

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

MAGISTRSKO DELO

**NEFINANČNI MOTIVI VLAGATELJEV ZA DRUŽBENO  
ODGOVORNE NALOŽBE**

Ljubljana, september 2022

EVA ČEPERLIN

## IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Eva Čeperlin, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom Nefinančni motivi vlagateljev za družbeno odgovorne naložbe, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem red. prof. dr. Aljošem Valentinčičem

### IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravila samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbela, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobila vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označila;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnala v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobila soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne \_\_\_\_\_

Podpis študentke: \_\_\_\_\_

# KAZALO

<b>UVOD .....</b>	<b>1</b>
<b>1 TRG DRUŽBENO ODGOVORNIH NALOŽB .....</b>	<b>2</b>
<b>1.1 Zanimanje za družbeno odgovorno vlaganje.....</b>	<b>2</b>
1.1.1 Vpliv gospodarskega cikla.....	3
1.1.2 Vpliv demografije.....	4
1.1.3 Pomen korporativnega poročanja o trajnosti za male vlagatelje .....	5
<b>1.2 Trend družbeno odgovornih naložb .....</b>	<b>5</b>
1.2.1 Svetovne družbeno odgovorne naložbe .....	6
1.2.2 Družbeno odgovorne naložbe v Evropi .....	8
1.2.3 Mali vlagatelji v družbeno odgovorne naložbe .....	9
<b>2 NEFINANČNI MOTIVI ZA DRUŽBENO ODGOVORNE NALOŽBE.....</b>	<b>9</b>
<b>2.1 Motiv za ustvarjanje spremembe in vpliva na okolje .....</b>	<b>10</b>
2.1.1 Vpliv, ki ga naložba naredi na gospodarstvo .....	11
2.1.2 Aktivizem .....	11
2.1.3 Dobrodelnost .....	12
<b>2.2 Osebni motivi .....</b>	<b>13</b>
2.2.1 Altruizem .....	13
2.2.2 Samouresničevanje s sledenjem osebnim vrednotam.....	14
2.2.3 Psihološki donos .....	14
<b>2.3 Motivi, ki jih vodijo družba in družbene norme.....</b>	<b>15</b>
2.3.1 Izboljšanje ugleda .....	15
2.3.2 Družbeni status .....	16
<b>3 DOSTOP DO NEFINANČNIH INFORMACIJ PODJETIJ KOT POTENCIALNIH NALOŽB.....</b>	<b>16</b>
<b>3.1 Pomanjkanje informacij o podnebnih tveganjih v finančnem poročanju....</b>	<b>16</b>
<b>3.2 Mednarodni standardi trajnostnega poročanja.....</b>	<b>19</b>
<b>3.3 Evropska direktiva o razkrivanju nefinančnih informacij.....</b>	<b>19</b>
3.3.1 Direktiva o razkritju nefinančnih informacij .....	20
3.3.2 Direktiva o trajnostnem korporativnem poročanju.....	21
<b>4 VREDNOTENJE NALOŽBE ZA VLAGATELJA Z NEFINANČNIMI CILJI.....</b>	<b>23</b>
<b>4.1 Koristnost družbeno odgovorne naložbe.....</b>	<b>23</b>
<b>4.2 Vključevanje ESG dejavnikov v ocenjevanje portfelja.....</b>	<b>27</b>
<b>5 METODOLOGIJA EMPIRIČNE RAZISKAVE.....</b>	<b>30</b>
<b>5.1 Raziskovalna vprašanja .....</b>	<b>30</b>

5.2	Vprašalnik.....	30
5.3	Opis vzorca.....	32
6	REZULTATI IN DISKUSIJA.....	34
6.1	Opisne statistike.....	34
6.1.1	Zanimanje za družbeno odgovorno vlaganje .....	34
6.1.2	Pomen nefinančnih informacij .....	36
6.1.3	Dejansko vlaganje .....	37
6.1.4	Splošni motivi za vlaganje v družbeno odgovorno naložbo .....	37
6.1.5	Motiv ustvarjanja pozitivnega vpliva na družbo in okolje.....	38
6.1.6	Osebni motiv .....	39
6.1.7	Motivi družbenega ugleda in statusa.....	40
6.2	Ugotovitve raziskovalnih vprašanj .....	40
6.3	Interpretacija rezultatov.....	47
6.4	Priporočila za prakso .....	49
6.5	Omejitve raziskave .....	50
	SKLEP.....	51
	LITERATURA IN VIRI.....	53
	PRILOGE .....	59

## KAZALO TABEL

Tabela 1: Globalno premoženje v upravljanju za leta 2016, 2018 in 2020 (v bilijonih USD).....	6
Tabela 2: Prikaz povprečij in standardnih odklonov na trditve o informacijah o trajnosti.....	36
Tabela 3: Prikaz povprečij in standardnih odklonov za trditve o motivu ustvarjanja pozitivnega vpliva na družbo in okolje .....	38
Tabela 4: Prikaz povprečij in standardnih odklonov za trditve o osebnem motivu .....	39
Tabela 5: Prikaz povprečij in standardnih odklonov za trditve o družbenem motivu.....	40
Tabela 6: Razlika v skrbi za družbeno odgovornost pri vlaganju .....	41
Tabela 7: Odnos do poročanja o trajnosti med vlagatelji, ki imajo družbeno odgovorno naložbo .....	42
Tabela 8: Vpliv spola na zanimanje za trajnost pri vlaganju .....	44
Tabela 9: Vpliv starosti na zanimanje za trajnost pri vlaganju .....	45
Tabela 10: Delež kadilcev med vlagatelji, ki imajo sredstva v družbeno odgovorni naložbi, in tistimi, ki nimajo .....	46
Tabela 11: Vpliv višine naložbenih sredstev na verjetnost za vlaganje in delež, vložen v družbeno odgovorne naložbe .....	46

## KAZALO SLIK

Slika 1: Zanimanje za družbeno odgovorno vlaganje glede na vlagateljevo zaznavanje gospodarstva .....	3
Slika 2: Zanimanje za družbeno odgovorno vlaganje od leta 2015 do 2021 .....	3
Slika 3: Vpliv starosti na zanimanje za družbeno odgovorno vlaganje.....	4
Slika 4: Delež svetovnih trajnostnih naložb po regijah v letu 2020 .....	7
Slika 5: Razporeditev družbeno odgovornih naložb v upravljanju po državah v Evropi leta 2018 .....	8
Slika 6: Razlika v motivih za družbeno odgovorno vlaganje med institucionalnimi in malimi vlagatelji .....	10
Slika 7: Zahteve po informacijah o trajnosti .....	18
Slika 8: Funkcija koristnosti etičnega vlagatelja .....	24
Slika 9: Indiferenčna ravnina različnih kombinacij naložb .....	25
Slika 10: ESG meja učinkovitosti.....	28
Slika 11: Struktura vlagateljev, ki imajo družbeno odgovorno naložbo .....	33
Slika 12: Struktura vzorca po spolu.....	33
Slika 13: Struktura vzorca po starosti.....	34
Slika 14: Deleži mnenja o vlaganju v družbeno odgovorne naložbe .....	35
Slika 15: Deleži vlagateljev, ki bi bili pripravljene vlagati v družbeno odgovorne naložbe.....	35
Slika 16: Deleži vlagateljev, ki dobijo dovolj informacij o trajnosti.....	36
Slika 17: Deleži vlagateljev, ki vlagajo oziroma ne vlagajo v družbeno odgovorno naložbo.....	37
Slika 18: Motivi, ki vlagatelje vodijo, da se odločijo za družbeno odgovorno naložbo .....	38
Slika 19: Dobrodelna aktivnost vlagateljev, ki vlagajo v družbeno odgovorno naložbo ....	39
Slika 20: Deleži vlagateljev glede na pomen nefinančnih informacij.....	41
Slika 21: Vpliv starosti na zanimanje za trajnost pri vlaganju .....	45
Slika 22: Vpliv višine naložbenih sredstev na verjetnost za vlaganje in delež, vložen v družbeno odgovorne naložbe.....	47

## KAZALO PRILOG

Priloga 1: Vprašalnik .....	1
Priloga 2: Prikaz frekvenc in deležev po vprašanjih .....	7
Priloga 3: Povprečja in standardni odkloni za številske spremenljivke .....	15
Priloga 4: Testne statistike.....	17

## SEZNAM KRATIC

angl. – angleško

**CSRD** – (angl. Corporate Sustainability Reporting Directive); Direktiva glede poročanja podjetij o trajnosti

**ESG** – (angl. environmental, social and governance); okoljska, družbena in korporativna merila

**EU** – (angl. European Union); Evropska unija

**IFRS** – (angl. International Financial Reporting Standards); Mednarodni standardi računovodskega poročanja

**ISSB** – (angl. International Sustainability Standards Board); Odbor za mednarodne trajnostne standarde

**NFRD** – (angl. Non-Financial Reporting Directive); Direktiva o razkritju nefinančnih informacij in informacij o raznolikosti

**SFRD** – (angl. Sustainable Finance Disclosure Regulation); Uredba o razkritjih, povezanih s trajnostnostjo, v sektorju finančnih storitev

## UVOD

Eurosif (2021) opredeljuje trajnostno in odgovorno vlaganje kot »dolgoročno usmerjen naložbeni pristop, ki vključuje dejavnike okolja, družbe in upravljanja (angl. environmental, social and governance, v nadaljevanju ESG) v proces raziskovanja, analize in izbire vrednostnih papirjev v naložbenem portfelju». Čeprav je literatura nedosledna v uporabi terminologije, ko obravnava etično vlaganje, družbeno odgovorno vlaganje, trajnostno vlaganje ali vlaganje, ki temelji na vrednotah, se vsi termini definirajo kot »integracija nefinančnih vprašanj, in sicer etičnih, družbenih in okoljskih vidikov, v investicijski proces« (Sandberg, Juravle, Hedesström & Hamilton, 2009). Številni izrazi, kot so trajnostno, eko in zeleno, se uporabljajo izmenično in pokrivajo okoljski vidik. Etično se pogosto uporablja v zvezi z družbenimi zadevami. Da bi zmanjšali zmedo, se za širše zajemanje teh dejavnosti pogosto uporablja izraz ESG naložbe, ki zajema dejavnike okolja, družbe in upravljanja (Daugaard, 2019).

Sredstva, namenjena v družbeno odgovorne naložbe, se povečujejo za razliko od sredstev v tradicionalnih naložbah, ki zadnja leta ostajajo na podobni ravni (Global Sustainable Investment Alliance, 2021). Družbeno odgovorna sredstva v upravljanju so leta 2020 dosegla 35,3 bilijonov USD. 84 % milenijcev kot osrednji cilj vlaganja navaja pomen ESG meril pri odločanju za naložbo. EY Global (2020) ocenjuje, da bodo milenijci prejeli 30 bilijonov USD dednega bogastva. Zaradi njihovih naložbenih strategij in trajnostnih preferenc se bo povečal pomen družbeno odgovornih naložb. Do konca leta 2022 naj bi dosegle 41 bilijonov USD in 50 bilijonov USD do leta 2025 (Kishan, 2022).

Pretekle raziskave, ki so ugotavljale motive za družbeno odgovorne naložbe, so usmerjene v družbene in okoljske komponente pri odločanju na finančnih trgih, saj zgolj finančni rezultati ne pojasnjujejo, zakaj se vlagatelji vse pogosteje odločajo za družbeno odgovorne naložbe, ker ne prikazujejo vseh dejavnikov, ki jih vlagatelji upoštevajo pri odločanju (GFSR, 2019). Kljub ugotovitvam pa odločanje vlagateljev z družbeno odgovornimi cilji ostaja precej nejasno. Nejasno ostaja, zakaj se nekateri vlagatelji odločijo za družbeno odgovorno naložbo, drugi pa ne. Vendar pa je razumevanje razlogov vlagateljev za posedovanje družbeno odgovornih sredstev pomembno, saj kot ugotavljata Fama in French (2007), lahko naložbene preference dolgoročno vplivajo na cene sredstev.

Namen magistrskega dela je zato raziskati nefinančne motive vlagateljev, ki se odločajo za družbeno odgovorne naložbe. V magistrskem delu bom ugotavljala, zakaj vlagatelji izbirajo družbeno odgovorne naložbe. Želim ugotoviti, ali družbeno odgovorne naložbe vlagateljem prinašajo več kot zgolj finančne donose, da se zanje odločajo kljub nedosledni pozitivni povezavi med trajnostjo in finančno uspešnostjo. Ugotavljala bom, katere informacije so jim pri odločitvi na voljo in jih pri naložbeni odločitvi upoštevajo. Ugotovitve bodo pomagale upravljalcem premoženja in podjetjem, ki želijo privabiti vlagatelje, da jim ponudijo prave informacije, zaradi katerih bodo nove generacije vlagateljev vložile v njihove naložbe.

Prvi cilj magistrskega dela je ugotoviti, ali vlagatelje družbeno odgovorne naložbe zanimajo in obstaja naraščajoč trend dejanskega vlaganja v družbeno odgovorne naložbe. Drugi cilj je poiskati razloge, ki vplivajo na odločitev za družbeno odgovorno vlaganje in raziskati, kateri nefinančni motivi vlagatelje vodijo. S tem želim ugotoviti, zakaj se vlagatelji raje odločijo za naložbo s pozitivnim vplivom na družbo in okolje kot običajno naložbo. Tretji cilj magistrskega dela je ugotoviti, ali so vlagateljem nefinančne informacije o naložbah pomembne in ali jim je na voljo dovolj teh informacij, ki jih potrebujejo za sprejem naložbene odločitve. Četrty cilj je ugotoviti način vrednotenja portfelja, ki vključuje družbeno odgovorne naložbe. To pomeni, kako vlagatelj vključuje finančne in nefinančne podatke v svoje odločanje, primerja naložbe in se odloči, v katero bo namenil svoja sredstva.

Struktura magistrskega dela sledi zastavljenim ciljem. V prvem poglavju predstavljam ugotovitve sekundarnih podatkov, ki kažejo zanimanje vlagateljev za družbeno odgovorne naložbe in ugotavljam dejavnike, ki vplivajo na zanimanje. V drugem delu prvega poglavja ugotavljam dejansko vlaganje v družbeno odgovorne naložbe. Drugo poglavje je namenjeno sekundarni raziskavi nefinančnih motivov in je razdeljeno na motive za ustvarjanje spremembe v družbi in okolju, na osebne motive in motive po družbenem ugledu. V tretjem poglavju ugotavljam, ali je vlagateljem na voljo dovolj nefinančnih informacij in predstavljam standarde in zakonske zahteve za poročanje o trajnosti, ki vlagateljem zagotavljajo nefinančne informacije o naložbah. V četrtem poglavju ugotavljam način vrednotenja naložb, ki vključujejo nefinančne komponente. Peto poglavje je namenjeno predstavitvi metodologije. V šestem poglavju analiziram rezultate, pridobljene s primarno raziskavo, predstavim ključne ugotovitve in omejitve. Magistrsko delo zaključim s sklepom.

# **1 TRG DRUŽBENO ODGOVORNIH NALOŽB**

## **1.1 Zanimanje za družbeno odgovorno vlaganje**

Družbene, podnebne in druge okoljske spremembe povzročajo skrbi na vseh področjih. Trajnostne naložbe niso izjema. Družbeno odgovorno vlaganje je usmerjeno na dolgi rok in v izbiro finančnih produktov, ki vključujejo ESG dejavnike (Eurosif, 2021). Prav na te elemente bi se s svojimi naložbami 85 % vlagateljev odzvalo z aktivnim vlaganjem, kot na primer z glasovanjem za odpustitev zgornjega managementa, prodajo nekaj oziroma vseh delnic podjetja, ki ne zasleduje ESG ciljev ipd. (2° Investing Initiative, 2020).

Med zasebnimi vlagatelji v Franciji in Nemčiji 65 % do 85 % zasebnih vlagateljev zanimajo trajnostne naložbe, kot je pokazala raziskava 2° Investing Initiative (2020). Podatki so primerljivi z drugimi raziskavami, kjer se delež giblje med 50 % in 80 % in v povprečju kažejo, da 70 % zasebnih vlagateljev zanima trajnost pri vlaganju. Standard Chartered (brez datuma) poroča, da je zanimanje za družbeno odgovorno vlaganje na zgodovinsko najvišjem deležu in je leta 2021 doseglo 81 % respondentov, ki želijo svoje premoženje uporabiti za reševanje izzivov, s katerimi se sooča svet.

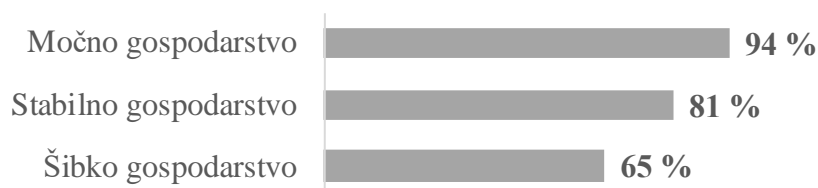


Približno polovica vprašanih je zainteresirana za upoštevanje okoljskih meril pri trajnostnem vlaganju. V primeru da bi naložba prinesla tudi boljše finančne rezultate pa so zanjo zainteresirane tri četrtine vprašanih (2° Investing Initiative, 2020). Standard Chartered (brez datuma) ugotavlja, da vlagatelji želijo ustvarjati donose in delati dobro. Tri četrtine respondentov v raziskavi menijo, da je mogoče ustvarjati pozitiven vpliv na družbo in okolje in hkrati imeti donose naložbe. 72 % jih verjame, da so odgovorni narediti svet boljši.

### 1.1.1 Vpliv gospodarskega cikla

Zanimanje za trajnostne naložbe je povezano z gospodarskim stanjem (Morgan Stanley, 2021). Kot prikazuje slika 1, je v času močne ekonomije namreč zanimanje za trajnostne naložbe 94-% in 65-% v času, ko vlagatelji gospodarsko stanje vidijo kot šibko. Sklepamo, da so v času zaznane šibke ekonomije vlagatelji osredotočeni bolj na finančne rezultate kot vpliv, ki ga naložba naredi na družbo in okolje.

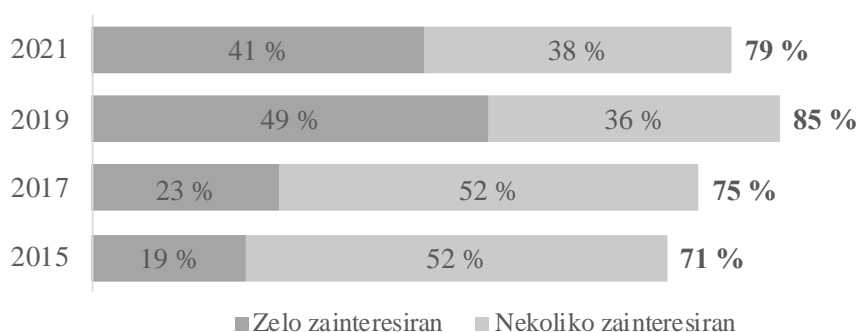
*Slika 1: Zanimanje za družbeno odgovorno vlaganje glede na vlagateljevo zaznavanje gospodarstva*



*Prirejeno po Morgan Stanley (2021).*

To potrjujejo tudi rezultati zanimanja od leta 2015 do 2021, prikazani na sliki 2. Od začetka merjenja se je zanimanje za družbeno odgovorno vlaganje ob vsakem merjenju povečevalo in leta 2019 doseglo 85 % vlagateljev, ki jih trajnost pri vlaganju vsaj nekoliko zanima. Leta 2021 pa je zanimanje prvič upadlo za 6 odstotnih točk glede na preteklo merjenje. Ekonomska kriza, ki je nastala kot posledica pandemije COVID-19, je večji padec v zanimanju za družbeno odgovorne naložbe prinesla predvsem malim vlagateljem.

*Slika 2: Zanimanje za družbeno odgovorno vlaganje od leta 2015 do 2021*



*Prirejeno po Morgan Stanley (2021).*

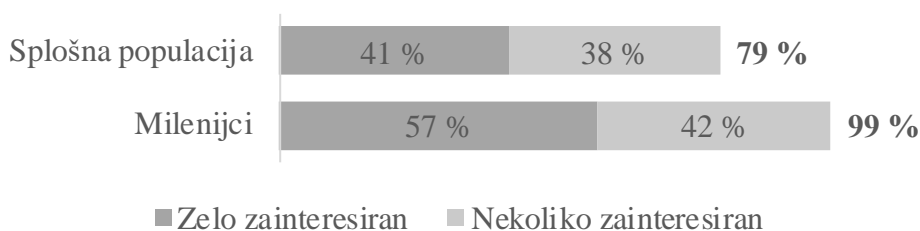
Razlika je bila opazna tudi v stopnji družbene odgovornosti. Najbolj družbeno odgovorni skladi, ki so bili opredeljeni s petimi Morningstarjevimi globusi trajnosti, so imeli večji padec pritoka sredstev kot tisti z nižjimi ocenami trajnosti (Döttling, 2020).

### 1.1.2 Vpliv demografije

Na zanimanje za družbeno odgovorne naložbe vplivata starost in spol vpliv (2° Investing Initiative, 2020). Različne raziskave ugotavljajo, da je med milenijci interes v družbeno odgovorne naložbe med 52 % in 86 %, pri ostali generaciji pa se giblje med 36 % in 75 %. K vlaganju v finančne produkte so nagnjene tako ženske kot moški. Bolj izrazito se naklonjenost takšnemu vlaganju s starostjo zmanjšuje pri ženskah. Ostali sociodemografski razlogi ne vplivajo na zanimanje.

84 % milenijcev kot osrednji cilj vlaganja navaja ESG vpliv naložbe (EY Global, 2020). Raziskava Morgan Stanley prikazuje razliko v zanimanju za trajnostno vlaganje med splošno populacijo in milenijci. Slika 3 prikazuje, da je bilo leta 2021 vsaj nekoliko zainteresiranih za trajnostno vlaganje 79 % splošne populacije, med milenijci ta odstotek znaša 99 % (Morgan Stanley, 2021).

*Slika 3: Vpliv starosti na zanimanje za družbeno odgovorno vlaganje*



*Prيرهeno po Morgan Stanley (2021).*

V primerjavi s preteklimi generacijami so milenijci pri vlaganju bolj aktivni in vključujejo družbeno odgovornost na vsa področja potrošnje. Bolj verjetno bodo kupili blagovno znamko, ki je trajnostna, iščejo naložbe z dobrimi ESG praksami, so pripravljene prodati naložbo, ki ne sledi trajnostnim ciljem in dvakrat bolj verjetno vlagajo v naložbe, ki naslavlja družbene in okoljske probleme, kot ostale generacije. EY Global (2020) navaja, da so usmerjeni v vlaganje na podlagi vrednot. Milenijci bodo prejeli 30 bilijonov USD dednega bogastva. Zaradi njihovih naložbenih strategij in trajnostnih preferenc se bo v prihodnosti povečal pomen družbeno odgovornih naložb. Predstavljajo največjo skupino po generaciji babyboomerjev, kar nakazuje, da se bo nadaljeval trend rasti in zanimanja za naložbe, ki si prizadevajo za ustvarjanje pozitivne družbene in okoljske spremembe tudi v prihodnosti (Morgan Stanley, 2021). Razliko pojasnjuje učinek sidranja (angl. anchoring; Tversky & Kahneman, 1974). Milenijci so odrasčali med finančno krizo, zato imajo drugačno sidro glede pričakovanih donosov družbeno odgovorne naložbe. Za milenijce je

značilno, da v finančni kompromis verjamejo bolj kot druge skupine. Kar 83 % jih verjame, da se morajo odpovedati finančnemu donosu, da bi z naložbo sledili trajnostnim ciljem, čeprav vse več raziskav kaže nasprotno. Kljub zaupanju v mit so vseeno generacija, ki jih družbeno odgovorne naložbe najbolj zanimajo (Morgan Stanley, 2021)

### 1.1.3 Pomen korporativnega poročanja o trajnosti za male vlagatelje

Da bi vlagatelji lahko primerjali naložbe in ocenjevali njihovo družbeno odgovorno aktivnost, potrebujejo podatke, ki jim to omogočajo. Morgan Stanley (2021) ugotavlja, da je 94 % vlagateljem pomembno poročanje podjetja o trajnostnih praksah, oglednih odtisih in zavezah za zmanjšanje emisij toplogrednih plinov čez čas.

Finančni svetovalci so samo 56 % vlagateljev spraševali o njihovih nefinančnih ciljih. 62 % vprašanih je izkazalo pomembnost preverjanja nefinančnih učinkov njihovih trajnostnih naložb s strani tretjih oseb (Morgan Stanley, 2021). Ugotovitve so poudarile ključno vlogo strokovnega svetovanja. 74 % vlagateljev v raziskavi je navedlo, da bi lahko postali bolj zadovoljni s trajnostnim vlaganjem, če bi jim o njihovih naložbenih odločitvah svetoval finančni strokovnjak (Hubbis, 2021). Z zagotavljanjem personaliziranega svetovanja v skladu s trajnostnimi cilji vlagateljev in dostopom do temu primernih trajnostnih naložbenih rešitev bodo vlagatelji dosegli pozitiven vpliv na družbo in okolje skupaj s finančnimi donosi.

Vlagatelji izkazujejo zanimanje za informacije o nefinančnem vplivu, ki ga je njihova naložba naredila. Dve tretjini vlagateljev bi poleg četrtnega finančnega poročila radi prejeli poročilo o vplivu njihove naložbe. Vendar polovica ni prejela nobenih informacij o trajnostni uspešnosti njihovega portfelja (Morgan Stanley, 2021). Zakonske usmeritve bodo pomembno vplivale na informacije, ki jih bodo vlagatelji pridobili. Več nefinančnih informacij bo spodbudilo vlagatelje, da se bodo odločili za družbeno odgovorne naložbe.

## 1.2 Trend družbeno odgovornih naložb

Zanimanje za družbeno odgovorno vlaganje še ne pomeni, da se vlagatelji odločijo za takšne naložbe (2° Investing Initiative, 2020). Analize iz teorije načrtovanega vedenja, ki se uporablja za napovedovanje dejavnikov, ki vplivajo na vedenje, so pokazale, da je največ 38 % dejanskega vedenja razloženega z namenom do vedenja (Armitage & Connor, 1991; Ajzen, 1991). Rezultati različnih raziskav, ki so spraševale o odločitvah za družbeno odgovorne naložbe, so pokazali, da je v povprečju 38 % respondentov res vložilo sredstva v družbeno odgovorno naložbo, kar je bistveno nižje kot zanimanje (2° Investing Initiative, 2020). Razpon rezultatov se giblje od 13 % do 63 %, zaradi česar je težko narediti zaključke.

Beal, Goyen in Phillips (2005) ugotavljajo, da etične vidike vedno upošteva približno 24 % vlagateljev, 14 % jih ne upošteva nikoli, večina (62 %) jih upošteva včasih. To pomeni,

da ne govorimo o družbeno odgovornih vlagateljih, ampak družbeno odgovornih naložbah, v katere vlagajo vlagatelji, ki so zaradi različnih motivov nagnjeni, da jih vključijo v svoj portfelj. Tako ima večina vlagateljev v svojem portfelju eno ali več naložb, ki sledijo okoljskim in družbenim ciljem, poleg tega pa tudi neetične naložbe. V magistrskem delu obravnavam vlagatelje, ki imajo vsaj eno družbeno odgovorno naložbo.

### 1.2.1 Svetovne družbeno odgovorne naložbe

Eden od treh dolarjev, ki se upravljajo po vsem svetu, je povezan z družbeno odgovornimi naložbami (Kishan, 2022). Celotna sredstva v upravljanju so leta 2020 znašala 98,4 bilijonov USD. 35,9 % vseh upravljanih sredstev predstavljajo trajnostne naložbe. Leta 2020 so te na trgih ZDA, Kanade, Japonske, Avstralije, Azije in Evrope dosegle 35,3 bilijonov USD (Global Sustainable Investment Alliance, 2021).

Ne povečuje pa se le zanimanje, ampak tudi dejansko vlaganje. Svetovne trajnostne naložbe so se leta 2020 povečale za kar 15 % glede na dve leti prej (2018–2020) in 55 % v primerjavi z merjenjem štiri leta prej (2016–2020) (Global Sustainable Investment Alliance, 2021). Povečuje pa se tudi število vlagateljev, ki imajo v svojem portfelju družbeno odgovorno naložbo, prav tako vlagatelji povečujejo trajnostne deleže svojega portfelja. 61 % vlagateljev je leta 2020 vložilo sredstva v trajnostno naložbeno rešitev. Raziskava je pokazala, da je leta 2020 le 2 % vlagateljev imelo več kot 25 % vseh naložb usmerjenih v trajnostne rešitve, leta 2021 pa je bilo takšnih že 13 % (Hubbis, 2021; Standard Chartered, brez datuma).

