

**Anna Doś, Monika Foltyn-Zarychta**

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach  
e-mails: anna.dos@ue.katowice.pl; monika.foltyn-zarychta@ue.katowice.pl

---

## MOTYWY INWESTOWANIA SPOŁECZNIE ODPOWIEDZIALNEGO – PRZEGLĄD WYBRANYCH BADAŃ

---

## MOTIVES FOR SOCIALLY RESPONSIBLE INVESTMENT – AN OVERVIEW OF SELECTED RESEARCH

---

DOI: 10.15611/pn.2017.478.10

JEL Classification: G11, G31

**Streszczenie:** Inwestycje społecznie odpowiedzialne definiowane są jako długoterminowa strategia inwestowania środków (osób fizycznych lub instytucji), która dąży zarówno do maksymalizacji zysku, jak i poprawy dobrobytu społecznego. Są one coraz szybciej rosnącym segmentem rynku finansowego. Rozpowszechnione w literaturze modele inwestora: model Markowitza i koncepcje behawioralne są niewystarczające, aby wyjaśnić skłonność inwestorów do lokowania środków w sposób społecznie odpowiedzialny. Celem artykułu jest identyfikacja i klasyfikacja motywów inwestowania społecznie odpowiedzialnego. Przyjętą metodą jest szeroka analiza literatury światowej. Uzyskane rezultaty wskazują, że wśród motywów inwestowania społecznie odpowiedzialnego dostrzega się motywy finansowe, inne motywy gospodarcze, motywy psychologiczne, etyczne, aksjologiczne, religijne, związane z budowaniem swojego wizerunku przez inwestora oraz chęcią oddziaływania na system społeczno-ekonomicznego. Potwierdza to niewystarczalność znanych modeli inwestora i inspiruje do dalszych badań interdyscyplinarnych koniecznych do predykcji zachowania inwestorów na rynkach kapitałowych.

**Słowa kluczowe:** decyzje inwestycyjne, etyka, rozwój zrównoważony.

**Summary:** Socially Responsible Investments (SRI) are defined as a long-term investment strategy of individual and institutional investors, aimed at both: financial return and social welfare. SRI are a fast growing segment of the capital market. Popular models of investors: Markowitz's model and behavioural concepts are not sufficient to explain the phenomena of SRI. The aim of this paper is to recognize and classify motives of investors to invest in socially responsible way. The method is the literature analysis. The results indicate that among motives for SRI there are financial and others: economic, psychological, ethical, axiological, religious, as well as ones connected with creating investor's image and with his/her willingness to influence socio-economic system. The results show that most popular models for investors are insufficient and that interdisciplinary studies are necessary to predict investor's behaviour.

**Keywords:** investment decisions, ethics, sustainable development.

## 1. Wstęp

Inwestycje społecznie odpowiedzialne (*Socially Responsible Investment*, SRI) są coraz szybciej rosnącym segmentem rynku finansowego. Są one o tyle specyficzne, że inwestorzy są skłonni nabywać owe aktywa, lub trzymać je w swoim portfelu, mimo osiągnięcia przez niektóre spółki zaliczane do sektora SRI wyników gorszych od przeciętnych. Klasyczny model zachowania inwestora opiera się na ocenie efektywności w oparciu o relację dochodu i ryzyka, co w kontekście SRI wydaje się niewystarczające. Motywów inwestowania społecznie odpowiedzialnego często upatruje się w korzyściach finansowych, stąd dotychczasowe badania głównie koncentrowały się na określeniu rentowności i ryzyka inwestycji typu SRI. Studia uwzględniające szersze spektrum motywów są stosunkowo nieliczne.

Celem artykułu jest próba klasyfikacji motywów, jakimi kierują się inwestorzy w odniesieniu do inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Przyjęto podział przesłanek inwestowania w sposób odpowiedzialny na przesłanki finansowe i niefinansowe. Uszczegółowiono również kategorie tworzące przesłanki niefinansowe.

Przeprowadzone badania oparto na analizie zawartości publikacji udostępnianych w bazach naukowych Scopus i Google Scholar, którą wzbogacono poprzez wykorzystanie mechanizmu „lawiny”, czyli analizy źródeł, do których odwoływały się publikacje wyszukane w drodze badań. Uzyskane wyniki, poprzez zastosowanie indukcji i syntezy, wykorzystano do dokonania klasyfikacji motywów inwestowania społecznie odpowiedzialnego.

