

TARTU ÜLIKOOL
Majandusteaduskond

Triin Kapp, Kristo Riimaa

ERAINVESTORITE KESTLIKE INVESTEERINGUTE TEGEMISE VALMIDUST
SELGITAVAD TEGURID

Magistritöö

Juhendaja: juhtimise lektor Kristjan Pulk (PhD)

Tartu 2025

Oleme koostanud töö iseseisvalt. Kõik töö koostamisel kasutatud teiste autorite tööd, põhimõttelised seisukohad, kirjandusallikatest ja mujalt pärinevad andmed on viidatud.

Sisukord

Sissejuhatus.....	4
1. Investeerimise ja kestliku investeerimise käsitlused erainvestorite vaates	6
1.1. Traditsiooniline ja kestlik investeerimiskäitumine	6
1.2. Takistused kestlike investeerimisotsuste tegemisel	12
1.3. Geopoliitiline olukord ja kaitsetööstuse käsitlemine kestliku investeerimise kontekstis .	18
2. Empiiriline uurimus: tegurid, mis mõjutavad kestlikku investeerimisvalmidust	26
2.1. Metoodika kirjeldus	26
2.2. Tulemused	29
2.3. Kestlike investeerimisvalmiduse selgitavad tegurid	39
Kokkuvõte.....	46
Viidatud allikad.....	48
Lisad.....	58
LISA A Töö autorite poolt koostatud küsimustik	58
LISA B Kirjeldav statistika	68
LISA C Investeerimise põhjused	69
LISA D Investortüüpide vahelised erinevused	70
LISA E Kuidas Venemaa sõda Ukraina vastu on mõjutanud investeerimisotsuseid.....	71
Summary	72

“Security is the mother of all sustainability” (Webb, 2024)

Sissejuhatus

Aasta 2022 jääb kestliku investeerimise ajalukku kui pöördepunkt. Just sel aastal, mil maailm seisis silmitsi uue geopoliitilise reaalsusega, täiemahulise sõjaga Euroopas, ületas ESG-põhimõtteid arvestavate investeringute globaalne maht 30 triljoni USA dollari piiri (GSIA, 2023). Samal aastal prognoosis Globaalne konsultatsioonihid *PricewaterhouseCoopers* (PwC), et ESG-varade kogumaht kasvab 2026. aastaks 33,9 triljoni dollarini, moodustades ligi veerandi kogu maailma hallatavast varast (*PricewaterhouseCoopers*, 2022). See kasvutrend ei märgi ainult investorite väärtuste muutumist, vaid peegeldab finantssektori sügavamalt struktuurimuutust. ESG-fookus on liikumas nišist peavoolu, puudutades ka erainvestoreid, kelle otsused võivad olla oluliselt mõjutatud mitte ainult majanduslikest, vaid ka geopoliitilistest ja sotsiaalsetest teguritest.

Kestlik investeerimine (ingl *sustainable investing*) eeldab lisaks finantsilisele tulususele ka ESG ehk keskkonna-, sotsiaalsete ja valitsemispõhimõtete (ingl *environmental, social, governance*) arvestamist. Üha rohkem on hakatud uurima, kuidas sellised tegurid mõjutavad investorite hoiakuid ja otsuseid. Kuigi institutsionaalsed investorid on ESG-lähenemisega kiiresti kohanenud, jäävad erainvestorid oma käitumiselt mitmekesisemaks ja vähem prognoositavaks. Varasemad uuringud on näidanud, et paljud erainvestorid jagavad küll kestlikke väärtusi, kuid ei tee sellest hoolimata vastavaid investeerimisotsuseid. See viitab motivatsioonilõhele, mis tähendab, et väärtused ei realiseeru käitumisena.

Mitmed teadustööd on käsitlenud sarnaseid teemasid, kuid fookus on olnud peamiselt suurematel turgudel või institutsionaalsetel investoritel. Näiteks Riedl & Smeets (2017) toovad esile, et isegi väärtuspõhised investorid ei pruugi investeerida eetilistesse fondidesse, kui puudub usaldus või teadlikkus. Gutsche & Ziegler (2019) rõhutavad, et motiveerivaks teguriks võib olla mitte niivõrd rahaline kasu, vaid identiteet ja sisemine moraalne rahuldus. Sellest hoolimata on vähe teada, kuidas väikeriikide nagu Eesti kontekstis need hoiakud kujunevad ja millist rolli mängib julgeolek.

Samuti on viimaste aastate geopoliitilised sündmused, eeskätt Venemaa täiemahuline sõda Ukraina vastu, tõstatanud uusi väärtuskonfliktidega seotud küsimusi – näiteks kaitsetööstuse võimalik sobitumine kestlikkuse raamistikku, eriti kui seda vaadelda rahvusliku

Julgeoleku kontekstis. Käesolevas töös muutus kaitsetööstuse käsitlemine ESG-raamistiku sees üheks keskseks teemaks, kuna see esindab laiemat väärtuskonflikti eetika, geopoliitika ja investeerimisloogika vahel. Käesolev uurimistöö asetubki sellesse uurimislünka ja toob esile ühe seni vähe käsitlemist leidnud küsimuse – kuidas kestlikkuse eetilised eesmärgid püsivad või muutuvad olukorras, kus julgeolek on esmane prioriteet. Lisaks pakub töö oma panuse kontseptuaalses mõttes, tuues välja neljaosalise investortüüpide jaotuse – traditsiooniline investor, sotsiaalkestlik investor, finantskestlik investor ja mitteinvestor, mille kaudu saab paremini mõista investorite väärtuspõhiseid valikuid.

Käesoleva uurimistöö eesmärgiks on leida, millised tegurid selgitavad erainvestori valmidust teha kestlikke investeeringuid. Eesmärgi saavutamiseks formuleerisid autorid järgnevad uurimisülesanded:

- selgitada traditsioonilise ja kestliku investeerimiskäitumise olemust ning kontseptuaalset raamistikku erainvestorite otsuste analüüsimiseks;
- selgitada välja peamised tegurid ja takistused, mis mõjutavad erainvestorite valmidust teha kestlikke investeeringuid;
- uurida, kuidas geopoliitiline olukord ja sellega seotud julgeolekutaju mõjutavad hoiakuid kaitsetööstusse investeerimisel kestliku investeerimise raamistikus;
- koostada ja läbi viia küsitlusuuring Eesti erainvestorite seas;
- analüüsida küsitlusuuringu andmeid, et hinnata kvantitatiivselt tegurite mõju erainvestorite valmidusele teha kestlikke investeeringuid;
- tõlgendada saadud tulemusi, võrrelda neid varasemate uuringute tulemustega ning anda soovitusi edasisteks uuringuteks ja poliitikate kujundamiseks kestliku investeerimise raamistikus.

Uurimistöö tugineb kvantitatiivsele uurimismeetodile. Andmestik koguti struktureeritud küsimustiku abil, millele vastas 189 Eesti erainvestorit. Küsimused käsitlesid ESG-teadlikkust, *warm-glow* ehk moraalse impulsi motivatsiooni, rohepesu tajumist, investeerimisprofiili ning hoiakuid kaitsetööstuse suhtes. Andmeid analüüsiti ANOVA ja multinomiaalse logistilise regressiooni abil, et hinnata erinevate tegurite mõju investeerimisvalmidusele.

Uurimistöö koosneb kolmest põhiosast: esmalt antakse teoreetiline ülevaade investeerimiskäitumise ja kestlikkuse kontseptsioonidest, seejärel tutvustatakse empiirilise

uuringu metoodikat ja andmestikku ning kolmandaks analüüsitakse tulemusi ja võrreldakse neid varasemate uuringutega.

Märksõnad: investeringud, investorid, finantskirjaoskus, sõjatööstus, ESG

Teaduseriala kood CERCS: S180 (Majandusteooria), S181 (Rahandus)

1. Investeerimise ja kestliku investeerimise käsitlused erainvestorite vaates

1.1. Traditsiooniline ja kestlik investeerimiskäitumine

Investeerimiskäitumise uurimine on viimastel aastatel oluliselt mitmekesisistunud. Kui traditsiooniliselt on investorite otsuseid nähtud peamiselt finantsilise tootluse maksimeerimise ja riskide juhtimise võtmes, siis üha rohkem on esile kerkinud väärtuspõhised kaalutlused, mis toovad investeerimisse eetilise, moraalse ja sotsiaalse mõõtme. Käesolev alapeatükk annab ülevaate investeerimise käsitlustest kahel tasandil: esiteks klassikalisest ehk traditsioonilisest lähenemisest ning teiseks kestlikust investeerimisest, mis tugineb ESG (keskkonna-, sotsiaalsetele ja juhtimisega seotud) kriteeriumitele. Nende kahe lähenemise võrdlus loob aluse investeerimiskäitumise mõistmiseks tänases maailmas, kus eetilised valikud ja geopoliitiline kontekst asetavad investorid senisest keerukamatesse otsustusolukordadesse.

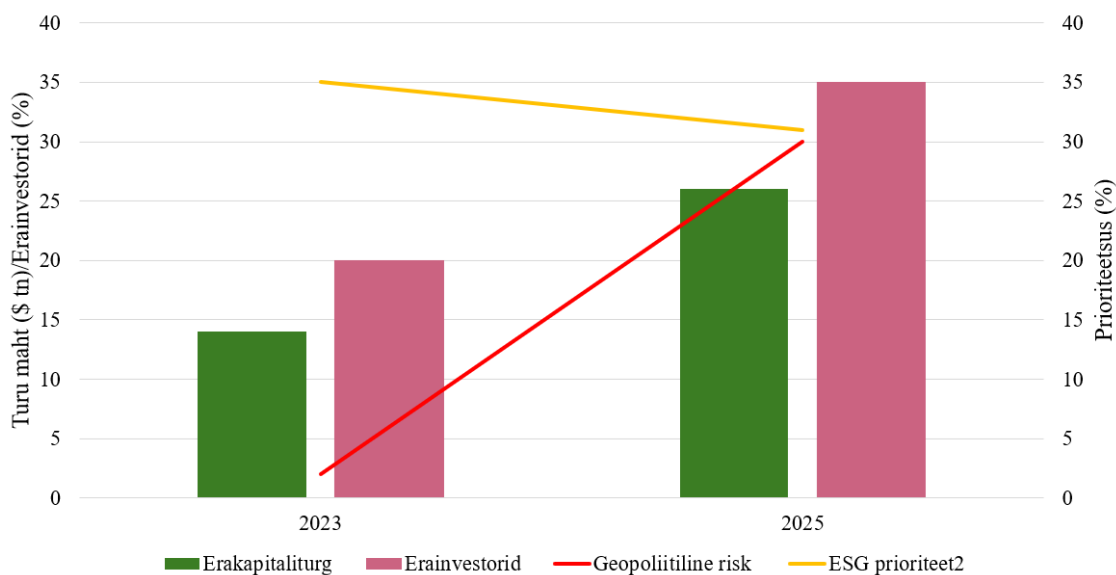
Traditsiooniline investeerimiskäitumine põhineb eeldusel, et investor tegutseb ratsionaalselt, eesmärgiga maksimeerida oma kasumit ja minimeerida riske. Otsused tuginevad peamiselt kvantitatiivsetele analüüsimeetoditele, nagu rahavoogude hindamine, varade tasuvusarvutused ja portfelli optimeerimine. Selle lähenemise keskmes on tootluse maksimeerimine kindlaksmääratud ajahorisondi jooksul. Klassikaline finantsteooria, eriti portfelliteooria (Markowitz, 1952) ja kaasaegne kapitalituru teooria (Sharpe, 1964), on olnud traditsioonilise investeerimiskäitumise aluseks. Investorit nähakse kui ratsionaalset tegutsejat, kes suudab riski ja tootluse vahel kaalutletud otsuseid teha, tuginedes turuinfole ja eeldusel, et turg on efektiivne.

Kestlik investeerimine (ingl *sustainable investing*, *responsible investing* või *ESG investing*) tähistab investeerimisstrateegiaid, mis lisaks finantstootlusele arvestavad ka investeringute keskkondlikku, sotsiaalset ja juhtimisalast mõju, tuginedes nn ESG (ingl *E – environmental*, *S – social*, *G – governance*) kriteeriumitele (Friede et al., 2015). ESG-kriteeriumid võimaldavad hinnata ettevõtete mõju laiemale ühiskonnale, sotsiaalsetele

struktuuridele ja juhtimiskultuurile, minnes kaugemale finantsnäitajatest. ESG-kriteeriumid on muutunud standardiks nii institutsionaalsete investorite kui ka väiksemate erainvestorite jaoks (PRI, 2024).

Kestliku lähenemisviisi fookuses on arusaam, et ettevõtete ja investeeringute pikaajaline edu sõltub järjest enam nende panusest ühiskondlikku ja keskkonnavalasusse heaolusse (Kölbel et al., 2020). Seeläbi võib kestlikkuse põhimõtete integreerimine investeerimisotsustesse tugevdada ettevõtte mainet, vähendada regulatiivseid riske ning tõsta tema usaldusväärsust investorite seas.

OECD (2023) raportis rõhutatakse, et ESG-tegurite integreerimine investeerimisotsustesse on muutunud oluliseks nii institutsionaalsete kui ka jaainvestorite jaoks. ESG-põhimõtete arvestamine aitab investoritel hinnata mitte ainult finantsriske, vaid ka keskkonnavalaseid ja sotsiaalseid mõjusid, mis omakorda mõjutavad investeeringute pikaajalist tasuvust.



Joonis 1. Erakapitaliturgude kasv ja väärtuste nihkumine geopoliitilise riski taustal (2023–2025)

Märkus: Vaadeldud on andmeid aastatel 2023–2025. Erakapitaliturg \$, erainvestorid %, ESG prioriteet %, geopoliitiline risk % (hinnanguline).

Allikas: Autorite koostatud Diehl, 2025 põhjal

Kestlik investeerimine on viimastel aastatel kujunenud maailma finantssektori üheks olulisemaks suunaks. Investeerimisettevõtte *Adams Street Partners* (Diehl, 2025) on välja

selgitanud, et erakapitaliturud moodustavad täna ligikaudu 20% kogu globaalsest alternatiivsete varade mahust ning viie aasta jooksul prognoositakse erakapitaliturgude mahu kasvu 25,9 triljonin USA dollarini, kusjuures erainvestorite osakaal tõuseb samal perioodil 37%-ni.

Selline areng näitab, et üha suurem osa kapitalist liigub reguleerimata või vähem läbipaistvatele turgudele, kus ESG-kriteeriumite rakendamine võib olla ebaühtlane või raskesti hinnatav. Kuigi samas uuringus tunnistas 31% vastanutest, et nad eelistavad ESG- või mõjuinvesteeringut, ei tähenda see automaatselt, et need väärtused realiseeruvad investeeringuotsustes (vt joonis 1). Tekkiv vastuolu võimaluste ja väärtuspõhise rakenduse vahel peegeldab takistusi, mida käesoleva töö järgmistes alapeatükkides lähemalt käsitletakse.

Kestliku investeeringu keskmes on strateegiad, mis seovad rahaliste otsustega keskkonna-, sotsiaalseid ja juhtimistegureid. Kui varasemalt lähtus eetilise investeeringu peamiselt usulistest või moraalistest kaalutlustest – näiteks investeeringu vältimine alkoholi-, tubaka- või relvatööstusse – siis tänapäevane kestliku investeeringu motivatsioonide spekter on oluliselt laiem ning seotud ka ühiskondliku mõjuga, identiteedi ja sotsiaalse normi järgimisega (Renneboog et al., 2008).

Samas on oluline märkida, et ESG mõiste ise ei ole üheselt defineeritud ja selle rakendused on kohati vastuolulised. Paljud investorid tajuvad ESG-d mitte üksnes kui eetilist raamistikku, vaid ka kui turupõhist tööriista riskide maandamiseks. Samal ajal tekitab ESG sisuline mitmetähenduslikkus küsimusi selle tõhususe, usaldusväärsuse ja praktilise mõju osas investeeringuotsustele. Seetõttu on järjest enam rõhutatud, et ESG kasutamine peaks tuginema läbipaistvusele ja mõõdetavusele – vältides nn rohepesu (ingl *greenwashing*) riski, mis võib õhnestada investori usaldust ja eetilist motivatsiooni (Berg et al., 2022).

Lisaks rakendavad erinevad institutsioonid ja reitinguagentuurid ESG hindamises erinevaid standardeid, mille tulemusena võivad ühe ja sama ettevõtte ESG-reitingud oluliselt erineda (Berg et al., 2022). Selline hajuvus loob keerukuse nii investorite kui ka poliitikakujundajate jaoks ning mõjutab ESG-usaldusväärsust laiemalt.

ESG mõiste on lisaks tehnilisele ebaselgusele muutunud ka poliitiliselt laetud terminiks, eriti Ameerika Ühendriikides. Ülemaailmne investeeringu spetsialistide ühendus CFA ja mitmed suurinvestorid on teatanud kavatsusest asendada täheühend ESG terminiga "jätkusuutlik investeering" (ingl *sustainable investing*), tuues põhjuseks mõiste ülepoliitiseerituse ja praktikas sageli nõrga sidususe turureaalsusega (Segal, 2025).

Eesti kontekstis on diskussioon seotud ka mõistevalikuga „jätkusuutlik“ vs „kestlik“. Käesoleva töö autorid on leidnud, et ESG-investeeringut kirjeldades on mõiste „kestlik“ sobilikum kasutamiseks, kuna see on lühem, selgem ja suupärasem ning annab ESG-investeeringu sisu edasi kõige kohasemalt, tabavamalt, eesmärgipärasemalt. Mõiste „kestlik“ on Eesti Keele Instituudi (EKI) andmebaasist saadud info kohaselt (sõna „jätkusuutlik“ tähenduse otsing, 2025) mõiste „jätkusuutlik“ sünonüüm (teised samasisulised tähendused „vastupidav“, „elujõuline“, „säästev“ ja „säästlik“) ning vastab paremini ka ingliskeelsele vastele *sustainable*.

Samale seisukohale on jõudnud ka kestliku innovatsiooni strateeg Anu Ruul (2025), kes osundab, et mõiste ESG on inimesi polariseeriv – ühed peavad seda bürokraatiaks, teised sisutühjuseks ja kolmandad võimaluseks äri edendada. Ruuli käsitluses ilmneb ka seos „rohepesu“ mõistega, mis vähendab usaldust ESG kasutamise suhtes. Seega võiks Ruuli poolt väljaöeldut käsitleda kui võitlusse astumist rohepesu vastu, mis võetakse vaatluse alla käesoleva töö alapeatükis 1.2.

Samuti ei tohiks mõistete „kestlik“ ja „jätkusuutlik“ tähendusloomet alahinnata, eriti keelelise ja kultuurilise konteksti raames. Terminite valik mõjutab otseselt seda, kuidas ESG-raamistikku ühiskonnas mõistetakse ning kuidas investorid nendele reageerivad. Prodanovska-Poposka (2024) rõhutab, et keelel on võime mitte üksnes kirjeldada, vaid ka kujundada arusaamu keskkonnavalikust ja eetilistest valikutest. Tema sõnul mõjutavad ökodiskursuse keelelised raamid mitte ainult avalikkuse keskkonnateadlikkust, vaid ka valmisolekut võtta vastu vastutustundlikke tarbimis- ja investeeringuotsuseid. Sellest vaatenurgast on mõistete „kestlik“ ja „jätkusuutlik“ kasutus rohkem kui pelk stiilivalik – need kannavad erinevaid tähendusvälju, mis võivad mõjutada ka ESG põhimõtete aktsepteeritavust ja rakendatavust investorite seas.

Kestliku investeeringu aluseks olevad motiivid on mitmetahulised ning jagunevad laias laastus instrumentaalseteks ja väärtuspõhisteks. Instrumentaalsed motiivid keskenduvad peamiselt finantstootlusele ja riskide maandamisele, kus ESG-tegureid nähakse kui vahendit pikaajalise tootluse parandamiseks või riskide vähendamiseks, samas kui väärtuspõhised motiivid lähtuvad moraalsest, eetilistest ja isiklikest tõekspidamistest (Revelli, 2017). Eriti erainvestorite seas on täheldatud tendentsi teha investeeringuotsuseid lähtuvalt soovist panustada ühiskondlikult kasulikkusse, mida on kirjeldatud ka kui prosotsiaalset investeeringukäitumist (Sparkes & Cowton, 2004; Glac, 2009).

Tabel 1 illustreerib, kuidas erinevad väärtuspõhine ja instrumentaalne investeerimiskäitumine, rõhutades, kuidas erinevad motiivid kujundavad suhtumist ESG-kriteeriumitesse ning valmisolekut teha kestlikke investeerimisotsuseid. Väärtuspõhine investor on valmis ohverdama osa tootlusest eetiliste põhimõtete nimel, pidades ESG-d väärtuselist valikut toetavaks orientiiriks. Instrumentaalne investor seevastu rakendab ESG-filtrit ennekõike kui vahendit riski maandamiseks ja tootluse kaitsmiseks, ilma sisemist väärtuskooskõla tingimata otsimata. See jaotus aitab selgitada, miks osa investoreid ei tegutse kestlike hoiakute kohaselt – kui motivatsiooni allikas ei ole väärtustel põhinev, siis ei pruugi ESG-raamistik käitumist reaalselt suunata, eriti olukorras, kus puudub selge usaldus või eeldatakse madalamat tootlust.

Tabel 1

Väärtuspõhise ja instrumentaalse investeerimise motiivide tunnusjooned

Motiiv	Fookus	ESG suhtumine	Käitumine kestlikkuse osas
Väärtuspõhisus	Moraalsed ja eetilised kaalutlused	ESG kui väärtuskindluse väljendus	Investeerib ka madalama tootluse korral
Instrumentaalsus	Finantsiline kasum, riskide maandamine	ESG kui riskijuhtimise vahend	Investeerib, kui tootlus säilib

Allikas: Autorite koostatud Gutsche & Ziegler, 2019; Sparkes & Cowton, 2004; Riedl & Smeets, 2017; Revelli, 2017; Nilsson, 2008; Andreoni, 1990 põhjal.

Empiirilised uuringud toetavad seda jaotust. Riedl & Smeets (2017) leidsid, et väärtuspõhised investorid olid valmis aktsepteerima madalamat tootlust, kui nende investeringud vastasid nende eetilistele hoiakutele. Instrumentaalsed investorid aga eelistasid ESG-fonde ainult juhul, kui need ei kahjustanud tootlusootusi.

Samas peegeldab kestliku investeerimise kontseptsiooni areng ka pingeid finantstulemuste ja moraalse terviklikkuse vahel, mis on tihedalt seotud motivatsiooni päritoluga – see tähendab, kas ESG-omadusi hinnatakse eelkõige nende mõju tõttu investeringu finantsilisele väärtusele või nähakse neid vastavuses oma isiklike väärtuste ja eetiliste tõekspidamistega. Starks (2023) osundab, et selline motivatsiooniline eristus mõjutab ka investori pühendumust kestlikkusele ning valmidust aktsepteerida kompromisse tootluses. Nilsson (2009) lisab, et väärtuspõhiseid investoreid motiveerivad sageli ka „identiteediga kooskõlas“ olemine ja sotsiaalne heakskiit.

