

Agata Adamska

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
e-mail: agata.adamska@sgh.waw.pl
ORCID: 0000-0002-7421-5878

Tomasz Dąbrowski

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
e-mail: tomasz.dabrowski@sgh.waw.pl
ORCID: 0000-0002-0594-6642

DOI: 10.15290/oes.2025.03.121.02

REAKCJE RYNKU NA ZMIANY SKŁADÓW INDEKSÓW ESG¹**Streszczenie**

Cel | Celem artykułu jest rozpoznanie problematyki reakcji inwestorów na zmiany składu indeksów ESG w kontekście wyników dotychczasowych badań.

Metoda badań | Wykorzystana metoda badawcza to krytyczny przegląd literatury.

Wnioski | Wyniki zdecydowanej większości dotychczasowych badań dowodzą, że inwestorzy reagują na sygnał w postaci włączenia spółki do indeksu ESG lub wykluczenia jej z niego. Wyniki te jednak bardzo różnią się pod względem charakteru obserwowanej reakcji. Wiele wskazuje na to, że reakcja inwestorów może mieć charakter kontekstowy i ulegać modyfikacjom w zależności od układu innych czynników, takich jak warunki otoczenia czy cechy spółek.

Oryginalność / wartość / implikacje / rekomendacje | Zrozumienie mechanizmów reakcji inwestorów na zmiany składu indeksów ESG jest ważne zarówno z punktu widzenia funkcjonowania rynku, jak i samych spółek. W przypadku tych ostatnich pozwoli bardziej świadomie podejmować decyzje o zmianie polityki ESG skutkującej włączeniem spółki do indeksu lub wykluczeniem jej z niego oraz dokonywać wyboru indeksów, w których spółka chce być obecna.

Słowa kluczowe: indeksy ESG, badania przeglądowe, sygnalizacja, zachowania inwestorów, społeczna odpowiedzialność biznesu

¹ Publikacja artykułu została sfinansowana ze środków Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie.

MARKET REACTIONS TO ESG INDEX RECONSTITUTION

Summary

Purpose | The purpose of the article is to explore the subject of investor reactions to changes in the composition of ESG indices based on the results of previous research.

Research method | The used research method is a critical review of the literature.

Results | The results of the most studies to date show that investors react to a signal in the form of a company's inclusion in or exclusion from an ESG index. However, the results widely vary in terms of the nature of this reaction. And there is much to indicate that this reaction may be contextual and modifying, depending on the pattern of other factors such as environmental conditions or company characteristics.

Originality/value/implications/recommendations | Understanding the mechanisms of investor reaction to ESG indices reconstitution is important both for market functioning and for the companies themselves. In the case of the latter, it will allow more informed decisions to change ESG policies resulting in a company's inclusion or exclusion from an index, and to make choices about the indices in which a company wants to be present.

Keywords: ESG indices, overview research, signalling, investor behaviour, corporate social responsibility

1. Wstęp

Między rokiem 2016 a 2022 globalna wartość aktywów zarządzanych w sposób uwzględniający czynniki ESG wzrosła z 22,8 bln USD do 30,3 bln USD [*The Global...*, 2023, s. 2]. Wzrost ten byłby jeszcze wyższy, gdyby nie zaostrzenie kryteriów klasyfikacji tego typu inwestycji w USA w 2022 r., które spowodowało redukcję ich wartości i jednocześnie ograniczenie porównywalności danych z tego rynku. Rozwój inwestowania, w którym brane są pod uwagę kryteria pozafinansowe, zrodził potrzebę rozbudowy infrastruktury instytucjonalnej, której element stanowią indeksy ESG. Indeksy te mogą być rozpatrywane jako forma samoregulacji połączonej z certyfikacją [Dąbrowski, Majchrzak, 2022, s. 59]. Podobnie jak w przypadku innych form certyfikacji,

instytucja certyfikująca, którą w odniesieniu do indeksu ESG jest jego operator, weryfikuje i przyznaje certyfikat i w ten sposób uwiarygadnia podmiot certyfikowany. Na rynku kapitałowym uwiarygodnienie następuje w wyniku włączenia spółki do indeksu. Uwiarygodnienie nie ma jednak charakteru bezterminowego – operatorzy indeksów dokonują okresowych przeglądów ich składów, a często również na bieżąco monitorują zachowania spółek będących w indeksie. Operator może zatem również pozbawić spółkę nadanego wcześniej certyfikatu przez wykluczenie jej ze składu indeksu. W myśl teorii sygnalizacji [Spence, 1974] zarówno włączenie spółki do indeksu ESG, jak i jej wykluczenie z niego można rozpatrywać jako sygnały zmian cech spółki lub prowadzonej przez nią polityki. Z kolei zgodnie z teorią rynku efektywnego [Fama i in., 1969] każda nowa informacja zostaje uwzględniona w cenie walorów.

Celem artykułu zawierającego przegląd badań dotyczących zmian składów indeksów ESG jest znalezienie odpowiedzi na pytania: czy – jak zakłada teoria rynku efektywnego – inwestorzy reagują na sygnały w postaci informacji o włączeniu spółki do indeksu ESG lub wykluczeniu jej z niego? A jeżeli tak, to jak reagują na każdy z tych sygnałów? Artykuł wpisuje się w trwającą od lat 70. XX w. dyskusję dotyczącą ekonomicznych konsekwencji społecznej odpowiedzialności biznesu [Moskowitz, 1972; Vance, 1975; Belkaoui, 1976]. Dyskusja ta zaowocowała wieloma badaniami, a z czasem również przeglądami tych badań czy metaanalizami [Margolis, Walsh, 2003; Orlitzky i in. 2003; van Beurden, Gössling, 2008; Wang i in., 2016], a nawet metaanalizami drugiego rzędu [Friede i in., 2015]. Dotychczasowe przeglądy badań i metaanalizy cechowała jednak pewna ogólność w tym sensie, że obejmowały one publikacje, w których stosowano różne metody badań, różne miary i różne podejścia, co ograniczało porównywalność wyników. Brakowało natomiast przeglądów badań mających bardziej pogłębiony charakter, koncentrujących się na jednym, wybranym aspekcie relacji między społeczną odpowiedzialnością a wynikami. Zawarty w artykule przegląd wypełnia tę lukę badawczą, ponieważ koncentruje się na reakcji rynku na informacje dotyczące zmian w polityce społecznej odpowiedzialności spółek, sygnalizowanych przez włączenie spółki do indeksu ESG lub wykluczenie jej z niego.

2. Indeksy ESG i ich rola

Indeksy, w których metody selekcji opierały się na ocenie uwzględniającej czynniki pozaekonomiczne, zaczęły powstawać na początku lat 90. XX w. Pierwotnie określano je mianem *indeksów etycznych*, później – *indeksów zrównoważonego rozwoju*, a obecnie dominuje nazwa *indeksy ESG*. Prekursorem tego typu indeksów był Domini 400 Social Index utworzony w maju 1990 r. Pierwsze indeksy ESG, których operatorami były podmioty związane z giełdami, to Dow Jones Sustainability Index (DJSI) i FTSE4Good Index. Obecnie liczbę indeksów i subindeksów ESG szacuje się na ponad 1000.