Čeprav je zaznано povečevanje družbeno odgovornih naložb, so ostala, t.j. netrajnostna, sredstva v upravljanju med leti 2016 in 2020 ostajala na podobni ravni, in sicer so obsegala približno 60 bilijonov USD. Sklepamo, da so se zaradi povečevanja družbeno odgovornih naložb povečevale tudi skupne naložbe v upravljanju. Kot prikazuje tabela 1, se je delež družbeno odgovornih naložb povečal, in sicer so leta 2020 predstavljale 2,5 odstotne točke višji delež med vsemi sredstvi kot pred dvema letoma in 8 odstotnih točk več kot pred štirimi leti (Global Sustainable Investment Alliance, 2021).

*Tabela 1: Globalno premoženje v upravljanju za leta 2016, 2018 in 2020 (v bilijonih USD)*

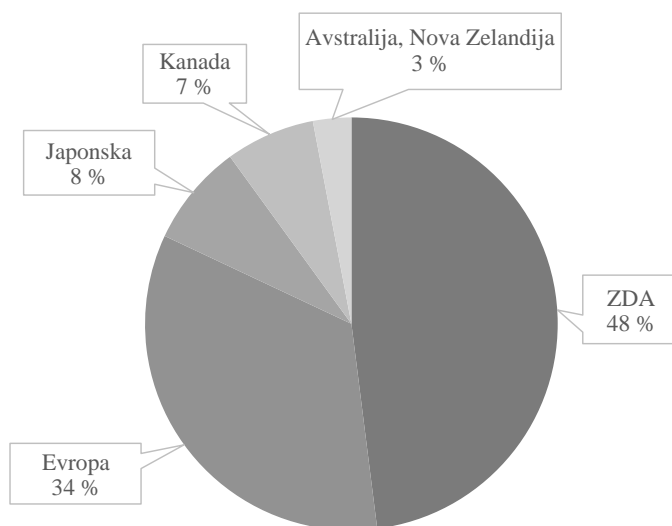
	<b>2016</b>	<b>2018</b>	<b>2020</b>
Skupna sredstva v upravljanju	81,95	91,83	98,42
Skupaj ostale (netrajnostne) naložbe v upravljanju	59,08	61,15	63,12
% ostalih (netrajnostnih) naložb v upravljanju	72,1 %	66,6 %	64,1 %
Skupaj družbeno odgovorne naložbe v upravljanju	22,87	30,68	35,30
% družbeno odgovornih naložb	27,9 %	33,4 %	35,9 %

*Prirejeno po Global Sustainable Investment Alliance (2021).*

Oprelitev družbeno odgovornega vlaganja je širok pojem, zato je težko opredeliti, kje je meja med družbeno odgovornim in neodgovornim vlaganjem. Nekatere definicije niso dovolj natančno opredeljene in omogočajo različne interpretacije (Global Sustainable Investment Alliance, 2021). Evropska unija (v nadaljevanju EU) je leta 2018 v sklopu Akcijskega načrta Evropske unije za trajnostno financiranje poostrila pravila in uvedla zakonodajo, ki strožje opredeljuje, kaj spada pod trajnostno naložbo. Uredba o razkritjih, povezanih s trajnostnostjo, v sektorju finančnih storitev (angl. Sustainable Finance Disclosure Regulation; v nadaljevanju SFRD), Ur. l. EU, 2019/2088, je postavila nove definicije za trajnostne in odgovorne naložbe, ki so vključene v zakonodajo. To je preoblikovalo način, kako so trajnostne naložbe opredeljene v EU, kar se odraža, da so marsikatero naložbe izgubile status družbeno odgovorne. Ostali deli sveta pa jih še vedno interpretirajo in vrednotijo po svoje, zato se pojavljajo večje razlike v obsegu družbeno odgovornih naložb med različnimi deli sveta.

Še leta 2018 je bilo največ družbeno odgovornih naložb v Evropi, zaradi spremembe zakonodaje pa rastejo počasneje v primerjavi z drugimi trgi. Od leta 2018 do 2020 so se za največ povečala sredstva v Kanadi (za 48 %), prav tam trajnostna sredstva predstavljajo najvišji delež (62 % vseh upravljanih sredstev). Trajnostne naložbe hitro rastejo tudi v ZDA (za 42 % med letoma 2018 in 2020), zato so leta 2020 predstavljale največji delež svetovnih družbeno odgovornih sredstev v upravljanju, kot kaže slika 4 (Global Sustainable Investment Alliance, 2021).

*Slika 4: Delež svetovnih trajnostnih naložb po regijah v letu 2020*



*Prirejeno po Global Sustainable Investment Alliance (2021).*

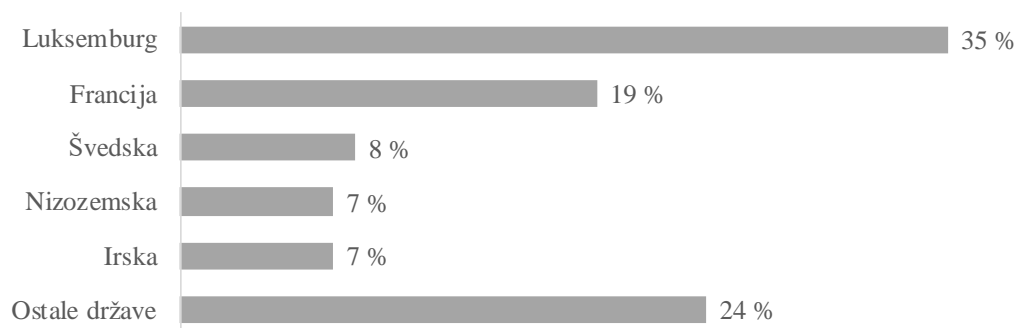
Trend družbeno odgovornih naložb se bo še povečeval v prihodnosti. Iz sedanjih 35 bilijonov USD naj bi do konca leta 2022 dosegle 41 bilijonov USD in 50 bilijonov USD do leta 2025 (Kishan, 2022). Najbolj izrazita rast je napovedana za ZDA, ki bo v prihodnosti postala še večji trg družbeno odgovornih naložb.

## 1.2.2 Družbeno odgovorne naložbe v Evropi

Družbeno odgovorne naložbe v upravljanju v Evropi so na začetku leta 2020 predstavljale 34 % svetovnih trajnostnih naložb in sicer so znašale 10,7 bilijonov EUR. Glede na leto 2018 so se zmanjšale za 13 %, vendar je razlog v spremembi evropske zakonodaje. Prav tako se je zaradi tega znižal delež trajnostnih naložb med vsemi naložbami v Evropi. Leta 2014 je imela Evropa več kot 50 % naložb, ki so se uvrščale med družbeno odgovorne, kar je najvišji delež med drugimi regijami v raziskavi, leta 2020 je delež padel na 41,6 %. Vendar pa Global Sustainable Investment Alliance (2021) v svojem poročilu opozarja, da spreminjanje definicije trajnostnih naložb onemogoča primerjavo, zato ne smemo zgolj na podlagi teh podatkov sklepati, da v Evropi upada zanimanje za družbeno odgovorne naložbe.

Po podatkih iz leta 2018 tretjino družbeno odgovornih naložb v Evropi predstavlja Luksemburg. Pomembna je tudi Francija, predvsem zaradi naložb kategorije 'best in class', kjer so daleč pred ostalimi evropskimi državami. Na sliki 5 so prikazani večji evropski trgi, kjer družbeno odgovorne naložbe predstavljajo pomembnejši del. Ostali trgi skupaj zavzemajo 24 % celotnih evropskih družbeno odgovornih naložb v upravljanju (Statista, 2022). Iz tega lahko sklepamo, da tudi Slovenija v evropskem merilu predstavlja manjši delež glede na celoten evropski trg družbeno odgovornih naložb.

*Slika 5: Razporeditev družbeno odgovornih naložb v upravljanju po državah v Evropi leta 2018*



*Prerejeno po Statista (2021).*

Podatki o družbeni odgovornosti v Sloveniji, ki bi jih lahko primerjali z ostalimi državami, so na voljo le za okoljsko odgovornost. Kot prikazano v sliki 5 nekaj držav izstopa v obsegu. Kljub zaostanku za njimi pa Slovenija ostaja v povprečju EU (UMAR, 2020).

Nacionalni energetske in podnebni načrt za Slovenijo za obdobje 2021–2030 predvideva 22 milijard EUR skupnih potreb po naložbah (Evropsko računsko sodišče, 2021). Slovenija se po potrebah po energetskih in podnebnih naložbah glede na delež BDP uvršča v vrh EU, s 4,8 % je na četrtem mestu. Sklepamo, da družbeno odgovorne naložbe v Sloveniji še niso dovolj dostopne. Kljub temu da je zanimanje med vlagatelji veliko in še narašča, Evropsko

računsko sodišče (2021) opozarja, da niso dovolj jasne informacije o potrebah po trajnostnih naložbah.

Razlike med zanimanjem in dejanskim vlaganjem ne pojasnjuje zgolj manjše vlagateljevo aktivno vedenje. Ampak tudi da kljub želji po družbeno odgovornem vlaganju, ni dovolj priložnosti, ki bi bili vlagateljem zanimive kot potencialna naložba.

### 1.2.3 Mali vlagatelji v družbeno odgovorne naložbe

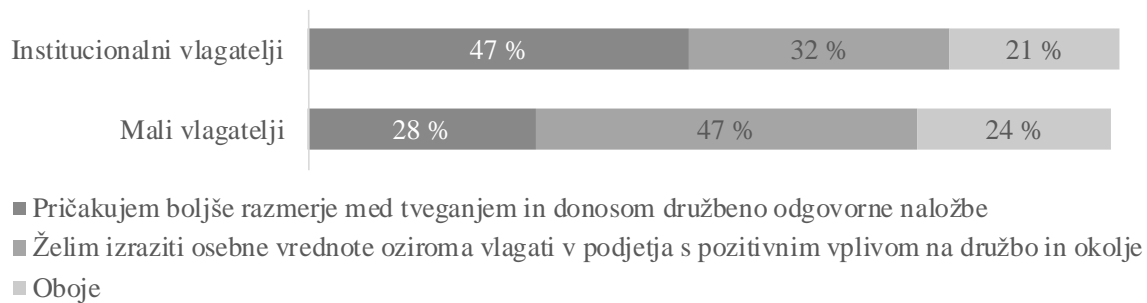
Večinski del vlagateljev v družbeno odgovorne naložbe predstavljajo institucionalni vlagatelji. Global Sustainable Investment Alliance (2021) poroča o rasti zasebnih vlagateljev. Leta 2012 so zasebne naložbe predstavljale 11 %, 2016 20 %, od leta 2018 delež vztraja pri 25 % (Global Sustainable Investment Alliance, 2021). Kot omenjeno so rezultati raziskav o deležu vlagateljev, ki vlagajo družbeno odgovorno, nekonsistentni, so pa opazne razlike med institucionalnimi in malimi vlagatelji. CFA Institute (2020) poroča, da je leta 2020 19 % institucionalnih vlagateljev in 10 % malih vlagateljev vlagalo v naložbe, ki vključujejo ESG dejavnike. Mali vlagatelji imajo drugačne preference in so bolj negotovi, nanje bolj vpliva ekonomski cikel, kot na institucionalne vlagatelje (Döttling, 2020). CFA Institute (2020) ugotavlja, da so naložbam z vključenimi ESG strategijami v portfelju bolj nagnjeni vlagatelji, ki vlagajo višje ravni sredstev. Sklepamo, da bi bilo za investicijska podjetja, ki želijo pritegniti več vlagateljev z visoko neto vrednostjo, pametno ponuditi ESG strategije, saj bodo mali vlagatelji z višjimi ravnmi sredstev takšne naložbe bolj verjetno vključevali v svoj naložbeni portfelj.

## 2 NEFINANČNI MOTIVI ZA DRUŽBENO ODGOVORNE NALOŽBE

Zgolj finančni motivi ne pojasnjujejo odločitve za vlaganje v družbeno odgovorno naložbo. Riedl in Smeets (2017) poudarjata, da bstajajo še nefinančni dejavniki, ki vplivajo na odločanje o naložbah. Vendar pa več raziskav potrjuje, da lahko finančni in nefinančni motivi spodbujajo družbeno odgovorne naložbene odločitve (Beal, Goyen & Phillips, 2005; Døskeland & Pedersen, 2016; Riedl & Smeets, 2017; Døskeland & Pedersen, 2019).

Opazna je razlika med motivi institucionalnih in zasebnih vlagateljev. Slika 6 prikazuje, da se skoraj polovica zasebnih vlagateljev odloča za družbeno odgovorne naložbe, ker želijo s tem izraziti svoje vrednote in imeti pozitiven vpliv na družbo in okolje. Institucionalni vlagatelji pa so bolj nagnjeni k doseganju finančnih ciljev in izboljšanju razmerja med tveganjem in donosom (CFA Institute, 2020).

*Slika 6: Razlika v motivih za družbeno odgovorno vlaganje med institucionalnimi in malimi vlagatelji*



*Prirejeno po CFA Institute (2020).*

Pri zasebnih vlagateljih prevladujejo nefinančni cilji, vendar natančni motivi niso povsem pojasnjeni. Razlog je, da obstaja zmeda pri samih vlagateljih, saj večina ni sposobna opredeliti ciljev, zakaj vlaga družbeno odgovorno (2<sup>o</sup> Investing Initiative, 2020). Pogosti razlogi so omejena finančna pismenost, omejena sposobnost izražanja ciljev in pričakovanj naložbe in premalo časa posvečenega oblikovanju ciljev. Veliko naložb in skladov, ki se označujejo za zelene ali trajnostne, nimajo dokazov, kakšen vpliv ustvarijo, kar bi bil končen cilj vlaganja v družbeno odgovorno naložbo. S tem pa se pojavlja tudi pomanjkanje zaupanja v finančne posrednike, ki predstavljajo naložbe kot družbeno odgovorne. Vlagatelji ne zaupajo trditvam o okoljskem in družbenem vplivu, ki ga naložba ustvari, zato je merjenje dejanskih koristi naložbe težko. Omenjeni dejavniki vplivajo na zmedo vlagateljev, ki sčasoma oblikuje njihovo vedenje.

Nefinančni motivi vlagateljev, ki se odločajo za družbeno odgovorno vlaganje, so v nadaljevanju predstavljeni v treh skupinah:

- motivi za ustvarjanje spremembe in vpliva na okolje,
- osebni motivi in
- motivi, ki jih vodijo družba oziroma družbene norme.

## **2.1 Motiv za ustvarjanje spremembe in vpliva na okolje**

Kot predstavljeno v poglavju Trg družbeno odgovornih naložb, dobra polovica vlagateljev pravi, da so jih njihovi svetovalci spraševali o naložbenih ciljih poleg finančne uspešnosti, kljub temu da bi dve tretjini želeli dobiti podatke o nefinančnem vplivu naložbe (Morgan Stanley, 2021). To potrjuje dejstvo, da imajo vlagatelji motiv, da njihova naložba ustvari pozitiven vpliv na družbo in okolje.



### 2.1.1 Vpliv, ki ga naložba naredi na gospodarstvo

Več raziskav potrjuje, da je vpliv, ki ga naložba naredi na gospodarstvo, največji razlog, da se odločijo za družbeno odgovorno naložbo (Beal, Goyen & Phillips, 2005; Riedl & Smeets, 2017; 2° Investing Initiative, 2020). Barreda-Tarrazona, Matallin-Saez in Balaguer-Franch (2011) ugotavljajo, da vlagatelji, ki jih skrbi družbena odgovornost, takšno naložbo ocenjujejo s 7,45 % razlike med pričakovanim donosom sklada, ki ni družbeno odgovoren, in skladom, ki je, (t.j. premija družbeno odgovorne naložbe). To pomeni, da so vlagatelji, ki jih skrbi družbena odgovornost, pripravljene vlagati vanjo, tudi če so donosi nižji kot pri običajnih naložbah, kar kaže, da moralni donosi in vplivi naložb predstavljajo večjo vrednost kot finančni.

Vlagatelji namenijo bistveno več v družbeno odgovoren sklad, ko dobijo informacije o etičnosti sklada. Barreda-Tarrazona, Matallin-Saez in Balaguer-Franch (2011) trdijo, da je pomen, ki ga vlagatelj daje družbeno odgovorni naložbi, pomemben za odločitve o naložbah. Vendar Beal, Goyen in Phillips (2005) opozarjajo na precejšnjo heterogenost v presojanju okoljskega vpliva, ki ga naložba ustvari. V raziskavi so ugotovili, da vsi vlagatelji, ki iščejo okolju prijazne naložbe, ne iščejo iste vrste stvari. Nekateri anketiranci podjetja ocenjujejo kot dobro okoljsko usmerjena, medtem ko so drugi enaka podjetja prepoznali kot slaba. V primeru rudarskega podjetja so ugotovili, da je sicer večina podjetje ocenila kot slabo, vendar pa je 5 % menilo, da je podjetje dobro okoljevarstveno usmerjeno. Sklepamo, da naložbo ni mogoče enotno opredeliti kot dobro ali slabo. Vlagateljem je treba ponuditi nefinančne rezultate naložbe in informacije o okoljskem vplivu, ki jih zahtevajo, da bodo lahko z lastnim vrednotenjem ocenili, ali jo želijo vključiti v portfelj ali ne.

### 2.1.2 Aktivizem

Motiv za družbeno odgovorno naložbo predstavlja želja, da bi vlagatelj naredil družbeno spremembo (Beal, Goyen & Phillips, 2005). Glavni dvom je število družbenih vprašanj, ki jih je mogoče obravnavati z družbeno odgovornim vlaganjem. Družbeno odgovorne naložbe naslavlja več okoljskih in družbenih težav, vendar ni nujno, da bo vlagatelj z naložbo spodbudil vpliv na odpravljanje problematike. Vlagatelji pogosto zamenjujejo vpliv naložbene strategije z naložbami v realno gospodarstvo in predpostavljajo, da družbeno odgovorna naložba avtomatsko pomeni vpliv na okoljske in družbene težave (2° Investing Initiative, 2020).

En delničar sam ne more povzročiti družbenih sprememb, zato se delničarji povezujejo in oblikujejo etične skupine delničarjev v nekaterih velikih podjetjih (Beal, Goyen & Phillips, 2005). Prav velikost skupine delničarjev je eden od dejavnikov, ki vpliva, da bodo podjetja upoštevala zahteve vlagateljev in naslovila družbeno in okoljsko problematiko. Poleg tega Dimson, Karakaş in Li (2015) poročajo, da tudi veliko, uveljavljeno, starejše podjetje z visokim tržnim deležem, podjetje s slabšim poslovanjem (nižjo prodajo) in podjetje, ki je občutljivo na slab ugled, bolj verjetno sodeluje z vlagatelji in upošteva njihove družbeno

odgovorne zahteve. V takšnih primerih je aktivizem bolj prisoten in ima tudi večjo verjetnost za uspeh. Vlagatelj v 18 % primerih, po dveh do treh zaporednih vključevanjih v upravljanje podjetja in roku 1,5 let v povprečju doseže, kar želi.

Družbeno odgovorni prebivalci, ki imajo željo po prispevanju družbi, se odločajo za uporabo naložb. Nakai, Honda, Nishino in Takeuchi (2018) ugotavljajo, da ko so vlagatelji lahko izbrali projekt, v katerega bodo investirali, so zaznali bistveno večjo koristnost. V primeru, da podjetje sodeluje z vlagatelji in jim omogoča, da imajo vpliv na upravljanje podjetja, se posledično pojavi večje povpraševanje po vlaganju v takšna podjetja (Nakai, Honda, Nishino & Takeuchi, 2018; Dimson, Karakaş & Li, 2015).

Vlagatelji iščejo informacije o naložbenih produktih in uspešnosti podjetja, da bi zmanjšali negotovost v nakupnih situacijah. Osnova za aktivizem delničarjev je transparentnost in razkrivanje informacij, spremljanje ravnanja podjetij, odgovornost izvajanja kodeksov družbenega ravnanja podjetij ter notranji in zunanji nadzor družbene odgovornosti podjetij. Pomanjkanje informacij o družbeni odgovornosti podjetij pri vlagateljih vodi do izogibanja naložbi. Pri iskanju zaupanja vrednih informacij družbeno vestni vlagatelji uporabljajo predvsem poslovne rezultate podjetij in sklepe delničarjev o družbeni in okoljski uspešnosti (Puaschunder, 2017).

### 2.1.3 Dobrodelnost

Družbeno odgovorno vlaganje je podobno vedenju pri donacijah v dobrodelne in neprofitne namene, saj gre v obeh primerih za v družbo usmerjeno vedenje (Nilsson, 2008). Če bi družbeno odgovorne naložbe ceteris paribus nadomestile druge načine za izražanje družbene skrbi, kot je dobrodelnost, bi pričakovali negativno razmerje med verjetnostjo imetja naložbe in darovanim zneskom. Vendar sta Riedl in Smeets (2017) ugotovila, da so donacije pomembno pozitivno povezane z lastništvom družbeno odgovornega sklada, kar pomeni, da se ti dve obliki ne nadomeščata. Enako ugotavlja Nilsson (2008) in trdi, da družbeno odgovornega vlaganja ni mogoče enačiti z darovanjem.

Odločitev za vlaganje v družbeno odgovorno naložbo je do neke mere odvisna tudi od zaznave prejema dolgoročnega finančnega donosa. Prav to pa je glavna razlika z darovanjem, pri čemer posameznik, ki se za to odloči, ne pričakuje ničesar finančnega v zameno (Nilsson, 2008). Izkazalo se je, da posamezniki dojemajo naložbe kot učinkovitejši način za doseganje družbenih ciljev kot neposredne donacije (Riedl & Smeets, 2017). Natančneje, vlagatelj, ki ima družbeno odgovoren sklad, daruje 41 % več v dobrodelne namene kot običajni vlagatelji. To pomeni, da družbeno odgovorna naložba ni nadomestek za dobrodelne donacije, ampak kaže, kateri vlagatelj se bo odločil za družbeno odgovorno naložbo. Sklepamo, da gre za vlagatelja s pozitivnimi družbenimi motivi, ki z darovanjem oziroma vlaganjem svojih sredstev kaže družbene preference.

## 2.2 Osebni motivi

Glavni dejavniki, ki določajo verjetnost, da se bo vlagatelj odločil za družbeno odgovorno naložbo, notranje družbene preference, kot ugotavljata Riedl in Smeets (2017). Kar pomeni tudi pri nadzoru preferenc tveganja, trgovalne dejavnosti, realiziranih Sharpovih razmerij in drugih značilnosti vlagatelja. V raziskavi sta ugotovila, da močne družbene preference vplivajo na prvo odločitev za nakup družbeno odgovorne naložbe. Vendar pa nista našla povezave med družbenimi preferencami in deležem, vloženim v družbeno odgovorne sklade. To nakazuje, da so družbene preference pomembne za odločitev za nakup družbeno odgovorne naložbe, vendar manj pomembne za nadaljnja vlaganja in izbiro deleža, ki ga bodo te naložbe predstavljale v portfelju.

### 2.2.1 Altruizem

Vedenjske finance so pokazale, da imajo psihološke značilnosti lahko pomembno vlogo pri vedenju vlagateljev (Barberis & Thaler 2003). Psihološki vidiki vlagateljev pomagajo pri razumevanju motivov za družbeno odgovorno naložbo. Eden od razlogov za odločitev za odgovorno vlaganje je altruizem (Nakai, Honda, Nishino & Takeuchi, 2018; Riedl & Smeets, 2017). Altruizem je povezan s pozitivno samopodobo in prinaša kratkoročno neoprijemljivo zadovoljstvo in notranje nagrajevalno pozitivno občutje, ki izhaja iz vlagateljevega prepričanja glede njegovega prosocialnega vedenja (Puaschunder, 2017). Ekonomska psihologija altruizem označuje kot glavni motivacijski faktor za razporejanje sredstev pri naložbenih odločitvah (Barberis & Thaler 2003).

Cilj družbene odgovornosti je prevzemanje odgovornosti do družbe kot celote. Odnos, usmerjen v ustvarjanje vpliva v družbi, je odvisen od tega, kako je vlagateljem mar za blaginjo družbe. Vlagatelji z večjim altruizmom so zato bolj nagnjeni k družbeno odgovornim naložbam zaradi večjega prosocialnega vedenja (Nakai, Honda, Nishino & Takeuchi, 2018). Altruizem se povezuje s transcenco (angl. transcendence), ki jo je Maslow (1943) kasneje dodal originalni hierarhiji potreb. Vrhunske izkušnje posamezniku prinašajo najvišje dosegljive potrebe, s katerimi presežejo svoje osebne skrbi in izkušnje vidijo z višje perspektive.

Vpliv altruizma na družbeno odgovorno naložbeno vedenje sta Riedl in Smeets (2017) ugotavljala z igro zaupanja, v kateri je posameznik dobil denar, ki se mu je tekom igre potrojil. Ta se je nato odločil, ali bo denar vrnil v celoti, ga razdelil ali ga obdržal. Če bi se posameznik obnašal kot ekonomski subjekt, ki ga predvideva teorija, denarja ne bi vrnil. Več denarja, kot vrne, večje družbene preference ima. Riedl in Smeets (2017) sta ugotovila, da imajo družbene preference pomembno vlogo pri odločitvah za družbeno odgovorno naložbo. Vlagatelj, ki v eksperimentu enakomerno deli denar, ima za 14 odstotnih točk večjo verjetnost, da bo vlagal v družbeno odgovorno naložbo v primerjavi z sebičnim vlagateljem, ki obdrži ves pridobljeni denar. Vpliv altruizma na družbeno odgovorno naložbeno vedenje potrjujejo tudi Nakai, Honda, Nishino in Takeuchi (2018), ki so s podobno metodo potrdili,

da psihološki vidiki razlikujejo motive za družbeno odgovorne naložbe od tradicionalne naložbe.

### 2.2.2 Samouresničevanje s sledenjem osebnim vrednotam

Družbeno odgovorna naložba zajema tudi nefinančne dejavnike, kot so etični premisleki in osebne vrednote, zato se na podlagi ugotovitev psihologa Festingerja (1957) pojavljajo sklepanja, da bodo vlagatelji poskušali uskladiti svoja prepričanja s svojimi naložbami. Tako vlagatelji bolj pozitivno ocenjujejo tiste priložnosti, ki so v skladu z njihovimi vrednotami (Paetzold & Busch, 2014). Vlagatelj, ki se odloči za družbeno odgovorno vlaganje zaradi osebnih prepričanj, s koristmi, ki mu jih prinese naložba, izpolni svoj osebni potencial. Kadar vlagatelja vodijo osebni notranji motivi, pri vlaganju sledi svojim osebnim vrednotam. Družbeno odgovorni vlagatelji želijo, da se njihova izbira portfelja sklada z njihovimi osebnimi vrednotami in družbenimi normami (Puaschunder, 2017). Vlagatelj z družbeno odgovornim vlaganjem dosežejo samouresničevanje (angl. self-actualization) po hierarhiji potreb, ki se nanaša na uresničitev celotnega potenciala z zasledovanjem osebnih ciljev (Maslow, 1943). Družbeno odgovorne naložbe omogočajo vlagateljem, da etičnost integrirajo v ekonomsko naložbeno odločitev. Vlagatelji z odgovornimi naložbami financirajo etična vprašanja, za katere osebno skrbijo. Prav družbeno odgovorne naložbe vlagateljem omogočajo, da se identificirajo s svojo naložbo, saj vedenje vodi do samoizboljšanja (angl. self-enhancement). Ko se vlagatelj vlaga v skladu s svojimi vrednotami, vedenje vodi do pozitivnih čustev, npr. ponosa. Po drugi strani pa družbeno neodgovorno vedenje vodi do sramu in negativnih čustev.

Vlaganje na podlagi vrednot postaja vse bolj priljubljeno. Predvsem so mu naklonjeni milenijci. 29 % milenijcev išče finančnega svetovalca, ki jim bo ponudil možnost takšnega vlaganja (EY Global, 2020). Pri vlaganju na podlagi vrednot vlagatelj izbira naložbe, ki sledijo ciljem v skladu z njegovimi vrednotami. Na primer verski skladi izločajo podjetja, ki niso v skladu z duhovno doktrino. Vlagatelj ima lahko negativno stališče do orožja, podnebnih sprememb, raznolikost spolov itd. Svoj denar usmeri v podjetja, ki so usklajena z njegovimi vrednotami. Po drugi strani pa ne želi imeti koristi od podjetij, ki so v nasprotju z vrednotami (Stobierski, 2021). Vendar pa ne gre za družbeno sprejete norme pravilnega vedenja, ampak osebne vrednote vlagatelja. S tem doseže najvišjo točko potreb in izpolni svoja osebna pričakovanja.