Uuemad empiirilised uuringud (nt Degryse et al., 2023) viitavad sellele, et investorite käitumismustrid ei ole binaarsed, vaid paiknevad pigem spektril. Mõned investorid juhinduvad selgelt sotsiaalsetest väärtustest (ingl *values-driven*), teised lähtuvad puhtalt tootlusootustest (ingl *value-driven*), kuid paljud langevad nende vahele – kombineerides moraalseid ja finantsilisi kaalutlusi vastavalt olukorrale, varaklassile või turuolukorrale. Viidatud uuringu autorid nendivad, et kuigi uuringus eristati kahte puhast tüüpi investoreid, eksisteerib ka vahepealne tüüp, kes sõltuvalt investeerimisvaldkonnast või kontekstist väärtustab ühiskondlikku mõju, kuid ei ole valmis aktsepteerima madalamat tootlust. Seega ei pruugi vaadeldav jaotus alati olla absoluutne, vaid pigem dünaamiline.

Kestlik investeerimine ei toimu alati puhtalt finantsilistel kaalutlustel. Paljude jaoks on see seotud sügavama väärtus- ja identiteeditajuga. Glac (2009) toonitab, et eetilised kaalutlused võivad mängida investorite otsustes otsustavat rolli, eriti kui investeerimisraamistikus tuuakse esile sotsiaalne mõju või vastutustundlikkus. Sellistel juhtudel näevad investorid oma otsuseid sümbolse tegevusena – “hääletamisena rahaga”, millega väljendatakse toetust ühiskondlikult soovitud muutustele. See investeerimisviis ei tugine mitte ainult numbritele, vaid ka inimese arusaamale iseendast – sellest, kelleks ta tahab end pidada ja millisesse väärtusruumi kuuluda. Sparkes & Cowton (2004) rõhutavad, et rahalised otsused võivad olla samavõrd poliitilised või maailmavaatelised kui tarbimisharjumused või hääletamine valimistel. Nii muutub investeerimine vahendiks, mille kaudu inimene kinnitab oma identiteeti ühiskonnas.

Käesolev peatükk andis ülevaate investeerimiskäitumise kahest põhilisest käsitlusest: traditsioonilisest, mis keskendub riskile ja tootlusele, ning kestlikust, mis toob investeerimisotsustesse väärtuspõhised, moraalsed ja identiteediga seotud motiivid. Kestlik investeerimine osutus mitmetahuliseks nähtuseks, kus segunevad nii eetilised kui pragmaatilised kaalutlused, sõltuvalt investortüübist ja kontekstist. Oluline järeldus on siin, et paljud investorid ei tegutse ainult ratsionaalselt, vaid ka väärtustest lähtudes – isegi kui see tähendab loobumist osast tootlusest. Just see loob aluse järgmisele peatükile, kus käsitletakse vastuolulist tõsiasja: miks osa investoreid, hoolimata väärtushoiakutest, siiski ei tee kestlikke investeerimisvalikuid. Millised on takistused, kõhklused, süsteemsed ja psühholoogilised barjäärid?

1.2. Takistused kestlike investeerimisotsuste tegemisel

Töö eelmine alapeatükk näitas, et kuigi paljud investorid jagavad kestlikke väärtusi ja peavad sotsiaalset või keskkondlikku mõju oluliseks, ei väljendu see alati vastavas investeerimiskäitumises. Mitmed uuringud on osutanud lahknevustele väärtuste ja tegude vahel: investeeritakse siiski peamiselt finantstootluse alusel või välditakse ESG-fonde üldse, hoolimata positiivsetest hoiakutest (Riedl & Smeets, 2017; Nilsson, 2009). Töö selles osas analüüsitakse, millised takistused mõjutavad erainvestorite valmidust teha kestlikke investeerimisotsuseid. Selle raames vaadeldakse nii psühholoogilisi kui ka süsteemseid barjääre ehk motivatsioonitõkkeid, millega osundatakse olukordadele, kus indiviidil on olemas väärtuspõhine kavatsus – nt soov teha kestlikke investeerimisotsuseid, kuid seda takistavad erinevad psühholoogilised, informatsioonilised või süsteemsed barjäärid nagu motivatsioonilõhe (ingl *value-action gap* või *intention-behavior gap*), rohepesu tajumine, ESG-infosüsteemide usaldusväärsus, finantskirjaoskuse tase ning kestlike toodete kättesaadavus. Käitumisteaduses kirjeldatakse selliseid olukordi inglisekeelsete terminitega *barriers to action* või *implementation gap*, mille puhul kavatsus ei realiseeru käitumiseks. Uuringud kinnitavad, et see nähtus on kestlike investeerimisvalikute kontekstis järjest olulisem.

Investorite usaldusprobleeme ESG-märgistuse suhtes süvendab oluliselt ESG-reitingute süsteemne ebahütlus. Tegemist ei ole üksnes kommunikatiivse või strateegilise küsimusega, vaid ka selgelt tehnilise probleemiga – ESG-reitinguagentuuride meetodikad erinevad märkimisväärselt, mistõttu võivad sama ettevõtte ESG-hinnangud agentuuri tugevalt varieeruda. Berg et al. (2022) nimetavad seda nähtust koondhinnangute lahknevuse probleemiks (ingl *aggregate confusion*) ja rõhutavad, et ESG-reitingute omavaheline korrelatsioon on oluliselt madalam kui näiteks krediidireitingutel, mis õõnestab märgistuse usaldusväärset ja muudab järjepidevate otsuste tegemise keeruliseks. Samasuunalise probleemi toovad esile ka Gehrig & Moreno (2023), kes viitavad olukorrale kui ESG-märgise inflatsioonile – mida rohkem erinevat märgistust ja vähem standardiseeritust, seda madalam on nende tähendusrikkus investorite jaoks.

Standardiseerituse puudus mõjutab eriti erasektori investeeringuid, nagu erakapitali-, infrastruktuuri- ja riskikapitalifonde, kus ESG-põhimõtete rakendamine on vähem läbipaistev. Cuello (2021) märgib, et ESG-strateegiade planeerimine, rakendamine ja mõju mõõtmine on erakapitali sektoris endiselt väljakutse. Samuti rõhutab varahaldusettevõtte *Ocorian* (2024), et

tõhus ESG-aruandlus eeldab tugevat ja järjepidevat lähenemist riskide juhtimisele, et säilitada investorite usaldus.

Uuringud näitavad, et erainvestorid seisavad sageli silmitsi raskustega ESG-investeeringute mõistmisel ja hindamisel. Ontario väärtpaberikomisjoni uuring (Follis, 2024) kinnitab, et ESG-reitingud mõjutavad investeerimisotsuseid märkimisväärselt, kuid nende tõlgendamine on keeruline, kuna puuduvad selged ja standardiseeritud definitsioonid ning mõõtmismeetodid. Uhlhorn (2023) lisab, et just ESG-mõõdikute keerukus ning läbipaistva teabe puudumine raskendavad investorite jaoks teadlike otsuste tegemist.

See usaldamatuse ja segaduse foon võib pärssida ka investorite moraalset motivatsiooni. Kui ei ole selge, kas ESG-silt peegeldab toote sisulist kestlikkust, võib soodumus tegutseda väärtuspõhiselt oluliselt väheneda. Tegemist on tüüpilise motivatsioonibarjääriga, mis ei tulene huvi puudumisest, vaid info usaldusväärsuse ja arusaadavuse nappusest. Seetõttu jäävad paljud potentsiaalsed investeeringud tegemata mitte teadliku vastuseisu, vaid vähese informeerituse tõttu. Zhang et al. 2023 lisavad, et selline lahknevus „nõrgestab signaali tugevust“ ja suurendab kognitiivset koormust investeerimisotsuste tegemisel. Seetõttu võib juhtuda, et investoril küll on olemas sisemine motivatsioon tegutseda vastutustundlikult, kuid usalduslõhe ESG-märgistuse ja tegeliku mõju vahel kujundab sellest käitumusliku barjääri, st motivatsioonitõkke.

Sellised barjäärid ei nõrgenda väärtusi, kuid takistavad nende realiseerumist investeerimiskäitumises ning loovad nähtava nihke kavatsuse ja teo vahel. Just selliste süsteemsete takistuste käsitlemisega tegelevad käesoleva töö järgmised alapeatükid ning autorid soovivad välja selgitada, miks väärtushoiakutest ei piisa, et motiveerida investoreid realselt kestlikult tegutsema ning millised tingimused võiksid seda valmidust tugevdada.

Paljud investorid tunnevad, et kestlik investeerimine on väärtuspõhiselt "õige valik", ent see sisemine veendumus ei pruugi viia konkreetse investeerimisotsuseni. Seda nähtust selgitatakse nn motivatsioonilõhe kaudu. See on olukord, kus väärtused ja hoiakud ei realiseeru vastava käitumisena. Eriti kestlike investeeringute kontekstis on leitud, et isegi need investorid, kes hindavad kõrgelt sotsiaalset ja keskkondlikku vastutust, kalduvad eelistama investeeringuid, mis pakuvad paremat tootlust või madalamat riski (Gutsche & Ziegler, 2019; Riedl & Smeets, 2017).

Motivatsioonilõhe selgitamisel kasutatakse tihti ka nn *warm-glow* teooriat, mille töötas heategevuskäitumise kontekstis välja James Andreoni (1990). *Warm-glow* teooria järgi ei toeta

inimesed ühiskondlikult kasulikke eesmärke ainult selleks, et saavutada mingi konkreetne tulemus (nt puhtam keskkond), vaid ka seetõttu, et andmise või eetilise tegutsemise fakt iseenesest tekitab neis hea või sooja tunde. Finantspsühholoogias on seda üle kantud investeerimiskäitumisele – investor võib valida ESG-fondi mitte tootluse pärast, vaid seetõttu, et ta tajub seda kui moraalselt rahuldustpakkuvat valikut (Riedl & Smeets, 2017). Samas ei pruugi see sisemine impulss olla piisavalt tugev, et ületada teisi valikut mõjutavaid tegureid – näiteks riski- ja tootluskartust, info ebaselgust või usaldusprobleeme.

Mitmed uuringud on näidanud, et isegi juhul, kui investorid tunnistavad kestlike investeeringute eetilist väärtust, ei väljendu see tingimata rahalistes otsustes. Näiteks Riedl & Smeets (2017) leidsid, et jaeinvestorid, kes valisid ESG-fondid, ei teinud seda tootluse ootuse tõttu, vaid väärtuspõhise impulsi ajal – kuid suur osa väärtusi toetavatest investoritest ei investeerinud ESG-toodetesse üldse. Gutsche & Ziegler (2019) rõhutavad, et prosotsiaalse motivatsiooni mõju on kontekstitundlik ja sõltub usalduse, info ja emotsionaalse kauguse teguritest. Nilsson (2009) lisab, et väärtuspõhiste investorite seas on suur hulk neid, kes kogevad nn sotsiaalset dilemmat – nad väärtustavad vastutustundlikkust, kuid ei tunne, et neil oleks piisavalt mõju või kindlust, et tegutseda vastavalt. Uuemas uuringus märgivad Kleffel & Muck (2023), et ESG-investeeringu psühholoogiline tugi on ebastabiilne – väärtuste ja emotsioonide mõju väheneb, kui valik tehakse keerulises turuolukorras, kus riski- ja tootluse tegurid domineerivad. See kinnitab, et moraalne ajend võib anda *warm-glow* impulsi, ent ilma struktuurse toeta jääb see sageli passiivseks.

Warm-glow teooria ja motivatsioonilõhe käsitus näitavad, et isegi moraalselt motiveeritud investor ei pruugi käituda oma väärtustega kooskõlas. Emotsionaalse rahulduse impulss võib olla ajutine, nõrk või alla surutud praktiliste kaalutluste poolt (Andreoni, 1990; Riedl & Smeets, 2017). Käitumist ei määra üksnes väärtused, vaid ka usaldus turu vastu, info kvaliteet ning investeerimisvõimaluste kättesaadavus. Seega tuleb järgmise olulise takistusena esile usaldusküsimus – eriti seoses ESG-ga seotud info, märgistuse ja reitingute usaldusväarsusega. Kui investor ei tunne end kindlalt selles, mida ESG tegelikult tähendab või kuidas seda mõõdetakse, siis jääb ka moraalne impulss üksi, tuge saamata (Delmas & Burbano, 2011). Just seetõttu on tarvis analüüsida rohepesu tajumist, usaldusbarjääre ning ESG-mõõdikute mitmetähenduslikkust.

ESG-põhimõtete rakendamise tõsiseltvõetavus sõltub suuresti sellest, kas investorid usaldavad ESG-märgistust kui kvaliteedimärki. Kui märgistuse taga olevad mõõdikud, kriteeriumid ja kontrollimehhanismid on läbipaistmatud, võib väärtuspõhisel investoril kaduda kindlus, et tema investeeringud toetavad tegelikult eetilisi ja keskkonnateadlikke eesmärke. Just seda nähtust, investori eksitamist näilise vastutustundlikkusega, kirjeldatakse mõistega “rohepesu” (ingl *greenwashing*). Tegu on keerulise ja mitmetähendusliku kontseptsiooniga, mille tõlgendused sõltuvad autorite rõhuasetustest. Mõnes käsitluses on rõhk kommunikatsiooni ja tegeliku tegevuse vastuolul – nt kui ettevõtte ESG-kuvand ei vasta tema tegelikule keskkonnamõjule (Delmas & Burbano, 2011; de Freitas Netto et al., 2020). Teised autorid tõlgendavad rohepesu kui sihilikku või selektiivset infoedastust, mille eesmärk on suurendada ESG-atraktiivsust turunduslikel põhjustel (Lyon & Maxwell, 2011). Lisaks on kirjeldatud rohepesu kui strateegilist sümbolistlikku tegevust, mille kaudu luuakse investoris usaldusväärse illusioon, kuigi sisulist vastavust ESG-standarditele ei pruugi olla (Gehrig & Moreno, 2023). Veelgi tehnilisemalt käsitlevad teemat Berg et al. (2022), kelle sõnul väljendub rohepesu ka ESG-reitingute lahknevuses ja puudulikus läbipaistvuses, mis võib õhnestada usaldust kogu ESG-raamistiku vastu.

ESG-kontekstis võib rohepesu tähendada näiteks ettevõtte osalemist kestlikkuse indeksis hoolimata vastuolulisest tegevusest või ESG-reitingu manipuleerimist turunduslikel eesmärkidel (Kölbel et al., 2020; Amel-Zadeh & Serafeim, 2018). Tabelis 2 on esitatud mitme levinuma akadeemilise käsitluse võrdlus, kus on välja toodud nende definitsioonilised rõhuasetused ja eristusjooned. Erinevate rohepesu käsitluste võrdlus näitab, et rohepesul ei ole ühtset tähendust – see varieerub fookuse (kommunikatsioon vs tegelik mõju), tahtluse ja strateegia tasemel.

Rohepesu, kui üks ESG-märgistuse hägustumise vorme, on just selline nähtus, mis võib investoril takistada väärtuspõhist tegutsemist – mitte uskumuste puudumise, vaid usalduse kadumise tõttu. Selline kontseptuaalne hajuvus muudab ESG-ga seonduva raskemini usaldatavaks ning see võib kujundada tugeva motivatsioonitõkke kestlike investeerimisotsuste tegemisel (Dupre et al., 2020; Kölbel et al., 2020). Nt investeerimispanga *Morgan Stanley* (2024) uuringu kohaselt töid investorid ESG-põhiste otsuste peamiste takistustena välja just andmete läbipaistvuse puudumise ja mure rohepesu pärast.

Tabel 2

Rohepesu mõiste erinevad käsitletused ja tõlgenduslikud rõhuasetused akadeemilises kirjanduses

Autor / aasta	Rohepesu definitsioon / rõhuasetus	Tõlgenduslik eristus
Delmas & Burbano (2011)	Rohepesu on olukord, kus organisatsiooni kommunikatsioon ja tegelik tegevus ei ole kooskõlas ning kommunikatsioon loob eksitava ESG-kuvandi.	Erinevus kommunikatsiooni ja tegeliku tegevuse vahel.
Lyon & Maxwell (2011)	Rohepesu käsitletakse sihilikult eksitava või selektiivse info edastamisena, mis suurendab ESG atraktiivsust turunduslikel eesmärkidel.	Fookus tahtlikkusel ja kommunikatsioonistrateegial.
de Freitas Netto et al. (2020)	Rohepesu on praktika, mille eesmärk on jätta mulje keskkonnasõbralikkusest ilma sisulise muutuseta ettevõtte tegevuses.	Rõhutab tegevuse sisutühjust, mitte ainult kuvandit.
Gehrig & Moreno (2023)	Rohepesu on strateegiline sümboliline tegevus, mis loob usaldusvääruse illusiooni ESG-standardite järgimise kohta.	Tõstab esile usalduse kui keske komponendi ESG märgistuses.
Berg et al. (2022)	Rohepesu avaldub ESG-reitingute erinevuses ja puudulikus läbipaistvuses, mis õõnestab usaldust ESG märgiste vastu.	Viitab süsteemsele ja tehnilisele probleemile ESG hinnangutes.

Allikas: Delmas & Burbano, 2011; Lyon & Maxwell, 2011; de Freitas Netto et al., 2020; Gehrig & Moreno, 2023, Berg et al., 2022 põhjal.

Üheks oluliseks teguriks, mis mõjutab investorite valmidust teha kestlikke investeeringuid, on nende finantskirjaoskus ja teadlikkus ESG-põhimõtetest. Finantskirjaoskus tähendab võimet mõista ja kasutada erinevaid finantskontseptsioone, sh riski, tootlust, ajaväärtust ja portfelli hajutatust, informeeritud otsuste tegemiseks (Lusardi & Mitchell, 2014). ESG-teadlikkus viitab arusaamisele sellest, mida ESG-investeeringud endast kujutavad, kuidas ESG-fondid toimivad ning millist mõju need võivad avaldada nii ühiskonnale kui ka investori portfelliga.

Erinevad uuringud, sealhulgas ülemaailmse investeerimisspetsialistide ühenduse CFA *Institute* (2022) ja OECD (2023) raportid rõhutavad, et paljud jaeinvestorid ei mõista ESG kontseptsiooni piisavalt, et kasutada seda investeerimisotsuste tegemisel. Näiteks viidatakse sellele, et ESG-investeeringuga seotud mõisted on sageli vasturääkivad ja info on esitatud viisil, mis nõuab suurt tõlgendamisevõimekust. Selline teadmiste puudujääk võib kujuneda motivatsioonitõkkeks – isegi kui väärtuspõhine valmisolek on olemas, võib investor jääda

passiivseks, kuna ta ei tunne end kompetentsena kestlikkuse põhimõtteid rakendama. Teadlikkus ESG-põhimõtetest ei ole ühtlaselt jaotunud – ei erainvestorite ega ka riikide ja regioonide lõikes.

Hens & Wang (2007) osundavad, et investeerimisotsuseid mõjutab lisaks faktiteadmistele ka arusaamine tähenduslikust raamistusest – kas info on mõistetav, usaldatav ja kultuuriliselt toetatud. Sellise tunnetusliku kindluse puudumine võib kujuneda motivatsioonitõkkeks isegi juhul, kui väärtushoiakud ja moraalne valmidus on olemas. Seega võib samade ESG-kriteeriumite mõistmine ja rakendamine olla väga erinev sõltuvalt sotsiaalsest ja kultuurilisest kontekstist – see lõhe ei pruugi olla teadlikkuse puudumise, vaid tähenduse erineva sisustamise tulemus.

Lisaks teadmiste puudujäägile võib ESG-teemade mõistmine takerduda ka psühholoogiliste ja kognitiivsete tegurite taha. Kui kestlikkusväited on esitatud segaselt või väga tehnilisel kujul, võib investor tajuda seda mitte lihtsalt keerulisena, vaid temast tähenduslikult kaugena – kontseptsioonina, millega ta ei suuda end samastada. Mitmed uuringud on näidanud, et ESG-informatsiooni keerukus, läbipaistmatus ja terminoloogiline hajusus tekitavad investorites usalduslõhet, mis ei tulene mitte väärtuste puudumisest, vaid raskustest nende väärtuste praktilisel rakendamisel (de Freitas Netto et al., 2020; Delmas & Burbano, 2011; Berg et al., 2022). Rohepesu tajumine, vastuolulised reitingud ja ebaselge märgiste struktuur ei vähenda mitte ainult ESG-teadlikkust, vaid õõnestavad ka usaldust süsteemi kui sellise vastu (Gehrig & Moreno, 2023; Lyon & Maxwell, 2011). Selline tunnetuslik kindlusetus võib kujuneda motivatsioonitõkkeks isegi juhul, kui moraalne või väärtuspõhine impulss on olemas.

Rahvusvahelisel tasandil kujundavad ESG-käsitlusi olulisel määral kultuurilised ja institutsionaalsed erinevused, mis mõjutavad nii kestlikkuse mõtestamist kui ka valmisolekut ESG-põhimõtteid investeerimisotsustes rakendada. Guiso et al. (2004) on näidanud, et usaldust finantsüsteemi vastu kujundavad mitte ainult haridus ja sisetulek, vaid ka religioossed ja kultuurilised hoiakud, mis mõjutavad valmisolekut teha riskantseid või vastutustundlikke rahalisi otsuseid. Hens & Wang (2007) rõhutavad, et institutsionaalne raamistik, finantskultuur ja info leviku mehhanismid loovad väga erineva aluse ESG-mõistmisele. Riikides, kus ESG on tugevalt reguleeritud või ühiskondlikult toetatud, on ka investorite valmisolek kõrgem. Samal ajal on leitud, et poliitiline maailmavaade, sotsiaalne identiteet ja väärtushinnangud mõjutavad, kuidas ESG-investeeringud suhestub investori minapildiga (Degryse et al., 2023). Taillard (2017) lisab,

et kultuurilised väärtused võivad osutada isegi mõjukamateks teguriteks kui haridustase või varaline seis.

Käesolevas peatükis analüüsiti, miks kestlike väärtustega nõustumine ei pruugi viia vastava investeerimiskäitumiseni. Esile toodi rida psühholoogilisi ja süsteemseid tegureid, nn motivatsioonitõkkeid, mis võivad takistada investorit kestlikult tegutsemast isegi siis, kui sisemine valmisolek on olemas. Tüüpilisteks takistusteks osutusid väärtuste ja käitumise vaheline lõhe (nn motivatsioonilõhe), ESG-terminoloogia mitmetähenduslikkus, info killustatus, usaldusepuudus märgistuse ja reitingute suhtes, teadmiste ja arusaamise puudujäägid ning vähene juurdepääs struktureeritud ja usaldusväärsetele kestlikele investeerimistoodetele.

Ühe läbiva usaldusprobleemi allikana käsitleti rohepesu, mille erinevad käsitlused toovad esile nii strateegilise eksitamise kui ka märgistuse sisu ja tegelikkuse vahelise lahknevuse. Rohepesu mitmetähenduslikkus ja ESG-reitingute lahknevus kujundavad olukorra, kus väärtuspõhine motivatsioon võib küll olla olemas, ent investor ei tunne end kindlalt märgistuse või toote sisulise kvaliteedi suhtes – mistõttu jääb tegevus sündimata. Seega tuleb investeerimiskäitumise analüüsimisel arvesse võtta mitte ainult ratsionaalseid ja moraalseid kaalutlusi, vaid ka tähenduslikku raamistikku ja infokeskkonda, milles otsuseid langetatakse.