Indeksy ESG różnią się między sobą pod względem konstrukcji. Zasadniczy podział w tym zakresie obejmuje indeksy oparte na negatywnym i pozytywnym screeningu, przy czym w niektórych indeksach należących do ostatniej kategorii stosowana jest strategia selekcji określana jako *best-in-class* [Fowler, Hope, 2007]. Występują również indeksy, w których konstrukcji widoczne jest łączenie elementów różnych podejść. Konstrukcja indeksu tworzy kontekst, który może mieć wpływ na sposób interpretacji sygnałów generowanych przez informację o włączeniu spółki do indeksu lub wykluczeniu jej z niego. Indeksy oparte na negatywnym screeningu i część indeksów opartych na pozytywnym screeningu, ale nienależących do kategorii *best-in-class*, cechują się rozpatrywaniem wyników ewaluacji polityki ESG spółek w ujęciu bezwzględny. Oznacza to, że do indeksu włączana jest każda spółka spełniająca minimalne wymogi określone przez operatora indeksu. Tak długo, jak spółka nie obniży swoich standardów ESG, utrzymuje się w indeksie.

Inne warunki stwarzają indeksy, w których stosowana jest strategia selekcji *best-in-class*. W ich przypadku wyniki ewaluacji polityki ESG spółki rozpatrywane są w ujęciu względnym. To powoduje, że do indeksu trafiają tylko spółki będące liderami w swoich sektorach, reprezentujące wyższe standardy ESG niż konkurenci. Przedstawiony mechanizm oznacza również, że podczas kolejnej rewizji indeksu spółka może zostać z niego wykluczona, nawet jeżeli nie nastąpiło w niej obniżenie standardów ESG. Stanie się tak, gdy konkurenci swoje standardy podnieśli i uzyskali podczas ewaluacji lepsze wyniki od spółki będącej dotychczas w indeksie. W rezultacie włączenie do indeksu ESG należącego do kategorii *best-in-class* powinno stanowić dla inwestorów silniejszy i bardziej

jednoznaczny sygnał wysokich standardów ESG spółki, a wykluczenie z indeksu nienależącego do kategorii *best-in-class* – silniejszy i bardziej jednoznaczny sygnał negatywnych zmian w polityce ESG i obniżenia reprezentowanych przez spółkę standardów.

Niezależnie od konstrukcji indeksów ESG ich idea bazuje na poszerzeniu oceny spółek o mierniki odnoszące się do środowiska naturalnego, czynników społecznych i ładu korporacyjnego. Oceną spółek w tych trzech obszarach zajmują się wyspecjalizowane agencje ratingowe działające jako partnerzy operatorów indeksów. Pierwszym tego typu podmiotem była agencja ERIS, założona w 1983 r. we Francji. Kilka lat później w Stanach Zjednoczonych utworzono Kinder, Lydenberg & Domini, a w kolejnych latach powstawały dalsze podmioty. Każdy z nich rozwijał własną metodykę ewaluacji spółek. W latach 2008–2018 rynek agencji zajmujących się tworzeniem ratingów przeszedł fazę konsolidacji [Escrig-Olmedo i in., 2019], ale nadal działa na nim kilka dużych podmiotów różniących się między sobą pod względem sposobu oceny spółek. Rodzi to duże wyzwania z punktu widzenia zarówno samych spółek, jak i inwestorów, którzy mieliby wykorzystywać indeksy ESG, uwzględniające oceny agencji ratingowych. W literaturze zwraca się uwagę m.in. na takie kwestie jak: brak standaryzacji, niska wiarygodność informacji, na których oparte są ratingi, mała transparentność stosowanych metodyk, niewspółmierność (mierzenie tego samego w różny sposób), różnice w sposobach zbierania danych i zakresie gromadzonych informacji, brak wspólnych definicji pojęć, dysproporcje w liczbie wykorzystywanych kryteriów oceny i różnice w wagach przyznawanych poszczególnym kryteriom [Windolph, 2011; Escrig-Olmedo i in., 2019; Billio i in., 2021]. Dodatkowo Berg i in. [2022] zidentyfikowali występowanie „efektu aureoli”, polegającego na przyznawaniu spółkom mającym wysokie oceny w jednym obszarze lepszych ocen także w pozostałych obszarach. W rezultacie istniejącego zróżnicowania obserwowane były przypadki spółek uzyskujących w poszczególnych ratingach diametralnie odmienne oceny.

Mimo zasygnalizowanych problemów popularność indeksów ESG utrzymuje się nadal na wysokim poziomie. Można to wyjaśnić z jednej strony zmianami, jakie zachodzą na rynku kapitałowym (rosnąca liczba inwestorów pasywnych, duża liczba inwestorów instytucjonalnych wykorzystujących strategię

inwestycyjne uwzględniające czynniki ESG, duża wartość aktywów zarządzanych zgodnie z tymi strategiami itd.), z drugiej zaś – użytecznością indeksów ESG tak dla inwestorów, jak i samych spółek. Z punktu widzenia inwestorów indeksy ESG zmniejszają asymetrię informacyjną. W tym kontekście można je traktować jako rodzaj rankingu. Rankingi zaś uznawane są za formę pośrednictwa informacyjnego [Rindova i in., 2018]. Operator indeksu dostarcza inwestorom informacji – w zagregowanej postaci – na temat polityki ESG spółki, a więc obszaru, który z reguły znajduje się poza zakresem zdolności eksperckich inwestorów, koncentrujących się na aspektach finansowych. Dodatkowo informacja, jaką ze sobą niesie skład indeksu, jest dla inwestorów wiarygodna jako oparta na ocenie instytucjonalnego mandatariusza, nierzadko o wysokiej renomie. Cecha wiarygodności odróżnia indeksy ESG od wielu innych źródeł (np. nieaudytowanych raportów ESG) stanowiących kanały komunikacji, za pośrednictwem których spółki starają się oddziaływać na decyzje inwestorów w ramach swojej polityki zarządzania wrażeniem. Syntetyczna forma informacji niesionej przez indeks i zmiany jego składu jest również istotna dla inwestorów w kontekście skracania czasu podejmowania decyzji, kosztów zbierania informacji oraz zarządzania ryzykiem. Dla inwestorów pasywnych zajmujących się inwestowaniem społecznie odpowiedzialnym indeksy ESG stanowią podstawowe narzędzie konstrukcji portfela.