### 2.2.3 Psihološki donos

Psihološki donos predstavljajo dobro počutje, sreča in pozitivna čustva, ki nastanejo, ker je vlagatelj sredstva namenil v naložbe, ki ustvarjajo pozitiven vpliv na družbo in okolje. Pozitivna čustva povzročajo le naložbe, ki jih posameznik smatra kot njemu pomembne in ne vsaka naložba s pozitivnim vplivom. Ne glede na to kako majhna je etična komponenta izbire naložb sklada, obstajajo vlagatelji, ki prejmejo zadosten psihični donos, da ustvarijo

povpraševanje (Beal, Goyen & Phillips, 2005). Koristnost, predstavljena v poglavju 4.1, kaže, da vlagateljem družbeno odgovorna naložba poleg finančnega donosa prinaša tudi nefinančni donos.

Različni viri dokazujejo, da psihološki donos vpliva na vlagateljevo odločitev za družbeno odgovorno naložbo. Vendar ga 2° Investing Initiative (2020) ne opredeljuje kot najpomembnejšega, saj ugotavljajo, da je vpliv na družbo in okolje večji. Nasprotno, Beal, Goyen in Phillips (2005) ugotavljajo, da je glavna korist, ki jo imajo vlagatelji v družbeno odgovorne sklade iz vidika družbenih sprememb njihove naložbe, psihološka donosnost. Razlog ni kakršna koli otipljiva zunanja korist od pomembne spremembe družbe ali okolja, ampak ker ne podpira nezaželenih dejavnosti, ki jih posameznik smatra kot negativne.

## **2.3 Motivi, ki jih vodijo družba in družbene norme**

Motivi za odločitev za družbeno odgovorne naložbe ne izhajajo vedno iz vlagateljevih notranjih prepričanj. Mnoge v odločitev vodi družba oziroma družbeni pritisk. Paetzold in Busch (2014) kažeta, da na namero osebe, da vlaga v delnice, pomembno vpliva mnenje sorodnikov in prijateljev. Ker večina Evropejcev meni, da je trajnost pomembna (2° Investing Initiative, 2020), pričakujemo, da obstaja nekakšen zaznan pritisk javnosti za vlaganje v družbeno odgovorne naložbe.

### **2.3.1 Izboljšanje ugleda**

Z vlaganjem v družbeno odgovorne naložbe, se vlagatelj izogiba moralni krivdi. Moralna krivda izhaja iz želje po izpolnjevanju zaznanih družbenih norm in izpolnjuje potrebo po samopodobi (angl. self-esteem). Po Maslowu (1943) se samopodoba nanaša na željo, da bi posameznika drugi sprejeti in cenili. Neetična potrošnja pri potrošnikih spodbuja krivdo. Enako velja za naložbe, ki škodijo družbi ali okolju. Ko se vlagateljem ponudi možnost, da se izognejo problematičnemu in raje vlagajo v pozitivne in zelene projekte, se raje odločijo za slednje. Motiv, da se odločijo za družbeno odgovorno naložbo predstavlja dejstvo, da je odločitev za takšno naložbo "prava" oziroma sprejeta kot družbena norma, s čimer se izognejo družbeni krivdi (2° Investing Initiative, 2020).

Več teoretičnih in eksperimentalnih člankov poudarja pomen ustvarjanja pozitivne družbene podobe s signaliziranjem družbi. Vlagatelji lahko pozitivno družbeno podobo ustvarijo, ko se z drugimi pogovarjajo o svoji družbeno odgovorni naložbi. Riedl in Smeets (2017) sta raziskovala, ali na verjetnost, da se bo vlagatelj odločil za družbeno odgovorno naložbo vpliva tudi signaliziranje družbi (t.j. ugled). Ugotavljata, da družbeno signaliziranje vlagatelje motivira v odločitev za družbeno odgovorno naložbo. Vlagatelji, ki pogosteje govorijo o svojih naložbah, bodo bolj verjetno vlagali družbeno odgovorno. Vendar pa opozarjata, da govorjenje o naložbi ni najboljša mera za signaliziranje, zgolj približek, ki pa bi ga bilo mogoče boljše dokazati z različnimi laboratorijskimi eksperimenti. Vendar pa

kljub temu potrjujeta, da je signaliziranje motiv, ki spodbuja vlagatelje, da se odločijo za družbeno odgovorno naložbo.

Poleg tega sta Riedl in Smeets (2017) ugotovila, da imajo vlagatelji s šibkimi družbenimi preferencami, ki močno signalizirajo svoje naložbeno vedenje, bistveno manjše deleže v družbeno odgovorni naložbi. Sklepamo, da imajo sebični vlagatelji družbeno odgovorno naložbo iz signalnih razlogov, kjer je pomembno, da je vključena v njihov portfelj, delež pa pri tem nima vloge.

### 2.3.2 Družbeni status

Vlagatelje v potrošnjo lahko motivira preprosto moda, t.j. počutijo se dobro, ker se ukvarjajo z dejavnostjo, ki je zaželena za njihovo skupino vrstnikov (Beal, Goyen & Phillips, 2005). Razmerja ljudi v družbi se oblikujejo na podlagi atributov družbenega statusa. Posamezniki tehtajo svoj družbeni status glede na druge posameznike, ki se v družbi po sloju nahajajo nad in pod njimi. Družbeni status vpliva na posameznikovo družbeno identiteto in čustveno stanje. Posamezniki pridobijo psihološko zadovoljstvo, ker so v boljšem položaju od drugih in se počutijo nelagodno, ko vidijo, da drugi delajo bolje. Posameznikova samopodoba je odvisna od družbenega statusa, ljudje pa si ves čas želijo ohranjati ali pridobivati pozitiven družbeni ugled (Puaschunder, 2017).

Družbeno odgovorna naložba se dojema kot inovativna možnost vlaganja. Vlagatelji so pripravljeni plačati premijo, da bi imeli naložbo višjega cenovnega razreda in bi bili pri vlaganju v takšno naložbo med prvimi. To pomeni, da družbeno odgovorna naložba vlagateljem predstavlja prednost, ker jim povečuje družbeni status. Pozitivna podoba naložbe se prenese na vlagatelja in ga v družbi prikazuje kot prosocialno usmerjenega. Prosocialno vedenje spremljajo pozitivne povratne informacije in dobronamerno vzdušje njihovih občudovalcev, zato družbeno odgovorno vlaganje krepi družbeni status takšnih vlagateljev. Prosocialno vedenje zato vodi do višje vrednosti za vlagatelje, višjega osebnega položaja in večjega uspeha. S tem vlagatelj doseže določen družbeni status glede na hierarhijo potreb po Maslowu (1943), ker se etičnost dojema kot plemenito dejanje, ki prekaša zakonske zahteve po trajnostnem vedenju, in s tem pridobiva spoštovanje drugih (Puaschunder, 2017).

## **3 DOSTOP DO NEFINANČNIH INFORMACIJ PODJETIJ KOT POTENCIALNIH NALOŽB**

### **3.1 Pomanjkanje informacij o podnebnih tveganjih v finančnem poročanju**

Za ugotavljanje objektivne ocene naložbe, ki vključuje finančno in trajnostno komponento, potrebujejo vlagatelji oziroma upravljalci premoženja poleg finančnih tudi informacije o

odgovornosti do okolja in družbe (Climate Tracker Initiative, 2021). Doslednost in primerljivost ESG podatkov podjetij sta slabi, kakor tudi nacionalne zahteve o poročanju, saj morajo podjetja sama določiti, kateri dejavniki so pomembni za poslovno uspešnost in razkrivanje vlagateljem. Vlagateljem so tako na voljo različne zunanje in notranje informacije podjetij, kar jim onemogoča primerjavo potencialnih naložb (CFA Institute, 2020).

Marsikateri rezultati v finančnih poročilih temeljijo na predpostavkah o prihodnosti. Na primer, zaradi podnebnih predpisov se lahko ocenjene dobe koristnosti izkažejo za krajše, kar povzroči oslabitve in spremeni poročane zneske sredstev in obveznosti. Spreminjanje povpraševanja po izdelkih zaradi večje nagnjenosti kupcev k trajnosti povzroči zastarelost zalog, kar vodi do povečanih stroškov, zmanjšanja prihodkov in dobička ter nižje donosnosti kapitala, kar lahko vpliva na sposobnost poslovanja podjetja (Climate Tracker Initiative, 2021). Vprašanje za vlagatelje pri odločanju ostaja, katera od današnjih nastajajočih težav bi lahko postala jutrišnja sistemska tveganja. Analize White & Case (2021) kažejo, da v 70 % obstaja povezava med ESG oceno in finančno uspešnostjo podjetij. Standard Chartered (brez datuma) opozarja, da je večja verjetnost, da bodo podjetja z višjimi ESG standardi dolgoročno uspešnejša z relativno manjšim tveganjem, kar za vlagatelja pomeni, da lahko doseže enak donos z manj tveganja skupaj s pozitivnim vplivom na okolje in družbo.

Podjetje mora predvidevati morebitna tveganja, ki spreminjajo predpostavke o prihodnjem poslovanju podjetja in s tem vplivajo na naložbene strategije vlagateljev. Težava se pojavi, če te informacije niso na voljo, saj vlagateljem onemogoča ocenjevanje in primerjanje družbene odgovornosti in tveganosti podjetij kot potencialnih naložb (Climate Tracker Initiative, 2021). Prav pomanjkanje transparentnosti je največji pomislek vlagateljev za družbeno odgovorno vlaganje. 69 % jih potrebuje več številčnih dokazov o učinku, ki ga lahko dosežejo s trajnostnimi naložbami (Standard Chartered, brez datuma).

Poročilo Climate Tracker Initiative (2021) je ugotovilo, da več kot 70 % izmed 107 podjetij, ki so jih pregledali v raziskavi, v svojih finančnih poročilih za leto 2020 ne vključuje dokazov o tveganjih, ki so jim izpostavljeni zaradi podnebnih sprememb. Prav tako tri četrtine vključenih podjetij ni zagotovilo kvantitativnih ocen, povezanih s podnebjem. Poleg tega ni nobeno izmed podjetij v finančne izkaze vključilo predpostavk pariškega sporazuma. Rezultati kažejo, da podjetja podnebnih tveganj ne vključujejo v analize finančnih učinkov (Climate Tracker Initiative, 2021). Pomanjkanje upoštevanja tveganj, ki so bistvena za poslovanje, pomeni, da vlagatelji ne bodo imeli dovolj potrebnih informacij, ki jih potrebujejo, da razporedijo tveganje in kapital usmerijo v naložbe glede na svojo naložbeno strategijo. Prav tako ne bodo imeli dovolj spodbud, da bi vključili okoljske, socialne in upravljalne vidike v svoj odločitve (Climate Tracker Initiative, 2021; Evropsko računsko sodišče, 2021).

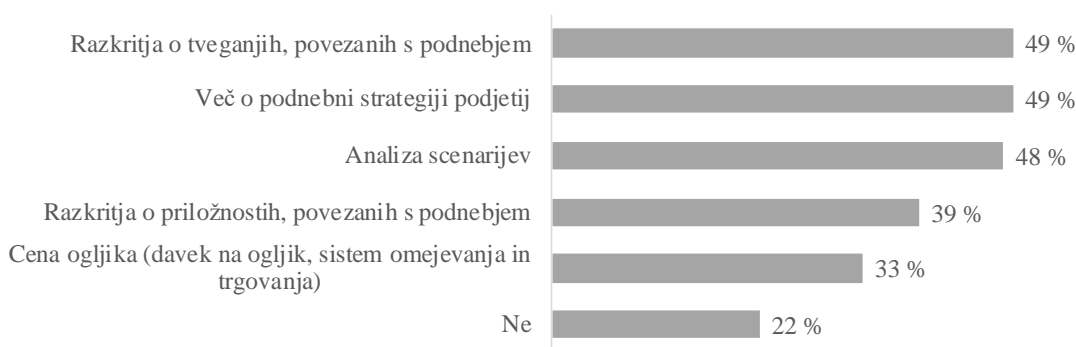
Podjetja z višjo tržno kapitalizacijo bodo bolj verjetno da bodo poročala o trajnosti (White & Case, 2021). 63 % podjetij s kapitalizacijo od 7 milijard USD do 10+ milijard USD,

vključenih v raziskavo leta 2020, je objavilo razkritja o trajnosti. Vendar pa se je vrzel leta 2020 precej zmanjšala glede razkritja v letu 2019. Med podjetji s tržno kapitalizacijo pod 1 milijardo USD je delež poskočil s 25 % na 50 % med letoma 2019 in 2020, medtem ko se je med podjetji s kapitalizacijo od 7 milijard USD do 10+ milijard USD delež povečal za 13 odstotnih točk. Sprememba kaže, da tudi manjša podjetja postajajo vse bolj osredotočena na trajnost in bolj verjetno javno razkrivajo informacije o trajnosti.

Prav tako imajo podjetja, ki dlje časa javno kotirajo na borzi, bolj verjetno razkritja o trajnosti na spletnem mestu, medtem ko nova javna podjetja verjetno teh razkritij ne bodo imela (White & Case, 2021). Delež podjetij, ki razkrivajo informacije o trajnosti, je med podjetij, ki so javna že več kot 10 let 85-%, medtem ko pri podjetjih, ki so javna med 1 in 3 leti zgolj 24-%. Da bi povečali razkritja o trajnosti tudi med novejšimi javnimi podjetji, regulatorji zahtevajo, da podjetja, ki načrtujejo prvo javno izdajo delnic, pred tem javnost obvestijo o vplivu, ki ga poslovanje ustvarja.

Vlagatelji zahtevajo, da podjetja in njihova revizija v prihodnjih računovodskih izkazih upoštevajo pomembna podnebna tveganja (PRI, 2021). Prav tako oblikovalci globalnih računovodskih in revizijskih standardov opozarjajo, da se morajo podnebna tveganja, upoštevati pri računovodskih izkazih in reviziji. Raziskava CFA Institute (2020) je pokazala, da 78 % respondentov iz prakse želi vsaj ene informacije o podnebnem vplivu naložbe. Slika 7 prikazuje, da jih skoraj polovica želi razkritja o podnebnih tveganjih, podnebni strategiji podjetij in analizi scenarijev.

*Slika 7: Zahteve po informacijah o trajnosti*



*Prirajeno po CFA Institute (2020).*

V raziskavi poročajo tudi, da 78 % respondentov iz prakse meni, da bi izboljšani standardi pomagali k lažjemu opredeljevanju družbeno odgovornih naložb in zmanjšali lažno zeleno oglaševanje (angl. greenwashing). Vzrok zanj predstavljajo neenotne opredelitve trajnostnih in zelenih konceptov, ki vlagateljem otežujejo primerjavo in izbiro družbeno odgovorne naložbe (Evropsko računsko sodišče, 2021).



V ta namen se oblikujejo številni standardi in nastajajo direktive, ki (bodo) zahtevale, da podjetja poleg finančnih razkrivajo tudi nefinančne informacije o trajnosti. Na ta način bo vlagatelj na voljo več informacij o potencialnih naložbah.

### **3.2 Mednarodni standardi trajnostnega poročanja**

Na mednarodni ravni vlagatelji zahtevajo, da naložbeni portfelji vključujejo transparentne, zanesljive in primerljive informacije o ESG kriterijih naložb. V sklopu COP26 v Glasgowu novembra 2021 je Fundacija za mednarodne standarde računovodskega poročanja (angl. International Financial Reporting Standards Foundation, v nadaljevanju IFRS) ustvarila odbor za mednarodne trajnostne standarde (angl. International Sustainability Standards Board; v nadaljevanju ISSB), da bi zagotovili enotne standarde za razkrivanje informacij o trajnosti. S tem bodo vlagatelj in drugim udeležencem na kapitalskih trgih zagotovili informacije o trajnostnih tveganjih in priložnostih podjetij (IFRS, brez datuma a).

Cilj vzpostavitve mednarodnih standardov trajnostnega poročanja je vlagatelj zagotoviti informacije o ESG kriterijih njihovih naložb. ISSB želi razviti standarde, ki bodo od podjetij zahtevali, da zagotovijo vse bistvene informacije v zvezi s pomembnimi vprašanji trajnosti, ki jih vlagatelji potrebujejo za odločanje, vključno s tematskimi in panožnimi zahtevami. Informacije v zvezi s trajnostjo, ki jih vlagatelji potrebujejo o učinkih trajnosti, presegajo informacije, vključene v računovodske izkaze. Trajnostne informacije bodo usmerjene v prihodnost in bodo vključevale pomembne elemente, ki lahko vplivajo na naložbene odločitve vlagateljev, torej na ustvarjanje, ohranjanje ali zmanjševanje vrednosti podjetja na kratek, srednji in dolgi rok (IFRS, brez datuma b).

Pri oblikovanju standardov bo ISSB osredotočen na vlagatelje, namen je namreč prav njim zagotoviti informacije, ki so pomembne za odločanje na kapitalskih trgih. Seveda pa bodo uporabniki razkritih informacij lahko tudi druge interesne skupine (IFRS, brez datuma b).

### **3.3 Evropska direktiva o razkrivanju nefinančnih informacij**

Finančni sektor ima pomembno vlogo pri doseganju ciljev evropskega zelenega dogovora, s katerim želi EU zagotoviti evropsko gospodarstvo brez neto emisij toplogrednih plinov. Številna podjetja o okoljski in družbeni problematiki še ne poročajo, vendar bo spremenjena zakonodaja zagotovila boljšo transparentnost in boljši dostop do nefinančnih podatkov poslovanja podjetij, ki jih zahtevajo številni deležniki, med katerimi so tudi vlagatelji (Modic, 2022).

EU na trg trajnostnih in odgovornih naložb posega z regulativnimi in političnimi smernicami. Med pomembnejšimi je Akcijski načrt za trajnostno financiranje, COM/2018/97, ki vključuje Uredbo o razkritjih, povezanih s trajnostnostjo, v sektorju finančnih storitev (SFRD), Ur. l. EU, 2019/2088, s katero posega na trg odgovornih naložb.

V SFRD od upravljalcev premoženja zahtevajo vključevanje poročanja o trajnostnem tveganju v naložbenih strategijah, da bi zagotovili vključevanje ESG dejavnikov v vse finančne produkte. Pomemben regulatorni okvir predstavljajo tudi z Direktivo 2014/95/EU o razkritju nefinančnih informacij in informacij o raznolikosti (angl. Non-Financial Reporting Directive, v nadaljevanju NFRD), Ur. l. EU, 2014/95/EU, in njeno nadgradnjo v Predlogu za spremembo direktive glede poročanja podjetij o trajnostnosti (angl. Corporate Sustainability Reporting Directive, v nadaljevanju CSRD), COM/2021/189, ki zahtevata razkritje okoljskih in družbenih vplivov v nefinančnih poročilih. Naslavljanje trajnosti zahtevata tudi Direktiva o trgih finančnih instrumentov (MiFID II), Ur. l. EU, 2014/65/EU, in Uredba o vzpostavitvi okvira za spodbujanje trajnostnih naložb (angl. Taxonomy regulation), Ur. l. EU, 2020/85.

### 3.3.1 Direktiva o razkritju nefinančnih informacij

Evropski parlament in Evropski svet sta leta 2014 izdala NFRD, s katero zahtevata, da vsi gospodarski subjekti poleg finančnega poročanja razkrivajo tudi nefinančne informacije. Tako morajo podjetja z več kot 500 zaposlenimi od 1. januarja 2017 razkrivati nefinančno poslovanje podjetja in poskrbeti za preglednost ESG informacij (Ur. l. EU, 2014). Zahteve iz direktive se neposredno prenašajo v pravni red držav članic. V ta namen je bil dopolnjen slovenski Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1J), Ur. l. RS, št. 15/2017. Dodan je bil 70. c člen, ki zahteva, da izjava o nefinančnem poslovanju "vsebuje vsaj informacije o okoljskih, socialnih in kadrovskih zadevah, spoštovanju človekovih pravic ter v zadevah v zvezi z bojem proti korupciji in podkupovanju". Poročilo mora vsebovati (ZGD-1J, 2017):

- opis poslovnega modela družbe,
- opis politik in izvajanja skrbnega pregleda,
- rezultate politik,
- tveganja, ki jim je družba izpostavljena in načine za upravljanje teh tveganj ter
- ključne kazalnike uspešnosti.

Izjava o nefinančnem poročanju je lahko objavljena kot del poslovnega poročila ali pa se pripravi kot ločeno poročilo. Odvisne družbe pa so izvzete iz obveznosti, kadar glavno podjetje poroča za celotno skupino (Ur. l. EU, 2014).

V EY Slovenija so analizirali ustreznost poročanja o trajnosti med slovenskimi podjetji. V času raziskave je bilo približno 90 podjetij dolžnih razkriti nefinančne informacije. Ugotovili so, da je le 33 podjetij ustrezno poročalo v skladu z ZGD-1J, 6 podjetij ni vključilo niti enega elementa, ki se dotika trajnosti (Kovačič, 2020). Sklepajo, da se slovenska podjetja premalo usmerjajo na področje trajnosti oziroma to počnejo zaradi zakonske dolžnosti. Vendar se bodo podjetja morala začeti zavedati, da deležnike zanimajo tudi nefinančne informacije poslovanja podjetja, zato bodo morala najti sodobne načine, kako bodo o pomembnih tematikah komunicirala z javnostjo.

### 3.3.2 Direktiva o trajnostnem korporativnem poročanju

Za izboljšanje poročanja o trajnosti in preglednosti ESG informacij bo EU poskrbela z izpopolnjevanjem Akcijskega načrta za trajnostno financiranje. Med desetimi ukrepi, ki jih napovedujejo, bodo med drugimi vzpostavitev klasifikacije trajnostnih naložb, uvedba zahtev za svetovalce finančnih produktov, da podajo tudi informacije o trajnosti, vključevanje informacij o trajnosti v bonitetne ocene in izboljšanje razkritja o trajnosti z nefinančnim poročanjem podjetij (Evropsko računsko sodišče, 2021).

Nefinančne informacije, ki razkrivajo trajnostno poslovanje organizacij, so namenjene vlagateljem, nevladnim organizacijam in drugim (COM/2021/189). Pomen razkrivanja nefinančnih informacij za vlagatelje in upravljalce premoženja je, da jim te informacije omogočajo boljše razumevanje trajnostnih tveganj in priložnosti, ki se nanašajo na naložbo. Evropska komisija (COM/2021/189) je ugotovila, da mnogo podjetij o trajnosti ne poroča oziroma ne poroča ustrezno, zato vlagateljem niso na voljo zadostne informacije, ki bi omogočile ustrezno presojo družbene odgovornosti potencialne naložbe. Vendar pa opozarja, da se potrebe po informacijah v zvezi s trajnostjo povečujejo. Razlogi so, da vlagatelji postajajo vse bolj trajnostno naravnani, vse več je naložbenih produktov, ki naslavljajo cilje doseganja trajnostne spremembe, s čimer predstavljajo konkurenco med naložbenimi produkti, in vse več predpisov zahteva podatke o trajnosti za upravitelje premoženja in finančne svetovalce, da lahko končnim vlagateljem zagotovijo primerjavo glede trajnosti med različnimi finančnimi produkti (COM/2021/189; Ur. l. EU, 2019/2088).

Potrebe po nefinančnih informacijah o trajnosti se tako povečujejo, javno dostopnih informacij pa ni dovolj. Prav tako zakonodaja ne omogoča zadostnih informacij o trajnosti, ki jih uporabniki zahtevajo. Evropska komisija opozarja, da nezadostne informacije vlagateljem ne omogočajo, da lahko svoja sredstva usmerijo v trajnostne naložbe, s čimer otežujejo doseganje evropskega zelenega dogovora (COM/2021/189). V ta namen je Evropska komisija pripravila Predlog za spremembo direktive CSRD, s katero bi poskrbeli za boljše dostopnost informacij o trajnosti in omogočili trajnostni prehod tudi na področju finančnega sistema (Evropska komisija, 2021).

Glavni cilj predloga CSRD je zagotavljanje več javno dostopnih informacij o trajnosti, ki vključuje tveganje na ljudi in okolje. S spremembo direktive želijo poskrbeti, da poročila vključujejo vse, kar je deležnikom pri obdelavi in uporabi teh informacij pomembno. Podjetjem želijo zmanjšati stroške, ki jih imajo s poročanjem o trajnosti. Prav tako želijo doseči, da informacije o trajnosti postanejo javno in enostavno dostopne, kar pomeni, da se objavijo v digitalni obliki. Na ta način bi poskrbeli tudi za lažjo primerjavo in izkoristili potencial enotnega finančnega trga (COM/2021/189; Modic, 2022).

Glavne dopolnitve, ki jih zahtevajo v predlogu za dopolnitev predhodne direktive, obsegajo (COM/2021/189):

- vključevanje več podjetij, ki bodo dolžna trajnostnega poročanja,
- zagotavljanje zanesljivosti informacij,
- podrobnejša opredelitev informacij in standardov EU, v skladu s katerimi je potrebno poročati, in
- zagotavljanje javne dostopnosti poročila v digitalni obliki

Prvič, z novo direktivo se bo povečalo število podjetij, za katere bo nefinančno poročanje nujno, iz okoli 11 tisoč na približno 50 tisoč podjetij (Modic, 2022). Takšnega poročanja bodo dolžna podjetja, ki presegajo vsaj dva izmed predpisanih treh meril: "imajo več kot 250 zaposlenih in/ali več kot 40 milijonov evrov prihodka in/ali več kot 20 milijonov evrov kapitala in vsa podjetja v EU, ki kotirajo na borzi, vključno z malimi in srednjimi (razen mikro) podjetij" (COM/2021/189).

Države članice morajo spremembe direktive v svoj pravni red prenesti do 1. decembra 2022 in poskrbeti, da se trajnostno poročanje po teh zahtevah začne izvajati 1. januarja 2023 oziroma v poslovnem letu, ki se začne v letu 2023. Od 1. januarja 2026 pa tudi za mala in srednja podjetja (COM/2021/189).

Druga dopolnitev o zagotavljanju zanesljivosti informacij državam omogoča, da za v ta namen pooblastijo neodvisne ponudnike, ki niso revizijska podjetja. S tem so se prvič na ravni EU vzpostavili standardi za poročanje o trajnosti. Evropska komisija želi s to dopolnitvijo doseči, da bodo imeli uporabniki informacij boljši dostop in jim omogočili primerjavo o trajnosti. Verjamejo, da bodo s tem vlagateljem omogočili trajnostno vlaganje in spodbudili družbeno odgovornost podjetij (COM/2021/189).

Tretja dopolnitev CSRD, ki predvideva podrobnejše poročanje o trajnosti v primerjavi z NFRD, se nanaša na računovodsko direktivo. Med drugim predlog pojasnjuje načelo dvojne pomembnosti, predstavljene v NFRD. To pomeni, da bodo morali subjekti poročati o informacijah, potrebnih za razumevanje njihovega vpliva na ljudi in okolje in kako trajnostne zadeve vplivajo na njihovo podjetje. Prav tako določa, da morajo podjetja bolj podrobno deliti informacije, kar vključuje strategijo, cilje, vlogo vodstva, njihove škodljive vplive idr. Informacije morajo biti tako kvalitativne kot kvantitativne in zajemati vsa časovna obdobja. Pomembna sprememba pa je tudi, da podjetjem ni več dovoljeno poročati o trajnosti v ločenem poročilu (COM/2021/189; Freed, 2021).

Četrta, cilj po razkrivanju informacij v digitalni obliki se je pojavil zaradi sedanje težave po uporabi informacij, ki niso dostopna v elektronski obliki. Podatki bodo na voljo na enotni vstopni točki, ki je predvidena za evropski kapitalski trg. Digitalizacija trajnostnega poročanja podjetij je skladna s strategijo digitalizacije finančnega sektorja (COM/2021/189; Freed, 2021).

Namen povečevanja zakonskih zahtev je izboljšati poročanje o trajnosti. Na ta način bo vlagateljem na voljo več informacij za primerjavo naložb, oceno tveganja in uskladitev

naložbe z osebnimi vrednotami (COM/2021/189; EY Global, 2020). Namen pripravljavcev standardov je spodbuditi zanimanje in dejansko vlaganje v družbeno odgovorne naložbe, saj bodo odločitve vlagateljev temeljile na dokazanih informacijah ne le finančnega ampak tudi nefinančnega poslovanja.

## **4 VREDNOTENJE NALOŽBE ZA VLAGATELJA Z NEFINANČNIMI CILJI**

### **4.1 Koristnost družbeno odgovorne naložbe**

Ugotovitve v poglavju 2 so pokazale, da imajo vlagatelji različne motive, da se odločijo, da sredstva vložijo v družbeno odgovorno naložbo. Beal, Goyen in Phillips (2005) ugotavljajo, da raznoliki družbeno odgovorni naložbeni produkti izpolnjujejo različne ravni zadovoljstva, ki ga vlagateljem prinašajo etične naložbe. Pristopi vrednotenja družbeno odgovornih naložb niso dosledni in strokovnjaki za naložbe poročajo o različnih načinih vključitve ESG dejavnikov v analizo lastniškega kapitala (CFA Institute, 2020).