Lisaks sisemistele ja süsteemsetele barjääridele mõjutavad investeerimisvalikuid ka laiemad ühiskondlikud ja poliitilised olud. Erilist tähelepanu nõuab küsimus, kuidas suhestuvad kestliku investeerimise põhimõtted olukorras, kus julgeolek ja geopoliitiline ebakindlus, nt sõda, asetavad eetilised valikud uude raamistikku. Järgmises peatükis käsitletaksegi, kas ja millistel tingimustel saab kaitsetööstust mõista kestliku investeerimise osana.

1.3. Geopoliitiline olukord ja kaitsetööstuse käsitlemine kestliku investeerimise kontekstis

Investeerimisotsuseid kujundavad mitte ainult indiviidi sisemised väärtused ja teadmised, vaid ka laiem ühiskondlik, poliitiline ja julgeolekuga seotud kontekst. Viimastel aastatel on senine normatiivne arusaam kestlikust investeerimisest sattunud surve alla, kuna maailma stabiilsust on tugevasti raputanud erinevad geopoliitilised sündmused. Käesolevas töös kasutatakse geopoliitika mõistet tähistamaks rahvusvaheliste suhete ja võimuvahekordade mõju majandus- ja finantstoodetele, eeskätt olukordades, kus riikidevaheline konflikt mõjutab ka investeerimiseetikat ja kapitali liikumist.

Adams Street Partners'i (Diehl, 2025) üleilmne investoriuuring näitab, et kuigi ESG on investorite silmis endiselt oluline, on selle prioriteetsus võrreldes 2023. aastaga langenud. Samal ajal on märgatavalt suurenenud geopoliitilise riski tajumine – sõjad, energiapuudused ja sõltuvussuhted on muutnud investorite fookust. Sellises olukorras tõusevad esile küsimused, mis puudutavad mitte ainult rahavoogude ja keskkonnamõju hindamist, vaid ka eetikat ja julgeolekut – väärtusi, mida ESG-raamistik seni eeldas olevat eraldi, mitte põimunud.

Verdier (2025) osundab, et geopoliitiliste pingete tagasitulek on hakanud üha enam kujundama rahvusvahelist finantskeskkonda. Suurriikide vaheline konkurents, julgeolekuprobleemid ja piirkondlik ebastabiilsus ei mõjuta mitte ainult makrotasandi otsuseid, vaid ka investorite väärtushinnanguid ja investeerimisstrateegiate kujundust. Geopoliitika mõju väljendub järjest enam selles, milliseid sektoreid investorid eetiliseks või vastuvõetavaks peavad ning kuidas määratletakse investeringute kestlikkus kiiresti muutuv maailmas.

Geopoliitilises kontekstis on käesolevas uurimistöös fookuses Venemaa täiemahuline sõda Ukraina vastu, mis on muutnud investorite prioriteete ja toonud päevakorda küsimusi, mida veel hiljuti peeti selgelt väljaspool ESG-investeerimise raamistikku olevaks. Kui varasemalt käsitleti kaitsetööstust enamikes ESG-standardites selgelt välistatud sektorina, siis kasvav julgeolekumure on sundinud investorite kogukonda, analüütikuid ja regulatiivseid organisatsioone ümber mõtestama selle sektori kohta väärtuspõhises investeerimiskeskkonnas.

Käesolevas alapeatükis uuritakse, kas ja millistel tingimustel saab kaitsetööstust käsitleda osana kestlikust investeerimisraamistikust. Fookuses on traditsiooniline ESG-välistusloogika, muutunud geopoliitiline reaalsus ning investorite hoiakud olukorras, kus moraalne vastutus ja julgeolekutaju satuvad vastastikku pingesse. Tõstatub küsimus, milliseid kompromisse või uusi tõlgendusraame see olukord ESG-põhimõtetele esitab või isegi nõuab.

Kestliku investeerimise kontseptsioon on kujunenud tugevaks normatiivseks raamistikuks, kus investori eelistusi suunavad väärtuspõhised, sotsiaalsed ja keskkonnavalased kaalutlused (Renneboog et al., 2008; UNPRI, 2023). ESG-lähenemine eeldab, et investeringud väldivad sektoreid, mis on seotud vägivalga, inimõiguste rikkumiste või keskkonnakahjuga (Bindman, 2022; UNPRI, 2023). Kaitsetööstus on seejuures olnud üks levinumaid välistussektoreid, kuna seda seostatakse destruktiiivse jõu kasutamise, kõrge korrupsiooniriski ja madala läbipaistvusega (Čaušević et al., 2022).

Samas viitavad hiljutised arengud võimalusele, et ESG-käsitlused on liikumas jäigast välistusloogikast kontekstitundlikuma hindamise suunas. Rahvusvaheline finantsanalüüsiettevõtte *Morningstar* (2023) on rõhutanud, et eriti sõjalise eskalatsiooni kontekstis Euroopas on investorid hakanud üha enam otsima tasakaalu eetika ja julgeolekukaalutluste vahel. Kaitsetööstuse rolli ei hinnata enam üksnes moraalsete printsiipide valguses, vaid arvesse võetakse ka selle võimalikku panust ühiskondlikku stabiilsusse ja kaitsevõimesse.

UNPRI ehk ÜRO vastutustundliku investeerimise põhimõtted (ingl *The UN Principles for Responsible Investment*) ei nimeta küll relvatööstust nimeliselt täielikult välistatavaks, kuid ESG-konsultatsioonipraktikas ja institutsionaalsete investorite portfellides on relvade ja kaitsetehnoloogia sektori välistamine olnud seniajani tavapärase praktika. Selle põhjenduseks on peetud sektori madalat läbipaistvust, kõrget korruptsiooniriski, seotust destrukttiivse jõuga ning piiratud seotust kestlike arengueesmärkidega (Bindman, 2022).

Kaitsetööstuse välistamine ei põhine üksnes formaalsetel ESG reitingutel, vaid ka laiemal eetilisel käsitusel, mille kohaselt investering ei tohiks olla seotud otsese vägivallega ega aidata kaasa globaalsele ebastabiilsusele. Seetõttu on relvatootjate ja -arendajate osalemine vastutustundlikes investeerimisportfellides olnud erakordselt harv. Seda isegi juhul, kui ettevõtte täidab teisi ESG kriteeriume. Selline lähenemine on kujundanud ESG kui eetilise filtri rolli mitte üksnes finantsriskide maandajana, vaid ka väärtuste kandjana. Kuid globaalse julgeolekuolukorra muutumine, sh demokraatlike riikide vajadus kaitsta oma territooriumi ja elanikke, seab meie ette küsimuse – kas senine välistusloogika on ajakohane või vajab see ümberhindamist? Just sellele keskenduvad töö autorid järgnevas. Tabel 3 avab, kuidas Venemaa täiemahuline sõda Ukraina vastu on nihutanud ESG-raamistike sisulist tõlgendust, eriti seoses kaitsetööstuse sektori käsitlusega. Välistusprintsiibilt on liigutud paindlikuma ja tingimuslikuma hindamise suunas. Kui enne 2022. aastat iseloomustas kaitsetööstuse käsitlust ESG-raamistikus väärtuskonflikt – normatiivne pingeline investorite rahuväärtuste ja relvastusega seotud majandustegevuse vahel, siis pärast 2022. aastat on aset leidnud väärtusreform – arusaam, et julgeolek võib olla kestliku ühiskonna eeltingimus. Väärtusreform on kaasa toonud ESG-põhimõtete kontekstitundlikuma tõlgendamise.

Tabel 3

Kaitsetööstuse käsitlemise muutus ESG-raamistikus enne ja pärast 2022. aastat

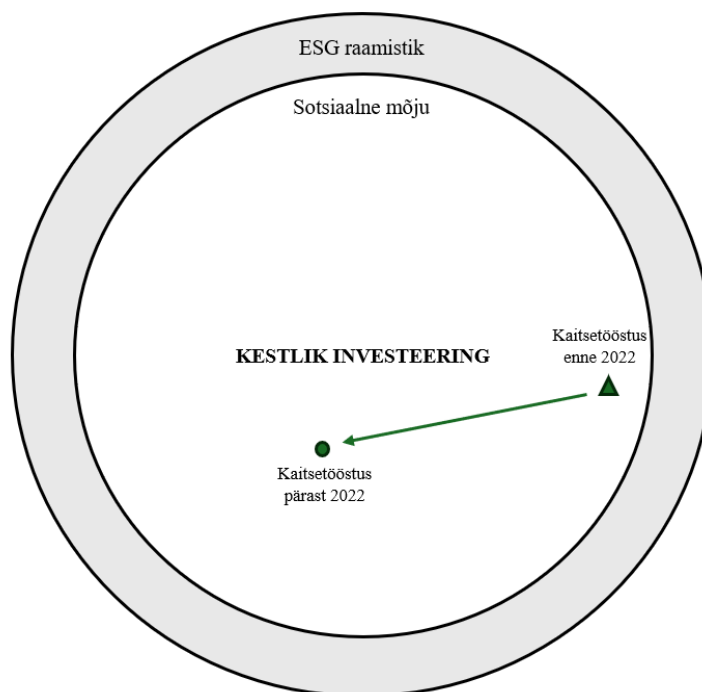
Enne 2022. aastat	Pärast 2022. aastat
Kaitsetööstus: välistatud sektor	Kaitsetööstus: tingimuslikult aktsepteeritav
ESG = rahuaegne eetiline filter	ESG = paindlik raamistik, mis arvestab julgeolekut
Julgeolek eraldi kategooria	Julgeolek = sotsiaalse kestlikkuse eeltingimus
Väärtuskonflikt / ümberhindamine	Väärtusreform / ümberhindamine

Allikas: Autorite koostatud Čaušević et al., 2022; Mitkow et al., 2022; Battiston & Monasterolo, 2020 Bindman, 2022; *Morningstar*, 2023; UN, 2023 põhjal.

Majanduse globaliseerumine ja infovälja avatus on muutnud aktsiaturud senisest haavatavamaks ka geopoliitiliste šokkide suhtes. Nagu märgivad Zhang & Hamori (2021), võivad geopoliitilised sündmused suurendada tururiski, õõnestada investorite usaldust ning mõjutada otseselt aktsiahindu ja kauplemisaktiivsust. Gong et al. (2025) täpsustavad, et geopoliitiliste konfliktide korral levivad finantsšokid kiiresti üle riigipiiride, tuues kaasa nn *tail-risk* sündmusi – väga väikese tõenäosusega, ent tugeva mõjuga nihkeid. Selliste riskide ülekandumise ulatus ja kiirus viitavad sellele, et investorid tajuvad geopoliitikat järjest enam mitte pelgalt taustamürana, vaid investeerimisstrateegiate kujundamise lähtekohana. Just usalduse kadu ja äärmuslike riskide ootus muudavad investoreid ettevaatlikuks ning sunnivad ümber hindama ka ESG-põhimõtete rakendatavust reaalses kriisiolukordades.

Nende arengute keskmes on Venemaa täiemahuline sõda Ukraina vastu, mis on toonud esile küsimuse, kas ESG on ainult rahuaegse kapitali juhtimise tööriist või peab see suutma kohaneda ka maailmaga, kus stabiilsus ise on defitsiitne väärtus. Battiston & Monasterolo (2020) rõhutavad, et süsteemsed šokid nagu sõda, pandeemia või energiakriis, võivad ümber kirjutada seni kehtinud ESG-riskide tajumise mustriid ning muuta ka arusaama sellest, millised sektorid on ühiskonna kestlikkuse seisukohalt strateegiliselt olulised. Seetõttu on järjest aktuaalsem arutelu selle üle, kas kaitsetööstuse, küberjulgeoleku või strateegilise energeetika sektoreid tuleks käsitleda mitte ainult talutavate vaid koguni eelistatud investeerimisvaldkondadena. Selline väärtusnihe võimalus tähendab, et ESG pole mitte staatiline eetiline raamistik, vaid dünaamiline, kriisidest mõjutatav väärtusstruktuur. Joonis 2 visualiseerib selle nihke – traditsiooniliselt ESG äärealadel paiknenud kaitsetööstus on liikunud tingimusliku

aktsepteeritavuse suunas ning sobitub üha enam sotsiaalse vastutuse printsiibi alla eeldusel, et selle eesmärk on rahu, turvalisus ja demokraatlike väärtuste kaitse.



Joonis 2. Kaitsetööstuse positsiooni ümberkujundamine ESG-märklaual

Allikas: autorite koostatud Čaušević et al., 2022; Mitkow et al., 2022; Keller, 2023; *Morningstar*, 2023; *European Commission*, 2025; UN, 2023 põhjal.

Kaitsetööstust on traditsiooniliselt peetud ESG-põhimõtetega raskesti ühildatavaks sektoriks. Põhjuseks on mitmed eetilised ja keskkonnavalased riskid: relvade kasutamise seos inimõiguste rikkumisega, tööstuse läbipaistmatud hanked ja kõrge korruptsioonirisk, ning tootmisprotsesside keskkonnamõju. Čaušević et al. (2022) toovad välja, et isegi kui relvi kasutatakse „kaitse eesmärgil“, jääb eetiline vastutus nende mõju eest ähmaseks – relvad on oma olemuselt loodud hävitamiseks ning võivad olla vastuolus SDG-ga ehk ÜRO säästva arengu eesmärkidega (ingl *Sustainable Development Goals*), täpsemalt eesmärgiga 16 (UN, 2023), mis toetab rahumeelsete ja kaasavate ühiskondade edendamist ning kutsub üles vägivalla kõikide vormide ja sellega seotud surmade vähendamisele kogu maailmas.

Ometi on Venemaa täiemahulise sõja Ukraina vastu algamine 2022. aasta veebruaris nihutanud eetilist diskursust – kaitsevõime, mis varem seondus riskiga, on hakanud esindama stabiilsuse, julgeoleku ja demokraatia väärtust. Mitmed teadlased (nt Mitkow et al., 2022) osundavad, et relvatööstuse ümberhindamine on tekkinud mitte soovist relativiseerida vägivalla olemust, vaid tunnistada vajadust kaitsta rahumeelseid ühiskondi süsteemse agressiooni eest. Kaitsevõime tugevdamist nähakse järjest enam sotsiaalse vastutuse väljendusena, mis sobitub ESG-raamistiku S- ehk *social* komponendiga.

Seda väärtusnihet on peegeldanud ka investorikäitumine. Bindman (2022) toob esile, et juba 2022. aasta esimeses kvartalis sisaldasid ligi 52% *Morningstar* poolt jätkusuutlikuks liigitatud fondidest kaitsetööstusega seotud aktsiaid. See viitab mitte üksnes hallile alale reitinguloogikas, vaid ka tegelikule investorite valmidusele näha kaitsetööstust kui legitiimset osa kestlikust portfelist.

Samal ajal on mitmed poliitilised ja ühiskondlikud liidrid hakanud käsitlema investeringuid kaitsetööstusesse mitte ainult lubatava, vaid lausa vajaliku ja moraalselt põhjendatud valikuna. Euroopa Komisjoni President Ursula von der Leyen nimetab erakapitali mobiliseerimist enda 4. märtsi 2025. aasta pressiteates (*European Commission*, 2025) Euroopa kaitsepaketi osaks ning tehnoloogiaettevõtja Sten Tamkivi rõhutab, et Eesti kontekstis on kaitseinvesteering pigem „filosoofiline kohustus kui finantsiline küsimus“ (Kahn, 2025).

Nagu osundavad Bollen (2007) ja Renneboog et al. (2008), kujundavad vastutustundlikke investeerimisvalikuid sageli sotsiaalne surve, kogukondlikud normid ja väärtuspõhine identiteet – tegurid, mis võivad kriisiolukorras viia väärtusraamistiku ümberhindamiseni.

Nendes arengutes ei pruugi siiski peituda püsiv väärtusrevolutsioon, vaid ajutine kriisipõhine kohandumine. Kaitsetööstuse legitiimsus ESG-raamistikus ei ole automaatne, vaid eeldab jätkuvat arutelu, kus tõmmata eetilise piiri lubatava ja lubamatu vahel. Kas keemiarelva tootja kvalifitseerub samuti? Kas küberjulgeolek on sama mis tankitootmine? Need küsimused jäävad käesoleva töö autorite poolt sihilikult lahtiseks, ent tähistavad paradigmanihke algust, kus kaitsetööstus ei ole enam automaatselt välistatud, vaid tingimuslikult aktsepteeritav.

Arutelu selle üle, kas kaitsetööstus võib olla osa kestlikust investeerimisportfelist, peegeldab laiemat väärtustõlgenduste nihkumist maailmas, kus stabiilsus ei ole iseenesestmõistetav. Ühiskonnad, eriti demokraatlikud ja geograafiliselt ohustatud piirkonnad, on hakanud julgeolekut käsitlema kui esmast kestlikkuse eeldust.

See seisukoht leiab üha enam kõlapinda ka investorite seas – eriti riikides, kus ajalooline kogemus ja geopoliitiline haavatavus kujundavad tugevat julgeolekuteadvust. Kaitsetööstust ei käsitleta enam ainult eetilise probleemina, vaid ka potentsiaalse ühiskondliku stabiilsuse tagajana. Näiteks rõhutavad van Lamoen & Rouffiac (2025), et pärast Venemaa agressiooni Ukrainas on mitmed Euroopa investorid ja valitsused hakanud ümber hindama kaitsektori rolli kestlikkuse saavutamisel, nähes selles võimalust tasakaalustada risk, tootlus ja rahvusvaheline vastutus. Selline arusaam näitab, et ESG-põhimõtted ei ole staatilised, vaid reageerivad muutuvale geopoliitilisele olukorrale ja julgeolekupõhiste väärtustele.

Töö autorite arvates ongi just niisuguses keskkonnas hakanud kujunema uus arusaam kestlikkusest, kus sotsiaalne vastutus ei tähenda ainult haavatavate rühmade kaitset või keskkonnahoidu, vaid ka võimet seista vastu vägivallale, kaitsta demokraatlikke institutsioone ning säilitada elukeskkonna julgeolek. Selline arusaam ei tühistata varasemaid ESG-põhimõtteid, vaid laiendab neid – sidudes sotsiaalse mõõtme riikliku kaitsevõime ja strateegilise vastutusega.

Sellist arengut on nimetanud paradigma muutuseks ka poliitikakujundajad ja strateegilised analüütikud. PwC raport rõhutab, et kaitsetööstusettevõtted peavad kasutama avanenud ajaakent mitte üksnes kapitali ligitõmbamiseks, vaid ka oma väärtusnarratiivi muutmiseks (Keller, 2023). See tähendab, et kui kaitsevõime muutub investorite silmis avalikuks hüveks, mille rahastamine on legitiimne ja vajalik, tuleb ümber hinnata ka ESG-kriteeriumite kitsaskohti.

Ometi jääb õhku küsimus – kas see on ajutine kriisist tingitud erand või osa sügavamast väärtusraamistiku nihkest? Seni pole ESG-standardeid kohandatud sel määral, et kaitsetööstust saaks automaatselt kvalifitseerida jätkusuutlikuks. See on toonud kaasa arutelu mitte ainult ESG-sildi usaldusvärsuse, vaid ka selle sisulise paindlikkuse üle. Verdier (2025) osundab, et geopoliitiline surve võib murendada usaldust seniste investeerimishinnade vastu, kuid samal ajal tuua esile vajaduse ESG-raamide kontekstuaalseks tõlgendamiseks.

Uute geopoliitiliste olude valguses on kujunemas väärtusraamistik, milles julgeolek, sh kaitsevõime, ei vastandu enam kestlikkusele, vaid seda nähakse üha sagedamini kui selle eeltingimust. Kaitsetööstuse ümberhindamine ei toimu siiski automaatselt ega universaalselt, vaid kontekstuaalselt – see sõltub ühiskondlikust tajust, väärtusprioriteetidest ja piirkondlikust ohupildist (Čaušević et al., 2022; van Lamoen & Rouffiac, 2025). Mitmed analüütilised ja poliitilised institutsioonid, sh Euroopa Komisjon ning valdkondlikud investeerimisanalüütikud,

on osutanud vajadusele käsitleda kaitsetööstust vähemalt osaliselt osana laiemast, strateegilise kestlikkuse raamistikust (*Morningstar*, 2023).

Eesti kontekstis, kus geopoliitiline risk on ajalooliselt põhjendatud ja tugevalt tajutav, võib kaitsetööstusesse investeerimist mõista mitte kui eetiliste põhimõtete hülgamist, vaid kui nende ümbermõtestamist – väärtuspõhise investeerimise uue vormina. Käesoleva töö seniste teoreetiliste ja empiiriliste analüüside põhjal joonistub välja kolm omavahel seotud muutust, mis iseloomustavad ESG-raamistiku kohandumist uue „maailmakorraga“.

Esiteks on senine normatiivne välistuspõhine ESG-diskursus hakanud muutuma paindlikumaks – investorid ja institutsioonid ei välista enam kategooriliselt kaitsetööstust, vaid kaaluvad selle rolli laiemas sotsiaalse stabiilsuse kontekstis. Teiseks on kaitsetööstuse väärtushinnanguline käsitlus hakanud nihkuma – kui varem tähistas see eelkõige eetilisi vastuolusid (vägivald, relvastus), siis üha enam nähakse selles ka võimalikku panust demokraatlike väärtuste ja ühiskondliku turvalisuse hoidmisel. Kolmandaks peegeldab see nihe investorite kohandumist uute geopoliitiliste riskide ja eetiliste dilemmadega – olukorras, kus julgeolekut mõistetakse kui ühiskondliku kestlikkuse tingimust, võivad ka varem välistatud sektorid, nagu kaitsetööstus, saada osaks teatud tüüpi väärtuspõhisest investeerimisportfellist (Gehrig & Moreno, 2023; Lyon & Maxwell, 2011).

Need arengud tõstatavad küsimuse, kuidas tajuvad erainvestorid ise oma väärtusi ja valikuid muutavas maailmas – kas nad näevad kaitsetööstust jätkuvalt vastuolulise sektorina või seostavad seda uue turvalisuspõhise kestlikkuse raamiga. Just sellele keskendub töö järgmine osa, kus käsitletakse Eesti erainvestorite seas läbiviidud kvantitatiivset küsitlusuuringut. Selle eesmärk on selgitada, millised tegurid mõjutavad valmidust teha kestlikke investeeringuid – sealhulgas hinnata, kas ja millistel tingimustel seostatakse kaitsetööstus kestlikkuse mõistega.

Käesolevas alapeatükis analüüsiti, kuidas Venemaa täiemahuline sõda Ukraina vastu on mõjutanud investorite väärtustõlgendusi ning toonud esile vajaduse ümber hinnata seni kehtinud ESG-põhimõtteid. Traditsiooniliselt on kaitsetööstust peetud ESG-raamistikega raskesti ühilduvaks sektoriks, eelkõige selle seose tõttu vägivalla, keskkonnakahju ja läbipaistmatuse riskidega. Siiski on sõda muutnud arusaama sellest, milliseid sektoreid peetakse ühiskonna kestlikkuse seisukohalt kriitiliseks.