Artykuł otwierają rozważania głównych źródeł krytyki założeń neoklasycznych modeli *homo oeconomicus* oraz Markowitza. Następnie dokonano przeglądu literatury przedmiotu w kontekście istotności motywów pozafinansowych w inwestowaniu społecznie odpowiedzialnym. W kolejnym kroku przedstawiono propozycję klasyfikacji motywów SRI wraz ze źródłami literatury przedmiotu oraz dokonano analizy powiązań tych przesłanej z dziedzinami nauki. Rozważania kończy podsumowanie wyników wraz ze wskazaniem możliwych dróg ich rozszerzenia.

## 2. Modelowe ujęcia inwestora indywidualnego na rynku kapitałowym

Neoklasyczny model racjonalnego inwestora opiera się na *homo oeconomicus*, definiowanym jako podmiot, który ma określony cel ekonomiczny i w oparciu o swoją wiedzę oraz w ramach posiadanych ograniczonych zasobów i danych okoliczności decyduje o najbardziej efektywnych sposobach maksymalizacji swojej użyteczności [Horodecka 2014; Gowdy 2004]. Inwestor zachowujący się zgodnie z założeniami tego modelu będzie podejmować decyzje inwestycyjne w oparciu o dwie informacje: stopę zwrotu i ryzyko, które współtworzą jego funkcję użyteczności [Markowitz 1952]. Taki inwestor jest racjonalny, a więc potrafi dokonać wyboru pomiędzy bar-

dziej i mniej zyskownymi inwestycjami poprzez porównanie ich stóp zwrotu i poziomu ryzyka. Motywy decyzji inwestycyjnych są zatem ograniczone do motywów *stricte* finansowych.

Gowdy [2004] podkreśla, że preferencje jednostek z reguły nie spełniają kanonicznych założeń modelu „człowieka ekonomicznego”, czyli przechodniości, ciągłości i kompletności preferencji oraz koncentracji na wąsko rozumianym własnym interesie. W ostatnich trzech dekadach rozwijane były zatem koncepcje alternatywne, mające urealnić dość trudne do spełnienia wymagania.

Rozszerzenie przesłanek inwestowania poza czysto finansowe znaleźć można już w pismach Keynesa [1936]. Wymieniał on – oprócz motywu ostrożnościowego (*precaution*), przewidywań odnośnie do przyszłości (*foresight*), kalkulacji (*calculation*), poprawy bytu (*improvement*), niezależności (*independence*) czy przedsiębiorczości (*enterprise*), które mogą być postrzegane jako zgodne z założeniem racjonalnego inwestowania – także motywy związane z emocjami, jak chciwość (*avarice*) oraz dumę (*pride*) [Lewis 2001].

Istotną cezurę wyznaczają prace Kahnemana i Tverskiego [1974], budujące podwaliny ekonomii behawioralnej w oparciu o obserwację zaburzeń zachowania podmiotów (heurystyki). Ponadto istotne są dzieła podejmujące próbę wyjaśnienia zachowań altruistycznych [Kagel, Roth (red.) 1997]. Istotne uzupełnienie wspomnianych prac stanowi koncepcja ograniczonej racjonalności Simona [1991], wskazująca na brak w podejściu *homo economicus* nie tylko pogłębionej analizy motywów psychologicznych, ale także heterogeniczności celów, preferencji i wiedzy jednostek [Horodecka 2014].

### 3. Motywy inwestowania w świetle zjawiska inwestowania społecznie odpowiedzialnego

Revelli [2016] podkreśla nieprzystawalność modelu Markowitza do współczesnych uwarunkowań rynków finansowych, zwracając uwagę na jego krótkowzroczność stojącą w sprzeczności z rozwijaną od kilku dekad koncepcją zrównoważonego społeczeństwa, co potwierdza rosnące zaangażowanie inwestorów w SRI. Inwestycje społecznie odpowiedzialne definiowane są jako długoterminowa strategia inwestowania środków, która dąży zarówno do maksymalizacji zysku, jak i poprawy dobrobytu społecznego. Kluczowym wyznacznikiem jest tu włączenie w funkcję użyteczności inwestora oprócz celów finansowych, także ogólnospołecznych, które definiowane są z reguły w oparciu o koncepcję ESG (*Environment, Society, Governance*), czyli dążenie do poprawy w sferze środowiska, społecznej oraz ładu korporacyjnego [EuroSIF 2016].