Beal, Goyen in Phillips (2005) poskušajo nefinančne donose v ekonomsko obnašanje vključiti na tri različne načine:

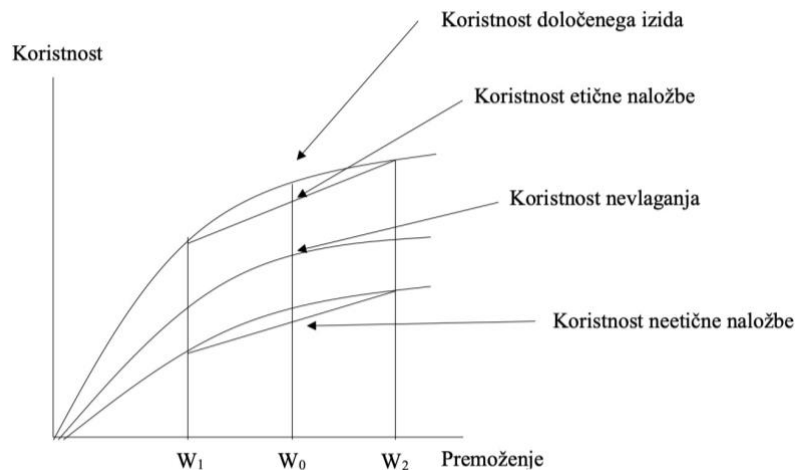
- Z obravnavanjem psihičnih donosov etičnega vlaganja kot enakovrednih hazarderjevemu "užitku zaradi sodelovanja",
- z vključitvijo zaznane ravni etičnosti naložbe v vlagateljevo funkcijo koristnosti, in
- z obravnavanjem psiholoških donosov etičnega vlaganja kot enakovrednih sreči ali dobremu počutju, ki izhaja iz drugih prijetnih dejavnosti. V tem primeru lahko uporabimo orodja, ki so jih razvili pri raziskovanju sreče.

Prvič, psihološke donose prinaša t.i. užitek zaradi sodelovanja. Opazovanja hazarderjev so pokazala, da jim koristnost sicer prinaša finančni donos, ki ga prejmejo z zmago. Vendar njihovo zadovoljstvo izhaja iz sodelovanja že v manjših igrah na srečo ne glede na to, ali na koncu zmagajo ali izgubijo (Beal, Goyen & Phillips, 2005). V primeru družbeno odgovornih naložb je koristnost, ki jo pridobi etični vlagatelj, neodvisna od izida naložbe. Model užitka zaradi sodelovanja predstavlja preference vlagateljev, kjer je cilj vlagatelja doseči zadovoljstvo, ko je označen za etičnega vlagatelja (Beal, Goyen & Phillips, 2005). To potrjujeta tudi Riedl in Smeets (2017), ki ugotavljata, da signaliziranje družbi spodbuja odločitev za družbeno odgovorno naložbo. Pri tem sta vložni delež in uspešnost portfelja manj pomembna, saj nihče ne vidi vlagateljevega portfelja. Pomembno je, da vlagatelj lahko govori o svoji družbeno odgovorni naložbi in s signaliziranjem izboljša svojo družbeno podobo.

Slika 8 prikazuje koristnost etičnega vlagatelja, ki vloži znesek  $W_0$  in tekom igre zmaga ( $W_2$ ) ali izgubi ( $W_1$ ) za naložbo, ki jo zaznava kot etično in naložbo, ki jo zaznava kot neetično.

V primeru neetične naložbe bo imel vlagatelj, tudi če mu naložba prinese finančni donos, manjšo koristnost, kot jo ima v primeru, da ne bi vložil. Neetična naložba etičnemu vlagatelju prinaša negativno koristnost in zmanjša finančni donos, ki ga z vlaganjem pridobi. V primeru naložbe, ki jo vlagatelj dojema kot etično, je koristnost sodelovanja pozitivna in koristnost finančnega donosa še povečuje (Beal, Goyen & Phillips, 2005).

Slika 8: Funkcija koristnosti etičnega vlagatelja



Prirejeno po Beal, Goyen & Phillips (2005).

Na koristnost vlagatelja vpliva znesek, ki ga vlagatelj lahko dobi oziroma izgubi (Beal, Goyen & Phillips, 2005). Če se vrednost zmanjšuje in se  $W_1$  in  $W_2$  premikata navznoter in približata  $W_0$ , se pričakovana koristnost etične naložbe povečuje. To pomeni, da etični vlagatelj doživlja več koristnosti, ko je manj denarja na kocki.

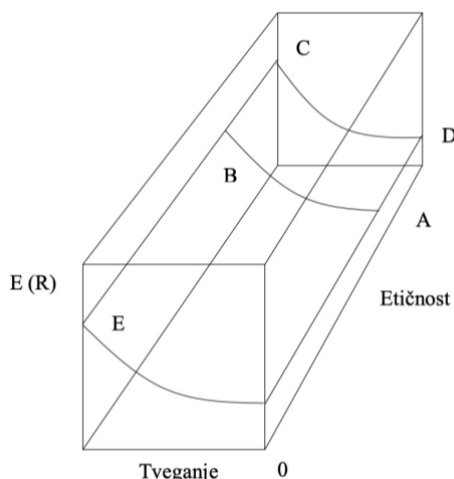
Drugič, ocenjevanju koristnosti etične naložbe po ekonomski teoriji je pričakovanemu donosu in tveganju dodana še tretja komponenta, t.j. stopnja etičnosti. V funkciji koristnosti (angl. utility –  $U$ ), ki jo prikazuje enačba (1) višji pričakovan donos (angl. expected return –  $E_R$ ) povečuje, višje tveganje (angl. risk –  $\sigma_R$ ) zmanjšuje in višja stopnja etičnosti naložbe (angl. degree of ethicalness –  $e$ ) povečuje koristnost (Beal, Goyen & Phillips, 2005).

$$U = f(E_R, \sigma_R, e) \quad (1)$$

Na podlagi treh atributov, in sicer donosa, variance in družbene odgovornosti podjetja (angl. corporate social responsibility), so Nakai, Honda, Nishino in Takeuchi (2018) ocenjevali funkcijo koristnosti vlagateljev. V raziskavi so respondenti izbirali med tremi alternativnimi naložbami glede na omenjene attribute. Atribut družbene odgovornosti podjetij so avtorji določili glede na znesek denarja, ki ga je podjetje podarilo nevladni organizaciji. Višji znesek donacije podjetja pomeni večji trud, ki ga podjetje usmeri v okoljska ali družbena vprašanja in povečuje koristnost vlagatelja. Ugotovili so, da vlagatelji, ki lahko izberejo projekt za dejavnost družbene odgovornosti podjetij, zaznavajo bistveno višjo koristnost.

Slika 9 prikazuje indiferenčno ravnino, ki vključuje vse tri komponente – pričakovan donos, tveganje in stopnjo etičnosti – in kompromise med komponentami različnih vlagateljev. To pomeni, da v primerjavi s tradicionalnim vlagateljem etični za višje tveganje ni pripravljen sprejeti zgolj višjega pričakovanega donosa, ampak upošteva tudi stopnjo etičnosti. Za višjo stopnjo etičnosti se bo pripravljen odpovedati pričakovanemu donosu (Beal, Goyen & Phillips, 2005).

*Slika 9: Indiferenčna ravnina različnih kombinacij naložb*



*Prirejeno po Beal, Goyen & Phillips (2005).*

Po drugi strani pa Nakai, Honda, Nishino in Takeuchi (2018) opozarjajo, da čeprav se vlagatelj odloči za vlaganje v podjetje, ki donira, (t.j. družbeno odgovorno podjetje) se njegov možni donos ne zmanjša za znesek donacije, kar pomeni, da družbeno odgovorna naložba ni nujno manj donosna.

Obstajajo različni tipi vlagateljev, ki na različen način sprejemajo odločitev (Beal, Goyen & Phillips, 2005):

- Tradicionalni vlagatelj, ki ga etičnost ne zanima, bo izbral naložbo na indiferenčni krivulji (0, E) glede na tveganje in pričakovan donos.
- Vlagatelj, ki želi dosežati minimalno stopnjo etičnosti (A), bo izbral na indiferenčni krivulji (A, B).
- Tretjemu vlagatelju, ki si želi dosežati vsaj minimalno stopnjo etičnosti, indiferenčna ravnina predstavlja območje (A, B, C, D).

Težava modela je, da funkcija koristnosti prikazuje zgolj primerjavo naložb, ki vlagatelju prinaša višjo oziroma nižjo koristnost. Ni pa mogoče s to metodo kvantificirati etičnosti naložbe (Beal, Goyen & Phillips, 2005). Potrošnikove preference razvrščamo ordinalno, kar pomeni, da lahko ocenimo, katera naložba potrošniku prinese višje zadovoljstvo, ne vemo pa, za koliko se naložbene priložnosti med seboj razlikujejo (Prašnikar & Domadenik, 2007).

V ta namen se je potrebno odmakniti od tradicionalne ekonomske teorije in uporabiti novo metodo raziskovanja sreče. Za razliko od koristnosti odločitve (angl. decision utility), Kahneman, Wakker in Sarin (1997) predpostavljajo koristnost izkušnje (angl. experienced utility), ki se nanaša na zadovoljstvo, ki ga potrošnik zazna med določeno aktivnostjo. Za ocenjevanje koristnosti vlagatelja je boljša, ker jo je mogoče izmeriti, kar v prejšnjih dveh primerih, kjer je bila uporabljena koristnost odločitve, ni bilo mogoče. Kot merilo se uporablja čustvena izkušnja, ki meri dobro počutje, ki ga posameznik doživi med določeno izkušnjo. Psihologi v ta namen uporabljajo metodo vzorčenja izkušenj (angl. experience sampling method), v kateri posamezniki v naključnih časih v dnevu zapisujejo, kaj delajo, kako se pri tem počutijo in opredelijo intenzivnost občutij. Neto čustvena izkušnja se opredeli kot povprečje pozitivnih občutij minus povprečje negativnih občutij za posameznike, ki se ukvarjajo z vsako dejavnostjo.

Beal, Goyen in Phillips (2005) neto čustveno izkušnjo prenašajo na področje družbeno odgovornih naložb, ki meri užitek med naložbeno dejavnostjo. Koristnost užitka ( $u$ ) je enaka vsoti produkta obdobja in neto čustvene izkušnje, kakor je prikazano v enačbi (2). V enačbi je  $h_{ij}$  čas, ko je posameznik ( $i$ ) vključen v določeno dejavnost ( $j$ ) in  $\mu_{ij}$  neto čustvena izkušnja dejavnosti  $j$ .

$$u_i = \sum_j h_{ij} \mu_{ij} \quad (2)$$

Vlagatelj, ki ima v lasti družbeno odgovorno naložbo, vrednoti tako finančne kot nefinančne dejavnike (Beal, Goyen & Phillips, 2005; Døskeland in Pedersen, 2016; Riedl in Smeets, 2017; Døskeland in Pedersen, 2019). To pomeni, da je koristnosti užitka potrebno dodati tudi elementa tradicionalnega vrednotenja, t.j. pričakovan donos in tveganje. Enačba (3) prikazuje skupno koristnost ( $U$ ), kjer je prvemu delu koristnosti užitka dodana koristnost, ki izhaja iz pričakovanega donosa ( $E_R$ ) in tveganja ( $\sigma_R^2$ ). Glede na cilje vlagatelja pride do prilagoditve enačbe:

- etičnemu vlagatelju, ki ga tveganje in donos ne zanimata, koristnost predstavlja zgolj prvi del enačbe oz. je enaka enačbi (2),
- tradicionalnemu vlagatelju, ki ga etičnost ne zanima, koristnost predstavlja zgolj drugi del enačbe (3), ker je njegova koristnost užitka enaka 0,
- ostali vlagatelji bodo v koristnosti upoštevali užitek, tveganje in donos, kakor prikazuje spodnja enačba (3).

$$U_i = \sum_j h_{ij} \mu_{ij} + [(1 + b)E_R + bE_R^2 + c\sigma_R^2] \quad (3)$$

Poenostavljeno enačbo definirata Levitt in List (2007), prikazano v enačbi (4), ki koristnost deli na moralno in premoženjsko komponento. Posamezni vlagatelj ( $i$ ) se pri maksimiranju uporabnosti sooča z izbiro enega samega dejanja ( $a$ ). Izbira dejanja ( $a$ ) vpliva na koristnost po dveh kanalih. Prvi učinek je na posameznikovo bogastvo ( $W_i$ ), drugi pa na nedenarni



moralni strošek ali korist ( $M_i$ ), ki je povezan z dejanjem. Koristnost je tako odvisna dejanja ( $a$ ), vložka ( $v$ ), družbenih norm ( $n$ ) in obsega pregleda dejanja ( $s$ ).

$$U_i(a, v, n, s) = W_i(a, v) + M_i(a, v, n, s) \quad (4)$$

Vključevanje vrednostnih papirjev z visokimi ESG rezultati je mogoče razložiti s pridobitvijo dodatne koristnosti za vlagatelja, po drugi strani pa vlagatelj izgubi koristnost, če ima delnice z negativnim vplivom (angl. sin stocks) (Nakai, Honda, Nishino & Takeuchi, 2018). ESG dejavnike je zato potrebno vključiti v vrednotenje portfelja.

## 4.2 Vključevanje ESG dejavnikov v ocenjevanje portfelja

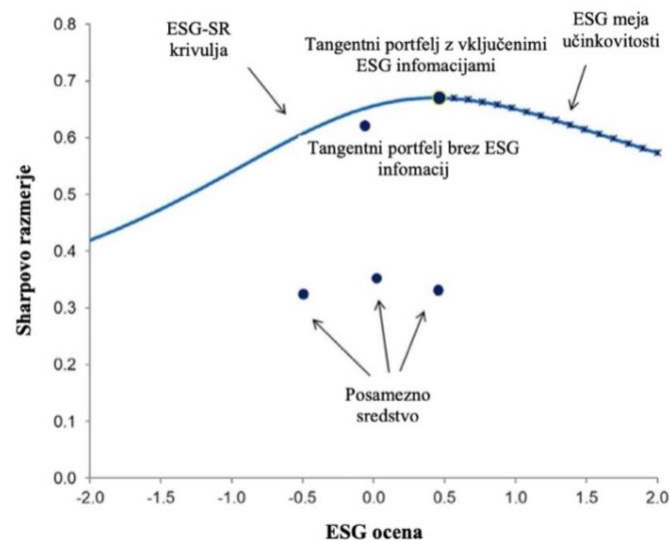
Po mnenju analitikov pri BlackRocku trgi trajnosti ne cenijo ustrezno. Vlagatelji namenjajo vse več denarja v trajnostne sklade, zato bi se morala vrednost podjetij, ki dobro delujejo glede na ESG merila, postopoma povečevati, tistim, ki ne, pa bi vrednost morala padati (Nauman, 2020). BlackRock v svojem poročilu nakazuje, da so trgi daleč od popolnega oblikovanja cen zaradi dolgoročnih posledic spreminjanja odnosa do trajnosti. Finančni trgi običajno dalj časa premalo cenijo strukturne premike. Družba bo v prihodnosti veliko bolj skrbela za trajnost kot v preteklosti, saj bo velika količina denarja vložena v trajnostna podjetja tudi zaradi vpliva, ki ga imajo ESG naložbe na tradicionalne vlagatelje. Berk in van Binsbergen (2021) ugotavljata, da ko družbeno in okoljsko naravnani vlagatelj prodaja neetične delnice, se tradicionalni vlagatelj, ki ima vse delnice ('čiste' in 'umazane') premakne iz zanj najbolj učinkovitega portfelja. Ker družbeno in okoljsko naravnani vlagatelji kupujejo več 'čistih' delnic, teh ostane manj za tradicionalne vlagatelje, ki morajo kupiti več 'umazanih' delnic (t.j. tistih, ki jih družbeno in okoljsko naravnani vlagatelji ne želijo) in na ta način ne dosežajo tržnega portfelja.

Kljub temu pa obstaja malo navodil in usmeritev, kako ESG dejavnike vključiti v ocenjevanje portfelja. Tradicionalna ekonomska teorija, kot jo je opredelil Markowitz (1952), upošteva zgolj dva dejavnika, ki vplivata na naložbene odločitve, to sta tveganje in pričakovani donos. Po teoriji vlagatelj učinkovita razmerja ugotavlja na podlagi teorije modela določanja cen dolgoročnih naložb (angl. Capital asset pricing model – CAPM), tveganje je sestavni del višje nagrade (Schoenmaker & Schramade, 2019). Toda težavo predstavlja ozek pogled na finančni komponenti. Meja učinkovitosti (angl. efficient frontier) temelji izključno na volatiliteti preteklih donosov delnic in prikazuje naložbene priložnosti zgolj na podlagi dveh finančnih komponent, t.j. tveganja in donosa. Vsaka točka na krivulji je optimalna in za vsako raven tveganja prinaša najvišji pričakovani donos (Prohaska, 1999). Glede na raznolike preference vlagatelji, ki so lahko tveganju bolj ali manj naklonjeni, pri izbiri premoženja upoštevajo individualno koristnost, ki jo določa vlagateljev odnos do tveganja in donosa. Vendar pa model ne upošteva družbene in okoljske razsežnosti in ne zajame nujno temeljnih tveganj podjetij v portfelju (Schoenmaker & Schramade, 2019). Ker vlagatelji, kadar izbirajo družbeno odgovorno naložbo, upoštevajo tudi vpliv, ki ga ima naložba na okolje in družbo, je v ocenjevanje portfelja potrebno umestiti tudi ESG dejavnike.

Integracijo dejavnikov ESG v modele optimizacije portfelja so Utz, Wimmer, Hirschberger in Steuer (2014) predstavili z razširitvijo Markowitzvega (1952) pristopa, tako da vključijo tretje, nefinančno merilo. Učinkoviti portfelji so nato vezani na tveganje, pričakovani donos in ESG oceno. Pedersen, Fitzgibbons in Pomorski (2019) so predstavili novo, razširjeno različico meje učinkovitosti, kjer aktivno vključujejo ESG komponente. Vlagateljevo odločitev tako olajšajo s kompromisom med Sharpovim razmerjem in ESG aktivnostjo naložbe. Sharpovo razmerje meri razmerje med donosom in tveganjem, ki jo zagotavlja portfelj. Višja vrednost predstavlja boljše naložbeno priložnost in jo bo izbral optimalni vlagatelj (Berk & DeMarzo, 2017). ESG ocena pa je zasnovana za merjenje odpornosti podjetja na dolgoročna ESG tveganja, pomembna v panogi (MSCI, brez datuma). Odločitev odgovornega vlagatelja je mogoče prikazati z ESG mejo učinkovitosti (angl. ESG efficient frontier).

Grafično ponazorjen nabor naložbenih priložnosti je prikazan na sliki 10. Pedersen, Fitzgibbons in Pomorski (2019) v raziskavi za vsako raven ESG izračunajo najvišje dosegljivo Sharpovo razmerje in kombinacijo teh dveh komponent prikažejo kot ESG mejo učinkovitosti.

Slika 10: ESG meja učinkovitosti



Prirejeno po Pedersen, Fitzgibbons & Pomorski (2019).

ESG meja učinkovitosti ponazarja naložbene priložnosti, ki upoštevajo tveganje, donos in skrb za ESG neodvisno od preferenc vlagatelja. Vlagatelj nato izbere portfelj na krivulji. V raziskavi opredelijo tri tipe vlagateljev glede na motiv, ki ga ti želijo optimizirati (Pedersen, Fitzgibbons & Pomorski, 2019):

- Tip U se ne zaveda ESG komponente (angl. ESG unaware) in želi maksimirati samo svojo koristnost glede na sodobno teorijo portfelja, ki je predstavljena kot funkcija pričakovane stopnje donosa in tveganja (Berk & DeMarzo, 2017). Vlagatelj zato izbere

portfelj, ki se nahaja pod krivuljo ESG meje učinkovitosti. Ta vlagatelj ni optimalen iz vidika ESG naložb, saj ne izkoristi vseh informacij in bi lahko izboljšal obe komponenti, t.j. ESG aktivnost naložbe in Sharpovo razmerje, ne da bi moral zmanjšati drugo.

- Tip A, ki se zaveda ESG komponente (angl. ESG aware), ima preference glede povprečne variance, vendar se zaveda tudi ESG rezultatov in jih uporablja za posodobitev svojih prepričanj o tveganju in donosnosti. Tak vlagatelj bo vedno izbral najvišje dosegljivo Sharpovo razmerje, ki je na grafu prikazano v točki tangenta portfelja glede na ESG informacije.
- Tip M, ki je motiviran za doseganje ESG rezultatov (angl. ESG motivated), aktivno išče portfelje, ki vključujejo visoke ESG rezultate in jim daje prednost. Vlagatelji iščejo optimalen kompromis med nizkim tveganjem, visokim ESG rezultatom in visokim pričakovanim donosom. Izberejo portfelj, ki se nahaja na učinkoviti krivulji in desno od točke tangenta portfelja, ki jo izbira tip A, saj želijo izboljšati ESG vpliv svoje naložbe. ESG motivirani vlagatelji pridobivajo koristnost iz višjih ESG rezultatov.

Sodobna teorija portfelja tangenta portfelj definira kot tisti, ki ima najvišje Sharpovo razmerje (Prohaska, 1999). Njegova ESG ocena in Sharpovo razmerje definirata vrh krivulje. Pedersen, Fitzgibbons in Pomorski (2019) analizirajo, kakšen vpliv ima zvišanje ali znižanje ravni ESG na gradnjo portfelja. Sprememba ESG rezultata (zvišanje ali znižanje) v točki tangenta portfelja zniža najvišje dosegljivo Sharpovo razmerje, ki ga vlagatelj lahko doseže, zato je krivulja v obliki grbe. Prav tako so ugotovili, da majhno povečanje ESG vodi le do majhnega zmanjšanja Sharpovega razmerja, kar pomeni, da je mogoče etične cilje doseči z majhnimi stroški.

ESG meja učinkovitosti bo vedno bolj uporabno orodje pri odločanju o portfelju in vlagateljem, ki se odločajo za družbeno odgovorne naložbene priložnosti, prinaša prednosti in olajša odločanje. ESG informacije je namreč mogoče količinsko opredeliti kot posledično povečanje največjega Sharpovega razmerja (glede na mejo učinkovitosti, ki temelji samo na informacijah, ki niso ESG). Po drugi strani pa ESG model količinsko opredeljuje padec Sharpovega razmerja, ko vlagatelj izbere portfelj z boljšimi značilnostmi ESG kot portfelj z največjim Sharpovim razmerjem. Model, ki ga predstavljajo Pedersen, Fitzgibbons in Pomorski (2019), vlagateljem tako omogoča, da si izračunajo pričakovane donose, prilagojene ESG ocenam v smislu, da se pričakovani presežni donos vsake delnice poveča, če je njena ocena ESG nad zeleno povprečno oceno, v nasprotnem primeru se zniža. Na podlagi osebnih preferenc vlagatelji izberejo naložbo, ki ustreza posameznikovemu pričakovanemu Sharpovemu razmerju in ESG oceni.

Strategije izogibanja neetičnim naložbam nimajo zadostnega učinka in zato preko višjih stroškov kapitala ne bodo bistveno vplivale na prihodnost (Berk & van Binsbergen, 2021). Na podlagi rezultatov predlagajo, da bi morali družbeno zavedni vlagatelji namesto izogibanja netrajnostnim naložbam raje vlagati in uveljavljati svoje pravice nadzora za spremembo korporativne politike, da bi dosegli dolgoročni učinek.

## **5 METODOLOGIJA EMPIRIČNE RAZISKAVE**

### **5.1 Raziskovalna vprašanja**

Z namenom dopolnjevanja preteklih raziskav, da bi ugotovila, zakaj se vlagatelji odločajo za družbeno odgovorne naložbe in kateri nefinančni motivi jih pri odločitvi vodijo, sem izvedla primarno raziskavo. Na podlagi obstoječe literature sem opredelila motive, ki vplivajo na odločitev vlagateljev za družbeno odgovorno naložbo. V empiričnem delu magistrskega dela ugotavljam, kakšno vedenje je značilno za slovenske vlagatelje in kateri motivi jih vodijo pri odločitvi za družbeno odgovorno naložbo. Iz tega izhajajo naslednja raziskovalna vprašanja:

- Kako je vlagateljem pomembna družbena odgovornost naložbe, ko se odločajo, kam bodo namenili svoja sredstva?
- Ali imajo vlagatelji, ki vlagajo družbeno odgovorno, dovolj nefinančnih informacij in ali so jim pomembna nefinančna poročila podjetij za pridobitev podatkov o trajnosti naložb, da bi lažje sprejeli naložbeno odločitev?
- Ali pomemben motiv za družbeno odgovorno vlaganje predstavlja vpliv, ki ga naložba naredi na družbo in okolje?
- Ali so vlagatelji v družbeno odgovorno naložbo altruisti in sledijo svojim osebnim vrednotam ter z naložbo zadovoljijo potrebo po samouresničevanju?
- Kako na odločitev za družbeno odgovorno vlaganje vpliva potreba po ugledu oziroma ali se vlagatelji za to odločajo, ker s takšnim vedenjem vplivajo na svoj družbeni status?

### **5.2 Vprašalnik**

Primarne podatke sem zbirala s pomočjo vprašalnika, pripravljenega v spletni obliki na spletni strani lka.si. Vprašalnik je sestavljen iz treh delov, ki sledijo raziskovalnim vprašanjem. Vprašalnik se nahaja v Prilogi 1.

Prvi del vprašalnika je namenjen raziskovanju odnosa do družbene odgovornosti. Ugotavljam, kakšen pomen dajejo vlagatelji finančnim in kakšen nefinančnim dejavnikom pri vlaganju. Pri tem sem sledila Ajznovi (1991) teoriji načrtovanega vedenja (ang. theory of planned behaviour), ki se je izkazala za uporabno pri razlagi vedenja posameznika za okoljske tematike. Za raziskavo okolju prijaznega vedenja predvideva preverjanja zanimanja, ki mu sledi posredno vprašanje o nameri. V zvezi s trajnostjo se teorija načrtovanega vedenja uporablja za razumevanje dejavnikov vedenja posameznika v kontekstu različnih situacij, na primer preferenc za zmanjšanje onesnaževanja, neetičnega vedenja ipd. (Paetzold & Busch, 2014). Z več trditvami preverjam, kako vlagatelji upoštevajo trajnost pri vlaganju.

V drugem sklopu prvega dela ugotavljam, kako so vlagateljem pomembne nefinančne informacije pri odločanju za družbeno odgovorno naložbo. Pri tem uporabljam 5-stopenjsko Likertovo lestvico strinjanja na več trditev o stališčih, ki meri, kako močno se posameznik strinja s trditvijo (Saunders, Lewis & Thornhill, 2016). 1 pomeni "se sploh ne strinjam" in 5 "se popolnoma strinjam".

V drugem delu vprašalnika preverjam dejansko vlaganje v družbeno odgovorne naložbe. Za pridobitev podatkov o vedenju, sprašujem po konkretnem izkušnji (Saunders, Lewis & Thornhill, 2016). Vprašanje "Ali v vašem portfelju vsaj ena naložba predstavlja družbeno odgovoren naložbeni produkt, npr. zeleni sklad, zelene obveznice, delnice podjetij z etičnimi kriteriji ipd.?" predstavlja filter vprašanje, ki označuje tiste respondente, za katere naslednja vprašanja ne veljajo, zato se jim ne prikažejo (Saunders, Lewis & Thornhill, 2016). Zgolj respondenti, ki imajo vsaj eno družbeno odgovorno naložbo, nadaljujejo z vprašalnikom.

Tretji del vprašalnika je namenjen raziskavi motivov za družbeno odgovorno naložbo. Najprej predstavim možne motive za družbeno odgovorno naložbo. To so:

- finančni motivi in diverzifikacija,
- motivi usmerjeni v ustvarjanje pozitivne spremembe v družbi in okolju,
- osebni motivi,
- motivi družbenega ugleda in statusa,
- priporočilo finančnega svetovalca.

Vprašanja se respondentom prikažejo v naključnem vrstnem redu, s čimer se želim izogniti pristranskost odgovorov (angl. response bias), da bi večina izbrala prvi odgovor (Saunders, Lewis & Thornhill, 2016). Z vprašanjem ugotavljam, kateri motiv je vlagateljem najpomembnejši in kateri še vplivajo na njihovo odločitev pri vlaganju. Nadaljevanje je razdeljeno v tri sklope.

V prvem sklopu preverjam vpliv motiva, usmerjenega v ustvarjanje spremembe v družbi, z uporabo 5-stopenjske Likertove lestvice strinjanja s stališčem. Vpliv aktivizma preverjam s pomenom sodelovanja z ostalimi vlagatelji. Ker gre za družbeno zaželeno tematiko, vprašalnik vključuje tudi dobrodelno aktivnost vlagateljev, saj kot sta ugotovila Riedl in Smeets (2017), je dobrodelnost pozitivno povezana z vlaganjem v družbeno odgovorno naložbo. To pomeni, da dobrodelna aktivnost kaže večjo verjetnost za družbeno odgovorno naložbo.