2. Empiiriline uurimus: tegurid, mis mõjutavad kestlikku investeerimisvalmidust

2.1. Metoodika kirjeldus

Käesoleva uurimistöö empiiriline osa toetub kvantitatiivsele lähenemisele ning on üles ehitatud struktureeritud küsitlusuuringuna, mille sihtrühmaks olid Eesti erainvestorid. Küsitlusmeetod sobib hästi sotsiaalsete hoiakute, väärtuste ja finantskäitumise kvantitatiivseks uurimiseks, võimaldades analüüsida erinevaid tegureid, mis mõjutavad investeerimisotsuste tegemist. Küsitlus kui uurimisviis on varem osutunud tõhusaks just kestliku investeerimise teemade käsitlemisel, sealhulgas investori motivatsioonide, ESG-teadlikkuse ja väärtuspõhiste valikute uurimisel (Nilsson 2009; Riedl & Smeets 2017; Gutsche & Ziegler 2019).

Küsitlus viidi läbi ajavahemikus 15. märts – 1. aprill 2025. Selle levitamiseks kasutati kombineeritud strateegiat, sealhulgas autorite isiklike sotsiaalmeediakanaleid, investeerimiskogukondi, tudengivõrgustikke ning sihipäraseid otsepöördumisi. Kontakt võeti ka valitud Eesti juhtivate erainvestoritega (nt kuuluvus investorite TOP 1000 nimekirja) ja arvamusiidritega, et tagada vastajate profiilide temaatiline relevants ja mitmekesisus¹. Valimi moodustamise aluseks oli mugavusvalimi printsiip, mis on sobiv juhul, kui uuritav nähtus eeldab spetsiifilist teadlikkust või kogemust – nagu see on investeerimiskäitumise, ESG-hoiakute ning väärtuspõhiste otsuste puhul. Bryman, (2016) rõhutab, et mittesüsteematilise valimi kasutamine võib olla põhjendatud, kui sihtrühm on selgelt piiritletud ja üldistuse eesmärk on vähem oluline kui nähtuse mõistmine konkreetse populatsiooni sees.

Kokku laekus 250 vastust, millest analüüsi kaasati 189, seda peaausjalikult täidetuse kriteeriumit arvestades (küsitluse lõpuni täitmise määr, ingl *completion rate*, oli 75,6%). Uuringu fookus ei olnud kogu elanikkonna representatiivsus, vaid valimi sisemine variatiivsus – et oleks esindatud erineva taustaga investorid, kelle hoiakud ESG-põhimõtete, investeerimiseesmärkide ja geopoliitiliste riskide suhtes võivad erineda.

Lõplikku valimit (n = 189) võib pidada sobivaks kvantitatiivse uurimise läbiviimiseks kindlas sihtrühmas – antud juhul inimeste hulgas, kellel on varasem investeerimiskogemus ning

¹Küsitlus levitati järgmistes kanalites: autorite Facebooki ja LinkedIni kontodel, suhtlusrakenduse Messenger grupivestlustes (nt Tartu Ülikooli Kaasaegse majanduse 2023. a magistrikursuse grupid), Facebooki investeerimisgruppides „Finantsvabadus“ ja „Investor Toomase Investeerimisklubi kogukond“, Discordi kanalil „Miljoniklubi“, ning tudengiorganisatsioonide (nt TÜ investeerimisklubi, EMLS, TÜ turundusklubi, TalTechi turundusklubi, TalTechi Majandusteaduskonna Üliõpilaskogu) ja investeerimisvaldkonna mõjuisikute (nt Märten Kress, Peeter Koppel, Kristi Saare, „Rahakratt“) võrgustikes.

huvi kestliku investeerimise vastu. Kuigi valimi suurus ei võimalda tulemusi üldistada kogu elanikkonnale, on sarnase suurusega valimeid tavalisteks peetud mitmetes investorkäitumise uurimustes, kus keskendutakse hoiakute, motiivide ja valmiduse uurimisele (nt Nilsson 2009; Riedl & Smeets 2017; Gutsche & Ziegler 2019). Bryman, (2016) märgib samuti, et väikese kuni mõõduka suurusega sihtrühmapõhised valimid võivad olla piisavad juhul, kui uuritav nähtus on spetsiifiline ning uuritakse suhtumusi kindlas sotsiaalses kontekstis.

Küsimustiku koostamisel võeti aluseks Degryse et al. (2023) uuring, mis viidi läbi Hollandi elanikkonna hulgas eesmärgiga kaardistada investorikäitumise väärtuspõhiseid ja instrumentaalseid motiive. Antud uuringu küsimustik kohandati käesoleva uurimistöö tarbeks. Küsimustik tõlgiti inglise keelest eesti keelde ning seda täiendati Eesti kontekstile sobivate sisuliste elementidega. Kuna alusuuringus kasutati LISS (*Longitudinal Internet Studies for the Social Sciences*) paneeli, mille kaudu koguti juba standardiseeritud demograafiline taustainfo, lisasid käesoleva töö autorid lõplikku küsimustikku küsimused vastaja soo, vanuse, haridustaseme ja investeerimiskogemuse (investeerimiskogemus aastates, portfelli suurus, peamine põhjus investeerimiseks) kohta. Lisaks standardsetele küsimustele lisati töö autorite poolt võrreldes “originaalküsitlusega” eetikat ja geopoliitilist olukorda puudutavad väited, mis hindasid hoiakuid seoses sõja ja kaitsetööstuse kaasamisega kestliku investeerimise raamistikku. Neid küsimusi mõõdeti Likerti skaalal ning need olid suunatud geopoliitilise riskitaju, moraalse dilemma ja investeerimisvalmiduse vaheliste seoste analüüsile.

Kogu küsimustik oli üles ehitatud plokkidena, millest igaüks keskendus kindlale kontseptuaalsele valdkonnale, võimaldades seostada töö teoreetilist konstruktsiooni (nt väärtuspõhisus, usaldus ESG-märgistuse vastu, motivatsioonitõkked) struktureeritud viisil vastajate hinnangute ja hoiakutega .

Töö autorite poolt koostatud küsimustiku lõplik versioon koosnes kuuest temaatilisest osast ning sisaldas kokku 31 küsimust. Küsimused jaotati loogilisteks alajaotusteks, lähtudes uurimisküsimustest ja töö teoreetilisest raamistikust:

- taustainformatsioon: hõlmas andmeid vastajate soo, vanuse ja haridustaseme kohta ning sisaldas ka enesehinnangut finantskirjaoskusele kui rahanduslike teadmiste tasemele;
- investeerimisotsuste mõjutajad: käsitles infot, kust vastajad oma investeerimisotsuseid tehes juhinduvad (nt finantsmeedia, sotsiaalmeedia, sõbrad

või perekond), ning nende oskust eristada kestlikke investeerimisvõimalusi ja valmidust panustada sotsiaalselt tähenduslikesse algatustesse;

- investeringute olemasolu: uuriti, milliseid investeringuid (aktsiad, võlakirjad, ETF-id, III samm jms) vastajatel on, nende investeerimiskogemust ja portfelli suurust ning millist eesmärki investeerimine nende jaoks täidab (nt tootlus, ühiskondlik mõju);
- kestlikke investeringuid omavad erainvestorid: keskendus küsimustele, miks ja kuidas kestlikesse varadesse investeeritakse, sealhulgas valmidusele aktsepteerida madalamat tootlust, olulisematele ESG-teguritele ja hindamiskriteeriumidele;
- kestlikke investeringuid mitteomavad investorid: kaardistati peamised takistused ja kõhkklused, hoiakud ja võimalikud valikueelistused, sh valmidus kombineerida traditsioonilisi ja kestlikke investeringuid, ning hinnangud rohepesu levikule;
- eetika ja sõja mõjud: sisaldas väiteid Venemaa täiemahulise sõja mõju kohta investeerimisotsustele, sh küsimusi sektorite kohta, mida kestlik investor võiks välistada ning selle kohta, kuidas eetika ja geopoliitika mõjutavad investeerimisvalikuid.

Täielik küsimustik koos kõikide sõnastuste ja skaaladega koos viidetega autorite lisatud küsimustele on esitatud käesoleva uurimistöös lisas A.

Küsitluse tehniliseks platvormiks valiti veebipõhine keskkond *LimeSurvey*, mis võimaldas rakendada mitmeharulist loogikat ja suunata vastajaid profiilile vastavate küsimuste juurde². Selline struktuur tagas, et iga vastaja vastas ainult neile küsimustele, mis olid tema investeerimiskogemuse ja hoiakute seisukohalt asjakohased.

Enne küsitluse avalikustamist, toimus küsimustiku sisu hindamiseks ja tagasiside saamiseks kümne vastajaga piloteerimine, mille tulemusena sõnastati ringi investeerimisotsuste mõjutajate põhiosas olev küsimus heategevuse panustamisse (parema arusaadavuse tagamine), investeringute osas täiendati investeringute omamise küsimust III pensionisamba võimaluse lisamisega, kuna see on Eesti pensionisüsteemi vaates eeldatav ja adekvaatne. Lisaks muudeti

² Tingimusloogika rakendus kolme taustamuutuja alusel: (1) kas vastajal oli investeringuid; (2) kas investeringute hulgas esines kestlikke varasid; (3) milline oli isiklik motiiv investeerimiseks ESG-kriteeriumide alusel (nt eetilised, pragmaatilised või poliitilised kaalutlused). Selline lähenemine parandas küsimuste sobivust vastaja profiiliga, kuid võis viia erinevuste tekkimiseni vastajate arvus üksikute küsimuste lõikes.

saadud tagasiside alusel eetika ja sõja mõjusid käsitlevad küsimused valikuliseks, kuna pilootvastajad pidasid neid teemasid delikaatseteks.

Käesoleva uurimistöo andmeanalüüsis rakendati esmalt kirjeldavat statistikat (keskmised, standardhälbed), et anda ülevaade valimi sotsiaal-demograafilistest tunnustest ning vastajate hoiakutest ja investeerimisprofiilidest. Rühmadevaheliste erinevuste analüüsiks kasutati t-teste ja ühesuunalist dispersioonanalüüsi (ANOVA).

Andmete töötlemine ja analüüs viidi läbi autorite poolt R programmeerimiskeeles, kasutades *RStudio* kasutajaliidest, mis võimaldas paindlikult rakendada nii kirjeldavat kui ka järeldusstatistikat, sealhulgas erinevate visualiseeringute loomist. Täpsemalt kasutati mitme kategooriaga sõltuva muutuja analüüsimiseks funktsiooni *multinom* (paketist *nnet*), mis võimaldab hinnata nominaalsete vastustega sõltuvate muutujate seoseid mitmete seletajatega. See meetod oli sobiv investorprofiilide (nt traditsiooniline, finantskestlik, sotsiaalkestlik) määramiseks ja nendega seotud hoiakuliste ning demograafiliste tegurite mõju hindamiseks.

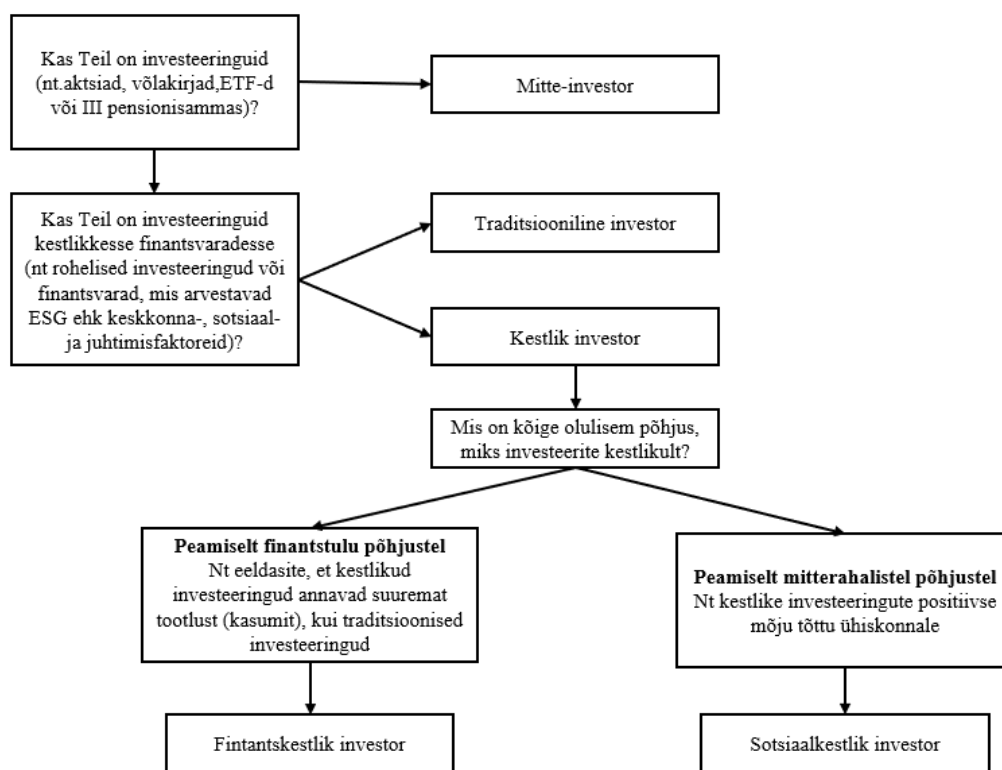
Regressioonimudeli valikut põhjendab käesoleva töö uurimisfookus - selles oli plaanitud tuvastada, millised tegurid seletavad erainvestorite valmidust kaasata kaitsetööstus kestliku investeerimise raamistikku. Alternatiivina kaaluti ka klasteranalüüsi, kuid see oleks nõudnud suuremat valimit ja keskendunud rohkem tüpoloogiate kujundamisele kui selgitavale modelleerimisele. Kuna töö teoreetiline raamistik (sh väärtuste nihkumine kriisi tingimustes) toetas kindlaksmääratud hoiakumuutuja analüüsi, otsustati regressioonanalüüsi kasuks.

Jooniste ja tabelite koostamisel kasutati vajaduspõhiselt ka esitlusprogrammi *Microsoft PowerPoint* ja tekstiredaktorit *Google Docs*. Küsitluse loogikate kontrollimisel ning esmasel andmehalduse etapil tugineti *LimeSurvey* andmete eksportimise võimalustele.

2.2. Tulemused

Metoodika osas (vt 2.1.) kirjeldatust lähtudes, kaasati lõppanalüüsi 189 vastajat. Et hinnata investeerimiskäitumise ja väärtushoiakute seoseid, jaotati vastajad neljaks investortüübiks tuginedes kolmele taustaküsimusele: investeringute olemasolu, kestlikkus ning investeerimise motiivid. Esmalt määrati, kas vastajal on üldse investeringuid (nt aktsiad, ETF-id, III samm). Investeringute puudumisel liigitati vastaja mitteinvestoriks. „Mitteinvestor“ on termin, mille töö autorid uurimiskirjanduses esmakordselt välja pakuvad – so mitteosaleja finantsturgudel, mis oleks vasteks inglise keelsele terminile *non-investor*. Investeringute

olemasolul kontrolliti, kas tema portfellis sisaldub kestlikke finantsvarasid (nt ESG-kriteeriumitega kooskõlas olevad investeeringud). Need, kellel olid investeeringud, kuid mitte kestlikud, klassifitseeriti traditsioonilisteks investoriteks. Kui vastajal olid olemas kestlikud investeeringud, esitati lisaküsimus nende investeerimismotiivide kohta. Sõltuvalt sellest, kas motiiv oli seotud pigem tootluse ja riskihindamisega või väärtuspõhiste kaalutlustega (nt eetika, keskkonnahoid, ühiskondlik mõju), jaotati vastajad kas finantskestlikeks või sotsiaalkestlikeks investoriteks. „Finantskestlik investor“ ja „sotsiaalkestlik investor“ on terminid, mille töö autorid uurimiskirjanduses esmakordselt välja pakuvad - see on siis isik, kes vastavalt kas teeb otsuseid riski ja tootluse alusel (Degryse et al., 2023 põhjal vaste inglise keelsele terminile *value-driven investor*) või soovib oma investeeringutega saavutada ühiskondlikult positiivset mõju (Degryse et al., 2023 põhjal vaste inglise keelsele terminile *values-driven investor*).



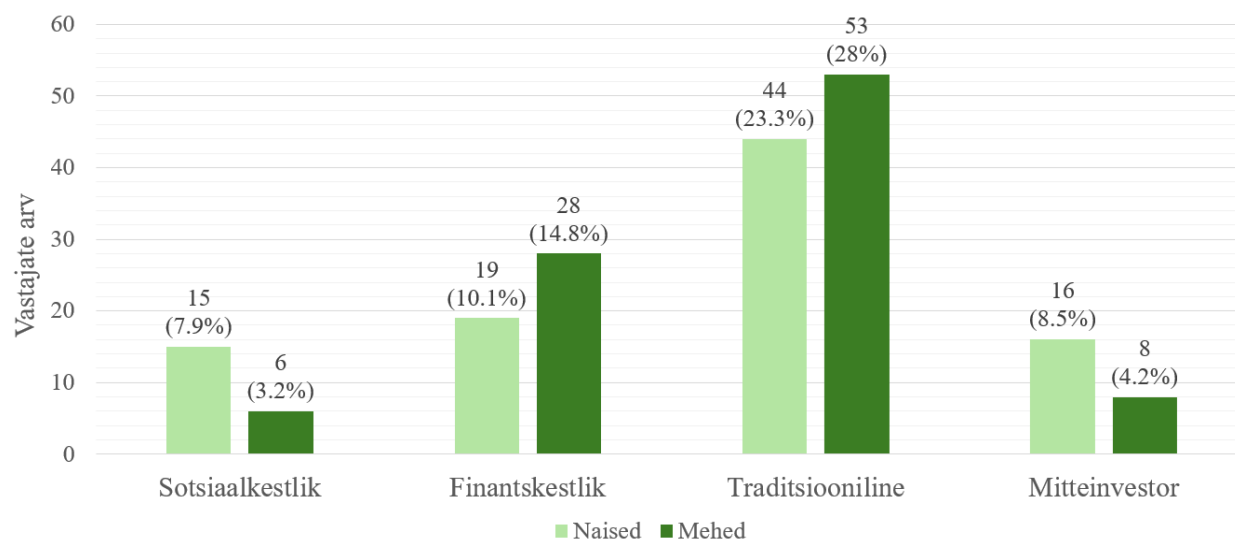
Joonis 3. Investorite jaotus investorrühmadesse vastavalt küsimustiku vastustele

Märkus: Otsustuspuu lähtus küsimuste G02Q01, G03Q01 ja G03Q05 vastustest

Allikas: Autorite koostatud Degryse et al. (2023) küsitluse loogika põhjal

Selline tüpologia võimaldab hiljem analüüsida, kuidas erinevad investortüübid suhestuvad ESG-teadlikkuse, usaldusbarjääride, väärtuspõhiste impulsside (nt *warm-glow*) ning geopoliitilise riskitaju ja kaitsetööstuse eetilise tõlgendusega. Tüpoloogia ülesehitus on visualiseeritud joonisel 3, kus on näidatud klassifitseerimisloogika vastajate valikute alusel. Lähenemine põhineb töö teoreetiliselt osas käsitletud mudelil, mis eristab väärtuspõhiseid ja instrumentaalseid investoreid ning arvestab ka geopoliitilise ja eetilise motivatsiooni mõju investeerimiskäitumisele.

Statistiline analüüs viitas piiri peal olevale seosele sugude ja investortüüpide vahel ($X^2 = 11.804$; $df = 6$; $p = 0.06$), kuid see ei olnud statistiliselt oluline tavapärasel 5% olulisustasemel. Naiste osakaal oli kõrgeim sotsiaalkestlike investorite (71%) ja mitteinvestorite (67%) seas. Seevastu finantskestlike ja traditsiooniliste investorite puhul oli meeste osakaal kõrgem. Investorite jaotus kogu valimis tüüpide lõikes on esitatud joonisel 4.



Joonis 4. Investortüüpide jaotus

Allikas: autorite koostatud *R-Studio* programmi andmeanalüüsi väljavõtte põhjal

Keskmine vanus kogu valimis oli 43,8 aastat ($SD = 2,27$). Vanuse jaotuse võrdlus rühmade vahel osutus samuti statistiliselt oluliseks ($t = 2,35$; $p = .02$). Kõrgeim keskmine vanus esines mitteinvestoritel ($M = 46,6$), madalaim traditsioonilistel investoritel ($M = 41,6$).

Sotsiaalkestlikud ja finantskestlikud investorid jäid vahepeale ($M = 42,4$ ja $M = 44,7$). Täpsemad andmed sugude, vanuse, haridustaseme ja investeerimiskogemuse jaotuse kohta investortüüpide lõikes on esitatud lisa B tabelites.

Kõrghariduse osakaal oli valimis üldiselt kõrge – 78% vastanutest omasid bakalaureusekraadi või kõrgemat haridust, sh 47% magistrikraadi. Statistiline analüüs ei näidanud seost investortüübi ja haridustaseme vahel ($X^2 = 2.19$; $p = 0.76$). Kirjeldava statistika põhjal oli kõrghariduse osakaal siiski suurem finantskestlike ja traditsiooniliste investorite seas, kuid see erinevus ei olnud statistiliselt oluline.

Valdaval enamusel vastanutest (87%) oli varasem investeerimiskogemus. Traditsioonilised investorid olid sagedamini algajad (< 1 aasta kogemust: 27,3%), samas kui sotsiaal- ja finantskestlikel investoritel domineeris 3–5-aastane kogemus. Portfelli suuruse lõikes paistsid finantskestlikud silma suuremate investeringutega (14,9% > 500 000 €), samas kui traditsiooniliste investorite rühmas oli enim väikese portfelliga investoreid (< 5 000 € – 20,6%).

Kõige sagedamini nimetatud investeerimismotiivid olid pensioniks kogumine, raha kasvatamine ja finantsstabiilsuse tagamine – kõik rühmades sarnase osakaaluga (~17–20%). Väärtuspõhised eesmärgid nagu keskkonnamõju või sotsiaalne heaolu mainiti harvem (alla 2%). Kogu valimi investeerimismotiivide jaotus on esitatud lisa C.

Kestlike investeerimisvalmidust mõjutavate hoiakute eristamiseks viidi läbi ühefaktoriline dispersioonianalüüs (ANOVA), mille abil uuriti, kas ja mil määral erinevad nelja investortüübi (sotsiaalkestlik investor, finantskestlik investor, traditsiooniline investor ja mitteinvestor) vahel järgmised hoiakulised ja tunnetuslikud tegurid: ESG-teadlikkus, *warm glow*-motiiv, rohepesu tajumine, riskivalmidus ja allikate mõju investeerimisotsustele.

Tabel 4 koondab statistilised tulemused uuritud hoiakuliste ja väärtuspõhiste tunnuste kohta ning võimaldab selgelt võrrelda investortüüpide vahelisi erinevusi.

Tabel 4

Investortüüpide vahelised erinevused hoiakuliste ja uskumuslike tegurite lõikes (ANOVA tulemused)

Investeerimisotsuste mõjutajad	Sotsiaal-kestlik	Finants-kestlik	Traditsiooniline	Mitteinvestor	M	SD	p
Finantskirjaoskus (Enda rahaliste teadmiste tase)	5,14	4,91	4,91	4,22	4,80	0,40	0.008 **
ESG teadlikkuse skoor (Kui hästi oskate hinnata, millised investeeringud on kestlikud)	3,71	3,87	3,46	3,12	3,54	0,33	0.003 **
Valmidus panustada heategevusse midagi vastu ootamata (warm-glow motiiv)	5,52	4,87	5,02	4,63	5,01	0,38	0.346
Rohepesu skoor (Kui palju on kestlikud investeeringud seotud rohepesuga?)	3,10	4,20	4,80	4,50	4,15	0,74	0.001 **

Märkus. Likerti skaala 1–7: 1 – ei vasta üldse tõe, 7 – täiesti vastab tõe; M – keskmine hinnang; SD – standardhälve; p p-väärtus.