Bauer i Smeets [2015] podkreślają, że o ile zgodnie z tradycyjnym modelem inwestorzy powinni posiadać aktywa SRI jedynie wówczas, kiedy dostarczają one ponadprzeciętnej samej użyteczności w oparciu o kryteria zysku i ryzyka, o tyle liczne badania porównujące wyniki funduszy SRI z konwencjonalnymi funduszami

nie wskazują jednoznacznie na przewagę w kontekście efektywności finansowej tych pierwszych. Niektórzy z inwestorów są bowiem skłonni do utrzymywania aktywów SRI nawet, jeśli oczekują niższego zwrotu w porównaniu z tradycyjnymi inwestycjami o podobnym poziomie ryzyka [Riedl, Smeets 2014].

Jednocześnie jednak Beal i in. [2005] zwracają uwagę, że problem motywów inwestowania ma bardzo złożony charakter i nie można zakładać, że pojedyncze uzasadnienie wyjaśni zachowania inwestorów. Ich badania, podobnie jak rezultaty Pasewarka i Riley'a [2010], dowodzą, że mniej niż połowa inwestorów SRI jest zainteresowana wyłącznie maksymalizacją ich majątku, a inwestorzy uwzględniają wartości etyczne wraz z czynnikami finansowymi w podejmowaniu decyzji [Riedl, Smeets 2014].

Jednakże, choć dostrzega się wielorakość motywów sterujących decyzjami o SRI, wysiłek badawczy koncentruje się zwłaszcza na przesłankach finansowych [Capelle-Blancard, Monjon 2012]. Uzasadnione jest zatem podjęcie badań dla identyfikacji możliwie szerokiego wachlarza motywów SRI, ich klasyfikacji oraz rozpoznania relacji zachodzących pomiędzy nimi.

#### **4. Motywy inwestowania w sposób społecznie odpowiedzialny**

Dla potrzeb zdiagnozowania motywów, które mogą skłaniać inwestorów do inwestycji społecznie odpowiedzialnych, przeprowadzono szerokie studia literaturowe. Jakkolwiek wiedza w tym zakresie jest nieugruntowana i nie została jeszcze wypracowana jednolita nomenklatura, podjęto próbę przeprowadzenia studiów publikacji udostępnianych w bazach naukowych Scopus i Google Scholar. Przeanalizowano 37 pozycji z wysokimi wskaźnikami cytowań, biorąc pod uwagę zakres czasowy od połowy lat 90., kiedy to koncepcja SRI zaczęła zyskiwać popularność wśród inwestorów. Studia wzbogacono poprzez wykorzystanie mechanizmu „lawiny”, czyli analizy źródeł, do których odwoływały się publikacje wyszukane w drodze badań. Badania empiryczne przyjęte do analizy przeprowadzono z wykorzystaniem różnych metod: ankiet, eksperymentu oraz analizy statystycznej wyborów pomiędzy produktami inwestycyjnymi.

Analiza pozwoliła na wykrycie znacznej liczby motywów inwestowania społecznie odpowiedzialnego. Liczne motywy wskazywane przez autorów opracowań zostały w tabeli ujęte w sposób usystematyzowany. Motywy te mogą być klasyfikowane w różny sposób, np. wewnętrzne i zewnętrzne, kreowane przez rynek bądź przez wartości [Wagemans i in. 2013] czy też np. wartości i korzyści finansowe [Nilsson 2008]. W niniejszym opracowaniu przyjęto odmienny sposób klasyfikowania, oparty na dyscyplinie nauki podejmującej problem, w którego obszar wchodzi zdiagnozowane motywy SRI. Lista motywów ujętych według przyjętych kryteriów wraz z odwołaniem do źródeł literaturowych zaprezentowana została w tabeli 1.