Drugi sklop je namenjen raziskavi osebnih motivov in pomena sledenja osebnim vrednotam pri vlaganju v družbeno odgovorno naložbo. Vpliv altruizma preverjam po zgledu raziskav Nakai, Honda, Nishino in Takeuchi (2018) in Riedl in Smeets (2017). Uporabim igro zaupanja, kaj posameznik naredi z denarjem, ki se mu tekom igre potroji, natančneje kakšen delež obdrži. Večji delež kot vrne, večji je nivo altruizma. Nasprotno, v primeru, da

posameznik ves denar obdrži, je označen za egoista, ki ga ne vodi motiv izpolnjevanja osebnih vrednot.

V tretjem sklopu preverjam, kako referenčne skupine vplivajo na odločitev za družbeno odgovorno naložbo. Motiv preverjam s 5-stopenjsko Likertovo lestvico na štiri trditve. Riedl in Smeets (2017) za testiranje vpliva signaliziranja družbi uporabljata spremenljivko govorjenja o svoji naložbi z drugimi. Če vlagatelj govori o svoji naložbi, ga vodi vpliv, kaj si družina in prijatelji mislijo o njegovi naložbi.

V zadnjem delu preverjam vpliv demografskih podatkov na družbeno odgovorno aktivnost vlagateljev. Raziskavi 2<sup>o</sup> Investing Initiative (2020) in Morgan Stanley (2021) ugotavljata, da spol in starost vplivata na zanimanje vlagateljev, da sredstva namenijo v družbeno odgovorno naložbo. Vključila sem tudi spremenljivko, ali je vlagatelj kadilec, da bom ugotovila, če kajenje vpliva na družbeno odgovorno vlaganje.

Vsa vprašanja so zaprtega tipa, kar respondentom omogoča hitrejše reševanje in posledično vpliva na večjo verjetnost za odziv na sodelovanje v anketi. Vprašanja niso obvezna, saj sem se želela izogniti, da respondent zapre vprašalnik in preneha s sodelovanjem, če mu prezahtevno ali nanj ne želi odgovoriti. Obvezno je edino vprašanje, ali ima vlagatelj trenutno sredstva v družbeno odgovorni naložbi, saj gre za filter vprašanje, ki je pogoj za sodelovanje v nadaljevanju ankete. Pred objavo sem anketo testirala na treh potencialnih respondentih in na podlagi komentarjev vprašalnik prilagodila, nekatera vprašanja poenostavila in vprašalnik nekoliko skrajšala.

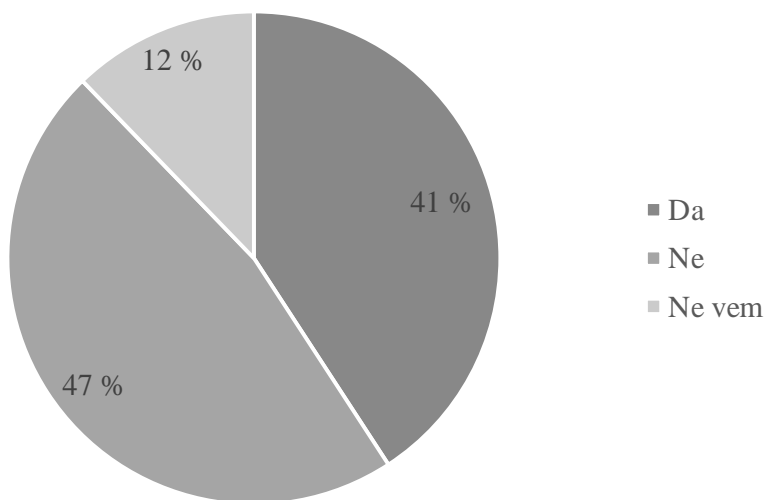
### **5.3 Opis vzorca**

Populacijo predstavljajo zasebni vlagatelji v Sloveniji, zato institucionalni vlagatelji niso vključeni v raziskavo. Zanimanje za družbeno odgovorne naložbe raziskujem med vsemi vlagatelji. V ključni del raziskave motivov pa so vključeni zgolj tisti, ki že imajo družbeno odgovorno naložbo. To preverjam z vprašanjem, ki filtrira vlagatelje z družbeno odgovorno naložbo od tistih, ki je nimajo. Respondenti, ki v svojem portfelju nimajo vsaj ene družbeno odgovorne naložbe, se vprašanja o motivih ne prikažejo in zaključijo z izpolnjevanjem vprašalnika.

Vzorčila sem priložnostno, kar pomeni, da sem izbirala vzorčne enote, ki jih je najlažje dobiti v vzorec in postopek ponavljala, dokler ni bila dosežena želena velikost vzorca (Saunders, Lewis & Thornhill, 2016). Uporabila sem kvantitativno metodo raziskovanja in podatke zbirala z anketnim vprašalnikom. Anketo sem pripravila v spletni obliki in povezavo do vprašalnika respondentom posredovala preko sporočila, elektronske pošte in družbenih omrežij. Vzorčne enote predstavljajo zasebni vlagatelji. Anketa je pripravljena v slovenskem jeziku, saj je bila namenjena slovenskim vlagateljem. Ostali demografski in drugi dejavniki niso predstavljali pogoja za sodelovanje. Anketa je bila aktivna od 15. do 27. junija 2022. Anketni vprašalnik je v celoti izpolnilo 48 respondentov.

Slika 11 prikazuje, da ima 41 % respondentov sredstva vložena v vsaj eno družbeno odgovorno naložbo in so sodelovali v sklopu vprašanj o motivih. 47 % respondentov sredstev nima v družbeno odgovorni naložbi, preostalih 12 % pa ne ve.

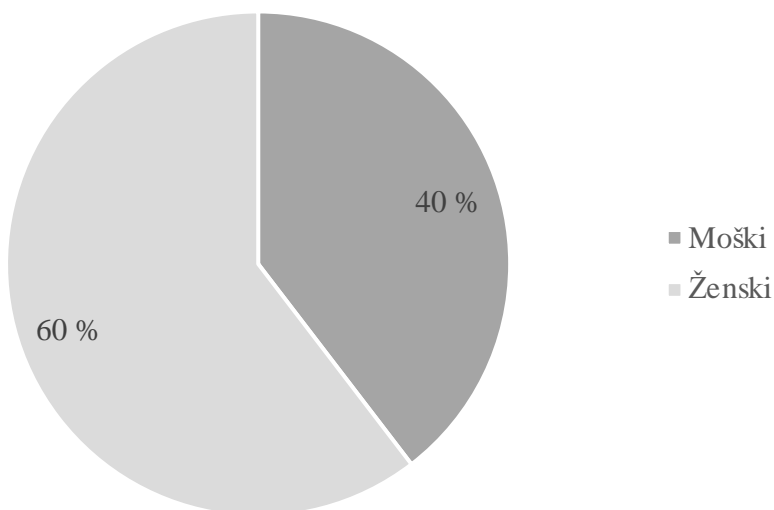
*Slika 11: Struktura vlagateljev, ki imajo družbeno odgovorno naložbo*



*Vir: lastno delo.*

Slika 12 prikazuje razmerje respondentov glede na spol. Sodelovalo je več žensk, 60 %. Delež moških je 40 %.

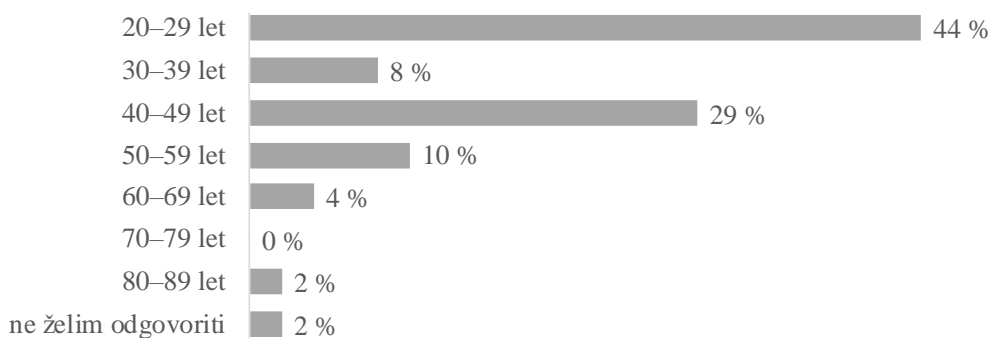
*Slika 12: Struktura vzorca po spolu*



*Vir: lastno delo.*

Starost respondentov se giblje med 21 in 83 let. Povprečna starost je 37,8 leta. Slika 13 prikazuje, da je največ respondentov v starostni skupini 20–29 let in 40–49 let.

Slika 13: Struktura vzorca po starosti



Vir: lastno delo.

## 6 REZULTATI IN DISKUSIJA

### 6.1 Opisne statistike

Pri analizi sem obdržala nepopolno rešene vprašalnike in neodgovorjena vprašanja označila z manjkajočo vrednostjo. Opisnim spremenljivkam sem izračunala frekvenčno porazdelitev, številskim spremenljivkam pa povprečje in standardni odklon. Priloga 2 prikazuje frekvence in deleže odgovorov na posamezna vprašanja.

V uvodnem vprašanju sem respondente pripravila na tematiko in jih vprašala o naložbenih panogah, ki jih zanimajo. Na podlagi vzorčnih podatkov sem ugotovila, da respondente med naložbami najbolj zanimajo nepremičnine (45 %), sledijo energetika, farmacevtska in visokotehnološka panoga s tretjino respondentov. Tabela s frekvencami in deleži je prikazana v prilogi 2.

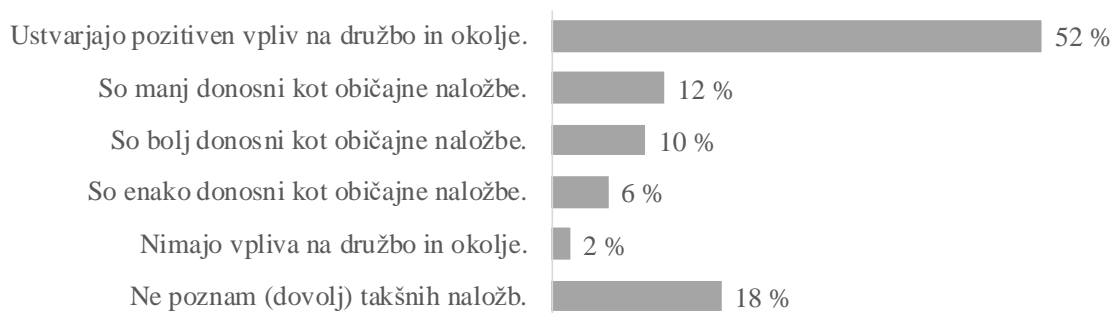
#### 6.1.1 Zanimanje za družbeno odgovorno vlaganje

V prvem delu vprašalnika sem ugotavljala odnos vlagateljev do družbeno odgovornega vlaganja. Respondenti so pri štirih vprašanjih vrednotili pomen trajnosti in družbene odgovornosti pri naložbenih odločitvah.

Na vprašanje "Kaj menite o vlaganju v finančne produkte, ki upoštevajo okoljska, družbena in upravljalna (ESG) merila?" je več kot polovica respondentov odgovorila, da takšni finančni produkti ustvarjajo pozitiven vpliv na družbo in okolje, kot je prikazano na sliki 14. Približno vsak deseti meni, da so družbeno odgovorni naložbeni produkti manj donosni kot običajne naložbe oziroma da so bolj donosni. Petina respondentov družbeno odgovornih naložb ne pozna (dovolj).



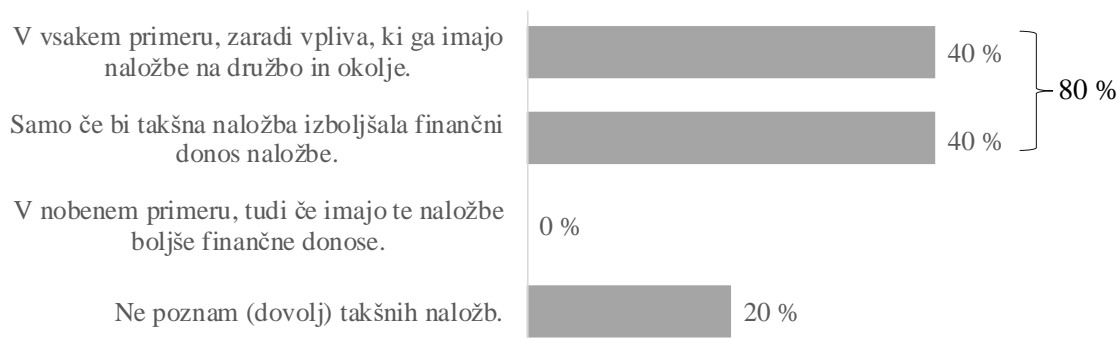
Slika 14: Deleži mnenja o vlaganju v družbeno odgovorne naložbe



Vir: lastno delo.

Namero za vlaganje v družbeno odgovorne naložbe sem preverjala z vprašanjem "V katerem primeru bi bili pripravljene vlagati v finančne produkte, ki upoštevajo okoljska, družbena in upravljalna (ESG) merila?". Slika 15 kaže, da je 80 % respondentov zainteresiranih za vlaganje v družbeno odgovorne naložbene produkte – 40 % je tistih, ki bi vložili vedno zaradi vpliva, ki ga ima naložba na družbo in okolje, 40 % pa le, če bi naložba izboljšala finančne rezultate. Petina respondentov ne pozna (dovolj) takšnih naložb.

Slika 15: Deleži vlagateljev, ki bi bili pripravljene vlagati v družbeno odgovorne naložbe



Vir: lastno delo.

Z vprašanjem "Če bi vlagali v družbeno odgovorne naložbe ali investicijske sklade, v kolikšni meri bi pri odločitvi dali pomen potencialni donosnosti naložbe v primerjavi s pozitivnim družbenim, okoljskim in upravljalnim (ESG) vplivom, ki bi ga lahko imela naložba?" sem preverjala, kateri dejavnik – finančni ali nefinančni – je vlagateljem pomembnejši pri naložbeni odločitvi. Odgovori se gibljejo med 1 in 10, kjer 1 pomeni, da vlagatelj upošteva samo finančno donosnost in 10, da upošteva samo vpliv naložbe na družbo in okolje. Povprečje je 6,0 in standardni odklon 2,2. Na podlagi vzorčnih podatkov sklepam, da v povprečju vlagatelji pri odločitvi za naložbo 60 % odstotkov upoštevajo nefinančne dejavnike in 40 % finančne.

Odnos do trajnosti sem preverila še s stališčem do trditve "Ko vlagam svoj denar, me skrbi vpliv naložbe na družbo in okolje." Na 5-stopenjski Likertovi lestvici 1 pomeni "se sploh ne

strinjam” in 5 ”se popolnoma strinjam”. Povprečje trditve je 3,4 in standardni odklon, ki meri razpršenost vrednosti podatkov od povprečja (Saunders, Lewis & Thornhill, 2016), pa 0,9.

### 6.1.2 Pomen nefinančnih informacij

Drugi sklop prvega dela je namenjen raziskavi pomena in dostopnosti informacij o trajnosti, kar sem ugotavljala s tremi vprašanji. V povprečju so respondenti nevtralni do trditve, ali pogledajo poročilo o trajnosti svoje naložbe, vendar pa se rezultati med respondenti razlikujejo, saj je standardni odklon 1,1. Kakor je razvidno v tabeli 2, je precej višje povprečje na trditev, ali so podjetja dolžna poročati o trajnosti, saj se v povprečju respondenti strinjajo s trditvijo (povprečje 4,0). Trditev ima tudi nižjo razpršenost, in sicer je standardni odklon 0,9.

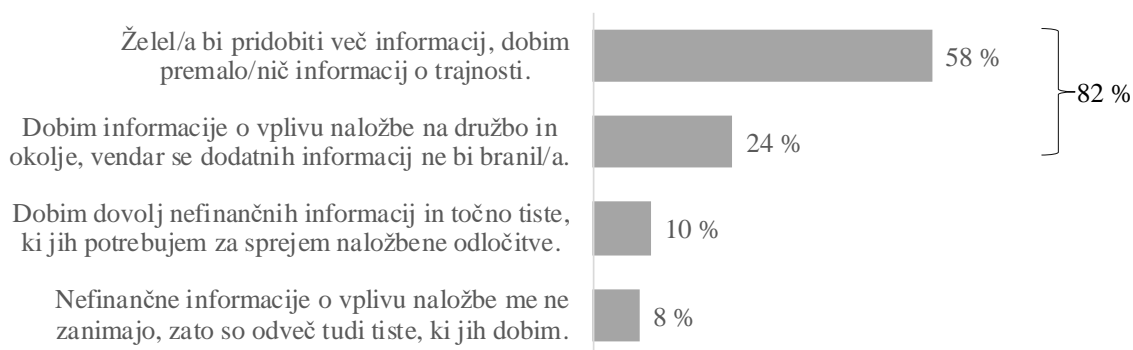
*Tabela 2: Prikaz povprečij in standardnih odklonov na trditve o informacijah o trajnosti*

Trditev	Povprečje	Standardni odklon
Pri odločanju za naložbo pogledam trajnostna poročila podjetij, da preverim, kako naložba zasleduje cilje zaščite človekovih pravic, boja proti podnebnim spremembam, zaščite živali, enakosti spolov, manjšin, delovnih pogojev ipd.	3,3	1,1
Podjetja bi morala biti dolžna poročati o trajnosti.	4,0	0,9

*Vir: lastno delo.*

Zanimalo me je tudi, ali vlagatelji dobijo dovolj informacij o trajnosti naložbe. Rezultati so pokazali, da 58 % respondentov ne dobi informacij o trajnosti oziroma menijo, da je teh premalo. Dodatno se jih skoraj četrtina ne bi branila dodatnih informacij, kljub temu da jih dobijo. Kot prikazuje slika 16, skupno kar štiri petine respondentov želijo več informacij o trajnosti naložb. Zgolj 8 % jih nefinančne informacije ne zanimajo.

*Slika 16: Deleži vlagateljev, ki dobijo dovolj informacij o trajnosti*



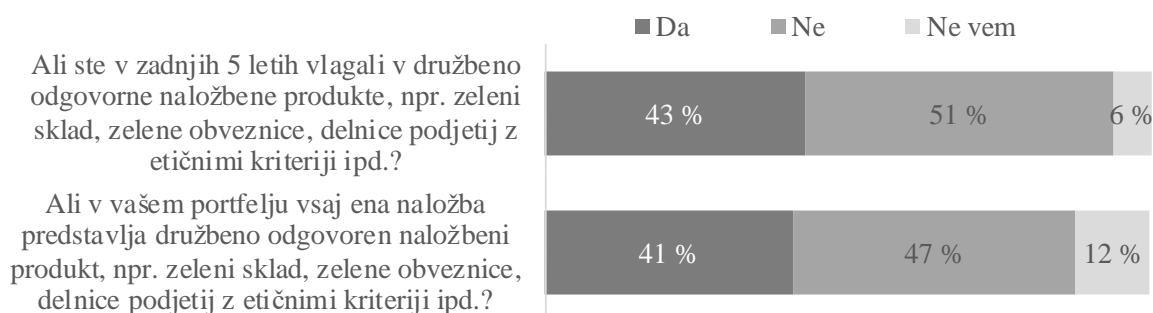
*Vir: lastno delo.*

### 6.1.3 Dejansko vlaganje

Poleg zanimanja sem preverjala tudi dejansko vlaganje v družbeno odgovorne naložbe. Najprej sem preverila vrednost naložbenih sredstev. Skoraj polovica respondentov ima vloženih manj kot 10.000 evrov, dodatna četrtina od 10.000 do 50.000 EUR, desetina 50.000 EUR do 100.000 EUR, preostali imajo več kot 100.000 EUR. Podrobnejša tabela s frekvencami in deleži je prikazana v prilogi 2.

V nadaljevanju sem preverjala, ali imajo vlagatelji sredstva vložena v družbeno odgovorno naložbo. Kot prikazuje slika 17, je v zadnjih petih letih v zeleni sklad, zelene obveznice, delnice z etičnimi kriteriji ipd. vlagalo 43 % respondentov, trenutno jih ima sredstva v vsaj eni takšni naložbi 41 % respondentov. Pritrdilen odgovor na vprašanje je bil pogoj za sodelovanje v nadaljevanju ankete.

Slika 17: Deleži vlagateljev, ki vlagajo oziroma ne vlagajo v družbeno odgovorno naložbo



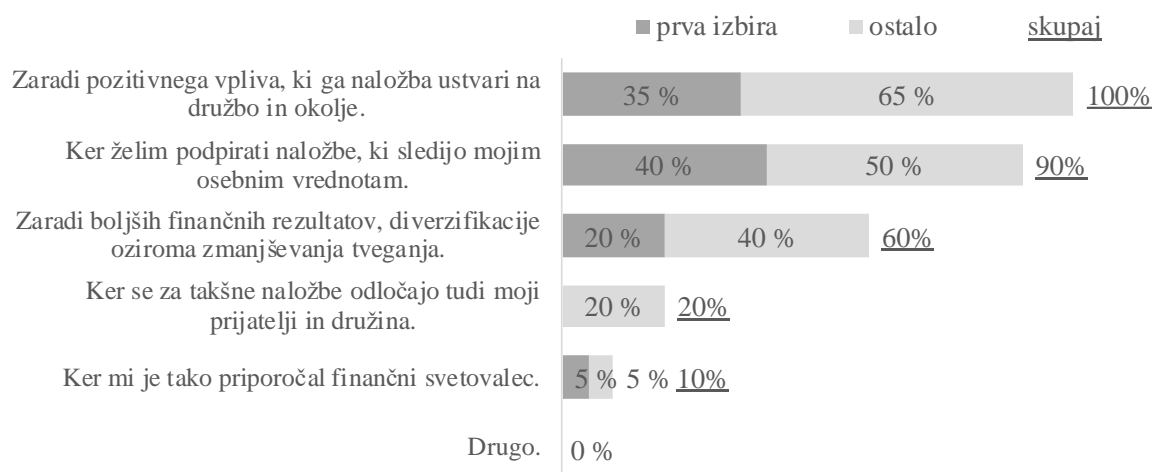
Vir: lastno delo.

Delež sredstev, vloženi v družbeno odgovorne naložbe, se giblje med 2 in 90 %, povprečna vrednost je 24,9 %, standardni odklon 23,0. Mediana je 20, kar pomeni, da ima polovica respondentov manj kot 20 % sredstev v družbeno odgovornih naložbah, polovica pa več kot 20 %.

### 6.1.4 Splošni motivi za vlaganje v družbeno odgovorno naložbo

V tretjem sklopu sem ugotavljala, kateri motivi vlagatelje vodijo do odločitve za družbeno odgovorno naložbo. Najprej sem jih preverjala v skupnem pregledu, ki ga prikazuje slika 18. Pri prvi izbiri respondenti najpogosteje navajajo sledenje osebnim vrednotam (40 %), nižji delež sem zaznala za ustvarjanje pozitivnega vpliva na družbo in okolje (35 %) in zaradi boljših finančnih rezultatov (20 %). V drugem koraku so respondenti izbirali med vsemi podanimi motivi, ki nanje še vplivajo. Najpogosteje so navajali pozitiven vpliv na družbo in okolje, kar ugotavljam, da je najpogostejši skupen motiv. Z 90 % vseh respondentov sledi sledenje osebnim vrednotam. Finančni motiv ima dobra polovica respondentov. Družbeni ugled kot glavni motiv ne vodi nikogar, med ostalimi ga izbere vsak peti.

Slika 18: Motivi, ki vlagatelje vodijo, da se odločijo za družbeno odgovorno naložbo



Vir: lastno delo.

#### 6.1.5 Motiv ustvarjanja pozitivnega vpliva na družbo in okolje

Motiv ustvarjanja pozitivnega vpliva na družbo in okolje sem najprej ugotavljala s strinjanjem na dve trditvi. Večina respondentov se strinja z obema trditvama. Tabela 3 prikazuje, da je povprečje nekoliko višje za trditev "Moja odločitev za odgovorno vlaganje je bila predvsem posledica želje pozitivno prispevati družbi in okolju.", in sicer 4,0, kar pomeni, da se v povprečju respondenti strinjajo. Povprečje sodelovanja z drugimi vlagatelji je 3,6. Obe trditvi imata podoben standardni odklon, in sicer 0,8 oziroma 0,9.

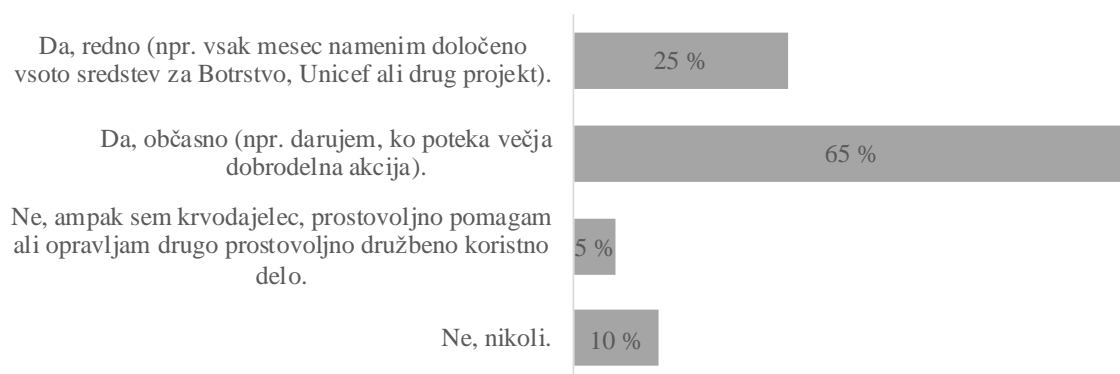
Tabela 3: Prikaz povprečij in standardnih odklonov za trditve o motivu ustvarjanja pozitivnega vpliva na družbo in okolje

Trditev	Povprečje	Standardni odklon
Moja odločitev za odgovorno vlaganje je bila predvsem posledica želje pozitivno prispevati družbi in okolju.	4,0	0,9
Pri odločanju za naložbo sodelujem z drugimi oziroma vlagam v podjetje, ki sodeluje z vlagatelji, saj na ta način lažje vplivamo na podjetje in bolj verjetno dosežemo zelene cilje.	3,6	0,8

Vir: lastno delo.

Slika 19 kaže, da zgolj desetina vlagateljev, ki ima družbeno odgovorno naložbo, nikoli ni udeležena v dobrodelni ali prostovoljni aktivnosti. Največ respondentov v dobrodelne namene daruje občasno. Vsaj občasno je v dobrodelnih aktivnostih udeleženih več 85 % respondentov.

Slika 19: Dobrodelna aktivnost vlagateljev, ki vlagajo v družbeno odgovorno naložbo



Vir: lastno delo.

#### 6.1.6 Osebni motiv

Altruizem vlagateljev sem preverjala z vprašanjem, v katerem se vlagatelj odloči, kaj bi naredil s potrjenim zneskom. Odgovori se gibljejo med 0 EUR, ki predstavlja celoten vrnjen znesek, in 60 EUR, ki predstavlja celoten zadržan znesek. Povprečje je 30,1, kar pomeni, da bi vlagatelji v povprečju obdržali 30 EUR oziroma vrnilo 30 EUR. Standardni odklon je 18,2. Pri ugotavljanju sledenja osebnim vrednotam pri vlaganju je standardni odklon 0,7. Na 5-stopenjski lestvici najnižja vrednost predstavlja 2 in maksimalna 5, kar pomeni, da se nihče od respondentov sploh ne strinja s trditvijo. Povprečje je 4,0 oziroma se respondenti v povprečju strinjajo, da pri odločitvi za naložbo sledijo osebnim vrednotam. Rezultati so prikazani v tabeli 4.

Tabela 4: Prikaz povprečij in standardnih odklonov za trditve o osebnem motivu

Trditve	Povprečje	Standardni odklon	Minimum	Maksimum
Predstavljajte si igro z dvema igralcema. Od drugega igralca, ki ga ne poznate, ste prejeli 20 evrov. Med igro se znesek potroji. Imate možnost, da vrnete ves pridobljeni denar, ga vrnete delno ali ga v celoti obdržite. Koliko denarja bi obdržali?	30,1	18,2	0	60
Pri vlaganju sledim svojim osebnim vrednotam in vložim v naložbo, ki podpira, kar je meni osebno pomembno (npr. zmanjševanje emisij, večja enakopravnost itd.).	4,0	0,7	2	5

Vir: lastno delo.