Allikas: autorite koostatud *R-studio* väljavõtte põhjal

ESG-teadlikkuse osas näitasid ANOVA tulemused, et erinevused ESG-teadlikkuses investortüüpide vahel olid statistiliselt olulised ($F(3,185) = 6.87; p < .01$). *Tukey post-hoc* test tõi esile, et finantskestlikud investorid ($M = 4.13$) eristusid oluliselt madalama teadlikkusega mitteinvestoritest ($M = 3.12; p < .01$) ja traditsioonilistest investoritest ($M = 3.46; p = .02$), samas kui sotsiaalkestlikud investorid ($M = 3.71$) ei erine oluliselt teistest gruppidest.

ESG-teadlikkuse erinevuste selgitamiseks analüüsiti lisaks taustategureid nagu vanus, sugu ja haridus. Keskmine vanus kogu valimis oli 43,8 aastat ($SD = 2.27$), kusjuures erinevused rühmade vahel osutusid statistiliselt oluliseks ($t = 2.35; p = 0.02$). Kõrgeim vanus esines mitteinvestoritel ($M = 46,6$), madalaim traditsioonilistel investoritel ($M = 41,6$). Sotsiaalkestlikud ja finantskestlikud jäid vahepeale ($M = 42,4$ ja $M = 44,7$).

Kõrghariduse olemasolu, kuigi sagedasem finantskestlike ja traditsiooniliste investorite seas, ei selgitanud ESG-teadlikkuse taseme erinevusi ($X^2 = 2.19; p = .76$). See näitab, et kestlikkuse mõistmine ei sõltu üksnes formaalsest haridusest, vaid pigem individuaalsest huvist, infokeskkonnast ja kokkupuutest investeerimismaailmaga. Täiendavalt näitas sooline jaotumus, et naised olid enamasti esindatud sotsiaalkestlike ja mitteinvestorite seas.

Küll eristab finantskirjaoskuse tase eristab selgelt erinevaid investortüüpe. ANOVA tulemused näitasid statistiliselt olulisi erinevusi investorirühmade vahel ($F(3,170) = 4.12, p < .01$).

Kõrgeim ESG-teadlikkuse keskmine ($M = 4.13$) ilmnes finantskestlike investorite seas, samas kui madalaim tase oli mitteinvestoritel ($M = 3.12$). Traditsioonilised investorid paistsid seevastu silma kõrgeima rohepesu tajumisega ($M = 4.80$).

Warm glow skooride võrdlus näitas mõõdukaid erinevusi ($F(3,185) = 2.75$; $p = .044$). Kõrgeimad keskmised ilmnesid sotsiaalkestlikel investoritel ($M = 5.52$) ja madalaim mitteinvestoritel ($M = 4.63$), ent ainult sotsiaalkestlike ja mitteinvestorite vaheline erinevus osutus statistiliselt oluliseks ($p = .047$).

Rohepesu tajumise tasemete erinevused olid samuti statistiliselt olulised ($F(3,185) = 4.91$; $p = 0.003$). *Tukey post-hoc* test näitas, et sotsiaalkestlikud investorid ($M = 3.10$) erinesid oluliselt traditsioonilistest ($M = 4.80$; $p < .01$) ja finantskestlikest investoritest ($M = 4.20$; $p = .041$), viidates kõrgemale usaldusele kestlike investeeringute vastu.

Multinomiaalse regressioonanalüüs peab selgitab, millised tegurid eristavad traditsioonilisi investoreid finantskestlikest investoritest. Mudelisse kaasati kuus sõltumatut muutujat: finantskirjaoskus, ESG-teadlikkus, *warm-glow*, rohepesu tajumine, soovitude mõju ning valmidus loobuda tootlusest kestlikkuse kasuks. Kontrollmuutujatena lisati vanus, sugu ja haridustase.

Kuigi andmestik oleks võimaldanud võrrelda ka sotsiaalkestlike ja mitteinvestoreid finantskestlike investoritega, jäid osa regressioonimudelitest ebausaldusväärseteks. Selle põhjuseks oli ebaproportsionaalne jaotus rühmades, kus väike arv vastajaid teatud kombinatsioonides (nt sotsiaalkestlik + kõrge ESG-teadlikkus + madal tootlusest loobumise valmidus) ei võimaldanud mudelil parameetrite hinnaguid leida. Taoline olukord on tavaline mugavusvalimiga tehtud uuringutes, kus alarühmade suurus võib jääda alla statistilise usaldusväärse piiri (Bryman, 2016). Seetõttu keskenduti alljärgnevas analüüsis ainsale statistiliselt stabiilsele ja sisuliselt tähenduslikule võrdlusele – traditsioonilised investorid vs finantskestlikud investorid.

Multinomiaalse logistilise regressioonimudeli sobivust hinnati spetsiaalselt traditsiooniliste ja finantskestlike investorite võrdluse puhul. Mudeli võrdlemine nullmudeliga (st mudel, mis ei sisalda ühtegi seletavat muutujat) viidi läbi *Likelihood ratio* testiga, mis näitas, et täismudel selgitab investortüübi varieeruvust oluliselt paremini kui nullmudel ($X^2(44) = 140,59$; $p < .01$).

Regressioonimudelid nähtus, et ainsaks statistiliselt oluliseks ennustajaks oli rohepesu skoor ($p = .010$). Kõrgem rohepesu tajumine suurendas tõenäosust olla traditsiooniline investor, viidates sellele, et madalam usaldus ESG-märgistuse vastu võib vähendada valmisolekut investeerida kestlikesse varadesse, isegi kui muu hoiakuline profiil on sarnane. Multinomiaalse logistilise regressiooni tulemused on näha tabelist 5.

Tabel 5

Regressiooni tulemused: traditsiooniline vs finantskestlik investor

	β	SE	z	p-väärtus
Finantskirjaoskus	6018.87	4494.56	1.34	0.181
Soovituse mõju	4519.9	2928.67	1.54	0.123
Warm-glow	2361.45	2395.64	0.99	0.324
ESG-teadlikkus	-9513.98	6755.95	-1.41	0.159
Rohepesu skoor	19548.18	7611.49	2.57	0.010 *
Loobumine tootlusest	141.68	4990.88	0.03	0.977

Märkus: finantskestlik investor. SE – standardviga. $p < .05$; ** $p < .01$.

Allikas: autorite koostatud *R-studio* väljavõtte põhjal

Multinomiaalse logistilise regressioonimudeli sobivust hinnati spetsiaalselt traditsioonilise ja finantskestliku investori võrdluse puhul. Mudeli sobivuse hindamiseks kasutati mitut pseudo- R^2 mõõdikut, mille erakordselt kõrged väärtused – *McFadden* $R^2 = 0.9999$, *Cox & Snell* $R^2 = 0.8351$ ja *Nagelkerke* $R^2 = 0.9999$ – viitasid formaalselt väga heale sobivusele, kuid tõid samas esile võimaliku üleliigse kohandamise riski. Mudeli üldistatavuse parandamiseks prooviti alternatiivseid lähenemisi, sealhulgas üksikute seletavate muutujate eemaldamist, et vähendada üleparametriseeritust, kuid need muudatused ei parandanud oluliselt sobivusnäitajaid ega kõrvaldanud üleliigse kohandamise märke. Seetõttu otsustati jääda algse mudeli juurde, kuid tulemusi tõlgendati, arvestades selle piiranguid, ettevaatlikult.

Järgnevalt analüüsiti, millised tegurid mõjutavad vastajate hinnangut väitele:

„Kaitsetööstuse ettevõtted saavad siiski järgida ESG põhimõtteid“. Tegemist on 7-pallisel Likerti skaalal mõõdetud sõltuva muutujaga, mis peegeldab vastaja valmisolekut käsitleda kaitsetööstuse tegevust kooskõlas keskkonna-, sotsiaalsete ja juhtimispõhimõtetega. See käsitlus on tugevalt seotud töö teoreetilises osas (vt ptk 1.3) tõstatatud küsimusega, kas ja kuidas saab kaitsetööstus sobituda muutuvasse kestlikkuse mõistesse, eeskätt geopoliitilise konteksti mõjul.

Regressioonimudeli valikut põhjendab käesoleva töö uurimisfookus – selles oli plaanitud tuvastada, millised tegurid seletavad erainvestorite valmidust kaasata kaitsetööstus kestliku investeerimise raamistikku. Alternatiivina kaaluti ka klasteranalüüsi, kuid see oleks nõudnud suuremat valimit ja keskendunud rohkem tüpoloogiate kujundamisele kui selgitavale modelleerimisele. Kuna töö teoreetiline raamistik (sh väärtuste nihkumine kriisi tingimustes) toetas kindlaksmääratud hoiakunäitaja analüüsi, otsustati regressioonanalüüsi kasuks.

Lineaarse regressioonimudeli sõltuvaks muutujaks oli hinnang väitele „Kaitsetööstuse ettevõtted saavad siiski järgida ESG põhimõtteid“. Sõltumatuteks muutujateks kaasati mõõdikud nagu *warm-glow*, ESG-teadlikkus, rohepesu tajumine, prosotsiaalsed väärtused, hinnang sõja rollile ESG-käsitluste kujundamises, ja kaitsetööstuse välistamine ESG-raamistikus, samuti kontrollmuutujatena vanus, sugu, haridus ja investortüüp. Olulisemad regressioonimudeli tulemused on esitatud tabelis 6.

Tabel 6

Lineaarse regressioonimudeli tulemused

Muutuja	β	SE	T-statistik	p-väärtus
(Intercept)	1.46	1.44	1.01	0.313
<i>Warm-glow</i> motiiv	0.03	0.17	0.22	0.825
Rohepesu	-0.25	0.24	-1.02	0.297
ESG teadlikkus	0.36	0.16	2.23	0.027
Soovitus	0.22	0.2	1.08	0.28
Kaitsetööstus välistada	-0.25	0.09	-2.79	0.006
Rahu maailmas	0.08	0.12	0.65	0.516
Teadlikkuse tõus	-0.23	0.13	-1.77	0.077
ESG sõda arvestama	0.2	0.12	1.68	0.094
Eetiline valimine	0.28	0.08	3.27	0.001
Eetilised väärtused	0.04	0.11	0.35	0.722
Vanus 25–34	0.5	0.56	0.91	0.363
Vanus 35–44	1.05	0.57	1.81	0.076
Vanus 45–54	1.37	0.62	2.18	0.031
Vanus 55+	0.3	0.87	0.34	0.733
Sugu: naine	0.13	0.37	0.36	0.718
Haridus: kõrgharidusega	-0.4	0.38	-1.05	0.291
investor_tyyp4: mitteinvestor	-0.39	0.56	-0.69	0.489
investor_tyyp4: sotsiaalkestlik	0.21	0.48	0.45	0.648
investor_tyyp4: traditsiooniline	-0.15	0.43	-0.36	0.717

Märkus: β = regressioonikordaja; SE=standardviga; t-statistik; p-väärtus.

Allikas: autorite koostatud *R-studio* väljavõtte põhjal

Regressioonimudel näitas mitmeid statistiliselt olulisi mõjusid. Kõige tugevamaks positiivseks ennustajaks osutus eetiline valimine ($\beta = 0.28$, $p < .01$). St, et mida enam usub vastaja, et investoril lasub eetiline kohustus vältida sõjaga seotud ettevõtteid, seda rohkem on ta valmis pidama kaitsetööstust siiski ESG-raamistikuga sobivaks. See viitab sellele, et eetiline tundlikkus ei pruugi tähendada automaatset välistust, vaid võib hoopis toetada kontekstuaalset tõlgendust.

Olulist positiivset mõju avaldas ka ESG-teadlikkus ($\beta = 0.36$, $p = .02$), mis viitab sellele, et paremini ESG-põhimõtteid tundvad vastajad suhtuvad kaitsetööstuse rolli paindlikumalt. Seevastu tugev välistav hoiak kaitsetööstuse suhtes ($\beta = -0.25$, $p < .01$) oli negatiivses seoses sõltuva hinnanguga, kinnitades, et kategooriline tõrjumine alandab valmisolekut pidada kaitsetööstust kestlikuks.

Mõõdukalt olulist mõju näitas ka vanus. St, et vanuserühm 45–54 kaldus võrreldes noorematega rohkem toetama kaitsetööstuse sobivust ESG-raamistikku ($\beta = 1.372$, $p < .05$). Teised muutujad, sealhulgas *warm-glow* motivatsioon, rohepesu tajumine, sotsiaalne soovitus, haridustase ja investortüüp – ei näidanud statistiliselt olulist mõju.

Mudeli sobivust hinnati determinatsioonikordaja (R^2) alusel, mille väärtus oli 0.249 ning korrigeeritud $R^2 = 0.197$, viidates mõõdukale seletusjõule. Samuti välistas VIF-analüüs multikollineaarsuse esinemise (kõik väärtused < 5).

Kokkuvõttes toetab regressioonianalüüs järeldust, et kaitsetööstuse käsitlemine võimaliku ESG-kooslusena sõltub mitmetest väärtuselistest ja teadmuspõhistest teguritest. Tulemused kinnitavad teoreetilist arusaama, et investeerimisvalmidus kujuneb tänapäeva geopoliitilises kontekstis komplekssete individuaalsete tähendusloomeprotsesside kaudu.

Käesoleva uuringu kvalitatiivse osa moodustasid küsimused, kus oli võimalik anda avatud vastuseid ning kus vastajatel oli võimalus vabas vormis väljendada oma mõtteid ja hinnanguid kestliku investeerimise, rohepesu ning eetilise investeerimise kohta. Tähelepanekuid toetab ka lisa D joonis „Kuidas Venemaa sõda Ukraina vastu on mõjutanud investeerimist ja investeerimisotsuseid?“, mis visuaalselt esitab vastajate jaotuse erinevate väidete lõikes. See aitab mõista, millised hoiakumuutused ja väärtusdilemmad on sõjaga seotud investeerimisotsustes esile kerkinud.

Kokku andis avatud kommentaari 56 vastajat ehk ligi kolmandik vastanutest. Vastused jagunesid viide peamisesse temaatilisse kategooriasse: üldised hoiakud kestlikkuse suhtes,

rohepesu ja skepsis kestliku investeerimise osas, eetilised kaalutlused kaitsetööstuse kontekstis, usaldamatuse ja teadlikkuse puudumise probleem ning küsimustiku tehnilised kommentaarid.

Mõned vastajad väljendasid tugevat skeptitsismi ESG kui kontseptsiooni vastu, tajudes seda läbipaistmatu või sisutühja turundusstrateegiana. Kestlikkuse tähendus ei ole paljude jaoks selgelt piiritletud, mistõttu peeti seda sageli liialdatud või moekaks nähtuseks. „Rohe- ja ESG-haibid on läbi. Aastaid taoti seda trummi, aga taoti üle.“ või „Investeerimine ongi sotsiaalselt vastutustundlik tegevus“, „Rohelise investeeringu“ osas puudub arusaam, mis see üldse on?“ – sellised väljaütlemised viitavad vajadusele paremini defineerida kestliku investeerimise mõiste ning pakkuda selget, faktidel põhinevat infot, mis aitaks vähendada segadust.

Hoolimata kestlikkuse kui üldise eesmärgi tunnustamisest, kerkis paljude vastajate jaoks esile mure rohepesu (ingl *greenwashing*) ehk eksitava keskkonnaalase kuvandi loomise pärast. ESG-deklaratsioonide usaldusväärsus peeti sageli küsitavaks. „See kõik ei ole ainult rohepesu, aga seda on siiski palju.“ või „ESG'd ei investeri mõnda sektorisse... miks? Igas sektoris saab teha palju head või palju halba.“ – selline positsioon peegeldab ka Hollandis läbiviidud uuringus (Degryse et al., 2023) tuvastatud suundumusi, kus paljud mitteinvestorid tõid peamise takistusena välja vähesese usalduse kestlike investeeringute tegeliku mõju suhtes.

Mitu vastajat tõstatas aktuaalse küsimuse kaitsetööstusse investeerimise eetilise kohta, nähes selles mitte vastuolu, vaid hoopis eetilist kohustust demokraatlike väärtuste kaitsel. Venemaa täiemahulise sõja Ukraina vastu kontekstis peeti kaitsevõimekuse tagamist ühiskondliku heaolu eeltingimuseks: „Minul on eetiliselt tunne korras, kui investeerin sõjatööstusesse – et näiteks Ukraina saaks ennast kaitsta.“ – see seisukoht peegeldab kasvavat arusaama, et julgeolek ja kestlikkus ei pruugi olla teineteist välistavad mõisted, vaid vastupidi – võivad kriitilises olukorras üksteist toetada.

Mitmed vastajad nentisid, et neil puudub piisav teadlikkus ja info, mis takistab kestliku investeerimise kaalumist või sellele üleminekut. „Pole selge, kuidas klassifitseerida mingi investering kestlikuks.“ või „Tegelikult ei huvita mind mingi investeerimine ja need vastused kajastavadki just seda.“ toovad esile vajaduse jätkata sihipärase finants- ja kestlikkusalase hariduse pakkumist, mis aitaks luua paremat alust informeeritud investeerimisotsuste tegemiseks.

Küsimustiku formaalseid kitsaskohti mainiti vähesel määral. See puudutas näiteks valikute piiravust või arusaamatuid skaalasisid: „Küsimustik on maru jäigalt piirav.“ või „Ma ei saa aru, mida pean tegema – kas hindama 0–100% skaalal?“ Sellised kommentaarid rõhutavad,

et küsimustiku disain peab olema intuiitiivne ja hästi struktureeritud, et suurendada andmete usaldusväärsust.

2.3. Kestlike investeerimisvalmiduse selgitavad tegurid

Käesoleva uurimistöö eesmärgi saavutamiseks läbi viidud empiiriline analüüs, mis tugines regressioonimudelitele ja dispersioonianalüüsile (ANOVA), näitas, et valmidus suunata kapital kestlikesse investeeringutesse ei sõltu üksnes teadmiste olemasolust, vaid kujuneb mitme teguri koosmõjul (vt tabel 7). Neist olulisemad olid väärtuspõhised hoiakud, *warm-glow* motivatsioon, usaldus ESG-instrumentide suhtes ning kontekstitundlikkus, sealhulgas geopoliitilised riskid

Tabel 7

Peamised tegurid ja nende mõju kestlikele investeerimisotsustele

Tegur	Mõju kestlikule investeerimisele	Olulisus
ESG-teadlikkus	Positiivne, kõige järjekindlam seletaja	✓✓✓
<i>Warm-glow</i> motiiv	Tugev mõju väärtuspõhisusele	✓✓
Rohepesu usaldus	Väga tugev negatiivne mõju	✓✓✓
Finantskirjaoskus	Toetav, kuid mitte otsustav	✓✓
Vanus/sugu/haridus	Mõju leidub, kuid pole statistiliselt oluline	✓
Kaitsetööstuse hoiak	Selgitab paindlikkust ESG tõlgendamisel	✓
Portfelli suurus ja investeerimise põhjus	Võimendab väärtuspõhist käitumist	✓✓

Märkus: ✓ = nõrk mõju, ✓✓ = statistiliselt oluline mõju ($p < 0.05$), ✓✓✓ = tugev ja järjekindel mõju ($p < 0.01$). Mõjutõlgendused põhinevad lineaarsete ja logistiliste regressioonide tulemustel ning kirjeldava statistika analüüsil.

Allikas: autorite koostatud empiirilise analüüsi põhjal

Investoritüüpide vahelisest võrdlusest selgusid olulised erinevused mitmetes hoiakulistes ja psühholoogilistes näitajates. ESG-teadlikkus osutus kõige järjekindlamaks positiivseks seletavaks teguriks. ESG-teadlikkus oli kõrgeim finantskestlike investorite seas ($M = 4,13$) ning madalaim mitteinvestoritel ($M = 3,12$). Samas ei olnud see kõigi rühmade puhul määrav. Traditsiooniliste investorite puhul ei olnud ESG-teadlikkus statistiliselt oluline ($\beta = -9513.98$, $p = 0.159$), mis kinnitab varasemate uuringute (nt Gutsche & Ziegler, 2019) järeldusi

motivatsioonilõhe kohta – pelgalt teadmine ei pruugi viia kestliku investeerimiskäitumiseni, kui puudub väärtuskooskõla, usaldus või identiteediline seos.

Warm-glow motiiv, sisemine rahuldus panustamisest sotsiaalselt tähenduslikesse tegevustesse (Andreoni, 1990), ilmnes kõige tugevamana sotsiaalkestlike investorite seas ($M = 5,52$). Avatud vastustes rõhutati tihti soovi „midagi tagasi anda“ või „panustada tulevikku“, kuid samas rõhutati ka vajadust usaldusväärsete valikute järele. Moraalne soov ei realiseerunud, kui investor ei tundnud ESG-instrumente piisavalt läbipaistvate või tähenduslikena.

Motivatsioonilõhe oli nähtav ka nende seas, kes väljendasid tugevat väärtuspõhisust, kuid ei investeerinud.

Kestlikkuse tajumine rohepesuna osutus tugevaimaks takistavaks teguriks.

Traditsiooniliste investorite seas oli tajutud rohepesu kõrgeim ($M = 4,80$), mis kaasnes madala investeerimisvalmidusega. Mitmed vastajad nimetasid ESG-väiteid „turunduslikuks“ või „uduseks“. See usalduslõhe haakub Kölbel et al. (2020), Degryse et al. (2023) ja Siano et al. (2017) järeldustega – kui märgistus ei ole arusaadav ega läbipaistev, ei täida nad motiveerivat funktsiooni, isegi kui väärtused on olemas. Tulemused toetavad ka Park & Oh (2022) tähelepanekut, mille kohaselt suurendab ESG-informatsiooni struktuurne selgus ja usaldusväärsus investorite otsustuskindlust, eriti just mittespetsialistide seas. Seega pole ESG ainult sisuline, vaid ka kommunikatiivne väljakutse.

Kaitsetööstuse sobivus ESG-raamistikus osutus polariseerivaks teemaks. Parema ESG-teadlikkusega investorid olid suurema tõenäosusega valmis aktsepteerima kaitsetööstust osana kestlikkusest ($\beta = 0.369$, $p = .028$). Samas ilmnes, et sõjast tingitud kriisiteadlikkus suurendas kriitilisust kaitsetööstuse suhtes ($p = .079$). Kaitsetööstuse tajumine eetilise kohustuse või vastutusena, mitte eetilise dilemmana, esines mitmes avatud vastuses. Vastajad nimetasid seda kui „ühiskondliku vastutuse väljendust“, samas kui teised pidasid sektori välistamist eetiliselt vältimatuks. Uuringu tulemused toetavad Newport'i (2022) seisukohta, mille kohaselt ESG ei ole universaalne, vaid kontekstuaalne – Eesti vastajad olid avatumad käsitlema julgeolekut sotsiaalse vastutusena, mis eristab neid mitmetest Lääne-Euroopa käsitlustest. Vastandlikud seisukohad viitavad, et ESG-tähendus ei ole üheselt mõistetav ega stabiilne, vaid kontekstitundlik ja väärtuskultuuriline (Keller, 2023; Verdier, 2025).

