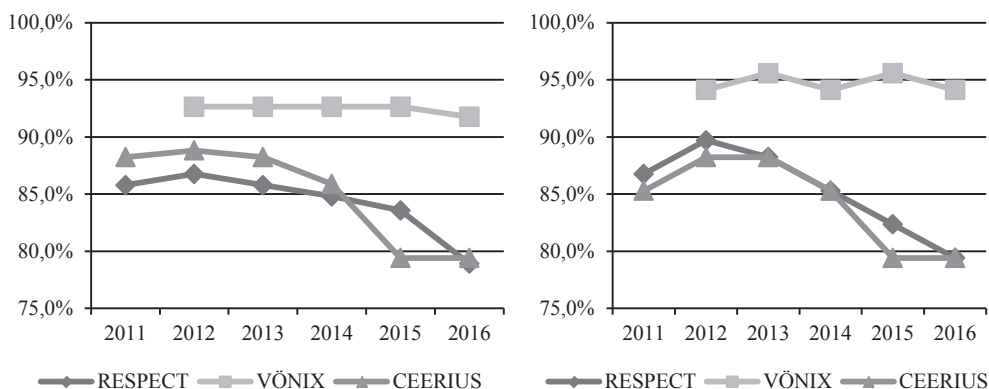
Analiza danych zawartych na rysunkach pozwala sformułować następujące wnioski:

- Spółki wchodzące w skład poszczególnych indeksów najlepiej radzą sobie z ujawnianiem danych dotyczących ładu organizacyjnego. Prym wiedzie indeks VÖNIX, który w latach 2012-2015 mógł się pochwalić wskaźnikiem transparentności ujawnianych danych na poziomie przekraczającym 92,5%, a w 2016 r. bliskim 92%. Pozostałe dwa indeksy charakteryzuje niższy poziom tego wskaźnika. Co również warto podkreślić, indeks VÖNIX charakteryzuje bardzo stabilny poziom wskaźnika transparentności ujawnianych danych dotyczących ładu



Rys. 3. Średnie i mediany transparentności danych z obszaru społeczeństwo (S) spółek z indeksów RESPECT, VÖNIX, CEERIUS w latach 2011-2016

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 4. Średnie i mediany poziomu transparentności danych z obszaru ład organizacyjny (G) spółek z indeksów RESPECT, VÖNIX, CEERIUS w latach 2011-2016

Źródło: opracowanie własne.

organizacyjnego w analizowanych latach 2012-2016. Natomiast w przypadku indeksów RESPECT oraz CEERIUS obserwujemy niemal w całym okresie 2011-2016 systematyczny spadek poziomu tego wskaźnika.

- Spółki wchodzące w skład poszczególnych indeksów najgorzej radzą sobie z ujawnianiem danych dotyczących obszaru środowiska. Przyczyną tej sytuacji może być dość liczna grupa spółek z sektora bankowego (36%) branych pod uwagę w badaniu. W żadnym z analizowanych lat ani jeden indeks nie osiągnął poziomu 75%, jeśli chodzi o wskaźnik transparentności ujawnianych danych środowiskowych. Najlepiej w tej kategorii ponownie wypada indeks VÖNIX, który

w latach 2012-2015 osiągał poziom wskaźnika od 64,2 do 66,3%. Natomiast w przypadku indeksów RESPECT oraz CEERIUS obserwujemy niemal w całym okresie 2011-2016 systematyczny spadek poziomu tego wskaźnika. Co istotne, indeks RESPECT w 2016 r. osiągnął poziom 46,5% wskaźnika transparentności ujawnianych danych z obszaru środowiska. Oznacza to, że analizowane spółki z indeksu RESPECT w 2016 r. zaraportowały mniej niż połowę z analizowanych przez bazę ASSET4 danych środowiskowych.

- Najmniejsze różnice między badanymi indeksami odnotowujemy w przypadku wskaźnika transparentności ujawnianych danych społecznych. Poziom tego wskaźnika waha się od 73,0 do 75,4% w przypadku indeksu VÖNIX, od 71,0 do 77,5% w przypadku indeksu CEERIUS oraz od 69,5 do 72,3% w przypadku indeksu RESPECT. Widzimy zatem, że różnica między najniższym wskaźnikiem (69,5%) a najwyższym (77,5%) wynosi jedynie 8 p.p. Co warto również podkreślić, w przypadku wskaźnika transparentności ujawnianych danych społecznych najlepiej wypada indeks CEERIUS.

5. Zakończenie

Informacja o składzie indeksów giełdowych spółek społecznie odpowiedzialnych nie daje szeroko rozumianym interesariuszom możliwości indywidualnej oceny określonych spółek z punktu widzenia danych ESG tylko na podstawie informacji przekazywanych przez giełdy papierów wartościowych, w ramach których funkcjonują omawiane indeksy. Zróżnicowane zasady oceny spółek pod kątem realizacji działań CSR czy rozwoju zrównoważonego, których podstawą jest pozyskiwanie danych ESG na potrzeby kwalifikacji do przedmiotowych indeksów, uniemożliwiają odbiorcom porównanie spółek w ramach różnych indeksów. Ponadto, mimo że publikowanie przez spółki raportów informacji niefinansowych staje się coraz bardziej popularne, to analizowanie i porównywanie informacji zawartych w tych raportach należy do czynności żmudnych i czasochłonnych, chociażby ze względu na różne formy i standardy ich opracowania. Jednakże nawet opracowanie raportów według jednego standardu nie daje gwarancji sprawnego wyszukania i porównania informacji dotyczących nie tylko różnych spółek, ale także tej samej spółki w różnych okresach sprawozdawczych. Dzięki takiej bazie danych, jak m.in. ASSET4 ESG² można dokonać oceny spółek w czasie i przestrzeni, tzn. ocenić tę samą spółkę w czasie oraz różne spółki między sobą według tych samych wystandaryzowanych przez wydawcę tej bazy kryteriów oceny ESG.