Z kolei z punktu widzenia spółek indeksy ESG i obecność w nich mogą służyć do sygnalizowania ich polityki społecznej odpowiedzialności i budowania reputacji w tym zakresie. Spółki komunikują swoją politykę ESG za pośrednictwem różnych kanałów i różnym grupom interesariuszy. Informacje zawarte w tych źródłach są jednak postrzegane przez interesariuszy jako mało obiektywne, nierzadko pozostają w sprzeczności z przekazem pochodzącym spoza spółki, a w rezultacie uznawane są za niebyt wiarygodne. Weryfikacja polityki ESG spółki przez niezależną trzecią stronę i potwierdzenie – włączeniem do indeksu – reprezentowania przez spółkę wysokich standardów ESG uwiarygadnia nie tylko samą spółkę, ale także całość jej komunikacji adresowanej do poszczególnych grup interesariuszy. Spółki, które weszły do indeksów ESG, czerpią też korzyści z lepszej reputacji. W normalnych warunkach reputacja ta prowadzi do wzrostu wartości spółki [Tischer, Hildebrandt, 2014]. Natomiast w sytuacjach kryzysowych reputacja ESG chroni wartość. Efekt ten występuje zarówno wtedy, gdy źródło kryzysu związane jest ze zrealizowaniem się ryzyka

specyficznego – niekorzystne zdarzenie ma charakter wewnętrzny i jest zależne od spółki [Bae i in., 2020; Gong i in., 2021], jak i wtedy, gdy kryzys wywołany został zrealizowaniem się ryzyka systematycznego – zdarzenie ma charakter zewnętrzny, jest niezależne od spółki i dotyczy wielu podmiotów [Schnietz i Epstein, 2005; Adamska i in., 2024, w druku].

Wielość indeksów ESG pozwala spółkom na stosowanie strategii *cherry picking*. Badania Slager i Gond [2022] wskazują, że jednym z podejść wykorzystywanych przez spółki jest koncentrowanie się jedynie na wybranych indeksach. Menedżerowie biorą pod uwagę z jednej strony rozpoznawalność indeksu, z drugiej zaś – zgodność kryteriów oceny stosowanych w procesie selekcji przez operatora indeksu z mocnymi stronami polityki ESG spółki. Zwiększa to szanse spółki na znalezienie się w indeksie, a jeżeli dodatkowo jest to indeks nienależący do kategorii *best-in-class*, to zmniejszeniu ulega prawdopodobieństwo przyszłego wykluczenia z indeksu.

Na zakończenie warto zauważyć, że niektóre spółki włączane do indeksów ESG nie komunikują tego szerokiej publiczności. Obecność w indeksie pełni bowiem także ważną funkcję kontrolną – zwiększa widoczność spółki i przyciąga do niej uwagę opinii publicznej, a monitoring zachowań podmiotu staje się bardziej ścisły. Znalezienie się w indeksie może także prowadzić do wzrostu oczekiwań wobec społecznego zaangażowania spółki. Połączenie wysokich oczekiwań z dokładniejszym i bardziej wszechstronnym monitorowaniem działań spółki rodzi obawy o konsekwencje niewywiązywania się z tych oczekiwań. Wśród konsekwencji tych zwraca się szczególną uwagę na postrzeganie spółki jako cechującej się hipokryzją [Carlos, Lewis, 2018].

3. Wpływ zmian składu indeksów ESG na decyzje inwestorów – przegląd badań

Informacje o włączeniu spółki do indeksu ESG lub wykluczeniu jej z niego stanowią sygnał zmian w polityce spółki. Inwestorzy mogą ten sygnał zignorować lub wziąć pod uwagę i poddać interpretacji. W rezultacie może on nie wywołać reakcji inwestorów lub – w zależności od interpretacji – wywołać reakcję pozytywną lub negatywną i doprowadzić odpowiednio do

pojawienia się dodatniej bądź ujemnej ponadnormatywnej stopy zwrotu z akcji spółki włączanej/wykluczanej z indeksu. Analiza ponadnormatywnych stóp zwrotu pozwala więc stwierdzić, czy rynek traktuje politykę ESG spółek jako czynnik nieistotny, czy istotny, a także czy uznaje zaangażowanie społeczne spółek za korzystne z punktu widzenia tych podmiotów, czy niekorzystne.

Prowadzenie analiz tego typu umożliwiają badania realizowane za pomocą metodyki okna zdarzeń, służące identyfikowaniu krótkookresowego oddziaływania na decyzje inwestorów nowych informacji odnoszących się do sfery społecznej odpowiedzialności spółek. Badania te stanowią jeden z dwóch głównych nurtów badań nad relacjami między społeczną odpowiedzialnością przedsiębiorstw a wynikami finansowymi [Hirigoyen, Poulain-Rehm, 2015]. Na potrzeby artykułu skoncentrowano się na identyfikacji badań, w których analizuje się reakcję rynku na informacje odnoszące się do zmian składu indeksu ESG. Przyjęta metodyka poszukiwania i selekcji publikacji zawierających wyniki takich badań miała charakter ilościowo-jakościowy. W pierwszym etapie przeszukano powszechnie wykorzystywane bazy danych, takie jak Web of Science, EBSCO czy Google Scholar, posługując się odpowiednio dobranymi słowami kluczowymi. W drugim etapie, opierając się na wiedzy eksperckiej autorów prezentowanego przeglądu, dokonano oceny wiarygodności badań, których wyniki zawarte były w zidentyfikowanych publikacjach. W efekcie takiej ustrukturyzowanej kwerendy literatury wybrano ponad 30 badań dotyczących reakcji inwestorów na włączenie spółki do indeksu ESG lub wykluczenie jej z niego. Wyniki tych badań są niejednoznaczne – cechuje je duża heterogeniczność. W badaniach zaobserwowano zarówno pozytywną reakcję na włączenie i negatywną na wykluczenie, jak i odwrotnie – negatywną na włączenie i pozytywną na wykluczenie. Ponadto odnotowano jedynie negatywną reakcję na wykluczenie połączoną z brakiem reakcji na włączenie oraz negatywną reakcję tak na włączenie, jak i na wykluczenie. Wśród zidentyfikowanych badań były też takie, w których wykazano brak znaczącej reakcji na zmianę składu indeksu, oraz takie, w których pojawiły się mieszane wyniki (różne reakcje w zależności od stanu koniunktury giełdowej). Przegląd wyników zidentyfikowanych badań zawiera tabela 1.