### 6.1.7 Motivi družbenega ugleda in statusa

Vpliv družbe na odločitev za družbeno odgovorno naložbo sem preverjala s štirimi trditvami. Tabela 5 prikazuje povprečja in standardne odklone za vsako od njih. Trditve imajo primerljive standardne odklone, in sicer med 0,7 in 0,9. Najvišje povprečje ima prva trditev "O naložbah se pogovarjam z drugimi.", povprečje je 4, kar pomeni, da se v povprečju respondenti strinjajo s trditvijo. Nikogar od respondentov ni, ki se sploh ne bi strinjal s trditvijo. Ostale tri trditve imajo najvišjo vrednost 4, kar pomeni, da se nihče ne strinja popolnoma. Povprečje trditev, v katerih respondenti ocenjujejo, da "se dobro počutijo, ko vlagajo v finančne produkte, ki jih podpirajo prijatelji in družina" in da "družina in prijatelji menijo, da je trajnost pomembna pri vlaganju denarja." je 3,5 oziroma 3,6. Najnižje povprečje ima trditev "Moja družina in prijatelji bi imeli boljše mnenje o meni, če bi vlagal/a bolj trajnostno.", in sicer 2,7.

*Tabela 5: Prikaz povprečij in standardnih odklonov za trditve o družbenem motivu*

	Povprečje	Standardni odklon	Minimum	Maksimum
O naložbah se pogovarjam z drugimi.	4,0	0,7	2	5
Dobro se počutim, ko vlagam v finančne produkte, ki jih podpirajo moji prijatelji in družina.	3,5	0,8	1	4
Moja družina in prijatelji menijo, da je trajnost pomembna pri vlaganju denarja.	3,6	0,8	1	4
Moja družina in prijatelji bi imeli boljše mnenje o meni, če bi vlagal/a bolj trajnostno.	2,7	0,9	1	4

*Vir: lastno delo.*

## 6.2 Ugotovitve raziskovalnih vprašanj

Za raziskovanje odločanja vlagateljev, ki imajo družbeno odgovorne naložbe, sem si postavila pet raziskovalnih vprašanj. V nadaljevanju predstavljam ugotovitve.

**Raziskovalno vprašanje 1:** Kako je vlagateljem pomembna družbena odgovornost naložbe, ko se odločajo, kam bodo namenili svoja sredstva?

Tabela 6 prikazuje razliko v zanimanju za družbeno odgovornost naložbe med respondenti, ki imajo sredstva v družbeno odgovorni naložbi, in tistimi, ki nimajo. Respondenti, ki imajo vsaj eno družbeno odgovorno naložbo, se v povprečju strinjajo s trditvijo "Ko vlagam svoj

denar, me skrbi vpliv naložbe na družbo in okolje.”, nihče od njih se sploh ne strinja s trditvijo. Respondenti, ki nimajo sredstev v družbeno odgovorni naložbi, so nevtralni do trditve, nihče se s trditvijo ne strinja popolnoma.

Tabela 6: Razlika v skrbi za družbeno odgovornost pri vlaganju

		Skrb za družbeno odgovornost				
		Delež (v %)	Povprečje	Standardni odklon	Minimum	Maksimum
Družbeno odgovorna naložba	Ima	41	3,9	0,9	2	5
	Nima	47	3,0	0,9	1	4
Skupaj		100	3,4	0,9	1	5

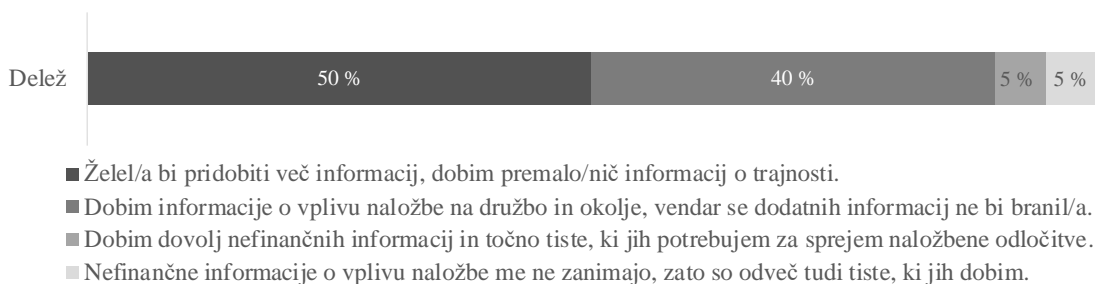
Vir: lastno delo.

Na podlagi vzorčnih podatkov ugotavljam, da vlagateljem v povprečju ni vseeno za družbeno odgovornost, ko se odločajo za naložbo. V povprečju so nevtralni do skrbi za vpliv, ki ga naložba ustvari na družbo in okolje. S t-testom za preizkus skupin preverjam, kako se razlikuje odnos do trditve "Ko vlagam svoj denar, me skrbi vpliv naložbe na družbo in okolje." med respondenti, ki imajo vsaj eno družbeno odgovorno naložbo in tistimi, ki ne. V prilogi 4 je prikazano, da lahko zavrnem ničelno hipotezo ( $\alpha=0,05$ ) in trdim, da so opazne razlike med vlagatelji, ki imajo družbeno odgovorno naložbo in tistimi, ki je nimajo. Tisti, ki jo imajo, v povprečju izražajo skrb za vpliv, ki ga naložba naredi na družbo in okolje.

**Raziskovalno vprašanje 2:** Ali imajo vlagatelji, ki vlagajo družbeno odgovorno, dovolj nefinančnih informacij in ali so jim pomembna nefinančna poročila podjetij za pridobitev podatkov o trajnosti naložb, da bi lažje sprejeli naložbeno odločitev?

Rezultati na sliki 20 kažejo, da med respondenti, ki imajo vsaj eno družbeno odgovorno naložbo, 90 % respondentov meni, da dobi premalo informacij o trajnosti oziroma se ne bi branili dodatnih. Več kot polovica dobi premalo oziroma nič informacij o trajnosti.

Slika 20: Deleži vlagateljev glede na pomen nefinančnih informacij



Vir: lastno delo.

Z z-testom za delež ugotavljam, ali si statistično značilna večina želi več informacij o trajnosti. Rezultati so prikazani v prilogi 4. Na podlagi vzorčnih podatkov lahko zavrnem ničelno hipotezo ( $\alpha=0,05$ ) in ugotavljam, da več kot polovica vlagateljev, ki ima vsaj eno družbeno odgovorno naložbo, želi več informacij o trajnosti naložbe.

Pomen nefinančnih informacij o trajnosti preverjam s trditvijo, da so podjetja dolžna poročati o trajnosti, kar pomeni, da se respondenti s trditvijo strinjajo (4) ali povsem strinjajo (5). Med tistimi, ki imajo vsaj eno družbeno odgovorno naložbo, je takšnih je 85 %, povprečje je 4,3. Ostali so do trditve nevtralni, nihče se s trditvijo (sploh) ne strinja.

Rezultati v tabeli 7 kažejo, da je povprečje nižje za trditev, ali respondenti pogledajo trajnostna poročila (povprečje 3,5). Med respondenti, ki imajo vsaj eno družbeno odgovorno naložbo, se jih 60 % strinja (4) ali povsem strinja (5) s trditvijo, kar pomeni, da pogledajo trajnostna poročila podjetij.

*Tabela 7: Odnos do poročanja o trajnosti med vlagatelji, ki imajo družbeno odgovorno naložbo*

	Povprečje	Standardni odklon	Minimum	Maksimum
Pri odločanju za naložbo pogledam trajnostna poročila podjetij, da preverim, kako naložba zasleduje cilje zaščite človekovih pravic, boja proti podnebnim spremembam, zaščite živali, enakosti spolov, manjšin, delovnih pogojev ipd.	3,5	1,2	1	5
Podjetja bi morala biti dolžna poročati o trajnosti.	4,3	0,7	3	5

*Vir: lastno delo.*

Vprašanja na trditvi preverjam z enostranskim t-testom za preverjanje domneve o aritmetični sredini. Rezultati na trditvi so prikazani v prilogi 4. Na podlagi vzorčnih podatkov lahko zavrnem ničelno hipotezo ( $\alpha=0,05$ ), da je strinjanje s trditvijo manj ali enako 3 za obe trditvi. Kar pomeni, da ugotavljam, da se respondenti strinjajo ali povsem strinjajo, da pri vlaganju pogledajo trajnostna poročila in da bi podjetja morala biti dolžna poročati o trajnosti.

Ugotavljam, da je vlagateljem nefinančno poročanje za pridobitev podatkov o trajnosti pomembno. Vendar pa ne dobijo dovolj informacij o vplivu naložbe oziroma bi si jih želeli dobiti več.



**Raziskovalno vprašanje 3:** Ali pomemben motiv za družbeno odgovorno vlaganje predstavlja vpliv, ki ga naložba naredi na družbo in okolje?

Respondenti najpogosteje navajajo, da vpliv, ki ga naložba naredi na družbo in okolje, predstavlja enega od dejavnikov, da so se odločili za družbeno odgovorno naložbo. Med njimi je 35 % tistih, pri katerih je vpliv, ki ga ustvari naložba glavni motiv, da se odločijo za družbeno odgovorno naložbo.

Rezultati kažejo, da so se v povprečju respondenti odločili za družbeno odgovorno naložbo, ker želijo pozitivno prispevati družbi in okolju (povprečje 4,0). Povprečje sodelovanja z drugimi vlagatelji je 3,4.

Z enostranskim t-testom preverjam domnevo o aritmetični sredini za dve trditvi. Rezultati na trditvi so prikazani v prilogi 4. Na podlagi vzorčnih podatkov lahko zavrnem ničelno hipotezo ( $\alpha=0,05$ ) za prvo trditev in ugotavljam, da je strinjanje s trditvijo več kot 3, kar pomeni, da se v povprečju vlagatelji strinjajo ali povsem strinjajo, da je njihova odločitev za odgovorno vlaganje predvsem posledica želje pozitivno prispevati družbi in okolju. Rezultati na drugo trditev kažejo, da pri stopnji značilnosti 0,05 ne morem trditi, da vlagatelji pri odločanju za naložbo sodelujejo z drugimi.

**Raziskovalno vprašanje 4:** Ali so vlagatelji v družbeno odgovorno naložbo altruisti in sledijo svojim osebnim vrednotam ter z naložbo zadovoljijo potrebo po samouresničevanju?

Respondenti osebne razloge najpogosteje navajajo kot prvi oziroma glavni motiv za odločitev za družbeno odgovorno naložbo (40 %). Pri upoštevanju še ostalih razlogov, ki vplivajo na odločitev, se motiv pojavlja na drugem mestu.

Altruizem ugotavljam z eksperimentom, v katerem se posameznik odloči, kaj bo naredil z zneskom, ki se mu tekom igre potroji. Rezultati kažejo, da vlagatelji v povprečju vrnejo polovico končnega zneska (povprečje je 30). Razlike med respondenti so velike (standardni odklon je 18). Na podlagi vzorčnih podatkov ne morem trditi ( $\alpha=0,05$ ), da za vlagatelje, ki imajo družbeno odgovorno naložbo, velja, da so altruisti.

Vendar pa na podlagi vzorčnih podatkov ugotavljam, da je vlagatelj v povprečju (4,0) pomembno, da naložba upošteva vrednote, ki so posamezniku pomembne, in podpira npr. zmanjševanje emisij, večjo enakopravnost ipd. Z enostranskim t-testom za preverjanje domneve o aritmetični sredini lahko zavrnem ničelno hipotezo ( $\alpha=0,05$ ) in ugotavljam, da je strinjanje s trditvijo več kot 3, kar pomeni, da se v povprečju vlagatelji strinjajo ali povsem strinjajo, da pri vlaganju sledijo svojim osebnim vrednotam in vložijo v naložbo, ki podpira, kar jim je osebno pomembno (npr. zmanjševanje emisij, večja enakopravnost itd.). Zato ugotavljam, da vlagatelji z naložbo želijo izpolniti potrebo po samouresničevanju.

**Raziskovalno vprašanje 5:** Kako na odločitev za družbeno odgovorno vlaganje vpliva potreba po ugledu oziroma ali se vlagatelji za to odločajo, ker s takšnim vedenjem vplivajo na svoj družbeni status?

Rezultati v tabeli 5 kažejo, da v povprečju vlagatelji menijo, da njihovi prijatelji in družina verjamejo, da je trajnost pomembna pri vlaganju (3,6) in se dobro počutijo, ko vlagajo v finančne produkte, ki jih podpirajo njihovi prijatelji in družina (3,5). Vendar pa se v povprečju nevtralni, da bi njihovi prijatelji in družina imeli boljše mnenje o njih, če bi vlagali bolj trajnostno (2,7).

Z enostranskim t-testom preverjam domnevo o aritmetični sredini. Rezultati na trditve so prikazani v prilogi 4. Na podlagi vzorčnih podatkov lahko zavrnem ničelno hipotezo ( $\alpha=0,05$ ) za prve tri trditve in ugotavljam, da je strinjanje s trditvijo več kot 3, kar pomeni, da se v povprečju vlagatelji strinjajo ali povsem strinjajo, da se o naložbah pogovarjajo z drugimi, se dobro počutijo, ko vlagajo v finančne produkte, ki jih podpirajo prijatelji in družina in njihova družina in prijatelji menijo, da je trajnost pomembna pri vlaganju denarja. Ne morem pa trditi, da respondenti menijo, da bi njihova družina in prijatelji imeli boljše mnenje o njih, če bi vlagali bolj trajnostno.

Ugotavljam, da potreba po ugledu ne predstavlja najpomembnejšega razloga za odločitev za družbeno odgovorno naložbo. 20 % respondentov meni, da njihova družina in prijatelji vplivajo na njihovo naložbeno odločitev. Vlagatelji se za družbeno odgovorno naložbo odločajo tudi zaradi potrebe po ugledu in je družbeni razlog eden od motivov.

**Vpliv spola, starosti, kajenja in višine vloženih sredstev na družbeno odgovorno vlaganje:** Poleg prvotno zastavljenih raziskovalnih vprašanj se je med izvajanjem empiričnega dela pojavilo nekaj zanimivih razširitev za raziskovanje. Vpliv zanimanja za trajnost glede na demografske podatke preverjam s povprečjem odgovorov na trditve "Ko vlagam svoj denar, me skrbi vpliv naložbe na družbo in okolje."

Na podlagi vzorčnih podatkov ugotavljam, da med moškimi in ženskami ni razlike do zanimanja za trajnost pri vlaganju. Tabela 8 kaže, da je povprečno zanimanje moških 3,2 in žensk 3,5, kar ni statistično značilno pri stopnji zaupanja 0,05. Ugotovitev ni v skladu s preteklimi raziskavami, predstavljenimi v teoretičnem delu, ki ugotavljajo, da je v manjši meri opazna razlika v zanimanju za trajnost med spoloma.

*Tabela 8: Vpliv spola na zanimanje za trajnost pri vlaganju*

		Delež (v %)	Povprečje zanimanja za trajnost	Standardni odklon	T-testna statistika	P-statistična značilnost
Spol	Moški	40	3,2	1,1	1,3	0,2
	Ženski	60	3,5	0,8		

*Vir: lastno delo.*

Za ugotavljanje vpliva starosti sem respondente razdelila v dve enaki skupini. Mejo predstavlja mediana, ki je 35 let. Ugotavljam, da je zanimanje za trajnost med mlajšimi v povprečju 3,2, med starejšimi pa 3,5. Kot je prikazano v tabeli 9, razlika ni statistično značilna. Rezultati so v nasprotju z ugotovitvami v teoretičnem delu, ki kažejo, da so mlajši, predvsem milenijci, bolj nagnjeni k zanimanju za družbeno odgovornost pri vlaganju.

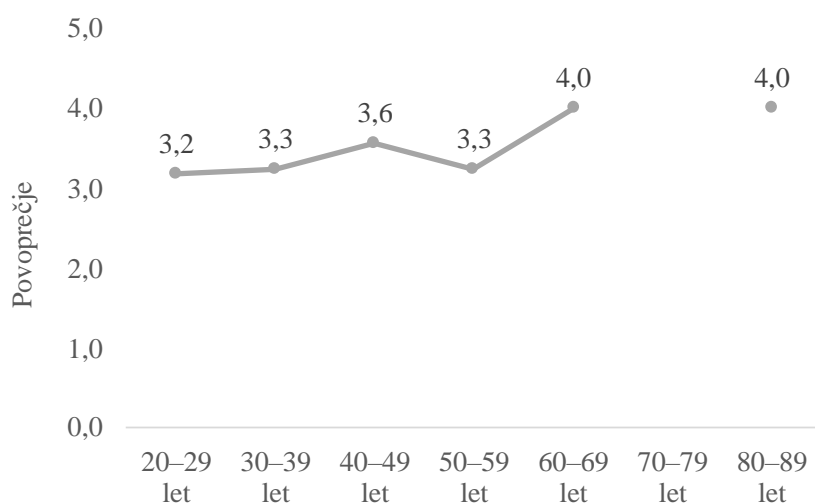
Tabela 9: Vpliv starosti na zanimanje za trajnost pri vlaganju

		Povprečje zanimanje za trajnost	Standardni odklon	T-testna statistika	P-statistična značilnost
Starost	21–34 let	3,2	1,1	1,0	0,3
	35–83 let	3,5	0,7		

Vir: lastno delo.

Slika 20 prikazuje, da se zanimanje za trajnost z leti pravzaprav povečuje. Mlajši so v povprečju nevtralni, starejši pa se v povprečju strinjajo s trditvijo, da je trajnost pomembna pri vlaganju.

Slika 21: Vpliv starosti na zanimanje za trajnost pri vlaganju



Vir: lastno delo.

Tabela 10 kaže, da je med vlagatelji, ki imajo sredstva v družbeno odgovorni naložbi, manjši delež kadilcev (5 % kadilcev) kot med vlagatelji, ki nimajo (22 % kadilcev). Pearsonov koeficient korelacije je -0,15, kar kaže, da je povezava med kajenjem in vlaganjem v družbeno odgovorno naložbo negativna. V primeru, da je vlagatelj kadilec, je manj verjetno, da ima sredstva v družbeno odgovorni naložbi. Vendar pa je korelacija šibka in ni statistično značilna, zato pri stopnji značilnosti 5 % ne moremo trditi, da je kajenje vlagatelja povezano z družbeno odgovornim vlaganjem.

*Tabela 10: Delež kadilcev med vlagatelji, ki imajo sredstva v družbeno odgovorni naložbi, in tistimi, ki nimajo*

		<b>Delež kadilcev (v %)</b>	<b>Pearsonov koeficient korelacije</b>	<b>P-statistična značilnost</b>
Družbeno odgovorna naložba	Ima	5,0	-0,15	0,35
	Nima	2,0		

*Vir: lastno delo.*

Ugotavljam, kako višina sredstev, ki jo vlagajo respondenti vpliva na to, ali imajo vlagatelji družbeno odgovorne naložbe in kakšen delež predstavljajo. Tabela 11 prikazuje, da je Pearsonov koeficient korelacije med višino vloženih sredstev in vlaganjem v družbeno odgovorne naložbe pozitiven, vendar statistično ni značilen. Statistično značilna pa je povezava med višino vloženih sredstev in deležem, ki ga namenijo družbeno odgovorni naložbi, in sicer je Pearsonov korelacijski koeficient 0,6, kar pomeni, da je povezava srednje močna.

*Tabela 11: Vpliv višine naložbenih sredstev na verjetnost za vlaganje in delež, vložen v družbeno odgovorne naložbe*

	<b>Sredstva v družbeno odgovorni naložbi</b>		<b>Delež sredstev v družbeno odgovorni naložbi</b>	
	<b>Pearsonov koeficient korelacije</b>	<b>P-statistična značilnost</b>	<b>Pearsonov koeficient korelacije</b>	<b>P-statistična značilnost</b>
Višina sredstev v naložbah	0,08	0,63	0,61	0,01

*Vir: lastno delo.*

Slika 21 prikazuje, da več denarja kot posameznik vloži oziroma večji kot je njegov portfelj, večji delež nameni družbeno odgovornim naložbam. Prav tako je opazno, da se z večanjem vloženih sredstev povečuje verjetnost za vlaganje v družbeno odgovorno naložbo, saj ima večji delež vlagatelj sredstva v družbeno odgovorni naložbi, vendar povezava ni statistično značilna. Rezultati so v skladu z ugotovitvami, predstavljenimi v teoretičnem delu, saj CFA Institute (2020) ugotavlja, da so naložbam z vključenimi ESG strategijami v portfelju bolj nagnjeni vlagatelji, ki vlagajo višje ravni sredstev.

Slika 22: Vpliv višine naložbenih sredstev na verjetnost za vlaganje in delež, vložen v družbeno odgovorne naložbe



Vir: lastno delo.

### 6.3 Interpretacija rezultatov

Rezultati zanimanja kažejo, da vlagatelji upoštevajo tako finančne kot nefinančne dejavnike. Prepričani so, da družbeno odgovorne naložbe ustvarjajo pozitiven vpliv na družbo in okolje, kar je tudi najpomembnejša značilnost naložbe, da bi se zanjo odločili. Izboljšani finančni rezultat je pomembnejši manjšemu deležu respondentov, kar kažejo tudi rezultati upoštevanja finančnih in nefinančnih podatkov. Pri odločitvi za družbeno odgovorno naložbo vlagatelji v povprečju 60 % pomena namenijo vplivu naložbe na družbo in okolje, vendar pa velik standardni odklon kaže, da so med vlagatelji razlike. Rezultati kažejo, da so v povprečju vlagatelji nevtralni do skrbi, kakšen vpliv njihova naložba ustvari na družbo in okolje. Na podlagi rezultatov sklepam, da je družbena odgovornost vlagateljem pomembna in jo upoštevajo, ko se odločajo, kam bodo namenili svoja sredstva. Vendar gre za družbeno zaželeno temo, zato se je potrebno zavedati, da se pravi rezultati o pomenu družbene odgovornosti pri vlaganju lahko razlikujejo od predstavljenih in jim vlagatelji pri dejanskem odločanju dajo manjši pomen.

Rezultati so pokazali, da kar štiri petine respondentov želijo več informacij o trajnosti naložb. Vlagatelji v povprečju menijo, da je poročanje o trajnosti pomembno. Kar 82 % vlagateljev se (povsem) strinja, da bi morala biti podjetja dolžna poročati o trajnosti. Vendar pa rezultati ne kažejo, da nefinančna poročila tudi pogledajo, saj so v povprečju nevtralni do vedenja. Zakaj prihaja do razlike, nisem raziskovala. Ker gre za družbeno zaželeno temo, je mogoče, da so respondenti stališče boljše ocenili kot vedenje. Vendar če sklepam, da je anketa anonimna in respondenti nimajo motiva podajati družbeno zaželene odgovore, morajo biti podatki blizu resničnih. Razlika, da manj vlagateljev pogleda nefinančno poročilo, kot jim

je nefinančno poročanje pomembno, se lahko pojavlja, ker jim nefinančne informacij niso (dovolj) dostopne.

Kot pričakovano v skladu s teorijo načrtovanega vedenja je zanimanje za družbeno odgovorne naložbe višje kot dejansko vlaganje. Ne glede na motiv – finančni ali nefinančni – 80 % respondentov družbeno odgovorne naložbe potencialno zanimajo, v takšne naložbe pa ima vloženih nekaj več kot 40 % respondentov. Vlagatelj večino sredstev nameni v tradicionalne naložbe, na podlagi vzorčnih podatkov pa ugotavljam, da v povprečju četrtino predstavljajo zeleni skladi, zelene obveznice, delnice z etičnimi kriteriji in druge družbeno odgovorne naložbe.

Rezultati kažejo, da vlagatelje pri odločitvi za družbeno odgovorno naložbo vodi več motivov, kar je v skladu s preteklimi raziskavami, obravnavanimi v teoretičnem delu. Prav tako so ugotovitve nedosledne pri ugotavljanju glavnega motiva za družbeno odgovorno naložbo. Rezultati raziskave so pokazali, da izpolnjevanje osebnih vrednot predstavlja glavni dejavnik za največ vlagateljev, vendar pa je skupen delež primerljiv z motivom po ustvarjanju pozitivnega vpliva v družbi in okolju. Vlagatelji so zgolj ordinalno razvrstili, kateri motiv jim je najpomembnejši in kateri so še pomembni. Rezultati pa ne prikazujejo, kakšen pomen vlagatelji pripisujejo določenemu motivu, da bi lahko primerjala, za koliko je določen motiv pomembnejši od drugih.

Rezultati kažejo, da imajo vlagatelji, ki se odločajo za družbeno odgovorne naložbe, res motiv za ustvarjanje pozitivne spremembe v družbi in okolju. V povprečju se strinjajo, da je to predstavljalo vpliv na njihovo odločitev. Z nekoliko nižjim povprečjem se strinjajo, da sodelujejo z drugimi vlagatelji. Raziskave, predstavljene v teoretičnem delu, ugotavljajo, da sodelovanje med vlagatelji kaže aktivizem, da bi bolj verjetno dosegli družbeno spremembo. Na podlagi rezultatov sklepam, da se vlagatelji za družbeno odgovorno naložbo odločajo, da bi dosegli pozitiven vpliv. Riedl in Smeets (2017) in Nilsson (2008) ugotavljajo, da je dobrodelnost posameznika pozitivno povezana z vlaganjem v družbeno odgovorne naložbe. Ugotavljam, da 80 % respondentov v dobrodelne namene daruje vsaj občasno, zato sklepam, da vlagatelji z družbeno odgovornimi naložbami kažejo družbene preference in verjamejo, da z njimi prispevajo okolju in družbi.

Nakai, Honda, Nishino in Takeuchi (2018) in Riedl in Smeets (2017) so ugotovili, da so vlagatelji, ki imajo družbeno odgovorno naložbo, altruisti. Na podlagi pridobljenih podatkov ne morem sklepati, ali so vlagatelji altruisti ali ne, saj v povprečju obdržijo enak znesek kot ga vrnejo. Mediana prav tako znaša 30 EUR, kar pomeni, da ima polovica vlagateljev notranje družbene preference, polovica pa je bolj nagnjena k egoizmu. Vendar pa velik standardni odklon kaže, da obstajajo velike razlike med respondenti, zato ni mogoče podati enotne ugotovitve. 85 % respondentov trdi, da pri odločitvi za vlaganje sledi osebnim vrednotam in vlaga v naložbe, ki prispevajo k zmanjševanju emisij, večji enakopravnosti ipd. S tem izpolnijo potrebo po samouresničevanju, kar potrjuje, da je osebni motiv razlog za odločitev za družbeno odgovorno naložbo.

Rezultati trditev, s katerimi ugotavljam motiv po ustvarjanju družbenega ugleda in statusa za odločitev za družbeno odgovorno naložbo, se med seboj razlikujejo. Vse so zasnovane tako, da večja vrednost pomeni večji motiv po družbenem ugledu. Pogovarjanje z drugimi o naložbah je najbolj posredno vprašanje, pri katerem respondenti niso vedeli, da preverjam vpliv družbe na odločitev, zato je bila najmanjša verjetnost za družbeno zaželene odgovore. Vendar je trditev zgolj približek za ugotavljanje želje po signaliziranju družbi in družbenemu ugledu (Riedl & Smeets, 2017). Kar pomeni, da se vlagatelji lahko pogovarjajo o naložbah, pri čemer družbeni odgovornosti ne dajejo poudarka. Ugotavljam, da se v povprečju respondenti, ki imajo družbeno odgovorne naložbe, o njih pogovarjajo z drugimi, zato sklepam, da želijo signalizirati svojo odgovorno dejavnost. Prav tako se v povprečju dobro počutijo, ko vlagajo v finančne produkte, ki jih podpirajo prijatelji in družina in ti menijo, da je trajnost pomembna pri vlaganju denarja. V povprečju so respondenti negativno ocenili zgolj trditev, da bi imeli njihovi prijatelji in družina boljše mnenje o njih, kar je precej neposredno vprašanje, zato so lahko podali družbeno zaželene odgovore. Sklepam, da družbeni ugled ni najpomembnejši motiv za družbeno odgovorno naložbo, ne smemo pa ga zanemariti, saj ima vpliv na vlagateljevo odločitev.

Ugotavljam, da spol, starost in kajenje vlagatelja statistično značilno ne vplivajo na družbeno odgovorno vlaganje. Na podlagi vzorčnih podatkov potrjujem ugotovitev CFA Institute (2020), da vlagatelji z večjim vloženim zneskom v družbeno odgovorne naložbe vložijo večji delež, ne pa nujno tudi bolj verjetno.

#### **6.4 Priporočila za prakso**

Ugotovitve raziskave so uporabne za upravljavce naložb in podjetja, ki želijo privabiti vlagatelje. Odločitev posameznega vlagatelja je kot kateri koli drugi odločevalski proces potrošnikov in obstaja več dejavnikov, ki vplivajo na njihovo odločitev.