Przeprowadzone badanie poziomu transparentności spółek z indeksów giełdowych spółek społecznie odpowiedzialnych z Europy Środkowo-Wschodniej pozwoliło na wyciągnięcie następujących wniosków:

- spółki wchodzące w skład poszczególnych indeksów najlepiej radzą sobie z ujawnianiem danych dotyczących ładu organizacyjnego,

² Inną tego typu bazą jest Thomson Reuters Eikon.

- spółki wchodzące w skład poszczególnych indeksów najgorzej radzą sobie z ujawnianiem danych dotyczących obszaru środowiska, czego przyczyną można upatrywać w dużej liczbie spółek z sektora bankowego i ubezpieczeniowego branych pod uwagę w badaniu,
- najmniejsze różnice między badanymi indeksami odnotowujemy w przypadku wskaźnika transparentności ujawnianych danych społecznych,
- w ogólnej ocenie transparentności danych ESG najlepiej wypadły spółki z indeksu VÖNIX; spółki z indeksu RESPECT wypadają najgorzej spośród wszystkich analizowanych podmiotów,
- indeks VÖNIX charakteryzuje się bardzo stabilnym poziomem wskaźnika transparentności ujawnianych danych ESG w analizowanych latach 2012-2016; natomiast w przypadku indeksów RESPECT oraz CEERIUS obserwujemy w latach 2011-2016 systematyczny spadek poziomu wskaźnika transparentności ujawnianych danych ESG,
- w ogólnej ocenie spada transparentność danych ESG podmiotów wchodzących w skład indeksów giełdowych spółek społecznie odpowiedzialnych z Europy Środkowo-Wschodniej,
- wzrost zainteresowania interesariuszy danymi niefinansowymi nie jest równoznaczny ze wzrostem poziomu transparentności danych ESG spółek z indeksów spółek społecznie odpowiedzialnych.

Literatura

- Bartkowiak M., Janik B., 2013, *Analiza porównawcza indeksów akcji spółek społecznie odpowiedzialnych RESPECT, CEERIUS i VONIX*, Studia Oeconomica Posnaniensia, Vol. 1, No. 9(258), s. 5-19.
- Bloomberg 2017, *Global Sustainable Investment Review 2016*, http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2017/03/GSIR_Review2016.F.pdf (27.12.2017).
- Czerwińska T., Kaźmierkiewicz P., 2015, *ESG Rating in Investment Risk Analysis of Companies Listed on the Public Market in Poland*, Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena SpA, Vol. 44, No. 2, s. 211-247.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/95/UE z 22 października 2014 r. zmieniająca dyrektywę 2013/34/UE w odniesieniu do ujawniania informacji niefinansowych i informacji dotyczących różnorodności przez niektóre duże jednostki oraz grupy, Dz. Urz. UE L 330 z 15.11.2014 oraz Dz. Urz. UE L 207 z 4.08.2015.
- GlobeScan, SustainAbility, 2013, *The 2013 Ratings Survey. Polling the Experts*, http://sustainability.com/wp-content/uploads/2016/07/ratings_research_globe_scan_sustain_ability_survey_2013.pdf (20.12.2017).
- http://www.odpowiedzialni.gpw.pl/aktualnosci&ph_main_content_start=show&ph_main_content_cmn_id=1129 (23.11.2017).
- https://www.wienerborse.at/en/indices/index-values/composition/?ID_NOTATION=21919814&ISIN=AT0000496906 (23.11.2017).
- https://www.wienerborse.at/en/indices/index-values/composition/?ID_NOTATION=26860089&ISIN=AT0000A0CFV1 (23.11.2017).

- Marcinkowska M., 2010, *Odpowiedzialne przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym – czyli o giełdowych indeksach zrównoważonego rozwoju*, [w:] Duraj J. (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź, s. 123-144.
- Ocean Tomo LLC, 2015, *Annual Study of Intangible Asset Market Value*, 2015, <http://www.oceantomo.com/2015/03/04/2015-intangible-asset-market-value-study/> (27.12.2017).
- Raportowanie niefinansowe w Polsce 2016, CSRinfo.
- Siew R.Y.J., 2017, *Critical Evaluation of Environmental, Social and Governance Disclosures of Malaysian Property and Construction Companies*, *Construction Economics and Building*, Vol. 17, No. 2, s. 81-91.
- Sroka R. (red.), 2012, *Analiza ESG spółek w Polsce*, Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych, Warszawa.
- Sroka R. (red.), 2016, *Analiza ESG spółek w Polsce*, Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych, Warszawa.
- Tamimi N., Sebastianelli R., 2017, *Transparency among S&P 500 companies: an analysis of ESG disclosure scores*, *Management Decision*, Vol. 55, Issue 8, s. 1660-1680.