TABELA 1

Badania obrazujące wpływ zmiany składu indeksu ESG na decyzje inwestorów

Badanie	Nazwa indeksu	Konstrukcja indeksu	Okres objęty badaniem	Dodatkowe informacje
POZYTYWNA REAKCJA NA WŁĄCZENIE				
Bornhoeft i in. [2022]	FTSE4Good Europe	negatywny screening	2018–2021	Zaobserwowano pozytywną, istotną statystycznie reakcję na informację o włączeniu i negatywną, lecz nieistotną statystycznie reakcję na samo włączenie.
Clacher i Hagendorff [2012]	FTSE4Good	negatywny screening	2001–2008	Zidentyfikowano pozytywną, statystycznie istotną reakcję na informację o włączeniu, ale efekt nie utrzymywał się w kolejnych dniach i dotyczył głównie spółek większych, o wyższym ROE i wyższym poziomie produktywności pracowników.
Lackmann i in. [2012]	Dow Jones Sustainability Stoxx Index (DJSSI)	<i>best-in-class</i>	2001–2008	Wykazano narastający pozytywny wpływ informacji o włączeniu spółki do indeksu.
Lee i in. [2019]	DJSI World; DJSI Asia-Pacific; DJSI Korea (tylko spółki notowane na Korea Exchange – KRX)	pozytywny screening	2009–2018	Zidentyfikowano pozytywną, statystycznie istotną reakcję na informację o włączeniu, ale tylko w przypadku spółek z indeksu DJSI World. Za dodatnią ponadnormatywną stopę zwrotu odpowiadały zachowania publicznych funduszy emerytalnych.
Robinson i in. [2011]	DJSI World	<i>best-in-class</i>	2003–2007	Nie zaobserwowano statystycznie istotnej reakcji ani na zmianę składu indeksu, ani na informację o niej. W przypadku akcji spółek włączanych do indeksu nastąpił wzrost wartości CAAR w dłuższym okresie (60 dni).
Zou i in. [2020]	SSE Social Responsibility Index; SZSE CSR PRICE INDEX; Brazilian Corporate Sustainability Index – BCSI; JSE Socially Responsible Investment Index	konstrukcja wszystkich indeksów oparta była na pozytywnym screeningu	2004, 2005, 2009	Zaobserwowano pozytywną reakcję inwestorów na włączenie do indeksu. Reakcja ta była silniejsza w przypadku spółek przeznaczających wyższe nakłady na R&D, słabsza natomiast w przypadku spółek przeznaczających większe środki na reklamę. Inwestorzy reagowali również silniej w przypadku spółek, które w swojej strategii międzynarodowej ekspansji wybrały państwa rozwijające się, niż takich, których ekspansja była ukierunkowana na państwa rozwinięte.

Badanie	Nazwa indeksu	Konstrukcja indeksu	Okres objęty badaniem	Dodatkowe informacje
POZYTYWNA REAKCJA NA WŁĄCZENIE I NEGATYWNA NA WYKLUCZENIE				
Adamska i Dąbrowski [2016]	RESPECT Index	pozytywny screening	2009–2014	Zidentyfikowano pozytywną reakcję na włączenie i negatywną na wykluczenie spółki z indeksu, przy czym ta ostatnia była silniejsza.
Adamska i Dąbrowski [2021]	JSE SRI (FTSE/JSE Responsible Investment Index); RESPECT Index; ISE Index	pozytywny screening	2009–2017	Odnotowano silniejszą negatywną reakcję na wykluczenie. Na rynkach funkcjonujących w środowisku instytucjonalnym cechującym się wyższym poziomem ryzyka inwestorzy reagovali silniej zarówno na włączenie, jak i na wykluczenie spółki z indeksu w porównaniu do rynków funkcjonujących w środowisku instytucjonalnym o niższym poziomie ryzyka.
	FTSE4Good UK; FTSE4Good USA; FTSE4Good Japan	negatywny screening		
Cheung [2011]	DJSI World	<i>best-in-class</i>	2002–2007	Zaobserwowano pozytywną reakcję na włączenie i negatywną na wykluczenie, występujące w oknie zdarzeń obejmującym zmianę składu indeksu. Nie znaleziono silnych dowodów na wpływ samego ogłoszenia informacji o zmianach.
Consolandi i in. [2009]	DJSSI	<i>best-in-class</i>	2002–2006	Wykazano pozytywną reakcję na włączenie i negatywną na wykluczenie, przy czym ta ostatnia była silniejsza i utrzymywała się dłużej.
Curran i Moran [2007]	FTSE4Good Index	negatywny screening	2000–2002	Zaobserwowano tendencję do reakcji pozytywnej na włączenie i negatywnej na wykluczenie, jednak wyniki nie były istotne statystycznie.
Hawn i in. [2014]	DJSI World	<i>best-in-class</i>	1999–2007	Wykazano pozytywną reakcję na włączenie spółki do indeksu i negatywną na jej wykluczenie. W przypadku spółek o lepszych wynikach finansowych reakcja była słabsza, natomiast w odniesieniu do spółek osiągających gorsze wyniki – silniejsza.
Luffarelli i Awaysheh [2018]	Domini 400 Social Index	konstrukcja indeksu łączyła negatywny screening z elementami strategii <i>best-in-class</i>	1990–2004	Zaobserwowano pozytywną narastającą reakcję na włączenie spółki do indeksu i narastającą negatywną reakcję na jej wykluczenie. Reakcja negatywna była silniejsza. Wyniki wskazują również na występowanie różnic w sile wpływu poszczególnych wymiarów społecznego zaangażowania.

Badanie	Nazwa indeksu	Konstrukcja indeksu	Okres objęty badaniem	Dodatkowe informacje
Park i Lee [2018]	Korea Governance Index – KOGI/KRX SRI Governance	pozytywny screening	2003–2012	Wykazano narastającą pozytywną reakcję na włączenie spółki do indeksu i narastającą negatywną reakcję na wykluczenie jej z niego.
Ramchander i in. [2012]	Domini 400 Social Index (tylko spółki spełniające kryteria odnoszące się do relacji z interesariuszami głównymi)	konstrukcja indeksu łączyła negatywny screening z elementami strategii <i>best-in-class</i>	1990–2007	Zaobserwowano dodatnią wartość CAAR w przypadku akcji spółek włączanych do indeksu przy jednoczesnej jego ujemnej wartości dla spółek konkurencyjnych. Odwrotna zależność występowała w odniesieniu do spółek wykluczanych. Zależności te były silniejsze w przypadku spółek z sektorów charakteryzujących się mniejszą przejrzystością informacji.
Stekelenburg, i in. [2015]	DJSI Europe	<i>best-in-class</i>	2009–2013	W przypadku spółek będących liderami pod względem społecznego zaangażowania w poszczególnych sektorach efekt włączenia do indeksu miał charakter kumulatywny.
NEGATYWNA REAKCJA NA WYKLUCZENIE				
Becchetti i in. [2012]	Domini 400 Social Index	konstrukcja indeksu łączyła negatywny screening z elementami strategii <i>best-in-class</i>	1990–2004	Zaobserwowano negatywną, narastającą w czasie reakcję na wykluczenie spółki z indeksu.
Doh i in. [2010]	Calvert Social Index/ Calvert US Large Cap Core Responsible Index	negatywny screening	2000–2005	Nie zaobserwowano pozytywnego wpływu informacji o włączeniu, jednocześnie wykazano negatywną reakcję na informację o wykluczeniu.
Kappou i Oikonomou [2016]	MSCI KLD 400 Index	konstrukcja indeksu łączyła negatywny screening z elementami strategii <i>best-in-class</i>	1990–2010	Nie odnotowano reakcji na włączenie spółki do indeksu, zaobserwowano natomiast negatywną reakcję na jej wykluczenie, która nasilała się w czasie.