Tabela 1. Motywy inwestowania społecznie odpowiedzialnego

Typ motywu	Charakterystyka motywu	Literatura
1	2	3
Finansowe	Poszukiwanie korzyści finansowych. Inwestowanie w spółki społecznie odpowiedzialne, aby zyskały one przewagę konkurencyjną, co doprowadzi do wzrostu ich wartości. Nieinwestowanie w spółki odpowiedzialne, jeżeli ma to przynieść straty. Dążenie do redukcji ryzyka inwestycji.	[Auer, Schuhmacher 2016] [Revelli 2016] [Borghesi i in. 2014] [Beal i in. 2005] [Glac 2009] [Jansson, Biel 2014] [Bauer i in. 2005] [Kreander i in. 2005] [Jansson, Biel 2011]
Etyczne	Etyka, moralność jako kryteria inwestowania	[Lewis, Juravle 2010] [Scholtens, Sievänen 2013] [Beal i in. 2005] [Cowton 1994]
	Profil etyczny inwestora: idealizm/relatywizm	[Park 2005]
	Altruizm menedżerski: menedżerowie korporacji przekonani, że oni i spółka, którą zarządzają, są moralnie zobowiązani (imperatyw) do inwestowania na rzecz społecznej odpowiedzialności.	[Borghesi i in. 2014]
	Inwestorzy kierujący się wartościami 'Value-driven investors' (VDI): Inwestorzy skoncentrowani na przede wszystkim na pozafinansowych determinantach użyteczności skłonni zaakceptować stratę finansową na rzecz korzyści społecznych/środowiskowych.	[Auer, Schuhmacher 2016] [Renneboog i in. 2008] [Lewis, Mackenzie 2000] [Wins, Zwergel 2016] [Anand, Cowton 1993] [Michelson i in. 2004]
Preferencje inwestora	Preferencja środowiskowa: troska o środowisko	[Lewis, Webley 1994] [Vyvyan i in. 2007] [Bengtsson 2008] [Richardson, Cragg 2010]
	Preferencja prospołeczna: troska o społeczeństwo	[Riedl, Smeets 2014]
	Preferencja środowiskowa i prospołeczna	[McLachlan, Gardner 2004] [Derwall i in. 2011] [Beal, Goyen 1998] [Jansson, Biel 2014] [Bauer, Smeets 2015]
Dążenie do przeobrażenia systemu społeczno-gospodarczego	Dążenie do zmiany obecnych praktyk rynkowych, przeobrażenia relacji pomiędzy gospodarką, społeczeństwem i środowiskiem poprzez lokowanie środków w firmy dążące w takim kierunku. Użyteczność inwestycji zależy od rzeczywistych rezultatów działań spółek z portfela.	[Beal i in. 2005] [Lewis 2001] [Pasewark, Riley 2010] [Starr 2008] [Michelson i in. 2004]
Kształtowanie wizerunku inwestora	Postrzeganie inwestowania społecznie odpowiedzialnego przystającego do stylu życia oraz tożsamości inwestora, chęć zmanifestowania stylu życia.	[Glac 2009] [Statman 2004]
	Moda/reputacja: chęć angażowania się w aktywności dobrze widziane i praktykowane przez otoczenie inwestora.	[Beal i in. 2005] [Riedl, Smeets 2014]

Tabela 1, cd.

1	2	3
Religijne	Bezpośrednie nakazy religijne, religia jako główny czynnik determinujący wartości	[Lu, Chan 2012] [Gambling, Karim 1991] [Lodi-Smith, Roberts 2007] [Jaufeerally 2012]
Psychologiczne/ emocjonalne	Osobista satysfakcja	[Pasewark, Riley 2010] [Michelson i in. 2004] [Auger i in. 2003] [Beal, Goyen 1998]
	Podziw dla założyciela firmy, w którą inwestowane są środki	[Beal, Goyen 1998]
	Przyjemność płynąca z dawania	[Kahneman, Knetsch 1992] [Beal, Goyen 1998]
	Rozrywka – udział w grze, której wyniki są nieznanne	[Beal, Goyen 1998]
	Chęć uniknięcia bycia ciężarem dla innych	[Lewis 2001]

Źródło: opracowanie własne.