Sotsiodemograafilised mustrid toetasid kvantitatiivseid tulemusi. Vanemad vastajad olid sagedamini finants- ja sotsiaalkestlikud investorid. Haridustase ei selgitanud otseselt ESG-

teadlikkust, kuigi kõrgharitud vastajad olid esindatumad kestlikkust arvestavates rühmades. Käesoleva uuringu tulemused viitavad, et ESG-teadlikkus ei sõltu üksnes formaalsest haridusest, vaid kujuneb pigem huvist, kokkupuutest ja tähendusloome kaudu – sarnase tähelepaneku on teinud ka Amel-Zadeh & Serafeim (2018).

Soopõhiselt olid naised rohkem seotud sotsiaalkestlike ja mitteinvestorite rühmadega. See viitab, et väärtuspõhine hoiak võib olla sooliselt kallutatud. Nagu Riedl & Smeets (2017) ja Bucher-Koenen et al. (2017) rõhutavad, on naised investeerimises ettevaatlikumad ning kalduvad enesehinnangus ESG-teemadel tagasihoidlikkusele, samal ajal kui mehed kipuvad oma teadmisi üle hindama. Seetõttu vajab ESG-kommunikatsioon soopõhist kohandamist.

Finantskirjaoskus kujunes toetavaks, kuid mitte iseseisvaks teguriks. Informeeritus toetas küll ESG-terminoloogiast arusaamist, kuid ei olnud piisav, kui puudus usaldus või tähenduslik seos väärtustega (Yang et al., 2024; Amel-Zadeh & Serafeim, 2018). Finantskirjaoskust tuleb käsitleda pigem kui tähendusloome tööriista, mitte otsest käitumuslikku ennustajat.

Portfelli suurus mõjutas investeerimisvalmidust – suuremate portfelliidega investorid, eriti finantskestlikud investorid, kombineerisid sagedamini tootluse ja kestlikkuse. Sotsiaalkestlikud investorid olid sagedamini keskmise portfelliga ehk olukorras, kus rahaline kindlustunne võimaldas väärtuspõhist investeerimist. Väiksema portfelliga vastajad kaldusid olema traditsioonilised investorid. See leid kinnitab, et rahalised ressursid mõjutavad väärtuspõhise käitumise realiseerimist (Nilsson, 2009; Gutsche & Ziegler, 2019).

Lisaks toetavad tulemused investoritüüpide käsitluse edasiarendust – kui Degryse et al. (2023) jagasid investoreid väärtuste ja pragmaatilise orientatsiooni alusel kaheks, võimaldas käesoleva töö neljaosaline tüpoloogia (traditsiooniline investor, sotsiaalkestlik investor, finantskestlik investor ja mitteinvestor) paremini tõlgendada hoiakute ja käitumise erinevusi ning nende mõju kestlike investeerimisotsuste kujunemisele.

Uuringu tulemused näitavad, et kestlik investeerimisvalmidus kujuneb mitmetasandilise protsessi kaudu, kus teadmised, väärtused, usaldus ja rahaline võimekus peavad koos toimima. Teadlikkus ei realiseeru tegudeks ilma tähendusliku raamistikuta. Usaldus ESG-süsteemide vastu on võtmetingimus, mille puudumisel muutuvad isegi kõrged moraalsed hoiakud passiivseks. Kestlik investeerimine ei ole pelgalt informeeritud valik, vaid sotsiaalselt ja kultuuriliselt vahendatud käitumine, mille toetamiseks on vaja süsteemset tähenduse, usaldusvääruse ja väärtuskooskõla kujundamist.

Järeldused: kesksed leiud ja eesmärgi täitmine

Käesoleva uurimistöö tulemused näitasid selgelt, et investeerimisotsused ei tugine üksnes teadmistele või finantskirjaoskusele, vaid kujunevad väärtuspõhiste hoiakute, usalduse ja tähendusloome koosmõjus. Uuringu tulemustest ilmnis viis peamist tegurit, mis mõjutavad kestliku investeerimisvalmiduse kujunemist.

Kõige järjekindlam mõjutegur oli ESG-teadlikkus, mis eristas sotsiaalkestlikke ja finantskestlikke investoreid teistest rühmadest. Teadlikumad investorid suutsid ESG-raamistikku tõlgendada kontekstitundlikult, olles valmis arvestama ka vastuoluliste sektoritega, nagu kaitsetööstus, juhul kui need sobitusid laiemasse stabiilsuse ja vastutuse raamistikku.

Warm-glow motivatsioon ehk sisemine rahuldus eetilisest tegutsemisest oli tugevaim just sotsiaalkestlike investorite seas. Samas ilmnis, et hoiakute ja tegude vahel esines märgatav lahknevus, mis viitab motivatsioonilõhele – väärtuspõhine hoiak ei pruugi realiseeruda ilma usaldusväärsete investeerimisvõimalusteta.

Kestlikkuse tajumine rohepesuna kujunes keskseks takistuseks investeerimisvalmidusele. Kui ESG-informatsiooni tajuti pealiskaudse või turundusliku informatsioonina, vähenes valmidus tegutseda isegi juhul, kui investor jagas kestlikkuse väärtusi. See kinnitab, et lisaks teadmistele on määrava tähtsusega usaldus ESG-süsteemi ja selle kommunikatsiooni vastu.

Portfelli suurus mõjutas investorite strateegilist tegutsemisruumi. Suurema kapitaliga investorid paistsid silma valmisolekuga kombineerida finantsilisi ja väärtuspõhiseid eesmarke, samas kui väiksema portfelliga investorite puhul mängisid kesksel rollil riskitaju ja finantsiline piiratus.

Geopoliitiline kontekst tõi esile ESG-tõlgenduste mitmekesisuse. Kaitsetööstust käsitleti osade vastajate poolt välistamisväärseks, kuid teised pidasid seda sotsiaalse vastutuse osaks. Eriti 45–54-aastaste seas ilmnis valmidus käsitleda julgeolekut sotsiaalse stabiilsuse eeltingimusena. See kinnitab, et kestlikkuse mõiste ei ole universaalne, vaid sõltub kultuurilisest ja poliitilisest raamistikust.

Kokkuvõttes täitis töö püstitatud eesmärgi ja vastas uurimisülesannetele, tuues esile psühholoogilised, teadmuspõhised ja väärtuskooskõlaga seotud tegurid, mis mõjutavad kestlikku investeerimiskäitumist. Uuring laiendas olemasolevaid käsitlusi, pakkudes kultuuriliselt ja

geopoliitiliselt tundlikku tõlgendust Eesti kontekstis ning rõhutades vajadust usaldust ja tähenduslikkust toetavate investeerimiskeskondade järele.

Praktilised soovitused poliitikakujundajatele ja turuosalistele

Käesoleva uurimistöö tulemused toovad esile rea kitsaskohti ja võimalusi, millele saavad poliitikakujundajad, rahastuse pakkujad ning ESG-standardite kujundajad sihipäraselt reageerida. Järgnevad soovitused tuginevad investeerijate hoiakutele, usaldustõketele ja käitumuslikele muustritele, mis ilmnisid nii kvantitatiivsetest kui ka kvalitatiivsetest andmetest.

Esiteks tuleb suurendada usaldust ESG-märgistuse vastu. Paljud vastajad tajusid ESG-kommunikatsiooni ebamäärase või pealiskaudsena, mis viitab vajadusele muuta märgistus ja kestlikkuse kriteeriumid arusaadavamaks. Rahastuse pakkujad, eriti fondivalitsejad, peaksid suurendama fondikirjelduste läbipaistvust, esitades konkreetselt, milliseid ESG-kriteeriume rakendatakse, kuidas mõju mõõdetakse ning kes teostab sõltumatut kontrolli. Selline selgus aitaks vältida rohepesu tajust tingitud usalduslünka, mis osutus uuringu üheks olulisemaks piduriks kestlike investeerimisotsuste kujunemisel.

Teiseks tuleb ESG-teemadele pöörata suuremat tähelepanu finantshariduses. Uuring näitas, et ESG-teadlikkus selgitas investeerimisvalmidust tugevamalt kui üldine finantskirjaoskus. Seetõttu ei tohiks ESG-d käsitleda pelgalt lisateemana, vaid eraldiseisva teadmusalana, mida integreerida finantshariduse kavadesse. Sihtrühmapõhised töötoad, veebikursused ja kampaaniad võiksid aidata tõsta arusaama nii investeerimiskeskonnast kui ka väärtuspõhistest otsustusraamidest.

Kolmandaks vajab tähelepanu naisinvestorite segment. Uuringu põhjal ilmnis, et kuigi naised väljendasid kõrgemat väärtuspõhist hoiakut kestlikkuse suhtes, oli nende enesehinnang oma finantspädevuse osas madalam. See usalduslõhe võib pärssida investeerimisaktiivsust. Poliitikasoovituseks võiks arendada sihtkommunikatsiooni ja mentorprogramme, mis ühendavad finantskirjaoskuse ja sotsiaalse mõju selgituse. Näiteks võiks esile tuua, kuidas kestlik investeerimine toetab laiemalt ühiskondlikke eesmärke.

Neljandaks tuleb pöörata tähelepanu mitteinvestoritele. Uuring näitas, et nende hoiakud olid sageli kestlikkusele orienteeritud, kuid käitumine jäi passiivseks teadmiste või usalduse puudumise tõttu. Motivatsioonilõhe vähendamiseks võiks luua usaldusväärseid teabeplatvorme, lihtsustatud investeerimisvõimalusi ja digitaalseid tööriistu, mis kasutavad arusaadavat keelt ja rõhutavad turvalisust.

Viiendaks tuleb arvestada julgeolekukontekstiga. Kaitsetööstuse käsitlus ESG-raamistikus on muutumas, eriti Eesti-suguses geopoliitiliselt tundlikus keskkonnas. Uuring näitas, et osa vastajaid tajus kaitsevõimesse investeerimist mitte eetilise probleemina, vaid eetilise kohustusena. Sellest lähtuvalt võiks kaaluda nn tingimuslikku ESG-lähenemist, mille puhul kaitsetööstus ei oleks automaatselt välistatud, vaid hinnataks selle vastavust rahvusvahelistele eetilistele ja juhtimisstandarditele. Selline raamistik võiks kombineerida ESG-põhimõtteid ja kollektiivse julgeoleku vajadused.

Lõpetuseks on Eesti võimalus tegutseda suunanäitajana Euroopa tasandil. Euroopa Komisjoni algatus „*ReArm Europe*“ (Merler, 2025) seob kaitsetööstuse rohepöörde ja väärtuspõhise innovatsiooniga. Eesti võiks siduda selle lähenemise oma ESG-poliitikaga, kujundades uusi platvorme, kus investor saab teha otsuseid, mis on ühtaegu eetiliselt põhjendatud ja strateegiliselt olulised.

Kokkuvõttes näitavad uurimistulemused, et praktiline edasimineku kestliku investeerimiskultuuri suunas nõuab süsteemset tegutsemist. Teadlikkuse ja usalduse kasvatamine, läbipaistvuse ja kommunikatiivse selguse suurendamine ning regionaalsetele väärtustele vastavate investeerimisvõimaluste loomine, sh kaitsetööstuse mõtestatud kaasamine, on võtmevaldkonnad, mis loovad võimaluse ühendada investeerimisotsustes sotsiaalsed väärtused ja strateegiline kontekst.

Soovitused edasiseks uurimiseks

Käesoleva uurimistöo tulemused avavad mitmeid uusi uurimissuundi, mis vääriavad süvitsi käsitlemist. Kvantitatiivne lähenemine võimaldas küll tuvastada olulisi seoseid investeerimisvalmidust mõjutavate tegurite vahel, ent ei avanud täielikult mehhanisme, mille kaudu hoiakud ja väärtused transformeeruvad (või ei transformeeru) käitumiseks. Nende protsesside mõistmiseks on vajalikud täiendavad kvalitatiivsed ja kultuurikontekstiga arvestavad uuringud.

Esiteks vajab edasist uurimist motivatsioonilõhe olemus – miks ei realiseeru osa vastajate väärtuspõhised hoiakud tegelikeks investeerimisotsusteks? Kuigi uuring näitas, et mitteinvestorite seas leidub rohkelt kestlikkusele orienteeritud inimesi, jäi nende aktiivne panus sageli teostamata teadmiste, enesekindluse või usalduse puudumise tõttu. Kvalitatiivne uurimisdisain (nt süvaintervjuid või fookusgrupid) võiks aidata paremini mõista

sotsiaalpsühholoogilisi barjääre ja tähenduskonstruktsioone, mis alalhoidlikku käitumist mõjutavad.

Teiseks on oluline analüüsida ESG-teadlikkuse kujunemise dünaamikat. Millised tegurid mõjutavad inimese võimet ja tahet mõista ESG-terminoloogiat? Millist rolli mängivad meedia, poliitika või turuosalisel selles protsessis? Uuring näitas, et ESG-tõlgendus on heterogeenne ja kontekstitundlik – mõnele investorile tähistab see väärtusraamistikku, teisele ideoloogilist või turunduslikku nähtust. Tulevased uuringud võiksid keskenduda sellele, kuidas ESG-mõistmine kujuneb erinevates infoväljades ning milline on usalduse roll selle tähenduse tekkes.

Kolmandaks pakub eraldi uurimissuunda kaitsetööstuse käsitlus erinevates kultuurilistes ja geopoliitilistes raamistikutes. Uuring näitas, et Eesti julgeolekutundlikus kontekstis ei käsitletud kaitsetööstust mitte ainult vastandina kestlikkusele, vaid mõnel juhul isegi selle eeltingimusena. Võrdlevad uuringud – näiteks Eesti, Saksamaa, Šveitsi või Balti riikide võrdlus – võimaldaksid analüüsida, kuidas geopoliitiline riskitaju mõjutab ESG-mõistmise sisu ja investeerimispraktikaid.

Neljandaks on väärtuslik uurida soolist mõõdet ja sotsiaalset identiteeti investeerimiskäitumises. Uuringus ilmnis, et naised kaldusid toetama kestlikkuse põhimõtteid sagedamini kui mehed, ent hindasid oma finantspädevust madalamaks. See viitab enesehinnangu ja tegeliku finantspädevuse võimalikule lahknevusele, mille taga võivad olla sotsiaalsed ootused või piiratud ligipääs infole. Edasised uuringud võiksid käsitleda, kuidas sotsiaalne kuuluvus, näiteks sugu, haridustaust või poliitilised vaated, mõjutavad investeerimisisidentiteeti ja väärtusvalikuid.

Viiendaks väärrib tähelepanu *warm-glow* motivatsiooni stabiilsus ajas ja olukordades. Pole selge, kas selline altruistlik hoiak on püsiv väärtusorientatsioon või pigem situatsioonispetsiifiline reaktsioon, mis aktiveerub kriisiolukorras või sotsiaalse surve tingimustes. Longituudsed või eksperimentaalsed uuringud aitaksid paremini mõista, kui stabiilne on *warm-glow* motivatsioon ning millised tingimused selle avaldumist toetavad.

Kokkuvõttes näitab käesolev töö, et kestlik investeerimine on psühholoogiliselt, kultuuriliselt ja geopoliitiliselt mitmetasandiline nähtus, mida ei saa seletada pelgalt teadmiste põhjal. Uued uurimissuunad peaksid keskenduma sellele, kuidas kestlikkus kui mõiste saab investori maailmapildis tähenduse ning millised tegurid soodustavad selle väärtustepõhise hoiaku üleminekut tegelikuks käitumiseks.

Kokkuvõte

Käesolev magistritöö uuris Eesti erainvestorite valmisolekut teha kestlikke investeeringuid, keskendudes sellele, millised psühholoogilised, teadmuspõhised ja geopoliitilised tegurid seda mõjutavad. Uurimistöö lähtus eeldusest, et kuigi globaalne ESG-turg kasvab kiiresti, ei realiseeru väärtuspõhised hoiakud erainvestorite seas alati tegeliku käitumisena. Töö teoreetilises osas anti ülevaade traditsioonilisest ja kestlikust investeerimiskäitumisest ning kontseptuaalsetest raamistikest, mis on sobivad erainvestorite motivatsiooni mõistmiseks. Töö rajaneb varasematel uuringutel, mis käsitlevad väärtuste ja käitumise lahknevust, *warm-glow* motiivi, ESG-usaldust ning rohepesu tajumist.

Töö empiiriline osa tugines kvantitatiivsele küsitlusuuringule, millele vastas 189 Eesti erainvestorit. Küsitluses mõõdeti ESG-teadlikkust, moraalset rahuldust (ingl *warm-glow*), investeerimisprofili, poliitilist orientatsiooni, rohepesu tajumist ja suhtumist kaitsetööstusse. Andmeid analüüsiti ühe- ja mitmetasandiliste meetodite kaudu, sh ANOVA ja multinomiaalse logistilise regressiooniga, et uurida seoseid investeerimisvalmiduse tüüpide ja mõjutegurite vahel.

Tulemused näitasid, et erainvestorite kestlikkuse valmidust ennustavad kõige tugevamalt *warm-glow* motivatsioon ja ESG-teadlikkus. Lisaks selgus, et kestlikkuse valmidust mõjutab märkimisväärselt ka usaldus ESG-märgistuse vastu. Üheks keskseks barjääriks osutus kestlikkuse tajumine rohepesuna, mis takistab väärtuspõhise kavatsuse realiseerumist käitumises. Märgineline leid oli, et geopoliitiline julgeolekutaju, eriti seoses Venemaa täiemahulise sõjaga Ukraina vastu, suurendas teatud sihtrühmades valmis olekut kaaluda kaitsetööstust osana kestlikust portfelist.

Uuringu käigus kujunes välja neli investortüüpi, milleks olid: traditsiooniline investor, kes ei pea kestlikkuse kriteeriume investeerimisotsuste juures oluliseks ning keskendub puhtalt finantstulemusele; sotsiaalkestlik investor, kelle tegutsemine lähtub väärtuspõhistest ajenditest ning kes eelistab ESG-vastavust isegi väiksema tootluse hinnaga; finantskestlik investor, kes küll toetab ESG-põhimõtteid, kuid langetab otsuseid peamiselt tootluse- ja riskikriteeriumite alusel ning mitteinvestor, kes küsitlusuuringus väljendas küll väärtuspõhiseid hoiakuid, kuid ei investeerinud, sageli madala finantskirjaoskuse või usalduse puudumise tõttu.

Lisaks leiti, et 37,5% Eesti mitteinvestoritest eelistaksid hüpoteetilises olukorras kestlikke investeeringuid, kusjuures see eelistus oli eriti selgelt märgatav naissoost vastajate seas.

See tulemus haakub teoriast varem leituga – sotsiaalselt motiveeritud investeerimine võib toimida tõukefaktorina mitteinvestorite aktiveerimisel, eriti juhul, kui investeerimisvõimalused on esitatud väärtuspõhiselt ja arusaadavalt. Mitmes varasemas uuringus on välja toodud, et finantskirjaoskuse puudumine on oluline takistus, mis piirab väärtuspõhise investeerimise realiseerumist käitumisena.

Töö praktilised järeldused toetavad poliitikasoovitusi, mille eesmärk on suurendada ESG-kommunikatsiooni läbipaistvust, tõsta sihipärast finantskirjaoskust, vähendada rohepesu tajumist usaldusväärse märgistuse ja järelevalve kaudu ning kaaluda ESG-raamide paindlikumat tõlgendamist julgeolekupõhises kontekstis.

Käesoleva töö autorite arvates seisneb uurimistöo panus investeerimisterminoloogiasse uute mõistete väljapakkumises, nagu investoritüüpide tüpoloogia, väikeriigi konteksti toomises rahvusvahelisse diskussiooni ning väärtusdilemma teoreetilises käsitluses – eriti seoses kaitsetööstuse võimaliku kaasamisega ESG-raamistikku. Töö aitab paremini mõista, kuidas erainvestorid püüavad tänases geopoliitilises kontekstis ühitada eetilisi veendumusi ja rahalisi eesmärke ning milliseid samme peaksid astuma poliitikakujundajad ja mõjutegurid, et edendada kestlikkuse ja julgeoleku integreeritud käitlust.