Badanie	Nazwa indeksu	Konstrukcja indeksu	Okres objęty badaniem	Dodatkowe informacje
POZYTYWNA REAKCJA NA WYKLUCZENIE I NEGATYWNA NA WŁĄCZENIE				
Cheung i Roca [2013]	DJSI World	<i>best-in-class</i>	2002–2010	Wykazano negatywną reakcję zarówno na informację, jak i samo włączenie spółki do indeksu, natomiast w przypadku wykluczeń zaobserwowano negatywny wpływ informacji, ale pozytywną reakcję na samo wyłączenie z indeksu.
Goyal i Soni [2024]	S&P BSE 100 ESG Index	negatywny screening	2017–2022	Zaobserwowano pozytywną reakcję na wykluczenie i negatywną na włączenie, przy czym ta ostatnia okazała się nieistotna statystycznie.
NEGATYWNA REAKCJA ZARÓWNO NA WYKLUCZENIE, JAK I WŁĄCZENIE				
Joshi i in. [2017]	DJSI World; DJSI North America	<i>best-in-class</i>	2002–2011	Odnotowano negatywną reakcję zarówno na włączenie, jak i na wykluczenie spółki z indeksu. Reakcja na włączenie była silniejsza w przypadku spółek o wysokim poziomie działalności finansowej i spółek działających w sektorach o dużej uciążliwości dla środowiska naturalnego.
Rudkin i Cai [2023]	DJSI	<i>best-in-class</i>	2005–2021	Zaobserwowano negatywną reakcję zarówno na włączenie, jak i wykluczenie, przy czym efekt ten był silniejszy w przypadku spółek nienależących do indeksu S&P500 w stosunku do spółek należących do tego indeksu.
WYNIKI MIESZANE				
Chipeta i Gladyssek [2012]	JSE SRI Index	pozytywny screening	2004–2009	Wyniki wskazują na brak jednoznacznej reakcji inwestorów na ogłoszenie składu indeksu, świadczący o ich niewielkim zainteresowaniu informacjami o zmianach związanych z włączaniem spółek do indeksu lub wykluczaniem ich z niego.
Daszyńska-Żygadło i in. [2014]	Stoxx Europe Sustainability Index	pozytywny screening	2005–2010	Zaobserwowano negatywną reakcję na informację o włączeniu i pozytywną na samo włączenie.
	RESPECT Index	pozytywny screening	2009–2012	Analizowano tylko włączenia. Zidentyfikowano neutralną i nieistotną statystycznie reakcję na informację o włączeniu oraz pozytywną i istotną statystycznie reakcją na samo włączenie.

Badanie	Nazwa indeksu	Konstrukcja indeksu	Okres objęty badaniem	Dodatkowe informacje
Nakai i in. [2013]	Morningstar Socially Responsible Investment Index	konstrukcja indeksu łączyła negatywny screening z elementami strategii <i>best-in-class</i>	2003–2010	Zaobserwowano zróżnicowaną reakcję na włączenie spółki do indeksu w zależności od roku – w pierwszych dwóch latach i w okresie kryzysu (rok 2008) inwestorzy reagowali negatywnie, natomiast w latach przed kryzysem (2006–2007) ich reakcja była pozytywna. W pozostałych latach wyniki były nieistotne statystycznie. Wyniki dotyczące reakcji inwestorów na wykluczenie spółki z indeksu w odniesieniu do większości analizowanych lat były nieistotne statystycznie.
Oberndorfer i in. [2013]	DJSI World; DJSSI	<i>best-in-class</i>	1999–2002	Odnotowano negatywną reakcję na włączenie spółki do indeksu – efekt ten wystąpił jedynie w przypadku spółek włączanych do DJSI World, nie zaobserwowano go natomiast w odniesieniu do spółek włączanych do DJSSI.
REAKCJA NIEZNACZĄCA LUB BRAK REAKCJI				
Durand i in. [2019]	DJSI World	<i>best-in-class</i>	2005–2015; 2016–2018	Replikacja badań Hawn i in. [2018].
Hawn i in. [2018]	DJSI World	<i>best-in-class</i>	1999–2015	Wyniki wskazują na brak jednoznacznej reakcji świadczącej o niewielkim zainteresowaniu inwestorów informacjami o zmianie składu indeksu.
Ortas i Moneva [2011]	DJSI Stoxx	<i>best-in-class</i>	2003–2007	Nie zaobserwowano znaczącej reakcji ani na informację o włączeniu, ani o wykluczeniu. Inwestorzy reagowali natomiast pozytywnie na informację o pozostaniu w indeksie w odniesieniu do spółek, które były w nim wcześniej obecne.
Yilmaz i in. [2020]	BIST Sustainability Index	pozytywny screening	2014–2017	Zaobserwowano brak znaczącej reakcji na włączenie spółki do indeksu.

Źródło: opracowanie własne.

Mimo tak dużego zróżnicowania wyników w zestawieniu widoczna jest dominacja badań, w których zaobserwowano reakcję inwestorów na zmianę składu indeksu ESG. Jedynie w czterech badaniach (na 31) nie odnotowano takiej reakcji lub była ona nieznacząca. Dowodzi to, że inwestorzy traktują włączanie spółek do tego typu indeksów lub wykluczanie ich z nich jako istotny sygnał zmian cech spółki bądź jej polityki. Heterogeniczność reakcji inwestorów świadczy zaś o ich problemach z interpretacją tego sygnału. Mniejszość stanowią badania, w których zidentyfikowano negatywną reakcję inwestorów na włączenie i/lub pozytywną reakcję na wykluczenie, co świadczyłoby o przekonaniu inwestorów o negatywnym wpływie wyższych standardów ESG na przyszłe wyniki spółki. Takie przekonanie byłoby zgodne z *trade-off hypothesis* [Preston, O'Bannon, 1997], wywodzoną z neoklasycznej teorii firmy. Większość stanowią jednak badania dowodzące pozytywnej reakcji na włączenie i/lub negatywnej na wykluczenie. To z kolei oznacza, że inwestorzy interpretowali włączenie spółki do indeksu ESG, sygnalizujące poprawę reprezentowanych przez nią standardów, jako zdarzenie korzystne z punktu widzenia przyszłych wyników, a wykluczenie – jako zdarzenie niekorzystne. Taka interpretacja inwestorów byłaby zgodna z teorią interesariuszy i teorią zasobową, w których można znaleźć uzasadnienie pozytywnego wpływu społecznego zaangażowania na wartość przedsiębiorstwa [Grewatsch, Kleindienst, 2017], oraz z teorią kapitału moralnego [Godfrey, 2005], wyjaśniającą oddziaływanie tego zaangażowania na ochronę wartości w sytuacjach kryzysowych.

Warto zwrócić uwagę na wyniki badań zawierających analizę reakcji inwestorów jednocześnie na włączenia i wykluczenia. W części tych badań [Consolandi i in., 2009; Adamska, Dąbrowski, 2016; Luffarelli, Awaysheh, 2018; Adamska, Dąbrowski, 2021] zaobserwowano, że negatywna reakcja na wykluczenie była silniejsza niż pozytywna na włączenie. Dowodziłoby to, że inwestorzy traktują wykluczenie jako sygnał silniejszy i bardziej jednoznaczny oraz w mniejszym stopniu traktują wyższe standardy ESG jako predyktor przyszłego wzrostu wartości spółki, a w większym – uznają je za formę ubezpieczenia chroniącego wartość [Schnietz, Epstein, 2005]. Mogą też uważać spółki o wyższych standardach ESG za lepiej zarządzające ryzykiem, a zatem za lepiej przygotowane do radzenia sobie z potencjalnymi kryzysami [Adamska i in., 2024, w druku].