Analiza literatury wykazała, że motywy te wiążą się z wieloma obszarami problemowymi. Należą do nich m.in. wartości inwestora, jego profil etyczny, psychologiczny, religijność, świadome kształtowanie własnego wizerunku, dążenie do zmian systemu społeczno-gospodarczego i oczywiście także oczekiwania dotyczące korzyści finansowych i innych ekonomicznych. Wymienione obszary problemowe wchodzi w zakres zainteresowania wielu dziedzin i dyscyplin nauki. Są to zwłaszcza: ekonomia, finanse, psychologia, etyka, aksjologia, religioznawstwo, socjologia i ostatecznie także politologia. Ta rozbudowana lista przede wszystkim potwierdza archaiczność modelu *homo oeconomicus*, ze względu na różnorodność motywów podejmowania decyzji inwestycyjnych, z których większość ma charakter pozafinansowy, a więc nie jest związana z tradycyjnym postrzeganiem inwestycji wyłącznie przez pryzmat relacji dochodu do ryzyka. Widoczne jest także, że uwzględnienie w analizie motywacji pozafinansowych wyłącznie czynników psychologicznych (finanse behawioralne) jest również daleko idącym uproszczeniem. Pełny obraz motywów mających znaczenie dla decyzji inwestycyjnych inwestora indywidualnego wymaga podejścia o znacznie szerszym horyzoncie.

## 5. Zakończenie

Tradycyjny model zachowania inwestora opiera się na dwóch głównych kryteriach wyboru przedmiotu inwestycji: dochodzie i ryzyku. Jednakże w odniesieniu do inwestowania społecznie odpowiedzialnego powyższy motyw finansowej maksymalizacji zasobności inwestora nie wydaje się wystarczający.

W oparciu o przeprowadzone badania można wyróżnić 7 kategorii motywów, jakimi kieruje się inwestor. Pierwszą grupą są motywy finansowe, odnoszące się

zarówno do chęci osiągnięcia ponadprzeciętnego zysku, jak i ograniczenia ryzyka. Pozostałe grupy uznać można za przesłanki pozafinansowe. Stosunkowo najlepiej opisane są tu motywy etyczne, gdzie wskazuje się moralność jako taką, wartości, idealizm lub relatywizm oraz altruizm kadry zarządzającej przenoszony na spółkę jako cały podmiot. Oprócz motywów etycznych, SRI wybierane są ze względu na preferencje inwestora w odniesieniu do społeczeństwa lub środowiska, a także motywy związane z dążeniem do przeobrażenia systemu społeczno-gospodarczego. Ponadto wyróżnić można przesłanki wynikające z potrzeby kształtowania odpowiedniego wizerunku oraz wartości determinowane wyznawaną religią. Ostatnia zidentyfikowana kategoria motywów wiąże się z psychologiczno-emocjonalnymi uwarunkowaniami podejmowania decyzji, w których ramach wymieniana jest m.in. osobista satysfakcja z inwestycji, chęć uniknięcia bycia ciężarem dla innych oraz przyjemność płynąca z dawania lub robienia rzeczy „właściwych”.

Warto podkreślić, że ukazana klasyfikacja nie jest kompletna, a poszczególne kategorie nie są rozłączne. Niektóre z motywów, np. preferencje prośrodowiskowe, mogą być uwzględnione w motywach związanych z dążeniem do przeobrażenia systemu społeczno-gospodarczego oraz w motywach religijnych. Podkreślić należy również brak spójnego nazewnictwa w literaturze przedmiotu, co dotyczy nawet – stosunkowo szeroko opisanych – motywów etycznych. Istotna jest też heterogeniczność samych inwestorów, którzy mogą kierować się jedną lub wieloma przesłankami. Problemy te wynikają w znacznej mierze z interdyscyplinarności obserwowanego zjawiska. Jak wspomniano, przesłanki, jakimi kierują się inwestorzy SRI, opisywane są z wielorakich punktów widzenia, począwszy od nauki o finansach, poprzez ekonomię, etykę, aksjologię i religioznawstwo, a skończywszy na socjologii, politologii i psychologii.