Z raziskavo sem ugotovila, da vlagatelji pri odločitvi za naložbo upoštevajo tako nefinančne kot finančne podatke. Zato je pomembno, da ponudniki naložbenih produktov poleg finančnih rezultatov, jasno predstavijo tudi vpliv, ki ga naložba naredi na družbo in okolje. Da bi vlagatelji lahko sprejeli naložbeno odločitev je pomembna primerljivost podatkov. Ponudniki naložb morajo poskrbeti za dovolj nefinančnih kazalnikov, ki bodo vlagateljem omogočili presojo, katera naložba ima večji pozitiven vpliv na družbo in okolje.

Večina respondentov želi dobiti več informacij o trajnosti naložbe, saj menijo, da teh dobijo premalo. Sklepam, da nefinančnih poročil večina ne pogleda, ker jim niso dovolj dostopna. Zato predlagam, da ponudniki naložb naredijo nefinančne informacije dostopne, da vlagatelji ne bodo imeli težav z iskanjem. Enostaven dostop je predvsem pomemben za naložbe, ki želijo privabiti milenijce. Nekatere raziskave ugotavljajo, da so mlajši bolj nagnjeni k družbeno odgovornim naložbam. Poleg tega so odraščali z digitalizacijo in pričakujejo, da so jim informacije hitro in enostavno dostopne. Zato je zanje še bolj

pomembno, da jim je na voljo dovolj nefinančnih informacij, ki jih potrebujejo za presojo in naložbeno odločitev.

Vlagatelji naložbe izbirajo skladno s svojimi vrednotami. Zato je pomemben individualen pristop in na podlagi svetovanja ugotoviti, kaj je vlagateljem pomembno. S tem bodo naložbe izpolnile vlagateljevo osebno zadovoljstvo in jim bodo poleg finančnega prinesle tudi psihološki donos, ki predstavlja pomemben dejavnik, da se vlagatelji odločijo za družbeno odgovorno naložbo.

Rezultati kažejo, da se vlagatelji pogovarjajo o svojih naložbah in v povprečju se dobro počutijo, ker vlagajo v finančne produkte, ki jih podpirajo referenčne skupine, ki menijo, da je trajnost pri vlaganju pomembna. Zato predlagam, da ponudniki naložbenih produktov spodbudijo komunikacijo med vlagatelji, saj bodo na ta način spodbudili tudi, da bo več sredstev namenjenih v družbeno odgovorne naložbe.

Ugotovitve kažejo, da višina sredstev v naložbah, vpliva na delež, ki ga vlagatelj nameni družbeno odgovornim naložbam. Zato sklepam, da bi bilo za ponudnike naložbenih produktov, ki želijo pritegniti več vlagateljev z visoko neto vrednostjo, pametno, da ponudijo naložbe z ESG strategijami, saj bodo mali vlagatelji z višjimi ravnmi sredstev v svoj naložbeni portfelj vključevali večji delež družbeno odgovornih naložb.

## **6.5 Omejitve raziskave**

Omejitve raziskave se pojavljajo v empiričnem delu magistrskega dela. Odgovori na vprašanja temeljijo na samoocenjevanju, saj raziskava izhaja iz odgovorov anketirancev, ki so jih sami poročali, in ne iz resničnih finančnih odločitev, kar lahko povzroča pristranskost odgovorov (angl. response bias) (Meier, 2006). Okolju prijazne teme so nagnjene k družbeno zaželenim odgovorom (angl. social-desirability bias). Zato je raziskava občutljiva na razliko med odgovori, ki jih vlagatelji poročajo, in njihovim pravim vedenjem. Da bi se izognila družbeno zaželenim odgovorom, sem se odločila za spletno anketo, ki je individualna in jo respondent reši sam brez prisotnosti anketarja. Na ta način je manjša verjetnost za družbeno zaželene odgovore, kot je v primeru osebnih intervjujev ali fokusnih skupin (Dillman, 2000). V uvodu sem dodatno poudarila, da je anketa anonimna. Vendar si ljudje določenega vedenja ne želimo priznati, zato se pristranskosti respondenta ni mogoče popolnoma izogniti.

Nefinančno področje družbeno odgovornih naložb se je v literaturi začelo razvijati v zadnjih letih. Pojavlja se več raziskav, ki so si precej neenotne pri ugotovitvah. Jasno je, da nefinančni motivi vodijo vlagatelje, da se odločijo za družbeno odgovorno naložbo, vendar ni enotnih dokazov o tem, kateri prevladujejo. Vsaka raziskava vključuje nekaj izmed možnih motivov. V svojo raziskavo magistrskega dela nisem vključila vseh motivov, zgolj tiste, ki so se v obstoječi literaturi najpogosteje ponovili. Vlagatelji so si med seboj različni, zato lahko sprejmejo odločitev na podlagi motivov, ki v vprašalniku niso opredeljeni. Prav tako je posameznikovo odločanje veliko bolj kompleksen proces, kot ga je mogoče raziskati



s kratkim vprašalnikom. Raziskava služi kot osnova za razumevanje vlagateljevih motivov za družbeno odgovorno naložbo. Za poglobljeno razumevanje pa bi bilo potrebno narediti obsežnejšo raziskavo, ki bi vključevala tudi druge raziskovalne metode, kot so kvalitativni intervjuji in opazovanja.

Dodatna omejitev je tudi dolžina vprašalnika, saj je zastavljen precej neposredno. Z malim številom vprašanj ne moremo jasno sklepati o vedenju vlagateljev. Bolj nepristranske odgovore bi dobila, če bi respondente spraševala bolj posredno. To pomeni, da bi vključila več vprašanj oziroma stališč do določene problematike in na podlagi povprečja odgovorov bolj natančno ugotovila stališče vlagateljev. Vendar pa so raziskave pokazale, da ima dolžina vprašalnika vpliv na stopnjo sodelovanja. Predolgi vprašalniki znižajo odziv glede na krajše vprašalnike (Saunders, Lewis & Thornhill, 2016).

Na sklepanje o vedenju populacije na podlagi vzorca vpliva tudi način vzorčenja. Izbrala sem priložnostno vzorčenje in za vzorčne enote izbirala tiste, ki so mi bile najlažje dosegljive. Gre za neverjetnostno vzorčenje, zato rezultati ne morejo biti reprezentativni za populacijo. Čeprav se priložnostno vzorčenje pogosto uporablja, je nagnjeno k pristranskosti in vplivom, ki so izven nadzora, saj se vzorčne enote v vzorcu pojavljajo le zaradi enostavnega pridobivanja. Vzorec je namenjen predstavitvi celotne populacije, slučajni vzorec pa pomeni, da bodo posplošitve napačne (Saunders, Lewis & Thornhill, 2016). S slučajnim vzorcem bi imela izbira vzorčnih enot manjši vpliv na rezultate.

Prav tako ima na rezultate vpliv tudi majhen vzorec. Na podlagi odgovorov lahko govorim samo o opisnih rezultatih, ne morem pa česarkoli sklepati o populaciji. Večja verjetnost je, da bodo vzorci večje absolutne velikosti reprezentativni za populacijo, iz katere so vzeti, kot manjši vzorci. Zlasti povprečje, izračunano za vzorec, se z večanjem velikosti vzorca bolj približuje povprečju populacije (Saunders, Lewis & Thornhill, 2016). Z večjim vzorcem bi se odstopanja tako izničila in rezultati bi prikazali pravilnejšo sliko vedenja vlagateljev za družbeno odgovorno naložbo.

## **SKLEP**

Družbeno odgovorno naložbo opredeljujemo kot naložbeni produkt, ki v dolgoročnem obdobju poleg finančnih rezultatov vključuje tudi ESG dejavnike. Rezultati kažejo, da se od leta 2016 sredstva, ki so vložena v družbeno odgovorne naložbe, povečujejo. Sredstva tradicionalnih naložb v upravljanju pa zadnja leta ostajajo na približno 60 bilijonov USD. Tako se je delež družbeno odgovornih naložb med vsemi sredstvi v upravljanju dvignil iz 28 % leta 2016 na 36 % leta 2020, kar pomeni, da družbeno odgovorne naložbe predstavljajo že več kot tretjino vseh sredstev v upravljanju.

Opazno je tudi večanje zanimanja med malimi vlagatelji, saj so še pred nekaj leti med vlagatelji, ki imajo družbeno odgovorno naložbo, prevladovali institucionalni, ki so bili dolžni takšnega vlaganja. Veliko zanimanje je med milenijci, ki vstopajo na trg naložbenih

produktov, zato se ocenjuje, da se bo delež sredstev v družbeno odgovornih naložbah v prihodnosti še povečal in naj bi dosegel 50 bilijonov USD do leta 2025.

Vendar pa pretekle raziskave ne ugotavljajo dosledne pozitivne povezave med trajnostjo in finančno uspešnostjo. Namen magistrskega dela je zato ugotoviti, ali vlagatelje, ki imajo družbeno odgovorno naložbo, zanima trajnost in upoštevajo tudi nefinančne rezultate naložbe in kateri nefinančni motivi jih vodijo pri naložbeni odločitvi.

Ugotavljam, da je vlagateljem trajnost pri vlaganju pomembna, vendar rezultati Climate Tracker Initiative (2021) kažejo, da vlagatelji nimajo dovolj podatkov o trajnosti naložb. Vlagatelji si želijo informacij o podnebnem tveganju in nefinančnih rezultatov, ki kažejo, kako bo naložba uspešna v prihodnosti. Da bi odpravili razliko med informacijami, ki so na voljo in ki jih vlagatelji želijo, se pojavljajo standardi in zakonske ureditve, ki povečujejo zahteve o poročanju o trajnosti naložb. IFRS z ustanovitvijo ISSB vzpostavljajo enotne mednarodne standarde za razkrivanje informacij o trajnosti, da vlagateljem zagotovijo informacije o trajnostnih tveganjih (IFRS, brez datuma a). Na evropski ravni doseganje ciljev evropskega zelenega dogovora v finančnem sektorju poteka s SFRD, Ur. l. EU, 2019/2088, in nadgradnjo v Predlogu za spremembo direktive CSRD, COM/2021/189, da bi vlagateljem zagotovili več javno dostopnih informacij o trajnosti naložb.

Vlagatelji potrebujejo tako finančne kot nefinančne informacije o vplivu naložbe, saj ne vrednotijo le finančnega donosa, ampak jim naložbe prinašajo tudi t.i. psihološki donos (Beal, Goyen & Phillips, 2005). Vlagatelju etična naložba povečuje koristnost, neetična pa jo znižuje. Pedersen, Fitzgibbons in Pomorski (2019) so razširili Markowitzev (1952) pristop in v vrednotenje portfelja dodali ESG komponento naložbe, tako da za vsako raven ESG prikažejo najvišje dosegljivo Sharpovo razmerje. Zvišanje ali znižanje ESG rezultata v točki tangentnega portfelja zniža najvišje dosegljivo Sharpovo razmerje, ki ga vlagatelj lahko doseže, zato je krivulja ESG-Sharpovo razmerje v obliki grbe. Vlagatelj pa nato glede na preference do finančne in ESG komponente izbere portfelj na krivulji.

V primarni raziskavi sem potrdila, da je slovenskim vlagateljem pomemben finančni in nefinančni donos naložbe. Pomembna jim je trajnost naložbe in jo upoštevajo pri naložbeni odločitvi, vendar rezultati kažejo, da bi si želeli pridobiti več informacij o vplivu, ki ga naložba ustvari, kar so ugotovile tudi svetovne raziskave (Climate Tracker Initiative, 2021). Zato je pomembno, da se oblikujejo standardi in zakonodaje, ki predpisujejo nefinančno poročanje in zahtevajo enostaven dostop do informacij o trajnosti, saj vlagatelji menijo, da bi podjetja morala biti dolžna nefinančnega poročanja.

Z raziskavo nisem ugotovila, kateri nefinančni motiv je glavni, ki vlagatelje vodi v odločitev za družbeno odgovorno naložbo. Med pomembnejšimi sta vpliv, ki ga naložba ustvari na družbo in okolje, in zadovoljevanje potrebe po samouresničevanju, ko se cilj naložbe sklada z vlagateljevimi osebnimi vrednotami. Sklepam, da vlagatelje pri naložbeni odločitvi vodi več motivov. Motiv predstavlja tudi potreba po ugledu, saj je trajnost referenčnim skupinam

pomembna in vlagatelji se dobro počutijo, ko vlagajo v naložbe, ki jih podpirajo njihovi prijatelji in družina.

Ponudniki naložbenih produktov morajo zagotoviti enostavno dostopnost nefinančnih informacij, da bi privabili vlagatelje, ki jim je družbena odgovornost pri vlaganju pomembna. Vlagatelji morajo imeti na voljo finančne in nefinančne informacije, ki jim omogočajo primerjavo naložbenih produktov. Z jasno predstavljenim vplivom, ki ga naložba ustvari vedo, kako prispevajo družbi in okolju in hkrati sledijo svojim osebnim vrednotam. Več družbeno odgovornega vlaganja pa je mogoče spodbuditi tudi s spodbujanjem komuniciranja med vlagatelji, saj rezultati kažejo, da se vlagatelji o naložbah med seboj pogovarjajo in za odločitev upoštevajo mnenje referenčnih skupin. Najboljša ciljna skupina malih vlagateljev za ponudnike naložb so vlagatelji z višjo vloženo vrednostjo v naložbe, saj družbeno odgovornim naložbam namenijo višji delež sredstev. Z upoštevanjem potreb in značilnosti vlagateljev je mogoče privabiti vlagatelje, ki jih družbena odgovornost zanima in povečati sredstva, vložena v družbeno odgovorne naložbe.

## LITERATURA IN VIRI

1. 2° Investing Initiative. (2020). *A Large Majority of Retail Clients Want to Invest Sustainably, Survey of French and German retail investors' sustainability objectives*. Pridobljeno 2. februarja 2022 iz <https://2degrees-investing.org/wp-content/uploads/2020/03/A-Large-Majority-of-Retail-Clients-Want-to-Invest-Sustainably.pdf>
2. Ajzen, I. (1991). The Theory of Planned Behavior. *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 50(2), 179–211.
3. Armitage, C.J. & Conner, M. (2001) Efficacy of the theory of planned behaviour: A meta-analytic review *British Journal of Social Psychology*, 40(4), 471–499.
4. Barberis, N. & Thaler, R. (2003). A Survey of Behavioral Finance. *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 1053–1123.
5. Barreda-Tarrazona, I., Matallin-Saez, J. C. & Balaguer-Franch, M. R. (2011). Measuring investors' socially responsible preferences in mutual funds. *Journal of Business Ethics*, 103(2), 305–330.
6. Beal, D., Goyen, M. & Phillips, P. (2005). Why Do We Invest Ethically? *The Journal of Investing*, 14(3), 66–77.
7. Berk, J. & DeMarzo, P. (2017). *Corporate Finance - 4th Global Edition*. Pearson Education: Limited Edinburgh.
8. Berk, J. & van Binsbergen, J. H. (2021). *The Impact of Impact Investing*. Stanford: Stanford University Graduate School of Business Research Paper.
9. CFA Institute. (2020). *Future of sustainability in investment management: from ideas to reality*. Pridobljeno 26. aprila 2022 iz <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/future-of-sustainability.ashx>

10. Climate Tracker Initiative. (2021). *Flying blind: The glaring absence of climate risks in financial reporting*. Pridobljeno 3. marca 2022 <https://carbontracker.org/reports/flying-blind-the-glaring-absence-of-climate-risks-in-financial-reporting/>
11. Daugaard, D. (2019). Emerging new themes in environmental, social and governance investing: asystematic literature review. *Accounting & Finance*, 60(2), 1501–1530.
12. Dillman, D. A. (2000). *Mail and Internet Surveys: The Tailored Design Method* (2. izd.). New York: Wiley.
13. Dimson, E., Karakaş, O. & Li, X. (2015, 7. avgust). Active Ownership. *Review of Financial Studies (RFS)*, 12(28), 3225–3268.
14. Døskeland, T. & Pedersen, L. J. T. (2013). Investing with Brain or Heart? A Field Experiment on Responsible Investment. *Management Science*, 62(6), 1632–1644.
15. Döttling, R. (2020, 18. september). *Do retail investors continue to invest in sustainability during an economic crisis?* [objava na blogu]. Pridobljeno 26. april 2022 iz <https://www.unpri.org/pri-blog/do-retail-investors-continue-to-invest-in-sustainability-during-an-economic-crisis/6447.article>
16. Eurosif. (2021). *Eurosif Report 2021*. Pridobljeno 18. februarja 2022 iz <https://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2021/11/2021-Eurosif-Report-Fostering-investor-impact.pdf>
17. Evropsko računsko sodišče. (2021). *Trajnostno financiranje: za preusmeritev financiranja k trajnostnim naložbam so potrebni bolj usklajeni ukrepi EU*. Pridobljeno 26. aprila 2022 iz [https://www.eca.europa.eu/Lists/ECADocuments/SR21\\_22/SR\\_sustainable-finance\\_SL.pdf](https://www.eca.europa.eu/Lists/ECADocuments/SR21_22/SR_sustainable-finance_SL.pdf)
18. EY Global. (2020, 3. april). *Supplying millennials with value-based investment options will help attract new assets to your firm*. Pridobljeno 22. marca 2022 iz [https://www.ey.com/en\\_gl/financial-services/why-sustainable-investing-matters](https://www.ey.com/en_gl/financial-services/why-sustainable-investing-matters)
19. Fama, E.F. & French, K.R. (2007). Disagreement, tastes, and asset prices. *Journal of Financial Economics*. 83(3), 667–689.
20. Festinger, L. (1957). *A theory of cognitive dissonance*. Stanford: Stanford University Press.
21. Freed, V. (2021, 12. maj). *EU Commission adopts proposal for a Corporate Sustainability Reporting Directive*. Pridobljeno 23. marca 2022 iz [https://www.loyensloeff.com/en/en/news/news-articles/eu-commission-adopts-proposal-for-a-corporate-sustainability-reporting-directive-n22484/?utm\\_source=Mondaq&utm\\_medium=syndication&utm\\_campaign=LinkedIn-integration](https://www.loyensloeff.com/en/en/news/news-articles/eu-commission-adopts-proposal-for-a-corporate-sustainability-reporting-directive-n22484/?utm_source=Mondaq&utm_medium=syndication&utm_campaign=LinkedIn-integration)
22. Global Sustainable Investment Alliance. (2021). *Global sustainable investment review 2020*. Pridobljeno 3. marca 2022 iz <http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2021/08/GSIR-20201.pdf>
23. Hubbis. (2021, 21. september). *Interest in sustainable investing is at an all-time high*. Pridobljeno 22. marca iz <https://www.hubbis.com/news/interest-in-sustainable-investing-is-at-an-all-time-high>

24. International Financial Reporting Standards – IFRS. (brez datuma a). *About the International Sustainability Standards Board*. Pridobljeno 24. marca 2022 iz <https://www.ifrs.org/groups/international-sustainability-standards-board/#about>
25. International Financial Reporting Standards – IFRS. (brez datuma b). *ISSB: Frequently Asked Questions*. Pridobljeno 24. marca 2022 iz <https://www.ifrs.org/groups/international-sustainability-standards-board/issb-frequently-asked-questions/>
26. Kahneman, D., Wakker, P. & Sarin, R. (1997). Back to Bentham? Explorations of Experienced Utility. *Quarterly Journal of Economics*, 112(2), 375–406.
27. Keefe, J. K. (2008). *Sustainable Investing and Values*. Pridobljeno 26. maja 2022 iz <https://www.guncheonfinancial.com/files/54117/Sustainable%20Investing%20and%20Values.PAX.pdf>
28. Kishan, S. (2022, 3. februar). *ESG by the Numbers: Sustainable Investing Set Records in 2021*. Pridobljeno 25. marca 2022 iz <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-02-03/esg-by-the-numbers-sustainable-investing-set-records-in-2021>
29. Kovačič, P. (2020). *Trajnostno poročanje – strateška priložnost ali zgolj zakonska obveza?* Pridobljeno 23. marca 2022 iz <https://svetkapitala.delo.si/aktualno/trajnostno-porocanje-strateska-priloznost-ali-zgolj-zakonska-obveza/>
30. Levitt, S. D. & List, J. A. (2007). What do laboratory experiments measuring social preferences reveal about the real world? *Journal of Economic Perspectives*, 21(2), 153–174.
31. Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *Journal of Finance*, 7(1), 77–91.
32. Maslow, A. H. (1943). A theory of human motivation. *Psychological Review*, 50(4), 370–396.
33. Meier, S. (2006). A Survey of Economic Theories and Field Evidence on Pro-Social Behaviour. *Federal Reserve Bank of Boston*, 1–41.
34. Modic, B. (2022). *Trajnostno poročanje kmalu obvezno za širši nabor podjetij*. Pridobljeno 23. marca 2022 iz <https://svetkapitala.delo.si/b2b/trajnostno-ozroma-inefinancno-porocanje-kaj-je-in-kdo-je-obvezan/>
35. Morgan Stanley. (2021). *Sustainable Signals, Individual Investors and the COVID-19 Pandemic*. Pridobljeno 22. marca 2022 iz [https://www.morganstanley.com/assets/pdfs/2021-Sustainable\\_Signals\\_Individual\\_Investor.pdf](https://www.morganstanley.com/assets/pdfs/2021-Sustainable_Signals_Individual_Investor.pdf)
36. MSCI. (brez datuma). *ESG Ratings, Measuring a company's resilience to long-term, financially relevant ESG risks*. Pridobljeno 5. aprila 2022 iz <https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings>
37. Nakai, M., Honda, T., Nishino, N. & Takeuchi, K. (2018). Psychological characteristics of potential SRI investors and its motivation in Japan: an experimental approach. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 8(4), 349–367.
38. Nauman, B. (2020, 28. februar). BlackRock highlights changing role of sustainable investments. *Financial Times*. Pridobljeno 5. aprila 2022 iz

<https://financescp.net/2020/04/08/how-the-theory-of-the-esg-efficient-frontier-will-impact-esg-investing-in-the-future/>

39. 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*, 83, 307–325.
40. Paetzold, F. & Busch, T. (2014). Unleashing the Powerful Few: Sustainable Investing Behaviour of Wealthy Private Investors. *Organization & Environment*, 27(4), 347–367.
41. Pedersen, L. H., Fitzgibbons, S. & Pomorski, L. (2021). Responsible Investing: The ESG-Efficient Frontier. *Journal of Financial Economics*, 2(142), 572–597.
42. Prašnikar, J. & Domadenik, P. (2007). *Mikroekonomija*. Ljubljana: GV založba.
43. Principles for Responsible Investment – PRI. (2021). *Flying blind - The glaring absence of climate risks in financial reporting*. Pridobljeno 3. marca 2022 iz <https://www.unpri.org/accounting-for-climate-change/flying-blind-the-glaring-absence-of-climate-risks-in-financial-reporting/8555.article>
44. Prohaska, Z. (1999). *Finančni trgi*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
45. Puaschunder, J.M. (2017). Socio-Psychological Motives of Socially Responsible Investors. *Global Corporate Governance*, 19, 209–247.
46. Riedl, A. M. & Smeets, P. (2017). Why Do Investors Hold Socially Responsible Mutual Funds? *Journal of Finance*, 72(6), 2505–2550.
47. Sandberg, J., Juravle, C., Hedesström, T. M. & Hamilton, I. (2009). The heterogeneity of socially responsible investment. *Journal of Business Ethics*, 87(4), 519.
48. Saunders, M., Lewis, P. & Thornhill, A. (2016). *Research Methods for Business Students* (7. izd.). Harlow: Pearson Education Limited.
49. Schoenmaker, D. & Schramade, W. (2019). *Principles of Sustainable Finance*. Oxford: Oxford.
50. Standard Chartered. (brez datuma). *Sustainable Investing Review 2021 - At a tipping point*. Pridobljeno 30. julija 2022 iz [https://av.sc.com/corp-en/content/docs/SC\\_Sustainable-Investing-Report\\_2021.pdf](https://av.sc.com/corp-en/content/docs/SC_Sustainable-Investing-Report_2021.pdf)
51. Statista. (2021, 17. september). *Assets on the European responsible investing (RI) market in 2016-2018, by domicile*. Pridobljeno 26. aprila 2022 iz <https://www.statista.com/statistics/426205/responsible-investment-fund-assets-europe-country-share/>
52. Stobierski, T. (2021, 3. september). *What Is Values-Based Investing?* Pridobljeno 3. aprila 2022 iz <https://www.northwesternmutual.com/life-and-money/what-is-values-based-investing/>
53. Tversky, A. & Kahneman, D. (1974). Judgment under uncertainty: heuristics and biases. *Science*, 185(4157), 1124–1131.
54. Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj – UMAR. (2020, junij). *Poročilo o razvoju 2020*. Ljubljana: Urad Republike Slovenije za makroekonomske analize in razvoj.

55. Utz, S., Wimmer, M., Hirschberger, M. & Steuer, R. E. (2014). Tri-criterion inverse portfolio optimization with application to socially responsible mutual funds. *European Journal of Operational Research*, 234(2), 491–498.
56. White & Case. (2021, 16. februar). *A Survey and In-Depth Review of Sustainability Disclosures by Small- and Mid-Cap Companies*. Pridobljeno 30. julija 2022 iz <https://www.whitecase.com/publications/article/survey-and-depth-review-sustainability-disclosures-small-and-mid-cap-companies>





## **PRILOGE**



## **Priloga 1: Vprašalnik**

Pozdravljeni!

Sem Eva Čeperlin, študentka Ekonomska fakultete Univerze v Ljubljani. Pri zaključku študija na smeri Bančni in finančni management pišem magistrsko delo z naslovom *Nefinančni motivi za družbeno odgovorne naložbe*. Za analizo vedenja slovenskih vlagateljev izvajam primarno raziskavo. Odgovori vlagateljev mi zato predstavljajo pomembne informacije, ki mi bodo služile za analizo motivov, ki vlagatelje vodijo do odločitve za družbeno odgovorno naložbo.

Vabim vas, da sodelujete v raziskavi in mi s tem pomagate pri izvedbi magistrskega dela. Vprašanja so kratka in zastavljena na dokaj preprost način. Reševanje vam ne bi smelo vzeti več kot 10 minut. Odgovori so popolnoma anonimni in bodo uporabljeni le za namen magistrskega dela. Za dodatna vprašanja sem na voljo na elektronskem naslovu [eva.ceperlin@gmail.com](mailto:eva.ceperlin@gmail.com). Najlepša hvala za sodelovanje!

### **1 Zanimanje za družbeno odgovorno vlaganje in nefinančno poročanje**

1. Katera panoga vas zanima pri vlaganju? *Več možnih odgovorov.*

- Avtomobilska industrija
- Informacijska tehnologija
- Prehrambena industrija
- Storitve
- Telekomunikacije
- Nepremičnine
- Farmaceutvska panoga
- Transport
- Panoga izdelkov široke potrošnje
- Energetika
- Visokotehnološka panoga
- Finančna panoga
- Drugo: \_\_\_\_\_

2. Kaj menite o vlaganju v finančne produkte, ki upoštevajo okoljska, družbena in upravljalna (ESG) merila?

- So bolj donosni kot običajne naložbe.
- So manj donosni kot običajne naložbe.
- Ustvarjajo pozitiven vpliv na družbo in okolje.
- Nimajo vpliva na družbo in okolje.
- Ne poznam (dovolj) takšnih naložb.

3. V katerem primeru bi bili pripravljeni vlagati v finančne produkte, ki upoštevajo okoljska, družbena in upravljaljska (ESG) merila?

- V vsakem primeru, zaradi vpliva, ki ga imajo naložbe na družbo in okolje.
- Samo če bi takšna naložba izboljšala finančni donos naložbe.
- V nobenem primeru, tudi če imajo te naložbe boljše finančne donose.
- Ne poznam (dovolj) takšnih naložb.

4. Če bi vlagali v družbeno odgovorne naložbe ali investicijske sklade, v kolikšni meri bi pri odločitvi dali pomen potencialni donosnosti naložbe v primerjavi s pozitivnim družbenim, okoljskim in upravljaljskim vplivom, ki bi ga lahko imel sklad?

*Na premici izberite točko glede na to, kakšen pomen pripisujete posameznemu dejavniku.*

Upoštevam samo donosnost ----- Upoštevam samo vpliv naložbe na družbo, okolje in upravljanje

*(drsnik z možnimi izbirami)*

Spodaj je zapisanih nekaj trditev, ki se nanašajo na vaš odnos do vlaganja. Prosimo, označite, v kolikšni meri se strinjate z vsako od trditev.