Viidatud allikad

1. Amel-Zadeh, A., & Serafeim, G. (2018). Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey. *Financial Analysts Journal*, 74(3), 87–103.
<https://doi.org/10.2469/faj.v74.n3.2>
2. Andreoni, J. (1990). Impure Altruism and Donations to Public Goods: A Theory of Warm-Glow Giving. *The Economic Journal*, 100(401), 464–477.
<https://doi.org/10.2307/2234133>
3. Barber, B. M., & Odean, T. (2000). Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors. *The Journal of Finance*, 55(2), 773–806.
4. Barber, B. M., & Odean, T. (2001). Boys will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment*. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261–292.
<https://doi.org/10.1162/003355301556400>
5. Battiston, S., & Monasterolo, I. (2020). *The Climate Spread of Corporate and Sovereign Bonds* (SSRN Scholarly Paper No. 3376218). Social Science Research Network.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.3376218>
6. Bauer, R., Ruof, T., & Smeets, P. (2021). *Get Real! Individuals Prefer More Sustainable Investments* (SSRN Scholarly Paper No. 3287430). Social Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3287430>
7. Bénabou, R., & Tirole, J. (2010). Individual and Corporate Social Responsibility. *Economica*, 77(305), 1–19. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0335.2009.00843.x>
8. Berg, F., Kölbel, J. F., & Rigobon, R. (2022). Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings. *Review of Finance*, 26(6), 1315–1344.
<https://doi.org/10.1093/rof/rfac033>
9. Bethke, S., Gehde-Trapp, M., & Kempf, A. (2017). Investor sentiment, flight-to-quality, and corporate bond comovement. *Journal of Banking & Finance*, 82, 112–132.
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.02.007>
10. Bindman, P. (2022, märts 17). Why ESG funds are full of weapons. *Capital Monitor*.
<https://www.capitalmonitor.ai/analysis/how-exposed-are-esg-funds-to-weapons/>

11. Bollen, N. P. B. (2007). Mutual Fund Attributes and Investor Behavior. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(3), 683–708.
<https://doi.org/10.1017/S0022109000004142>
12. Brekke, K. A., Kverndokk, S., & Nyborg, K. (2003). An economic model of moral motivation. *Journal of Public Economics*, 87(9/10), 1967.
[https://doi.org/10.1016/S0047-2727\(01\)00222-5](https://doi.org/10.1016/S0047-2727(01)00222-5)
13. Bryman, A. (2016). *Social Research Methods* (5. tr). Oxford University Press.
14. Buchanan, B., Silvola, H., & Vähämaa, E. (2023). *Sustainability and Private Investors* (SSRN Scholarly Paper No. 4618899). Social Science Research Network.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.4618899>
15. Bucher-Koenen, T., Lusardi, A., Alessie, R., & Van Rooij, M. (2017). How Financially Literate Are Women? An Overview and New Insights. *The Journal of Consumer Affairs*, 51(2), 255–283.
16. Business Ethics Quarterly. (n.d.). *BEQ volume 31 issue 4: Cover and front matter*. Cambridge University Press. Salvestatud 15. aprill 2025,
<https://www.cambridge.org/core/journals/business-ethics-quarterly/article/beq-volume-31-issue-4-cover-and-front-matter/8B3ED1261F892D9FE82C51E46C10D29D>
17. Cakici, N., Tang, Y., & Yan, A. (2016). Do the size, value, and momentum factors drive stock returns in emerging markets? *Journal of International Money and Finance*, 69, 179–204. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2016.06.001>
18. Čaušević, A., Beslik, S., & Čaušević, S. (2022). Quo vadis sustainable finance: Why defensive weapons should never be classified as an ESG investment. *Journal of Sustainable Finance & Investment*. <https://doi.org/10.1080/20430795.2022.2135965>
19. Cuello, J. (2021). *The Drivers and Challenges of ESG for Private Equity*. EisnerAmper.
<https://www.eisneramper.com/insights/financial-services/esg-private-equity-ea-0921/>
20. de Freitas Netto, S. V., Sobral, M. F. F., Ribeiro, A. R. B., & Soares, G. R. da L. (2020). Concepts and forms of greenwashing: A systematic review. *Environmental Sciences Europe*, 32(1), 19. <https://doi.org/10.1186/s12302-020-0300-3>

21. Degryse, H., Di Giuli, A., Sekerci, N., & Stradi, F. (2023). *Sustainable investors: Value and values* * (SSRN Scholarly Paper No. 4411343). Social Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4411343>
22. Delmas, M. A., & Burbano, V. C. (2011, oktoober 1). *The Drivers of Greenwashing*. California Management Review. <https://doi.org/10.1525/cmr.2011.54.1.64>
23. Diehl, J. (2025). 2025 Private Markets Outlook. *Adams Street Partners*. <https://www.adamsstreetpartners.com/insights/2025-global-investor-survey/>
24. Dupre, S., Bayer, C., & Santacruz, T. (2020, märts 23). A Large Majority of Retail Clients Want to Invest Sustainably—Sustainable Finance Observatory. *Sustainable Finance Observatory - Aligning Financial Markets with the Paris Agreement Goals*. <https://sustainablefinanceobservatory.org/resource/retail-clients-sustainable-investment/>
25. Dylla, C., Ries, D., & Schütt, K. (s.a.). *Is There No Women in Investment?* ResearchGate. <https://doi.org/10.13140/RG.2.2.15689.15209>
26. Edmans, A. (2023). The end of ESG. *Financial Management*, 52(1), 3–17. <https://doi.org/10.1111/fima.12413>
27. Eesti Keele Instituut. (2025, March 23). *Search result for the word “jätkusuutlik”* [Database]. Sõnaveeb. <https://sonaveeb.ee/search/unif/dlall/dsall/j%C3%A4tkusuutlik/1/est>
28. Ek, A., Gokmen, G., & Majlesi, K. (2022). Cultural Origins of Investment Behavior. *Monash Economics Working Papers*, Article 2022–16. <https://ideas.repec.org//p/mos/moswps/2022-16.html>
29. Etikan, I., Musa, S. A., & Alkassim, R. S. (2015). Comparison of Convenience Sampling and Purposive Sampling. *American Journal of Theoretical and Applied Statistics*, 5(1), Article 1. <https://doi.org/10.11648/j.ajtas.20160501.11>
30. European Commission. (2025, March 4). *Press statement by the President on the defence package* [Press release]. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/statement_25_673
31. Follis, K. (2024, oktoober 31). ESG ratings and retail investor decision making. *GetSmarterAboutMoney.Ca*. <https://www.getsmarteraboutmoney.ca/learning-path/esg-investing/esg-ratings-and-retail-investor-decision-making/>

32. Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). *ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies* (SSRN Scholarly Paper No. 2699610). Social Science Research Network.
<https://papers.ssrn.com/abstract=2699610>
33. Gamel, J., Menrad, K., & Decker, T. (2016). Is it really all about the return on investment? Exploring private wind energy investors' preferences. *Energy Research & Social Science*, 14, 22–32. <https://doi.org/10.1016/j.erss.2016.01.004>
34. Gehrig, N., & Moreno, A. (2023). *An Exploration of Greenwashing Risks in Investment Fund Disclosures: An Investor Perspective*. <https://doi.org/10.56227/23.1.19>
35. Giese, G., Lee, L.-E., Melas, D., Nagy, Z., & Nishikawa, L. (2019). Foundations of ESG Investing: How ESG Affects Equity Valuation, Risk, and Performance. *The Journal of Portfolio Management*, 45(5), 69–83. <https://doi.org/10.3905/jpm.2019.45.5.069>
36. Glac, K. (2009). Understanding Socially Responsible Investing: The Effect of Decision Frames and Trade-off Options. *Journal of Business Ethics*, 87, 41–55.
<https://doi.org/10.1007/s10551-008-9800-6>
37. *Global ESG Disclosure Standards for Investment Products*. (2022).
<https://doi.org/10.56227/24.2.2>
38. *Global Sustainable Investment Review 2022 | GSIA*. (2023). <https://www.gsi-alliance.org/members-resources/gsir2022/>
39. Gong, X.-L., Ning, H.-Y., & Xiong, X. (2025). Research on the cross-contagion between international stock markets and geopolitical risks: The two-layer network perspective. *Financial Innovation*, 11(1), 23. <https://doi.org/10.1186/s40854-024-00687-3>
40. Greenacre, M. (2024). *Calls for European Investment Bank to change rules to support defence industry | Science/Business*. Science | Business.
<https://sciencebusiness.net/news/calls-european-investment-bank-change-rules-support-defence-industry>
41. Grinblatt, M., & Keloharju, M. (2001). How Distance, Language, and Culture Influence Stockholdings and Trades. *The Journal of Finance*, 56(3), 1053–1073.

42. Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L. (2004). The Role of Social Capital in Financial Development. *American Economic Review*, 94(3), 526–556.
<https://doi.org/10.1257/0002828041464498>
43. Gutsche, G., & Ziegler, A. (2019). Which private investors are willing to pay for sustainable investments? Empirical evidence from stated choice experiments. *Journal of Banking & Finance*, 102, 193–214.
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.03.007>
44. Halkjaer Pedersen, N. (2024). *The defence sector in focus: Common ESG risks*. PRI.
<https://www.unpri.org/pri-blog/the-defence-sector-in-focus-common-esg-risks/12689.article>
45. Hartzmark, S. M., & Sussman, A. B. (2019). *Do Investors Value Sustainability? A Natural Experiment Examining Ranking and Fund Flows* (SSRN Scholarly Paper No. 3016092). Social Science Research Network.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.3016092>
46. Heinkel, R., Kraus, A., & Zechner, J. (2001). The effect of green investment on corporate behavior. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(4), 431–449.
<https://www.jstor.org/stable/2676219>
47. Hens, T., & Wang, M. (2007). *Does Finance have a cultural Dimension?*
Individual Investors Interest in Sustainability Investing Is on the Rise. (2024). Morgan Stanley. <https://www.morganstanley.com/ideas/sustainable-investing-on-the-rise>
48. Izzeldin, M., Muradoğlu, Y. G., Pappas, V., Petropoulou, A., & Sivaprasad, S. (2023). The impact of the Russian-Ukrainian war on global financial markets. *International Review of Financial Analysis*, 87, 102598. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2023.102598>
49. Kahn, M. (2025, veebruar 21). Estonia's tech investors take defence into their own hands as Russian threat looms. *Reuters*. <https://www.reuters.com/business/aerospace-defense/estonias-tech-investors-take-defence-into-their-own-hands-russian-threat-looms-2025-02-21/>
50. Keller, A. (2023, juuni 11). *The evolving role of ESG in the defense industry*. Strategy&. <https://www.strategyand.pwc.com/de/en/industries/aerospace-defense/evolving-role-esg-in-defense-industry.html>

51. Kleffel, P., & Muck, M. (2023). Aggregate confusion or inner conflict? An experimental analysis of investors' reaction to greenwashing. *Finance Research Letters*, 53, 103421. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103421>
52. Kölbel, J. F., Heeb, F., Paetzold, F., & Busch, T. (2020). Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact. *Organization & Environment*, 33(4), 554–574. <https://doi.org/10.1177/1086026620919202>
53. Li, Q., Watts, E. M., & Zhu, C. (2024). Retail investors and ESG news. *Journal of Accounting and Economics*, 78(2), 101719. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2024.101719>
54. Lusardi, A., & Mitchell, O. S. (2014). The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence. *Journal of Economic Literature*, 52(1), 5–44.
55. Lyon, T. P., & Maxwell, J. W. (2011, jaanuar 1). Greenwash: Corporate Environmental Disclosure under Threat of Audit. *JOURNAL OF ECONOMICS AND MANAGEMENT STRATEGY*, 20(1), 3–41.
56. Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91. <https://doi.org/10.2307/2975974>
57. McFadden, D. (1977). Quantitative Methods for Analyzing Travel Behaviour of Individuals: Some Recent Developments. *Cowles Foundation Discussion Papers*. <https://elischolar.library.yale.edu/cowles-discussion-paper-series/707>
58. Merler, S. (2025, märts 3). *Sustainability rules are not a block on EU defence financing, but reputational fears are*. Bruegel | The Brussels-Based Economic Think Tank. <https://www.bruegel.org/analysis/sustainability-rules-are-not-block-eu-defence-financing-reputational-fears-are>
59. Mitkow, S., Antczak, J., & Roszkiewicz, M. (2022). Challenges for the Defense Industry Against the Background of ESG (Environmental, Social, Governance) Concepts. *European Research Studies*, XXV(4), 177–194.
60. Montford, W., & Goldsmith, R. E. (2016). How gender and financial self-efficacy influence investment risk taking. *International Journal of Consumer Studies*, 40(1), 101–106. <https://doi.org/10.1111/ijcs.12219>
61. Morningstar, Inc. (2023). *ESG investing trends for 2023*. <https://www.morningstar.com/views/esg-investing-trends>

62. Muñoz-Muñoz, E., Crespo-Cebada, E., Mirón-Sanguino, A. S., & Díaz-Caro, C. (2025). Investors personality correlates with sustainability preferences in investment – A choice experiment with Spanish investors. *Journal of Behavioral and Experimental Economics*, 114, 102332. <https://doi.org/10.1016/j.socec.2024.102332>
63. Newport, F. (2022, märts 11). *Defense Investing in the Context of U.S. Public Opinion*. Gallup.Com. <https://news.gallup.com/opinion/polling-matters/390644/defense-investing-context-public-opinion.aspx>
64. 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(2), 307–325. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9621-z>
65. Nilsson, J. (2009). Segmenting socially responsible mutual fund investors. *International Journal of Bank Marketing*, 27(1), 5–31. <https://doi.org/10.1108/02652320910928218>
66. OECD. (2023). *FINANCIAL CONSUMERS AND SUSTAINABLE FINANCE* (84. tr, OECD Business and Finance Policy Papers) [OECD Business and Finance Policy Papers]. <https://doi.org/10.1787/2409ef39-en>
67. Ocorian. (2024). *The challenges and best practices of ESG reporting*. <https://www.ocorian.com/insights/challenges-and-best-practices-esg-reporting>
68. Owens, M. (s.a.). *Inter-state war, institutions and multinationals: Insights from the Russian-Ukraine war*. Salvestatud 14. märts 2025, <https://shura.shu.ac.uk/32535/1/mbr-05-2022-0067.pdf>
69. Park, S. R., & Oh, K.-S. (2022). Integration of ESG Information Into Individual Investors' Corporate Investment Decisions: Utilizing the UTAUT Framework. *Frontiers in Psychology*, 13. <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2022.899480>
70. PricewaterhouseCoopers. (2022, september 21). *ESG-focused institutional investment seen soaring 84% to US\$33.9 trillion in 2026, making up 21.5% of assets under management: PwC report*. PwC. <https://www.pwc.com/gx/en/news-room/press-releases/2022/awm-revolution-2022-report.html>
71. Prodanovska-Poposka, V. (2024). Exploring the Intersection of Ecological Language Awareness and Sustainability: Implications for Environmental Discourse.

ResearchGate.

https://www.researchgate.net/publication/381111554_Exploring_the_Intersection_of_Ecological_Language_Awareness_and_Sustainability_Implications_for_Environmental_Discourse

72. Renneboog, L., Ter Horst, J., & Zhang, C. (2008). Socially responsible investments: Institutional aspects, performance, and investor behavior. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1723–1742. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.039>
73. Revelli, C. (2017). Socially responsible investing (SRI): From mainstream to margin? *Research in International Business and Finance*, 39, 711–717. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.11.003>
74. Riedl, A., & Smeets, P. (2017). Why Do Investors Hold Socially Responsible Mutual Funds? *The Journal of Finance*, 72(6), 2505–2549.
75. Rundell, S. (2024, juuli 23). Profiting from war: Europe’s pension funds mull investing in defence - Top1000funds.com. *Top1000funds.Com*. <https://www.top1000funds.com/2024/07/profitting-from-war-europes-pension-funds-mull-investing-in-defence/>
76. Ruul, A. (2025, märts 21). *Kestlikkuse ekspert: Loobume täheks kombinatsioonist ESG*. Äripäev. <https://www.aripaev.ee/arvamused/2025/03/21/kestlikkuse-ekspert-loobume-taheks-kombinatsioonist-esg>
77. Sarofim, S., Minton, E., Hunting, A., Paul, P., & others. (2020). Religion’s influence on the financial well-being of consumers: A conceptual framework and research agenda. *Journal of Consumer Affairs*, 54(1), [leheküljed puuduvad]. <https://doi.org/10.1111/joca.12315>
78. Segal, M. (2025, märts 11). *CFA Institute Drops “ESG” Label from ESG Investing Certificate*. ESG Today. <https://www.esgtoday.com/cfa-institute-drops-esg-label-from-esg-investing-certificate/>
79. Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442. <https://doi.org/10.2307/2977928>

80. Siano, A., Vollero, A., Conte, F., & Amabile, S. (2017). “More than words”: Expanding the taxonomy of greenwashing after the Volkswagen scandal. *Journal of Business Research*, 71, 27–37. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2016.11.002>
81. Sparkes, R., & Cowton, C. J. (2004). The Maturing of Socially Responsible Investment: A Review of the Developing Link with Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 52(1), 45–57. <https://doi.org/10.1023/b:busi.0000033106.43260.99>
82. Starks, L. T. (2023). *Presidential Address: Sustainable Finance and ESG Issues—Value versus Values*. 78(4), 1837–1872. <https://research.ebsco.com/linkprocessor/plink?id=4d4e3feb-be14-35f3-8b2c-8c417558d309>
83. Strauß, N., Krakow, J., & Chesney, M. (2023). It’s the News, Stupid! The Relationship Between News Attention, Literacy, Trust, Greenwashing Perceptions and Sustainable Finance Investment in Switzerland. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 13(4), Article 4. <https://doi.org/10.1080/20430795.2023.2226792>
84. Zhang, J., Tan, K. S., Wirjanto, T. S., & Porth, L. (2023). *Navigating Uncertainty in ESG Investing*. <https://research.ebsco.com/linkprocessor/plink?id=2c0dd301-a9e4-338a-a252-52e4e527495e>
85. Zhang, W., & Hamori, S. (2021). Crude oil market and stock markets during the COVID-19 pandemic: Evidence from the US, Japan, and Germany. *International Review of Financial Analysis*, 74, 101702. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101702>
86. Zhang, X. (2023). Religious Beliefs, Time Preference, and Financial Literacy. *China Journal of Economics*, 10(4), 198–226. <https://doi.org/10.26599/CJE.2023.9300407>
87. Zumente, I., & Bistrova, J. (2021). Do Baltic investors care about environmental, social and governance (ESG)? *Entrepreneurship and Sustainability Issues*, 8(4), 349–362.
88. Taillard, M. (2017). *Cultural Influences of Investing Behavior: A Correlational Design Study*. <https://www.proquest.com/openview/e15d93700ac88c3fdc2a2737267d1b99/1?cbl=18750&pq-origsite=gscholar>
89. UBS. (2022, May 4). *UBS investor sentiment: Investors concerned about the war yet stay the course with their portfolios*. <https://www.ubs.com/global/en/media/display-page-ndp/en-20220504-ubs-investor-sentiment.html>

90. Uhlhorn, T. (2023). *Communicating ESG to Retail Investors*.
https://investorhub.com/articles/communicating-esg-to-retail-investors?utm_source=chatgpt.com
91. van Lamoen, C., & Rouffiac, A. (2025, märts 17). *Investing in defense as a sustainable investor | Robeco Global*. Robeco.Com - The Investment Engineers.
<https://www.robeco.com/en-int/insights/2025/03/investing-in-defence-as-a-sustainable-investor>
92. United Nations. (2023). *Peace, justice and strong institutions*. United Nations Sustainable Development. <https://www.un.org/sustainabledevelopment/peace-justice/>
93. Unpri. (2024). *What are the Principles for Responsible Investment? Principles for Responsible Investment*. <https://www.unpri.org/about-us/what-are-the-principles-for-responsible-investment>
94. Verdier, P.-H. (2025). International Finance and the Return of Geopolitics. *American Journal of International Law*, 119(2), 229–278. <https://doi.org/10.1017/ajil.2025.8>
95. Viira, K. (2025, märts 13). *Pensionifondid mõtlevad investeerida kaitsetööstusesse*. Äripäev. <https://www.aripaev.ee/borsiuudised/2025/03/13/pensionifondid-motlevad-investeerida-kaitsetoostusesse>
96. Webb, D. (2024, oktoober 30). Incompatible or Indispensable? Inside the defence sector’s ESG charm offensive [Content]. *Responsible Investor*.
<https://www.responsible-investor.com/incompatible-or-indispensable-inside-the-defence-sectors-esg-charm-offensive/>
97. Yang, S., Peng, D., Shen, J., & Li, D. (2024). *Financial literacy and ESG awareness: Evidence from a proprietary large-scale survey data in China* (SSRN Scholarly Paper No. 5017693). Social Science Research Network.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.5017693>
98. Young, S., & Jessop, S. (2023, august 2). BAE feels less ESG aversion to defence stocks since Ukraine war. *Reuters*. <https://www.reuters.com/business/aerospace-defense/bae-ceo-esg-investors-less-frosty-defence-sector-since-ukraine-war-2023-08-02/>

LISA A

Töö autorite poolt koostatud küsimustik

Hea küsitluses osaleja!

Esmalt täname Sind, et võtad hetke järgneva lugemiseks.

Soovime väga, et osaleksid uuringus, mille eesmärgiks on kaardistada erinevaid tegureid, mis mõjutavad Eesti investorite rahalisi otsuseid.

Sinu antud vastused on anonüümsed ja neid ei ole võimalik siduda Sinu isiklike andmetega (Sinu arvuti IP-aadressi ei salvestata), kuid vajalike võrdluste tegemiseks erinevate investorite rühmade vahel, on mõningad üldised küsimused Sinu tausta kohta vajalikud.

Sinult saadud infot hoitakse kohase hoolsusega ning uuringu tulemusi kasutatakse ainult teadustöö eesmärgil.

Küsimustiku täitmine võtab aega kuni 10 minutit ja ootame Sinu vastuseid kuni 31.03.2025 kaasa arvatud.

Uuringus osalemine on vabatahtlik ning küsimustiku täitmisest võib igal hetkel loobuda.

Kui oled nõus uuringus osalema, siis palun jätkata küsimustiku täitmist. Seda tehes väljendad oma nõusolekut uuringus osalemiseks.

Oleme vastuste eest väga tänulikud!

Lugupidamisega,

Triin Kapp ja Kristo Riimaa

Tartu Ülikooli magistrandid

Küsimuse päritolu	Küsimuse tekst	Küsimuse nr/muutuja nimi	Valikuvariandid/skaala/avatud küsimus
TAUSTINFO			
Lisatud töö autorite poolt	Sugu	G00Q01/sugu	Mees Naine Muu Ei soovi vastata
Lisatud töö autorite poolt	Vanus	G00Q02/vanus	... - 24 25-34 35-44 45-54 55+
Lisatud autorite poolt	Haridustase	G00Q03/haridus	Algharidus Põhiharidus Kesklaridus või keskeriharidus põhihariduse baasil Rakenduskõrgharidus või keskeriharidus kesklariduse baasil Bakalaureusekraad või sellega võrdsustatud kvalifikatsioon Magistrikraad või sellega võrdsustatud kvalifikatsioon Doktorikraad või sellega võrdsustatud kvalifikatsioon
Degryse et al 2023 uuringu küsimus	Kuidas hindaksite enda rahaliste teadmiste taset?	G00Q04/ finantskirjaoskus	1 - väga halb 2 3 4 5 6 7- väga hea

INVESTEERIMISOTSUSTE MÕJUTAJAD			
Degryse et al 2023 uuringu küsimus	Milliseid finantsinfo allikaid kasutate enda rahaliste otsuste tegemisel?	G01Q01/fin_info_allikad	Vanemad, sõbrad või tuttavad Finantsajakirjad, raamatud Panga poolsed nõustajad (sh. personaalpangandus) Teised finantsnõustajad (investeeringunõustajad) TV või raadio Sotsiaalmeedia Finantsinfo internetis 1 - mitte kunagi 2 3 - mõnikord 4 5 - tihti 6 7 - alati
Degryse et al 2023 uuringu küsimus	Kas kaaluksite investeerimist finantstoodetesse, kuna neid soovitab (sotsiaal)meedia või sinu sõbrad, tuttavad või perekond?	G01Q02/soovitus	1- kindlasti mitte 2 3 4 - võib-olla 5 6 7 - alati
Degryse et al 2023 uuringu küsimus	Mil määral oled valmis panustama heategevusse ilma midagi vastu ootamata?	G01Q03/warm_glow	1 - üldse ei ole valmis panustama 2 3 4 5 6 7 - väga valmis panustama
Degryse et al 2023 uuringu küsimus	Kui hästi oskate hinnata, millised on kestlikud finantsinvesteeringud ja millised mitte?	G01Q04/esg_teadlikkus	1 - ei oska hinnata 2 3 4 - pigem oskan hinnata 5 6 7 - oskan väga hästi hinnata

INVESTEERINGUD			
Degryse et al 2023 uuringu küsimus, töö autorite pool täpsustus - III pensionisammas	Kas Teil on investeringuid (nt. aktsiad, võlakirjad, ETF-d või III pensionisammas)?	G02Q01/investeering	jah ei <i>valides EI jätkab vastamist küsimusega G05Q01</i>
Lisatud töö autorite poolt	Mis on Teie investeerimiskogemus aastates?	G02Q02/investeeri miskogemus	vähem kui aasta 1-2 aastat 3-5 aastat 6-9 aastat üle 10 aasta
Lisatud töö autorite poolt	Mis on Teie portfelli suurus?	G02Q03/portfell_suurus	kuni 5000 € 5001 kuni 15 000 € 15 001 kuni 50 000 € 50 001 kuni 200 000 € 200 001 kuni 500 000 € üle 500 000 € ei tea ei soovi öelda
Lisatud autorite poolt	Mis on Teie peamine põhjus investeerimiseks (investeerimismotiv)?	G02Q05/investeeri mine_pohjus	Finantsiline stabiilsus Vanaduspõlve kindlustamine Järgnevatele põlvkondadele pärandi loomine Oma isikliku kodu ost Laste õpingute toetamiseks Raha kasvatamine Maksustatava tulu vähendamiseks (nt III pensionisammas) Positiivse keskkonnamõju saavutamiseks Oma ettevõtte alustamiseks Enda õpingute toetamiseks Lähedaste aitamiseks Suure ostu jaoks (nt auto, telekas jms) Tähtsamad elusündmused (pulmad, lapse sünd) Hädaabifond (ootamatute olukordade jaoks) Muu

KESTLIK INVESTEERIMINE			
Degryse et al 2023 uuringu küsimus	Kas Teil on investeeringuid kestlikesse finantsvaradesse (nt rohelised investeeringud või finantsvarad, mis arvestavad ESG ehk keskkonna-, sotsiaal- ja juhtimisfaktoreid)?	G03Q01/kest_inv_o lemas	Jah Ei <i>valides EI, jätkab vastamist küsimusega G05Q01</i>
Degryse et al 2023 uuringu küsimus	Mis on kõige olulisem põhjus, miks investeerite kestlikult?	G03Q02/kest_inv_p ohjus	Peamiselt finantstulu põhjustel nt eeldasite, et kestlikud investeeringud annavad suuremat tootlust (kasumit) kui traditsioonilised investeeringud. Peamiselt mitterahalistel põhjustel nt kestlikud investeeringud nende positiivse mõju ühiskonnale.
Degryse et al 2023 uuringu küsimus	Kas olete valmis investeerima kestlikult, isegi kui see tooks vähem kasu kui traditsiooniline investeering?	G03Q03/kest_inv_v almis_tootlus	Jah Ei
Degryse et al 2023 uuringu küsimus	Kui peaksid valima, siis milline ESG tegur on kõige olulisem?	G03Q04/esg_tegur_valik_kestlik	E (<i>environment</i>) - keskkond ja kliima (nt CO2 heitkoguste vähendamine, energiatarbimine, vee kasutus jms) S (<i>social</i>) - sotsiaalne (nt töötingimuste, inimõiguste, ohutuse jms küsimused) G (<i>governance</i>) - juhtimine (nt juhatuse sõltumatuse tagamine, huvigruppide kaitse jms)
Degryse et al 2023 uuringu küsimus	Mitu protsenti kogu Teie finantsportfelli on investeeritud kestlikult? Palun täisarvu 0-100% vahemikus.	G03Q06/kestlik_por tfell_osakaal	Sinu vastus peab jääma vahemikku 0 – 100.