Niejednoznaczność reakcji inwestorów na zmianę składu indeksu ESG skłoniła część badaczy do poszukiwania przyczyn tej ambiwalencji w występowaniu innych, dodatkowych czynników wpływających na postrzeganie polityki ESG spółki i modyfikujących zachowania inwestorów. W analizowanych badaniach czynnikami tymi były: stan koniunktury rynkowej [Nakai i in., 2013], warunki instytucjonalne [Adamska, Dąbrowski, 2021], specyfika sektora działania spółki [Ramchander i in., 2012; Joshi i in., 2017] czy indeks ESG, do którego włączana była spółka [Lee i in., 2019; Oberndorfer i in., 2013]. Ważne okazały się także cechy samych spółek, takie jak ich rozmiary, rentowność i poziom produktywności pracowników [Clacher, Hagendorff, 2012], wydatki na R&D i reklamę [Zou i in., 2020], charakter i poziom społecznego zaangażowania spółki [Stekelenburg i in., 2015; Luffarelli, Awaysheh, 2018], wielkość dźwigni finansowej [Joshi i in., 2017] czy obecność spółki w innym indeksie [Rudkin, Cai, 2023]. W kontekście podkreślanego już dużego zróżnicowania wyników badań wydaje się, że ten ostatni kierunek – poszukiwanie czynników modyfikujących reakcje inwestorów – jest szczególnie obiecujący. Interesującymi obszarami przyszłych badań, które pozwolą lepiej zrozumieć przyczyny różnych zachowań inwestorów, mogłyby być: wpływ typu inwestorów (indywidualni, instytucjonalni, w tym fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne itd.) – badania z rynku południowokoreańskiego dowodzą, że ten czynnik może mieć znaczenie [Lee i in., 2019], oddziaływanie warunków kulturowych prowadzące do innego postrzegania wagi czynników ESG, wpływ konstrukcji indeksu ESG tworzącej kontekst decyzji inwestorów czy rola historii wcześniejszych włączeń i wykluczeń spółki z tego typu indeksów.

4. Podsumowanie

Wraz ze wzrostem liczby inwestorów wykorzystujących kryteria ESG w swoich decyzjach dotyczących lokowania kapitału oraz wraz z rosnącą wartością aktywów zarządzanych z uwzględnieniem tych kryteriów zwiększyło się oddziaływanie czynników ESG na cały rynek. Jednym z aspektów tego oddziaływania były zmiany w infrastrukturze instytucjonalnej i znaczące upowszechnienie się nowego typu mierników – indeksów ESG. Przedstawiony w artykule przegląd badań dowodzi, że zmiany składów tych indeksów stały się wydarzeniami wywołującymi reakcję całego rynku, co wskazuje, że inwestorzy

uznają informacje na temat polityki społecznej odpowiedzialności spółek za ważne, sygnalizujące cechy tych podmiotów mające potencjalny wpływ na ich przyszłą wartość. W kontekście pierwszego z postawionych we wstępie pytań badawczych jest to istotne ustalenie. Oznacza ono, że indeksy ESG traktowane są przez inwestorów jako wiarygodne narzędzie pomocne w podejmowaniu decyzji dotyczących zarówno wyboru spółek do lokowania kapitału, jak i dezinvestycji. Potwierdza to użyteczność indeksów ESG tak z punktu widzenia inwestorów, jak i samych spółek, które mogą wykorzystywać je do komunikacji z rynkiem.

Zaprezentowane w artykule wyniki dotychczasowych badań nie pozwalają definitywnie przesądzić, jaki jest charakter reakcji inwestorów na sygnał generowany przez zmianę składu indeksu. Tym samym trudno jest sformułować jednoznaczną odpowiedź na drugie z pytań badawczych. Wyniki większości badań (nieco ponad połowy) wskazują, że inwestorzy traktują włączenie spółki do indeksu ESG jako sygnał pozytywny. Z kolei wykluczenie traktowane jest na ogół jako sygnał negatywny (takie wyniki zaobserwowano w blisko połowie badań). Jednocześnie odwrotną zależność (pozytywną reakcję na wykluczenie i negatywną na włączenie) odnotowano tylko w niewielkiej części badań. Wiele wskazuje również na to, że reakcję inwestorów cechuje kontekstowość – ich ocena może ulegać modyfikacji w zależności od układu innych czynników, takich jak warunki otoczenia czy właściwości spółki. Dlatego niezbędne są dalsze badania pozwalające lepiej zrozumieć mechanizmy reakcji inwestorów na zmiany składu indeksów ESG. Zrozumienie to jest istotne zarówno z punktu widzenia funkcjonowania rynku, jak i samych spółek.

Przedstawiona w artykule analiza badań dotyczących reakcji inwestorów miała charakter eksploracyjny. Ze względu na przyjętą metodykę prezentowany przegląd nie stanowi formalnej metaanalizy prowadzonej z wykorzystaniem narzędzi statystycznych. Ograniczenia wynikające z zastosowanej metodyki sprawiają, że obraz wyłaniający się z dokonanego przeglądu badań może być niepełny. Tym samym otwarte zostaje pole do kolejnych analiz, pozwalających na dalsze pogłębianie tematu.

Literatura

- Adamska A., Dąbrowski T.J., 2016, *Do Investors Appreciate Information about Corporate Social Responsibility? Evidence from the Polish Equity Market*, „Inżynieria Ekonomiczna – Engineering Economics”, nr 27(4), s. 364–372, DOI: 10.5755/j01.ee.27.4.13377.
- Adamska A., Dąbrowski T.J., 2021, *Investor Reactions to Sustainability Index Reconstitutions: Analysis in Different Institutional Contexts*, „Journal of Cleaner Production”, nr 297(126715), DOI: 10.1016/j.jclepro.2021.126715.
- Adamska A., Dąbrowski T.J., Gad J., Tomaszewski J., 2024, w druku, *Is Reputation for Corporate Social Responsibility a Double-Edged Sword? Lessons from Investor Reactions on Foreign Companies Activity in Russia During the Invasion of Ukraine*, „Corporate Reputation Review”, DOI: 10.1057/s41299-024-00202-5.
- Bae J., Choi W., Lim J., 2020, *Corporate Social Responsibility: An Umbrella or a Puddle on a Rainy Day? Evidence Surrounding Corporate Financial Misconduct*, „European Financial Management”, nr 26(1), s. 77–117, DOI: 10.1111/eufm.12235.
- Becchetti L., Ciciretti R., Hasan I., Kobeissi N., 2012, *Corporate Social Responsibility and Shareholder's Value*, „Journal of Business Research”, nr 65(11), s. 1628–1635, DOI: 10.1016/j.jbusres.2011.10.022.
- Belkaoui A., 1976, *The Impact of the Disclosure of the Environmental Effects of Organizational Behavior on the Market*, „Financial Management”, nr 5(4), s. 26–31, DOI: 10.2307/3665454.
- Berg F., Koelbel J.F., Rigobon R., 2022, *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*, „Review of Finance”, nr 26(6), s. 1315–1344, DOI: 10.1093/rof/rfac033.
- Billio M., Costola M., Hristova I., Latino C., Pelizzon L., 2021, *Inside the ESG ratings: (Dis) Agreement and Performance*, „Corporate Social Responsibility and Environmental Management”, nr 28(5), s. 1426–1445, DOI: 10.1002/csr.2177.
- Bornhoeft S.C., Schuster M., Teutrine C., Lueg R., 2022, *Do Investors Value the Inclusion in Sustainability Indices? Evidence from an Event Study Based on the FTSE4Good Europe Index*, [w:] *CSR Communication Conference*, s. 145–149.
- Carlos W.C., Lewis B.W., 2018, *Strategic Silence: Withholding Certification Status as a Hypocrisy Avoidance Tactic*, „Administrative Science Quarterly”, nr 63(1), s. 130–169, DOI: 10.1177/0001839217695089.
- Cheung A.W.K., Roca E., 2013, *The Effect on Price, Liquidity and Risk when Stocks Are Added to and Deleted from a Sustainability Index: Evidence from the Asia Pacific Context*, „Journal of Asian Economics”, nr 24(C), s. 51–65, DOI: 10.1016/j.asieco.2012.08.002.
- Cheung A.W.K., 2011, *Do Stock Investors Value Corporate Sustainability? Evidence from an Event Study*, „Journal of Business Ethics”, nr 99(2), s. 145–165, DOI: 10.1007/s10551-010-0646-3.