Potrzeba dalszych studiów wiąże się tu ze wzajemnym przenikaniem się finansów z innymi dziedzinami, jak i z dalszym uszczegółowieniem i uporządkowaniem przesłanek podejmowania SRI, rozszerzających klasyczne spojrzenie koncentrujące się wyłącznie na dochodzie i ryzyku.

## Literatura

- Anand P., Cowton C.J., 1993, *The ethical investor: Exploring dimensions of investment behaviour*, Journal of Economic Psychology, no. 14 (2), s. 377-385.
- Auer B.R., Schuhmacher F., 2016, *Do socially (ir) responsible investments pay? New evidence from international ESG data*, The Quarterly Review of Economics and Finance, no. 59, s. 51-62.
- Auger P., Burke P., Devinney T.M., Louviere J.J., 2003, *What will consumers pay for social product features?*, Journal of Business Ethics, no. 42 (3), s. 281-304.
- Bauer R., Smeets P., 2015, *Social identification and investment decisions*, Journal of Economic Behavior & Organization, no. 117, s. 121-134.
- Bauer R., Koedijk K., Otten R., 2005, *International evidence on ethical mutual fund performance and investment style*, Journal of Banking & Finance, no. 29 (7), s. 1751-1767.

- Beal D., Goyen M., 1998, 'Putting your money where your mouth is' *A profile of ethical investors*, Financial Services Review, no. 7 (2), s. 129-143.
- Beal D.J., Goyen M., Philips P., 2005, *Why do we invest ethically?*, The Journal of Investing, no. 14 (3), s. 66-78.
- Bengtsson E., 2008, *A history of Scandinavian socially responsible investing*, Journal of Business Ethics, no. 82 (4), s. 969-983.
- Borghesi R., Houston J.F., Naranjo A., 2014, *Corporate socially responsible investments: CEO altruism, reputation, and shareholder interests*, Journal of Corporate Finance, no. 26, s. 164-181.
- Capelle-Blancard G., Monjon S., 2012, *Trends in the literature on socially responsible investment: looking for the keys under the lamppost*, Business Ethics: A European Review, no. 21 (3), s. 239-250.
- Cowton C.J., 1994, *The development of ethical investment products, The ACT guide to ethical conflicts in finance*, Blackwell Publishers, Oxford.
- Derwall J., Koedijk K., Ter Horst J., 2011, *A tale of values-driven and profit-seeking social investors*, Journal of Banking & Finance, no. 35 (8), s. 2137-2147.
- EuroSIF, 2016, *European SRI Study*, <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2016/11/SRI-study-2016-HR.pdf> (10.04.2017).
- Gambling T., Karim R.A.A., 1991, *Business and accounting ethics in Islam*, Mansell, London.
- Glac K., 2009, *Understanding socially responsible investing: The effect of decision frames and trade-off options*, Journal of Business Ethics, no. 87, s. 41-55.
- Gowdy J.M., 2004, *Altruism, evolution, and welfare economics*, Journal of Economic Behavior & Organization, no. 53 (1), s. 69-73.
- Horodecka A., 2014, „*Homo oeconomicus*” jako podstawa ekonomii – krytyka i alternatywy, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, nr 347, s. 166-183.
- Jansson M., Biel A., 2014, *Investment Institutions' Beliefs about and Attitudes toward Socially Responsible Investment (SRI): A Comparison Between SRI and Non-SRI Management*, Sustainable Development, no. 22 (1), s. 33-41.
- Jansson M., Biel A., 2011, *Motives to engage in sustainable investment: a comparison between institutional and private investors*, Sustainable Development, no. 19 (2), s. 135-142.
- Jaufeerally R.Z., 2012, *Islamic Banking and Responsible Investment: Is a Fusion Possible?*, [w:] *Responsible Investment in Times of Turmoil*, Springer Netherlands, s. 151-163.
- Kahneman D., Knetsch J.L., 1992, *Valuing public goods: the purchase of moral satisfaction*, Journal of Environmental Economics and Management, no. 22 (1), s. 57-70.
- Kagel J.H., Roth A.E. (eds.), 1997, *Handbook of Experimental Economics*, Princeton University Press, Princeton.
- Keynes J.M., 1936, *General theory of employment, interest and money*, Atlantic Publishers & Dist.
- Kreander N., Gray R.H., Power D.M., Sinclair C.D., 2005, *Evaluating the performance of ethical and non-ethical funds: a matched pair analysis*, Journal of Business Finance & Accounting, no. 32 (7-8), s. 1465-1493.
- Lewis A., 2001, *A focus group study of the motivation to invest: 'ethical/green' and 'ordinary' investors compared*, Journal of Socio-Economics, no. 30, s. 331-341.
- Lewis A., Juravle C., 2010, *Morals, markets and sustainable investments: A qualitative study of 'champions'*, Journal of Business Ethics, no. 93 (3), s. 483-494.
- Lewis A., Mackenzie C., 2000, *Support for investor activism among UK ethical investors*, Journal of Business Ethics, no. 24 (3), s. 215-222.
- Lewis A., Webley P., 1994, *Social and ethical investing*, Ethics and Economic Affairs, s. 171-182.
- Lodi-Smith J., Roberts B.W., 2007, *Social investment and personality: A meta-analysis of the relationship of personality traits to investment in work, family, religion, and volunteerism*, Personality and Social Psychology Review, no. 11 (1), s. 68-86.