	Sploh se ne strinjam.	Se ne strinjam.	Niti se strinjam, niti se ne strinjam.	Se strinjam.	Povsem se strinjam.
5. Ko vlagam svoj denar, me skrbi vpliv naložbe na družbo in okolje.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
6. Pri odločanju za naložbo pogledam trajnostna poročila podjetij, da preverim, kako naložba zasleduje cilje zaščite človekovih pravic, boja proti podnebnim spremembam, zaščite živali, enakosti spolov, manjšin, delovnih pogojev ipd.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
7. Podjetja bi morala biti dolžna poročati o trajnosti.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

8. Menite, da dobite dovolj nefinančnih informacij o trajnostnih praksah naložbe, npr. ogljičnih odtisih, zavezah za zmanjšanje emisij toplogrednih plinov, družbenem vplivu in upravljanju podjetja.

- Želel/a bi pridobiti več informacij, dobim premalo/nič informacij o trajnosti.
- Dobim informacije o vplivu naložbe na družbo in okolje, vendar se dodatnih informacij ne bi branil/a.
- Dobim dovolj nefinančnih informacij in točno tiste, ki jih potrebujem za sprejem naložbene odločitve.
- Nefinančne informacije o vplivu naložbe me ne zanimajo, zato so odveč tudi tiste, ki jih dobim.

## 2 Dejansko vlaganje

9. Kakšno vrednost predstavlja vaš portfelj?

- Do 10.000 EUR
- Nad 10.000 EUR do 50.000 EUR
- Nad 50.000 EUR do 100.000 EUR
- Nad 100.000 EUR do 500.000 EUR
- Nad 500.000 EUR
- Ne vem, ne želim odgovoriti.

10. Ali ste v zadnjih 5 letih vlagali v družbeno odgovorne naložbene produkte, npr. zeleni sklad, zelene obveznice, delnice podjetij z etičnimi kriteriji ipd.?

- Da.
- Ne.
- Ne vem.

11. Ali v vašem portfelju vsaj ena naložba predstavlja družbeno odgovoren naložbeni produkt, npr. zeleni sklad, zelene obveznice, delnice podjetij z etičnimi kriteriji ipd.?

- Da.
- Ne.
- Ne vem.

*Nadaljujejo samo tisti, ki so odgovorili da.*

12. Kolikšen odstotek vašega portfelja je trenutno vložen v podjetja ali investicijske sklade, ki želijo pozitivno vplivati na družbo ali okolje?

\_\_\_\_\_ % (vpišite delež od 1 % do 100 %)

### 3 Motivi

13. a. Kateri od spodnjih dejavnikov po vašem mnenju najbolj opiše vašo odločitev za vlaganje v družbeno odgovorno naložbo?

*Rotacija odgovorov.*

- Zaradi boljših finančnih rezultatov, diverzifikacije oziroma zmanjševanja tveganja.
- Zaradi pozitivnega vpliva, ki ga naložba ustvari na družbo in okolje (več denarja kot je vloženega v trajnostne projekte, večji pozitiven vpliv je ustvarjen na družbo in okolje).
- Ker želim podpirati naložbe, ki sledijo mojim osebnim vrednotam. Naložbe z negativnim vplivom na družbo in okolje mi vzbujaajo občutek krivde. Tudi če naložba ne spremeni ničesar, vem, da sem naredil/a pravo stvar.
- Ker se za takšne naložbe odločajo tudi moji prijatelji in družina in tudi če moja naložba ne spremeni ničesar, bodo znanci imeli boljše mnenje o meni.
- Ker mi je tako priporočal finančni svetovalec.
- Drugo:\_\_\_\_\_.

13. b. Poleg izbranega, kateri od spodnjih dejavnikov po vašem mnenju še vplivajo na vašo odločitev za vlaganje v družbeno odgovorno naložbo?

*Rotacija odgovorov. Več možnih odgovorov.*

- Zaradi boljših finančnih rezultatov, diverzifikacije oziroma zmanjševanja tveganja.
- Zaradi pozitivnega vpliva, ki ga naložba ustvari na družbo in okolje (več denarja kot je vloženega v trajnostne projekte, večji pozitiven vpliv je ustvarjen na družbo in okolje).
- Ker želim podpirati naložbe, ki sledijo mojim osebnim vrednotam. Naložbe z negativnim vplivom na družbo in okolje mi vzbujaajo občutek krivde. Tudi če naložba ne spremeni ničesar, vem, da sem naredil/a pravo stvar.
- Ker se za takšne naložbe odločajo tudi moji prijatelji in družina in tudi če moja naložba ne spremeni ničesar, bodo znanci imeli boljše mnenje o meni.
- Ker mi je tako priporočal finančni svetovalec.
- Drugo:\_\_\_\_\_.

### 3 A Motivi, usmerjeni v ustvarjanje spremembe v družbi

Spodaj je zapisanih nekaj trditev, ki se nanašajo na vaš odnos do vlaganja. Prosimo, označite, v kolikšni meri se strinjate z vsako od trditev.

	Sploh se ne strinjam.	Se ne strinjam.	Niti se strinjam, niti se ne strinjam.	Se strinjam.	Povsem se strinjam.
14. Moja odločitev za odgovorno vlaganje je bila predvsem posledica želje pozitivno prispevati k družbi in okolju.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
15. Pri odločanju za naložbo sodelujem z drugimi oziroma vlagam v podjetje, ki sodeluje z vlagatelji, saj na ta način lažje vplivamo na podjetje in bolj verjetno dosežemo želene cilje.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

16. Ali vi osebno darujete v dobrodelne namene?

*Več možnih odgovorov.*

- Da, redno (npr. vsak mesec namenim določeno vsoto sredstev za Botrstvo, Unicef ali drug projekt).
- Da, občasno (npr. darujem, ko poteka večja dobrodelna akcija, kot je zbiranje sredstev za ukrajinske begunce, ob božiču za socialno šibkejša družine, ipd.).
- Ne, ampak sem krvodajalec, prostovoljno pomagam v domu upokojencev, nudim prostovoljno učno pomoč, pomoč starejšim, gibalno oviranim ali opravljam drugo prostovoljno družbeno koristno delo.
- Ne, nikoli.

### **3 B Osebni motivi**

17. Predstavljajte si igro z dvema igralcema. Od drugega igralca, ki ga ne poznate, ste prejeli 20 evrov. Med igro se znesek potroji. Imate možnost, da vrnete ves pridobljeni denar, ga vrnete delno ali ga v celoti obdržite. Koliko denarja bi obdržali?

0 EUR (vse bi vrnil) -----60 EUR (vse bi obdržal/a)

*(drsnik z vmesnimi zneski)*

Kako se strinjate s spodnjo trditvijo?

18. Pri vlaganju sledim svojim osebnim vrednotam in vložim v naložbo, ki podpira, kar je meni osebno pomembno (npr. zmanjševanje emisij, večja enakopravnost itd.).

Sploh se ne strinjam.	Se ne strinjam.	Niti se strinjam, niti se ne strinjam.	Se strinjam.	Povsem se strinjam.
<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

### 3 C Motiv družbenega ugleda

Spodaj je zapisanih nekaj trditev, ki se nanašajo na vaš odnos do vlaganja. Prosimo, označite, v kolikšni meri se strinjate z vsako od trditev.

	Sploh ne drži.	Ne drži.	Niti ne drži, niti drži.	Drži.	Povsem drži.
19. O naložbah se pogovarjam z drugimi.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
20. Dobro se počutim, ko vlagam v finančne produkte, ki jih podpirajo moji prijatelji in družina.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
21. Moja družina in prijatelji menijo, da je trajnost pomembna pri vlaganju denarja.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
22. Moja družina in prijatelji bi imelo boljše mnenje o meni, če bi vlagal/a bolj trajnostno.	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

### 4 Demografija

Spol

- Moški
- Ženski

Starost

*Izbira starosti iz seznama*

Ali kadite?



- Da.
- Ne.
- Ne želim odgovoriti.

Odgovorili ste na vsa vprašanja v tej anketi. Hvala za sodelovanje.

## Priloga 2: Prikaz frekvenc in deležev po vprašanjih

### 1. Katera panoga vas pri vlaganju zanima?

	Frekvenca	Delež (v %)
Nepremičnine	33	45,2
Energetika	25	34,2
Visokotehnološka panoga	25	34,2
Farmaceutvska panoga	22	30,1
Finančna panoga	18	24,7
Informacijska tehnologija	16	21,9
Prehrambena industrija	14	19,2
Avtomobilska industrija	11	15,1
Telekomunikacije	8	11,0
Storitve	7	9,6
Panoga izdelkov široke potrošnje	7	9,6
Transport	6	8,2
Drugo	6	8,2
<b>Skupaj</b>	<b>73*</b>	

\*Opomba: Več možnih odgovorov; vsota in delež vseh odgovorov lahko presejata velikost vzorca in 100 %, seštevki ni pomemben.

### 2. Kaj menite o vlaganju v finančne produkte, ki upoštevajo okoljska, družbena in upravljalna (ESG) merila? Označite trditev, s katero se najbolj strinjate.

	Frekvenca	Delež (v %)
So bolj donosni kot običajne naložbe.	5	10,0
So enako donosni kot običajne naložbe.	3	6,0
So manj donosni kot običajne naložbe.	6	12,0
Ustvarjajo pozitiven vpliv na družbo in okolje.	26	52,0
Nimajo vpliva na družbo in okolje.	1	2,0
Ne poznam (dovolj) takšnih naložb.	9	18,0
<b>Skupaj</b>	<b>50</b>	<b>100,0</b>

3. V katerem primeru bi bili pripravljene vlagati v finančne produkte, ki upoštevajo okoljska, družbena in upravljalna (ESG) merila?

	Frekvenca	Delež (v %)
V vsakem primeru, zaradi vpliva, ki ga imajo naložbe na družbo in okolje.	20	40,0
Samo če bi takšna naložba izboljšala finančni donos naložbe.	20	40,0
V nobenem primeru, tudi če imajo te naložbe boljše finančne donose.	0	0,0
Ne poznam (dovolj) takšnih naložb.	10	20,0
<b>Skupaj</b>	<b>50</b>	<b>100</b>

4. Če bi vlagali v družbeno odgovorne naložbe ali investicijske sklade, v kolikšni meri bi pri odločitvi dali pomen potencialni donosnosti naložbe v primerjavi s pozitivnim družbenim, okoljskim in upravljalnim (ESG) vplivom, ki bi ga lahko imela naložba?

	Frekvenca	Delež (v %)
1	1	2,4
2	4	9,5
3	1	2,4
4	3	7,1
5	3	7,1
6	17	40,5
7	2	4,8
8	7	16,7
9	1	2,4
10	3	7,1
<b>Skupaj</b>	<b>42</b>	<b>100,0</b>

5.–7. Spodaj je zapisanih nekaj trditev, ki se nanašajo na vaš odnos do vlaganja. Prosimo, označite, v kolikšni meri se strinjate z vsako od trditev.

	Ko vlagam svoj denar, me skrbi vpliv naložbe na družbo in okolje.		Pri odločanju za naložbo pogledam trajnostna poročila podjetij, da preverim, kako naložba zasleduje cilje zaščite človekovih pravic, boja proti podnebnim spremembam, zaščite živali, enakosti spolov, manjšin, delovnih pogojev ipd.		Podjetja bi morala biti dolžna poročati o trajnosti.	
	Frekvenca	Delež (v %)	Frekvenca	Delež (v %)	Frekvenca	Delež (v %)
Sploh se ne strinjam.	1	2,0	3	6,0	1	2,0
Se ne strinjam.	8	16,0	12	24,0	2	4,0
Niti se strinjam, niti se ne strinjam.	17	34,0	10	20,0	6	12,0
Se strinjam.	20	40,0	19	38,0	26	52,0
Povsem se strinjam.	4	8,0	6	12,0	15	30,0
<b>Skupaj</b>	<b>50</b>	<b>100</b>	<b>50</b>	<b>100</b>	<b>50</b>	<b>100</b>

8. Menite, da dobite dovolj nefinančnih informacij o trajnostnih praksah naložbe, npr. ogljičnih odtisih, zavezah za zmanjšanje emisij toplogrednih plinov, družbenem vplivu in upravljanju podjetja?

	Frekvenca	Delež (v %)	Kumulativa (v %)
Želel/a bi pridobiti več informacij, dobim premalo/nič informacij o trajnosti.	29	58,0	58,0
Dobim informacije o vplivu naložbe na družbo in okolje, vendar se dodatnih informacij ne bi branil/a.	12	24,0	82,0
Dobim dovolj nefinančnih informacij in točno tiste, ki jih potrebujem za sprejem naložbene odločitve.	5	10,0	92,0
Nefinančne informacije o vplivu naložbe me ne zanimajo, zato so odveč tudi tiste, ki jih dobim.	4	8,0	100,0
<b>Skupaj</b>	<b>50</b>	<b>100</b>	

9. Kakšno vrednost predstavlja vaš portfelj?

	Frekvenca	Delež (v %)	Kumulativa (v %)
Do 10.000 EUR	23	47,9	47,9
Nad 10.000 EUR do 50.000 EUR	12	25,0	72,9
Nad 50.000 EUR do 100.000 EUR	4	8,3	81,3
Nad 100.000 EUR do 500.000 EUR	2	4,2	85,4
Nad 500.000 EUR	0	0,0	85,4
Ne vem, ne želim odgovoriti.	7	14,6	100,0
<b>Skupaj</b>	<b>48</b>	<b>100,0</b>	

10. Ali ste v zadnjih 5 letih vlagali v družbeno odgovorne naložbene produkte, npr. zeleni sklad, zelene obveznice, delnice podjetij z etičnimi kriteriji ipd.?

	Frekvenca	Delež (v %)
Da.	21	42,9
Ne.	25	51,0
Ne vem.	3	6,1
<b>Skupaj</b>	<b>49</b>	<b>100,0</b>

11. Ali v vašem portfelju vsaj ena naložba predstavlja družbeno odgovoren naložbeni produkt, npr. zeleni sklad, zelene obveznice, delnice podjetij z etičnimi kriteriji ipd.?

	Frekvenca	Odstotek (v %)
Da.	20	40,8
Ne.	23	46,9
Ne vem.	6	12,2
<b>Skupaj</b>	<b>49</b>	<b>100,0</b>

12. Kolikšen odstotek vašega portfelja je trenutno vložen v podjetja ali investicijske sklade, ki želijo pozitivno vplivati na družbo ali okolje (ESG naložbe)?

	Frekvenca	Delež (v %)	Kumulativa (v %)
2	1	5,0	5,0
5	2	10,0	15,0
10	4	20,0	35,0
15	1	5,0	40,0
20	6	30,0	70,0
25	1	5,0	75,0
30	1	5,0	80,0
35	1	5,0	85,0
60	1	5,0	90,0
70	1	5,0	95,0
90	1	5,0	100,0
<b>Skupaj</b>	<b>20</b>	<b>100,0</b>	

13 a. Kateri od spodnjih dejavnikov po vašem mnenju najbolj opiše vašo odločitev za vlaganje v družbeno odgovorno naložbo?

	Frekvenca	Delež (v %)
Zaradi boljših finančnih rezultatov, diverzifikacije oziroma zmanjševanja tveganja.	4	20,0
Zaradi pozitivnega vpliva, ki ga naložba ustvari na družbo in okolje (več denarja kot je vloženega v trajnostne projekte, večji pozitiven vpliv je ustvarjen na družbo in okolje).	7	35,0
Ker želim podpirati naložbe, ki sledijo mojim osebnim vrednotam. Naložbe z negativnim vplivom na družbo in okolje mi vzbujajo občutek krivde. Tudi če naložba ne spremeni ničesar, vem, da sem naredil/a pravo stvar.	8	40,0
Ker se za takšne naložbe odločajo tudi moji prijatelji in družina in tudi če moja naložba ne spremeni ničesar, bodo znanci imeli boljše mnenje o meni.	0	0,0
Ker mi je tako priporočal finančni svetovalec.	1	5,0
Drugo.	0	0,0
<b>Skupaj</b>	<b>20</b>	<b>100,0</b>

13 b. Poleg izbranega, kateri od spodnjih dejavnikov po vašem mnenju še vplivajo na vašo odločitev za vlaganje v družbeno odgovorno naložbo?

	Frekvenca	Delež (v %)
Zaradi boljših finančnih rezultatov, diverzifikacije oziroma zmanjševanja tveganja.	8	40,0
Zaradi pozitivnega vpliva, ki ga naložba ustvari na družbo in okolje (več denarja kot je vloženega v trajnostne projekte, večji pozitiven vpliv je ustvarjen na družbo in okolje).	13	65,0
Ker želim podpirati naložbe, ki sledijo mojim osebnim vrednotam. Naložbe z negativnim vplivom na družbo in okolje mi vzbujajo občutek krivde. Tudi če naložba ne spremeni ničesar, vem, da sem naredil/a pravo stvar.	10	50,0
Ker se za takšne naložbe odločajo tudi moji prijatelji in družina in tudi če moja naložba ne spremeni ničesar, bodo znanci imeli boljše mnenje o meni.	4	20,0
Ker mi je tako priporočal finančni svetovalec.	1	5,0
Drugo.	0	0,0
<b>Skupaj</b>	<b>20*</b>	

\*Opomba: Več možnih odgovorov; vsota in delež vseh odgovorov lahko presejata velikost vzorca in 100 %, seštevek ni pomemben.

14. Moja odločitev za odgovorno vlaganje je bila predvsem posledica želje pozitivno prispevati k družbi in okolju.

	Frekvenca	Delež (v %)	Kumulativa (v %)
Sploh se ne strinjam.	0	0,0	0,0
Se ne strinjam.	2	10,0	10,0
Niti se strinjam, niti se ne strinjam.	2	10,0	20,0
Se strinjam.	11	55,0	75,0
Povsem se strinjam.	5	25,0	100,0
<b>Skupaj</b>	<b>20</b>	<b>100,0</b>	

15. Pri odločanju za naložbo sodelujem z drugimi oziroma vlagam v podjetje, ki sodeluje z vlagatelji, saj na ta način lažje vplivamo na podjetje in bolj verjetno dosežemo želene cilje.

	Frekvenca	Delež (v %)	Kumulativa (v %)
Sploh se ne strinjam.	0	0,0	0,0
Se ne strinjam.	2	10,5	10,5
Niti se strinjam, niti se ne strinjam.	5	26,3	36,8
Se strinjam.	10	52,6	89,5
Povsem se strinjam.	2	10,5	100,0
<b>Skupaj</b>	<b>19</b>	<b>100,0</b>	

16. Ali vi osebno darujete v dobrodelne namene?

	Frekvence	Delež (v %)
Da, redno (npr. vsak mesec namenim določeno vsoto sredstev za Botrstvo, Unicef ali drug projekt).	5	25,0
Da, občasno (npr. darujem, ko poteka večja dobrodelna akcija, kot je zbiranje sredstev za ukrajinske begunce, ob božiču za socialno šibkejšo družine, ipd.).	13	65,0
Ne, ampak sem krvodajalec, prostovoljno pomagam v domu upokojencev, nudim prostovoljno učno pomoč, pomoč starejšim, gibalno oviranim ali opravljam drugo prostovoljno družbeno koristno delo.	1	5,0
Ne, nikoli.	2	10,0
<b>Skupaj</b>	<b>20*</b>	

\*Opomba: Več možnih odgovorov; vsota in delež vseh odgovorov lahko presejata velikost vzorca in 100 %, seštevek ni pomemben.

17. Predstavljajte si igro z dvema igralcema. Od drugega igralca, ki ga ne poznate, ste prejeli 20 evrov. Med igro se znesek potroji. Imate možnost, da vrnete ves pridobljeni denar, ga vrnete delno ali ga v celoti obdržite. Koliko denarja bi obdržali?

	Frekvenca	Delež (v %)	Kumulativa (v %)
0	3	15,8	15,8
20	2	10,5	26,3
21	1	5,3	31,6
30	7	36,8	68,4
40	3	15,8	84,2
60	3	15,8	100,0
<b>Skupaj</b>	<b>19</b>	<b>100,0</b>	

18. Pri vlaganju sledim svojim osebnim vrednotam in vložim v naložbo, ki podpira, kar je meni osebno pomembno (npr. zmanjševanje emisij, večja enakopravnost itd.).

	Frekvenca	Delež (v %)	Kumulativa (v %)
Sploh se ne strinjam.	0	0,0	0,0
Se ne strinjam.	1	5,0	5,0
Niti se strinjam, niti se ne strinjam.	2	10,0	15,0
Se strinjam.	14	70,0	85,0
Povsem se strinjam.	3	15,0	100,0
<b>Skupaj</b>	<b>20</b>	<b>100,0</b>	

19.–22. Spodaj je zapisanih nekaj trditev, ki se nanašajo na vaš odnos do vlaganja. Prosimo, označite, v kolikšni meri se strinjate z vsako od trditev.

	O naložbah se pogovarjam z drugimi.		Dobro se počutim, ko vlagam v finančne produkte, ki jih podpirajo moji prijatelji in družina.		Moja družina in prijatelji menijo, da je trajnost pomembna pri vlaganju denarja.		Moja družina in prijatelji bi imeli boljše mnenje o meni, če bi vlagal/a bolj trajnostno.	
	f	%	f	%	f	%	f	%
Sploh se ne strinjam.	0	0,0	1	5,0	1	5,0	2	11,0
Se ne strinjam.	1	5,0	0	0,0	1	5,0	5	26,0
Niti se strinjam, niti se ne strinjam.	1	5,0	6	32,0	3	16,0	8	42,0
Se strinjam.	14	74,0	12	63,0	14	74,0	4	21,0
Povsem se strinjam.	3	16,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
<b>Skupaj</b>	<b>19</b>	<b>100,0</b>	<b>19</b>	<b>100,0</b>	<b>19</b>	<b>100,0</b>	<b>19</b>	<b>100,0</b>

Spol

	Frekvenca	Delež (v %)
Moški	19	39,6
Ženski	29	60,4
<b>Skupaj</b>	<b>48</b>	<b>100,0</b>

Starost

	Frekvenca	Delež (v %)	Kumulativa (v %)
21	1	2,1	2,1
22	1	2,1	4,3
23	1	2,1	6,4
24	5	10,6	17,0
25	5	10,6	27,7
26	3	6,4	34,0
27	1	2,1	36,2
28	4	8,5	44,7
30	1	2,1	46,8
31	1	2,1	48,9
35	1	2,1	51,1
36	1	2,1	53,2
41	1	2,1	55,3
43	1	2,1	57,4
44	3	6,4	63,8
45	5	10,6	74,5
48	3	6,4	80,9
49	1	2,1	83,0
50	1	2,1	85,1
52	1	2,1	87,2
55	2	4,3	91,5
56	1	2,1	93,6
65	1	2,1	95,7
68	1	2,1	97,9
83	1	2,1	100,0
<b>Skupaj</b>	<b>47</b>	<b>100,0</b>	

Ali kadite?

	Frekvenca	Delež (v %)
Da.	5	10,4
Ne.	43	89,6
<b>Skupaj</b>	<b>48</b>	<b>100,0</b>



### Priloga 3: Povprečja in standardni odkloni za številske spremenljivke

Vprašanje	Število odgovorov	Povprečje	Standardni odklon	Minimum	Maksimum
4. Če bi vlagali v družbeno odgovorne naložbe ali investicijske sklade, v kolikšni meri bi pri odločitvi dali pomen potencialni donosnosti naložbe v primerjavi s pozitivnim družbenim, okoljskim in upravljalnim (ESG) vplivom, ki bi ga lahko imela naložba?	42	6,0	2,21	1	10
5. Ko vlagam svoj denar, me skrbi vpliv naložbe na družbo in okolje.	50	3,4	0,92	1	5
6. Pri odločanju za naložbo pogledam trajnostna poročila podjetij, da preverim, kako naložba zasleduje cilje zaščite človekovih pravic, boja proti podnebnim spremembam, zaščite živali, enakosti spolov, manjšin, delovnih pogojev ipd.	50	3,3	1,14	1	5
7. Podjetja bi morala biti dolžna poročati o trajnosti.	50	4,0	0,88	1	5
12. Kolikšen odstotek vašega portfelja je trenutno vložen v podjetja ali investicijske sklade, ki želijo pozitivno vplivati na družbo ali okolje (ESG naložbe)?	20	24,9	23,03	2	90
14. Moja odločitev za odgovorno vlaganje je bila predvsem posledica želje pozitivno prispevati k družbi in okolju.	20	4,0	0,89	2	5

se nadaljuje

Vprašanje	Število odgovorov	Povprečje	Standardni odklon	Minimum	Maksimum
15. Pri odločanju za naložbo sodelujem z drugimi oziroma vlagam v podjetje, ki sodeluje z vlagatelji, saj na ta način lažje vplivamo na podjetje in bolj verjetno dosežemo zelene cilje.	19	3,6	0,83	2	5
17. Predstavljajte si igro z dvema igralcema. Od drugega igralca, ki ga ne poznate, ste prejeli 20 evrov. Med igro se znesek potroji. Imate možnost, da vrnete ves pridobljeni denar, ga vrnete delno ali ga v celoti obdržite. Koliko denarja bi obdržali?	19	30,6	18,23	0	60
18. Pri vlaganju sledim svojim osebnim vrednotam in vložim v naložbo, ki podpira, kar je meni osebno pomembno (npr. zmanjševanje emisij, večja enakopravnost itd.).	20	4,0	0,69	2	5
19. O naložbah se pogovarjam z drugimi.	19	4	0,67	2	5
20. Dobro se počutim, ko vlagam v finančne produkte, ki jih podpirajo moji prijatelji in družina.	19	3,5	0,77	1	4
21. Moja družina in prijatelji menijo, da je trajnost pomembna pri vlaganju denarja.	19	3,6	0,84	1	4
22. Moja družina in prijatelji bi imeli boljše mnenje o meni, če bi vlagal/a bolj trajnostno.	19	2,7	0,93	1	4

## Priloga 4: Testne statistike

Raziskovalno vprašanje 1: t-test za preizkus skupin z enakimi variancami

	Ima družbeno odgovorno naložbo	Nima družbeno odgovorne naložbe
Aritmetična sredina	3,85	3,04
Varianca	0,77	0,77
Število vzorčnih enot	20	23
Pearsonov koeficient korelacije	0,77	
Hipotetizirana razlika v povprečju	0	
Stopinje prostosti	41	
t statistika	3,01	
P(T<=t) enostranski	0,0022	
t kritični enostranski	1,68	
P(T<=t) dvostranski	0,0045	
t kritični dvostranski	2,02	

Raziskovalno vprašanje 2: z-test za delež

	Pri odločanju za naložbo pogledam trajnostna poročila podjetij.
Število vzorčnih enot	20
Delež vlagateljev, ki si želi več informacij o trajnosti	90 %
Hipotetiziran delež	50 %
z statistika	3,58
P-stopnja značilnosti	0,0002

Raziskovalno vprašanje 2: t-test za en vzorec

	Pri odločanju za naložbo pogledam trajnostna poročila podjetij.	Podjetja bi morala biti dolžna poročati o trajnosti.
Aritmetična sredina	3,5	4,3
Varianca	1,42	0,54
Število vzorčnih enot	20	20
Hipotetizirano povprečje	3	3
Stopinje prostosti	19	19
t statistika	1,88	7,93
P(T<=t) enostranski	0,0381	0,0000
t kritični enostranski	1,73	1,73

### Raziskovalno vprašanje 3: t-test za en vzorec

	Moja odločitev za odgovorno vlaganje je bila predvsem posledica želje pozitivno prispevati k družbi in okolju.	Pri odločanju za naložbo sodelujem z drugimi.
Aritmetična sredina	3,95	3,40
Varianca	0,79	1,73
Število vzorčnih enot	20	20
Hipotetizirano povprečje	3	3
Stopinje prostosti	19	19
t statistika	4,79	1,36
P(T<=t) enostranski	0,0000	0,0946
t kritični enostranski	1,73	1,73

### Raziskovalno vprašanje 4: t-test za en vzorec

	Koliko denarja bi obdržali?	Pri vlaganju sledim svojim osebnim vrednotam.
Aritmetična sredina	30,05	3,95
Varianca	332,27	0,47
Število vzorčnih enot	19	20
Hipotetizirano povprečje	30	3
Stopinje prostosti	18	19
t statistika	0,013	6,19
P(T<=t) enostranski	0,4950	0,0000
t kritični enostranski	1,73	1,73

### Raziskovalno vprašanje 5: t-test za en vzorec

	O naložbah se pogovarjam z drugimi.	Dobro se počutim, ko vlagam v finančne produkte, ki jih podpirajo moji prijatelji in družina.	Moja družina in prijatelji menijo, da je trajnost pomembna pri vlaganju denarja.	Moja družina in prijatelji bi imeli boljše mnenje o meni, če bi vlagal/a bolj trajnostno.
Aritmetična sredina	4,00	3,53	3,58	2,74
Varianca	0,44	0,60	0,70	0,87
Število vzorčnih enot	19	19	19	19
Hipotetizirano povprečje	3	3	3	3
Stopinje prostosti	18	18	18	18
t statistika	6,54	2,97	3,01	-1,23
P(T<=t) enostranski	0,0000	0,0041	0,0037	0,1175
t kritični enostranski	1,73	1,73	1,73	1,73