- Chipeta C., Gladyssek O., 2012, *The Impact of Socially Responsible Investment Index Constituent Announcements on Firm Price: Evidence from the JSE*, „South African Journal of Economic and Management Sciences”, nr 15(4), s. 429–439, DOI: 10.4102/sajems.v15i4.236.
- Clacher I., Hagendorff J., 2012, *Do Announcements about Corporate Social Responsibility Create or Destroy Shareholder Wealth? Evidence from the UK*, „Journal of Business Ethics”, nr 106(3), s. 253–266, DOI: 10.1007/s10551-011-1004-9.
- Consolandi C., Jaiswal-Dale A., Poggiani E. Vercelli A., 2009, *Global Standards and Ethical Stock Indexes: The Case of the Dow Jones Sustainability Stoxx Index*, „Journal of Business Ethics”, nr 87(1), s. 185–197, DOI: 10.1007/s10551-008-9793-1.
- Curran M.M., Moran D., 2007, *Impact of the FTSE4Good Index on Firm Price: An Event Study*, „Journal of Environmental Management”, nr 82(4), s. 529–537, DOI: 10.1016/j.jenvman.2006.02.010.
- Dąbrowski T.J., Majchrzak K., 2022, *Społeczna odpowiedzialność i nieodpowiedzialność biznesu: przyczyny, przejawy, konsekwencje ekonomiczne*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Daszyńska-Żygadło K., Ryszawska B., Słóński T., Zawadzki B.M., 2014, *Investors' Reactions for Sustainability Index Inclusion – is CSR a Good News?*, „Acta Universitatis Lodzensis. Folia Oeconomica”, nr 2(300), s. 45–60.
- Doh J.P., Howton S.D., Siegel D., 2010, *Does the Market Respond to an Endorsement of Social Responsibility? The Role of Institutions, Information, and Legitimacy*, „Journal of Management”, nr 36(6), s. 1461–1485, DOI: 10.1177/0149206309337896.
- Durand R., Paugam L. Stolyowy H., 2019, *Do Investors Actually Value Sustainability Indices? Replication, Development, and New Evidence on CSR Visibility*, „Strategic Management Journal”, nr 40(9), s. 1474–1490, DOI: 10.1002/smj.3035.
- Escrig-Olmedo E., Fernández-Izquierdo M.Á., Ferrero-Ferrero I., Rivera-Lirio J.M., Muñoz-Torres M.J., 2019, *Rating the Raters: Evaluating How ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles*, „Sustainability”, nr 11(3), 115, DOI: 10.3390/su11030915.
- Fama E.F., Fisher L., Jensen M.C., Roll R.W., 1969, *The Adjustment of Stock Prices to New Information*, „International Economic Review”, nr 10(1), s. 1–23, DOI: 10.2307/2525569.
- Fowler S.J., Hope C., 2007, *A Critical Review of Sustainable Business Indices and Their Impact*, „Journal of Business Ethics”, nr 76(3), s. 243–252, DOI: 10.1007/s10551-007-9590-2.
- Friede G., Busch T., Bassen A., 2015, *ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence From More Than 2000 Empirical Studies*, „Journal of Sustainable Finance & Investment”, nr 5(4), s. 210–233, DOI: 10.1080/20430795.2015.1118917.
- Godfrey P.C., 2005, *The Relationship Between Corporate Philanthropy and Shareholder Wealth: A Risk Management Perspective*, „Academy of Management Review”, nr 30(4), s. 777–798, DOI: 10.5465/amr.2005.18378878.

- Gong G., Huang X., Wu S., Tian H., Li W., 2021, *Punishment by Securities Regulators, Corporate Social Responsibility and the Cost of Debt*, „Journal of Business Ethics”, nr 171(2), s. 337–356, DOI: 10.1007/s10551-020-04438-z.
- Goyal P., Soni P., 2024, *Does the Stock Market React to the Sustainability Index Reconstitutions? Evidence from the S&P BSE 100 ESG Index*, „South Asian Journal of Business Studies”, DOI: 10.1108/SAJBS-11-2023-0409.
- Grewatsch S., Kleindienst I., 2017, *When Does It Pay to Be Good? Moderators and Mediators in the Corporate Sustainability–Corporate Financial Performance Relationship: A Critical Review*, „Journal of Business Ethics”, nr 145, s. 383–416, DOI: 10.1007/s10551-015-2852-5.
- The Global Sustainable Investment Review 2022, 2023*, <https://www.gsi-alliance.org/members-resources/gsir2022> [data dostępu: 20.01.2024].
- Hawn O., Chatterji A.K., Mitchell W., 2018, *Do Investors Actually Value Sustainability? New Evidence from Investor Reactions to the Dow Jones Sustainability Index (DJSI)*, „Strategic Management Journal”, nr 39(4), s. 949–976, DOI: 10.1002/smj.2752.
- Hawn O., Chatterji A., Mitchell W., 2014, *How Firm Performance Moderates the Effect of Changes in Status on Investor Perceptions: Additions and Deletions by the Dow Jones Sustainability Index*, Boston University School of Management, Research Paper 2418300, DOI: 10.2139/ssrn.2418300.
- Hirigoyen G., Poulain-Rehm T., 2015, *Relationships Between Corporate Social Responsibility and Financial Performance: What Is the Causality?*, „Journal of Business and Management”, nr 4(1), s. 18–43, DOI: 10.12735/jbm.v4i1p18.
- Joshi S., Pandey V., Ross R.B., 2017, *Asymmetry in Stock Market Reactions to Changes in Membership of the Dow Jones Sustainability Index*, „Journal of Business Inquiry”, nr 16(1), s. 12–35.
- Kappou K., Oikonomou I., 2016, *Is There a Gold Social Seal? The Financial Effects of Additions to and Deletions from Social Stock Indices*, „Journal of Business Ethics”, nr 133(3), s. 533–552, DOI: 10.1007/s10551-014-2409-z.
- Lackmann J., Ernstberger J., Stich M., 2012, *Market Reactions to Increased Reliability of Sustainability Information*, „Journal of Business Ethics”, nr 107(2), s. 111–128, DOI: 10.1007/s10551-011-1026-3.
- Lee S., Kim I., Hong C.H., 2019, *Who Values Corporate Social Responsibility in the Korean Stock Market?*, „Sustainability”, nr 11(21), s. 1–14, DOI: 10.3390/su11215924.
- Luffarelli J., Awaysheh A., 2018, *The Impact of Indirect Corporate Social Performance Signals on Firm Value: Evidence from an Event Study*, „Corporate Social Responsibility and Environmental Management”, nr 25(3), s. 295–310, DOI: 10.1002/csr.1468.
- Margolis J.D., Walsh J.P., 2003, *Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business*, „Administrative Science Quarterly”, nr 48(2), s. 268–305, DOI: 10.2307/3556659.