<p>Degryse et al 2023 uuringu küsimus</p>	<p>Millised on Teie kestlikud investeeringud? (valida võib mitu vastust)</p>	<p>G03Q07/kestlikud_invest</p>	<p>Aktsiad Võlakirjad Investeeringufondid Börsil kaubeldavad fondid (ETF) Hoiused Pensionifondid Teised investeeringud Muu:</p>
<p>Degryse et al 2023 uuringu küsimus</p>	<p>Millist tüüpi kestlikkuse kriteeriume rakendate oma investeeringutes?</p>	<p>G03Q08/kestlikkuse_kriteerium</p>	<p>Positiivne sõelumine: kõrge kestlikkuse hindega ettevõtete valimine (võib sisaldada ka tubaka-, relva- ning naftafirmasid kui need on kestlikumad kui konkurendid). Negatiivne sõelumine: ettevõtete või sektorite välistamine, mis ei vasta minu kestlikkuse kriteeriumitele (nt hasartmängud, relvad ja fossiilkütused). Mõjuinvesteering: investeerimine ettevõtetesse, mis järgivad teatud sotsiaalseid või keskkonnavalaseid eesmärke. Ei oska öelda Muu:</p>
<p>Degryse et al 2023 uuringu küsimus</p>	<p>Kuidas hindate investeeringu kestlikkust?</p>	<p>G03Q09/kestlikkuse_hindamine</p>	<p>Tuginen oma pere liikmete, sõprade või tuttavate nõuannetele. Tuginen ajalehes avaldatud nõuannetele. Tuginen rahandusalaste ajakirjade, juhendite, raamatute nõuannetele. Tuginen panga nõuannetele. Tuginen teiste finantsnõustajate nõuannetele. Tuginen teles või raadios edastatud nõuannetele. Tuginen sotsiaalmeediast (Facebook, Twitter jne) saadud nõuannetele. Usaldan internetis leitud teavet. Otsin keskkonnasõbraliku investeeringu märgistust ja usaldan seda. Loen ettevõtete (ESG) aruandeid kuhu investeerin. Muu:</p>

INVESTEERINGUID (sh. kestlikke) MITTE-OMAV VASTAJA (mitteinvestor)			
Degryse et al 2023 uuringu küsimus	Miks Teil ei ole kestlikke investeeringuid?	G05Q01/miks_pole_kestlikke_investeeringuid	Mul ei ole piisavalt teavet et kaaluda selliseid investeeringuid. Ma usun, et kestlikkus investeeringutes on ainult turundusstrateegia (rohepesu). Ma eelistan investeerida traditsioonilistesse investeeringutesse, vaadates ainult oodatavat tootlust ja riski. Ma usun, et kestlikel investeeringutel on madal tootlus. Mul ei ole investeerimiseks piisavalt raha. Mul ei ole investeerimiseks piisavalt aega. Ma ei ole kunagi investeerimise peale mõelnud. Muu:
Degryse et al 2023 uuringu küsimus	Oletame, et Teil on pikemas perspektiivis investeerimiseks 10 000 €. Mida valiksid, kui selle raha investeerimiseks on järgmised võimalused?	G05Q02/investeering_10k_valik	Investeerin traditsiooniliselt. Paigutan raha investeerimisfondi, mille tootlus (kasum) on seotud kõigi Eesti ettevõtetega. <i>valib traditsioonilise investeerimise - jätkab vastamist küsimusega G0506</i> Investeerin kestlikult. Paigutan raha investeerimisfondi, mille tootlus (kasum) on seotud valitud Eesti keskkonna- ja sotsiaalselt vastutustundlike ettevõtetega.
Degryse et al 2023 uuringu küsimus	Miks valite kestliku investeeringu?	G05Q03/miks_valik	Peamiselt finantstulu põhjustel - kestlikud investeeringud annavad suuremat tootlust (kasumit) kui traditsioonilised investeeringud. Peamiselt sotsiaalsetel põhjustel - kestlikud investeeringud kuna mõjuvad positiivselt ühiskonnale.
Degryse et al 2023 uuringu küsimus	Kas oleksite valmis investeerima kestlikult, isegi kui see tooks vähem kasu kui traditsiooniline investeering?	G05Q04/mitteinv_valmis_kahju	Jah Ei

Degryse et al 2023 uuringu küsimus	Kui peaksid valima, siis milline ESG tegur on kõige olulisem?	G05Q05/mitteinv_E SG_tegur_valik	<p>E (<i>environment</i>) - keskkond ja kliima (nt CO2 heitkoguste vähendamine, energiatarbimine, vee kasutus jms).</p> <p>S (<i>social</i>) - sotsiaalne (nt töötingimuste, inimõiguste, ohutuse jms küsimused).</p> <p>G (<i>governance</i>) - juhtimine (nt juhatuse sõltumatuse tagamine, huvigruppide kaitse jms).</p>
Degryse et al 2023 uuringu küsimus	Kui peaksite investeringu jaotama traditsioonilise ja kestliku investeringu vahel, siis milline oleks proportsioon skaalal 0-100% traditsioonilise investeringu ja sotsiaalselt vastutustundliku investeringu vahel.	G05Q06/trad_vs_ke stlik_proport	<p>0 - 100% traditsiooniline investering (investeerimisfond, mille tootlus on seotud kõigi börsil noteeritud Eesti ettevõtetega).</p> <p>0 - 100% sotsiaalselt vastutustundlike investeringutega.</p>
Degryse et al 2023 uuringu küsimus	Kui palju on kestlikud investeringud seotud rohepesuga (turundustrikk, mille eesmärk on ettevõtteid muuta kesklikumaks, kui nad tegelikult on)?	G05Q07/rohepesu	<p>1 - üldse mitte</p> <p>2</p> <p>3</p> <p>4 - jään neutraalseks</p> <p>5</p> <p>6</p> <p>7 - täielikult seotud</p>
EETIKA JA SÕJA MÕJUD - Lisatud autorite poolt			
Lisatud autorite poolt	Mida peate kestliku investeerimise juures suurimaks takistuseks?	G06Q01	<p>Teadmiste või kogemuste puudus</p> <p>Informatsiooni või andmete puudus</p> <p>Investeerimisobjektide vähesus</p> <p>Läbipaistvuse puudus</p> <p>Kõrged kulud</p> <p>Kartus tulemuslikkuse ees</p> <p>Ebapiisavad standardid ESG soorituse mõõtmiseks</p> <p>ESG/kestlikkus ei ole kooskõlas minu praeguste investeerimiseesmärkidega</p> <p>Reguleerimata turg</p> <p>Rohepesu</p> <p>Muu (avatud vastus)</p>

<p>Lisatud autorite poolt</p>	<p>Millistesse sektoritesse ei tohiks kestlikkuse printsiipe järgiv investor investeerida?</p>	<p>G06Q02</p>	<p>Fossiilkütuste sektor Tuumaenergeetika sektor Tubaka- ja alkoholitööstus Palmiõli tootmine Kaitsetööstus Plastide tootmine Farmaatsiatööstus Keemiatööstus (ohtlike kemikaalide sektor) Kasiino- ja hasartmängutööstus Pornograafia ja täiskasvanutele mõeldud meelelahutus Keskkonda kahjustavad/saastavad ettevõtted ja tööstused (nt jätkusuutmatu metsaraie) Ebaeetilised äripraktikaid evivad ettevõtted ja tööstused (nt lapstööjõu kasutamine) Põllumajandus kui see kahjustab elurikkust Loomakasvatuse sektor (toiduks kasutamise eesmärgil) Ei oska öelda</p>
<p>Lisatud autorite poolt</p>	<p>Kuidas Venemaa sõda Ukraina vastu on mõjutanud Teie investeerimist?</p>	<p>G06Q03</p>	<p>Olen liikunud turvalisematesse (madalama riskiga) investeringutesse. Eelistan nüüd sotsiaalselt vastutustundlikke investeringuid. Keskendun rohkem taastuenergia investeringutele. Keskendun rohkem kaitsevaldkonnaga seotud investeringutele. Investeerin rohkem kohalikesse ettevõtetesse piirkonna majandusliku stabiilsuse tagamiseks. Olen ebakindluse tõttu investeringud peatanud või neid vähendanud. Ebakindluse tõttu ei julge alustada investeerimist.</p> <p>1 - ei nõustu 2 - pigem ei nõustu 3 - osaliselt ei nõustu 4 - jään neutraalseks 5 - osaliselt nõustun 6 - pigem nõustun 7 - täiesti nõus</p>

<p>Lisatud autorite poolt</p>	<p>Kuidas Venemaa sõda Ukraina vastu on mõjutanud investeerimisotsused eetika ja vastutuse seisukohalt?</p>	<p>G06Q04/iga väite juures on muutuja</p>	<p>kaitsetoostus_valjastada = Ma usun, et kestlik investeerimine peaks välistama investeringud kaitsetööstusesse.</p> <p>rahu_maailmas = Kestlik investeerimine aitab kaasa rahu ja stabiilsuse edendamisele maailmas.</p> <p>teadlikkuse_tous = Venemaa sõda Ukraina vastu on suurendanud minu teadlikkust kestliku investeerimise tähtsusest.</p> <p>kaitsetoostus_esg = Kaitsetööstuse ettevõtted saavad siiski järgida ESG põhimõtteid. kaitsetööstuse kaasamine</p> <p>esg_soda_arvestama = Ettevõtete ESG hinnangud peaksid arvestama sõjaliste konfliktide mõju.</p> <p>eetiline_valtimine = Investoritel on eetiline kohustus vältida investeringuid ettevõtetesse, mis on seotud sõjaliste konfliktidega.</p> <p>eetilised_vaartused =Ma oleksin valmis loobuma kõrgematest tuludest, et investeerida eetiliselt.</p> <p>1 - ei nõustu 2 - pigem ei nõustu 3 - osaliselt ei nõustu 4 - jään neutraalseks 5 - osaliselt nõustun 6 - pigem nõustun 7 - täiesti nõus</p>
-------------------------------	---	---	--

Allikas: autorite väljavõte *LimeSurvey* keskkonnast

LISA B

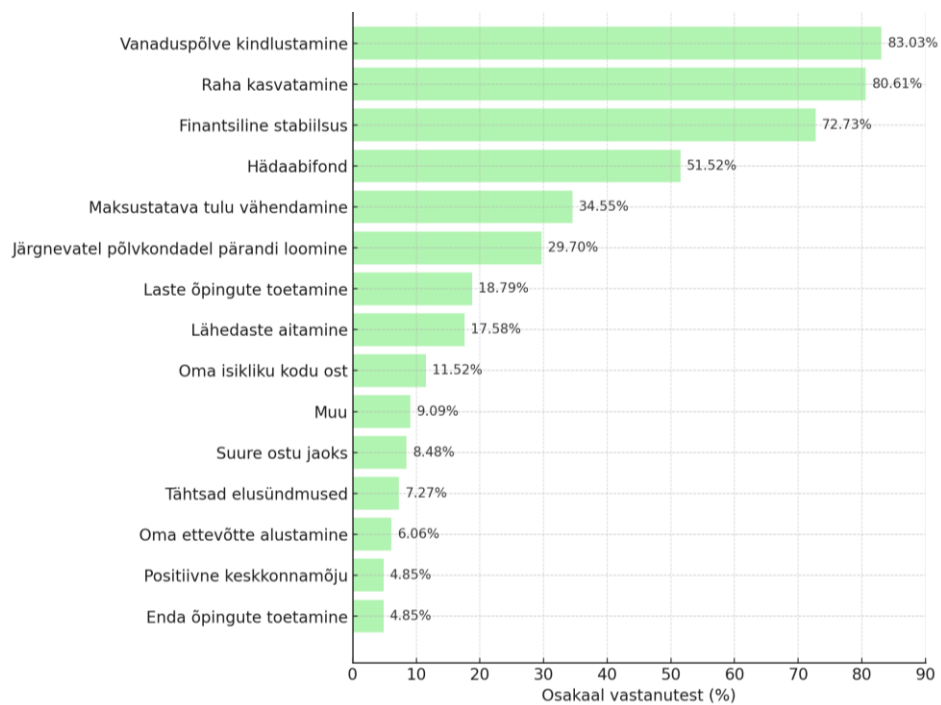
Kirjeldav statistika

	Sotsiaalkestlik	Finantskestlik	Traditsiooniline	M	Standardhälve
Investeerimiskogemus					
Investeerimiskogemus < 1 aasta	8.3	6.7	27.3	14.1	11.46
Investeerimiskogemus 3–5 aastat	66.7	63.3	45.5	58.5	11.39
Investeerimiskogemus > 10 aastat	25	30	27.3	27.43	2.5
Investeerimisportfelli suurus					
Investeerimisportfell kuni 5 000 €	9.5	6.4	20.6	12.17	7.47
Investeerimisportfell 5 001 – 15 000 €	9.5	10.6	14.4	11.5	2.7
Investeerimisportfell 15 001 – 50 000 €	14.3	17	15.5	15.6	1.35
Investeerimisportfell 50 001 – 200 000 €	38.10 9.50	25.5	25.8	29.8	7.19
Investeerimisportfell 200 001 – 500 000 €	9.5	14.9	9.3	11.23	3.18
Investeerimisportfell üle 500 000 €	9.5	14.9	7.2	10.53	3.95
Ei soovi öelda portfelli suurst		10.6	7.2	9.1	1.73
Kestlikke investeringute osakaal kogu investeerimisportfelist	42.7	39		35.3	9.79
Investeerimise põhjused					
Finantsiline stabiilsus	15.2	15.6	17.5	16.1	1.23
Vanaduspõlve kindlustamine	18.8	16.9	20.2	18.63	1.66
Raha kasvatamine	17	17.7	19.1	17.93	1.07
Hädaabifond	10.7	12.3	11.6	11.53	0.8
Maksustatava tulu vähendamiseks	10.7	6.6	7.8	8.37	2.11
Järgnevatele põlvkondadele pärand	6.3	7	6.7	6.67	0.35
Lähedaste aitamiseks	5.4	5.3	2.7	4.47	1.53
Laste õpingute toetamiseks	5.4	4.9	3.5	4.6	0.98
Oma isikliku kodu ost	3.6	2.5	2.4	2.83	0.67
Suure ostu jaoks	0	2.5	2.2	1.57	1.37
Tähtsamad elusündmused	1.8	2.1	1.3	1.73	0.4
Enda õpingute toetamiseks	1.8	1.2	0.8	1.27	0.5
Oma ettevõtte alustamiseks	0.9	1.6	1.3	1.27	0.35
Positiivse keskkonnamõju saavutamiseks	1.8	1.6	0.5	1.3	0.7
Muu	0.9	2.1	2.4	1.8	0.79

Allikas: autorite koostatud *R-Studio* programmi andmeanalüüsi väljavõtte põhjal

LISA C

Investeerimise põhjused



Allikas: autorite koostatud *R-Studio* programmi andmeanalüüsi väljavõtte põhjal

LISA D

Investortüüpide vahelised erinevused

(ANOVA tulemused)

Mõõdik	Allika jaotus	df	Ruutude summa (SS)	Keskmine ruut (MS)	F-statistika	p-väärtus
Finantskirjaoskus	Rühmade vahel	3	11.43	3.81	4.12	0.008 **
	Jääk	170	157.38	0.93		
ESG teadlikkus	Rühmade vahel	3	12.34	4.11	4.92	0.003 **
	Jääk	185	154.65	0.84		
<i>Warm-glow motiiv</i>	Rühmade vahel	3	3.21	1.07	1.11	0.346
	Jääk	185	178.1	0.96		
Rohepesu skoor	Rühmade vahel	3	6.72	2.24	5.46	0.001 **
	Jääk	185	75.94	0.41		
Kaitsetööstuse välistamine ESG-st	Rühmade vahel	3	19.9	6.64	2.24	0.085
	Jääk	185	548.1	2.96		
Kaitsetööstuse kaasamine ESG-sse	Rühmade vahel	3	24.1	8.02	2.9	0.036 *
	Jääk	185	510.9	2.76		

Märkus: df – vabadusastmed; F – F-statistika; Ruutude summa – Sum of Squares; Keskmine ruut – Mean Square

Allikas: autorite koostatud *R-Studio* programmi andmeanalüüsi väljavõtte põhjal.

LISA E

Kuidas Venemaa sõda Ukraina vastu on mõjutanud investeerimisotsuseid eetika ja vastutuse seisukohalt?



Allikas: autorite koostatud R-Studio programmi andmeanalüüsi väljavõtte põhjal

Summary

FACTORS EXPLAINING PRIVATE INVESTORS' WILLINGNESS TO MAKE SUSTAINABLE INVESTMENTS

Triin Kapp, Kristo Riimaa

This master's thesis explores the willingness of Estonian retail investors to make sustainable investments and identifies psychological, informational, and geopolitical factors that shape such decisions. The work is grounded in the assumption that despite rapid global growth in ESG (Environmental, Social, and Governance) investing, values do not always translate into action among individual investors. The study aims to clarify which barriers and motivators influence sustainable investment readiness in Estonia, including the controversial consideration of defense sector investments within ESG frameworks.

The theoretical part of the thesis provided an overview of traditional and sustainable investment behavior, as well as conceptual frameworks suitable for analyzing private investors' decision-making. The study draws on earlier research addressing the gap between values and actions, the warm-glow effect (the moral satisfaction from prosocial action), ESG-related trust, and the perception of greenwashing.

The empirical analysis is based on a quantitative survey of 189 Estonian retail investors. The questionnaire assessed ESG awareness, warm-glow motivation, greenwashing perception, investment profile, and attitudes toward the defense industry. The data were analyzed using both ANOVA and multinomial logistic regression to evaluate how different factors influence investors' willingness to engage in sustainable investments.

Results show that ESG awareness, warm-glow motivation, and trust in ESG labels positively predict sustainable investment willingness. In contrast, greenwashing perception emerged as a key barrier that prevents value-driven intentions from being realized, especially among traditional investors. A notable finding is that heightened perceptions of geopolitical risk — especially related to Russia's full-scale war against Ukraine — can increase openness to including defense investments in a sustainable portfolio.

The study identifies four investor types that illustrate a continuum of sustainable engagement: the traditional investor, who does not consider ESG criteria relevant and prioritizes

financial return only; the social-sustainable investor, who acts on value-based motives and prioritizes ESG alignment even at the expense of financial return; the financial-sustainable investor, who supports ESG principles but makes decisions based on risk-return logic and the non-investor, who expresses value-based preferences but does not invest, often due to low financial literacy or trust barriers.

The proposed typology of private investors is an important contribution of the thesis, offering a more nuanced understanding of value-based investment decisions. In addition, the work highlights the tension between ESG norms and national security priorities, using the example of defense sector investments.

The findings further reveal that 37.5% of Estonian non-investors would hypothetically prefer sustainable investment products, especially among women. Previous studies have indicated that socially motivated investing may help lower participation barriers, particularly when investment options are presented in a value-oriented and accessible way. In both cases, financial literacy was identified as a key factor limiting actual investment behavior.

Based on the findings, several policy recommendations are proposed. First, it is important to increase the transparency of ESG communication to reduce ambiguity and improve investor confidence. Second, financial literacy efforts should be enhanced, with particular attention to ESG-related content that helps individuals navigate sustainability labels and frameworks. Third, the perception of greenwashing should be addressed through the development of reliable certification systems and independent oversight. Finally, there is a need to consider more flexible ESG interpretations in security-sensitive contexts, where national defense may be aligned with broader social sustainability goals.

This thesis contributes to international ESG discourse by bringing a small-market, high-security-sensitivity perspective into the conversation. The results emphasize that sustainable investing is not just a matter of information, but also of trust, identity, and cultural framing.

Future research could explore the psychological mechanisms behind the value-behavior gap, conduct comparative studies between Estonia and culturally similar countries, and examine the long-term stability of warm-glow motivation as a driver for sustainable investment behavior.

Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

Meie, Triin Kapp ja Kristo Riimaa ,
(*autorite nimed*)

1. anname Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) meie loodud teose
ERAINVESTORITE KESTLIKE INVESTEERINGUTE TEGEMISE ,
VALMIDUST SELGITAVAD TEGURID

(*lõputöö pealkiri*)

mille juhtimise lektor Kristjan Pulk (PhD) ,
juhendaja(d) on _____
(*juhendaja nimi*)

reprodutseerimiseks eesmärgiga seda säilitada, sealhulgas lisada Tartu Ülikooli digitaalarhiivi kuni autoriõiguse kehtivuse lõppemiseni;

2. anname Tartu Ülikoolile loa teha punktis 1 nimetatud teos üldsusele kättesaadavaks Tartu Ülikooli veebikeskkonna, sealhulgas digitaalarhiivi kaudu Creative Commons'i litsentsiga CC BY NC ND 4.0, mis lubab autoritele viidates teost reprodutseerida, levitada ja üldsusele suunata ning keelab luua tuletatud teost ja kasutada teost ärieesmärgil, kuni autoriõiguse kehtivuse lõppemiseni;
3. olen teadlik, et punktides 1 ja 2 nimetatud õigused jäävad alles ka autoritele;
4. kinnitame, et lihtlitsentsi andmisega ei riku me teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse õigusaktidest tulenevaid õigusi.

Triin Kapp ja Kristo Riimaa

21.05.2025