- Lu J.R., Chan C.M., 2012, *Religious-based portfolio selection*, Review of Financial Economics, no. 21 (1), s. 31-38.
- Markowitz H., 1952, *Portfolio selection*, The Journal of Finance, no. 7 (1), s. 77-91.
- McLachlan J., Gardner J., 2004, *A comparison of socially responsible and conventional investors*, Journal of Business Ethics, no. 52 (1), s. 11-25.
- Michelson G., Wailes N., Van Der Laan S., Frost G., 2004, *Ethical investment processes and outcomes*, Journal of Business Ethics, no. 52 (1), s. 1-10.
- Nilsson J., 2008, *Investment with a conscience: Examining the impact of pro-social attitudes and perceived financial performance on socially responsible investment behavior*, Journal of Business Ethics, no. 83 (2), s. 307-325.
- Park H., 2005, *The role of idealism and relativism as dispositional characteristics in the socially responsible decision-making process*, Journal of Business Ethics, no. 56 (1), s. 81-98.
- Pasewark W.R., Riley M.E., 2010, *It's a matter of principle: The role of personal values in investment decisions*, Journal of Business Ethics, no. 93 (2), s. 237-253.
- Renneboog L., Ter Horst J., Zhang C., 2008, *Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behaviour*, Journal of Banking & Finance, no. 32 (9), s. 1723-1742.
- Revelli C., 2016, *Re-embedding financial stakes within ethical and social values in socially responsible investing (SRI)*, Research in International Business and Finance, no. 38, s. 1-5.
- Richardson B.J., Cragg W., 2010, *Being virtuous and prosperous: SRI's conflicting goals*, Journal of Business Ethics, no. 92, s. 21-39.
- Riedl A., Smeets P., 2014, *Social preferences and portfolio choice*, CESifo Working Paper, no. 4403, s. 1-50.
- Scholtens B., Sievänen R., 2013, *Drivers of socially responsible investing: A case study of four Nordic countries*, Journal of Business Ethics, no. 115(3), s. 605-616.
- Simon H.A., 1991, *Bounded rationality and organizational learning*, Organization science, no. 2 (1), s. 125-134.
- Starr M.A., 2008, *Socially responsible investment and pro-social change*, Journal of Economic Issues, no. 42 (1), s. 51-73.
- Statman M., 2004, *What do investors want?*, The Journal of Portfolio Management, 30 (5), 153-161.
- Tversky A., Kahneman D., 1974, *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Science, no. 185 (4157), s. 1124-1131.
- Wins A., Zwergel B., 2016, *Comparing those who do, might and will not invest in sustainable funds: a survey among German retail fund investors*, Business Research, no. 9 (1), s. 51-99.
- Wagemans F.A., Koppen C.K.V., Mol A.P., 2013, *The effectiveness of socially responsible investment: A review*, Journal of Integrative Environmental Sciences, no. 10 (3-4), s. 235-252.
- Vyvyan V., Ng C., Brimble M., 2007, *Socially responsible investing: The green attitudes and grey choices of Australian investors*, Corporate Governance: An International Review, no. 15 (2), s. 370-381.