- Moskowitz M., 1972, *Choosing Socially Responsible Stocks*, „Business and Society Review”, nr 1(1), s. 71–75.
- Nakai M., Yamaguchi K., Takeuchi K., 2013, *Sustainability Membership and Stockprice: An Empirical Study Using the Morningstar-SRI Index*, „Applied Financial Economics”, nr 23(1), s. 71–77, DOI: 10.1080/09603107.2012.709602.
- Oberndorfer U., Schmidt P., Wagner M., Ziegler A., 2013, *Does the Stock Market Value the Inclusion in a Sustainability Stock Index? An Event Study Analysis for German Firms*, „Journal of Environmental Economics and Management”, nr 66(3), s. 497–509, DOI: 10.1016/j.jeem.2013.04.005.
- Orlitzky M., Schmidt F.L., Rynes S.L., 2003, *Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis*, „Organization Studies”, nr 24(3), s. 403–441, DOI: 10.1177/0170840603024003910.
- Ortas E., Moneva J.M., 2011, *Sustainability Stock Exchange Indexes and Investor Expectations: Multivariate Evidence from DJSI-Stoxx*, „Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad”, nr 40, s. 395–416, DOI: 10.1080/02102412.2011.10779706.
- Park J.W., Lee C.W., 2018, *Performance of Stock Price with Changes in SRI Governance Index*, „Corporate Social Responsibility and Environmental Management”, nr 25(6), s. 1121–1129, DOI: 10.1002/csr.1526.
- Preston L.E., O'Bannon D.P., 1997, *The Corporate Social-Financial Performance Relationship: A Typology and Analysis*, „Business & Society”, nr 36(4), s. 419–429, DOI: 10.1177/000765039703600406.
- Ramchander S., Schwebach R.G., Staking K., 2012, *The Informational Relevance of Corporate Social Responsibility: Evidence from DS400 Index Reconstitutions*, „Strategic Management Journal”, nr 33(3), s. 303–314, DOI: 10.1002/smj.952.
- Rindova V.P., Martins L.L., Srinivas S.B., Chandler D., 2018, *The Good, the Bad, and the Ugly of Organizational Rankings: A Multidisciplinary Review of the Literature and Directions for Future Research*, „Journal of Management”, nr 44(6), s. 2175–2208, DOI: 10.1177/0149206317741962.
- Robinson M., Kleffner A., Bertels S., 2011, *Signalling Sustainability Leadership: Empirical Evidence of the Value of DJSI Membership*, „Journal of Business Ethics”, nr 101(3), s. 493–505, DOI: 10.1007/s10551-011-0735-y.
- Rudkin W., Cai C.X., 2023, *Information Content of Sustainability Index Recomposition: A Synthetic Portfolio Approach*, „International Review of Financial Analysis”, nr 88, DOI: 10.1016/j.irfa.2023.102676.
- Schnietz K.E., Epstein M.J., 2005, *Exploring the Financial Value of Reputation for Corporate Responsibility During a Crisis*, „Corporate Reputation Review”, nr 7(4), s. 327–345, DOI: 10.1057/palgrave.crr.1540230.

- Slager R., Gond J.P., 2022, *The Politics of Reactivity: Ambivalence in Corporate Responses to Corporate Social Responsibility Ratings*, „Organization Studies”, nr 43(1), s. 59–80, DOI: 10.1177/0170840620964980.
- Spence A.M., 1974, *Market Signaling: Informational Transfer in Hiring and Related Screening Processes*, Harvard University Press, Cambridge.
- Stekelenburg A., Georgakopoulos G., Sotiropoulou V., Vasileiou K., Vlachos I., 2015, *The Relation Between Sustainability Performance and Stock Market Returns: An Empirical Analysis of the Dow Jones Sustainability Index Europe*, „International Journal of Economics and Finance”, nr 7(7), s. 74–88, DOI: 10.5539/ijef.v7n7p74.
- Tischer S., Hildebrandt L., 2014, *Linking Corporate Reputation and Shareholder Value Using the Publication of Reputation Rankings*, „Journal of Business Research”, nr 67(5), s. 1007–1017, DOI: 10.1016/j.jbusres.2013.08.007.
- Van Beurden P., Gössling T., 2008, *The Worth of Values – A Literature Review on the Relation Between Corporate Social and Financial Performance*, „Journal of Business Ethics”, nr 82(2), s. 407–424, DOI: 10.1007/s10551-008-9894-x.
- Vance S.G., 1975, *Are Socially Responsible Corporations Good Investment Risks?*, „Management Review”, nr 64(8), s. 19–24.
- Wang Q., Dou J., Jia S., 2016, *A Meta-Analytic Review of Corporate Social Responsibility and Corporate Financial Performance: The Moderating Effect of Contextual Factors*, „Business & Society”, nr 55(8), s. 1083–1121, DOI: 10.1177/0007650315584317.
- Windolph S.E., 2011, *Assessing Corporate Sustainability Through Ratings: Challenges and Their Causes*, „Journal of Environmental Sustainability”, nr 1(1), s. 35–36, DOI: 10.14448/jes.01.0005.
- Yilmaz M.K., Aksoy M., Tatoglu E., 2020, *Does the Stock Market Value Inclusion in a Sustainability Index? Evidence from Borsa Istanbul*, „Sustainability”, nr 12(2), s. 1–22, DOI: 10.3390/su12020483.
- Zou P., Wang Q., Xie J., Zhou C., 2020, *Does Doing Good Lead to Doing Better in Emerging Markets? Stock Market Responses to the SRI Index, Announcements in Brazil, China, and South Africa*, „Journal of the Academy of Marketing Science”, nr 48, s. 966–986, DOI: 10.1007/s11747-019-00651-z.