



## استفاده از عوامل زیست محیطی اجتماعی و حاکمیت در تصمیمات سرمایه‌گذاری

عبدالرسول مستاجران<sup>۱</sup>  
حبیب اله کاظمی<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۴/۱۰ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۶/۱۰

### چکیده

هدف از این پژوهش بررسی تأثیر گزارش‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ESG) بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی در بازارهای سرمایه ایران و ترکیه است. داده‌های این مطالعه از ۲۳۲ سرمایه‌گذار فردی (۱۳۲ سرمایه‌گذار ایرانی و ۱۰۰ سرمایه‌گذار ترکیه‌ای) طی سه سال متوالی ۱۴۰۰ تا ۱۴۰۲ جمع‌آوری شد. از روش تحلیل رگرسیون لجستیک و تحلیل واریانس چندعاملی برای بررسی تأثیر متغیرهای مستقل شامل اثرات زیست‌محیطی، سیاست‌های زیست‌محیطی، مسئولیت کارکنان، مسئولیت شرکا، مسئولیت اجتماعی، حکمرانی شرکتی، و مدیریت ریسک بر تصمیمات سرمایه‌گذاری استفاده شده است. نتایج نشان داد که تمامی متغیرها تأثیر معناداری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری دارند. با این حال، ضرایب منفی برخی متغیرها نشان‌دهنده نگرانی سرمایه‌گذاران از هزینه‌های بالقوه مرتبط با سیاست‌های ESG است. بیشترین تأثیر منفی مربوط به متغیر مسئولیت کارکنان است، در حالی که سیاست‌های زیست‌محیطی کمترین تأثیر منفی را داشتند. تحلیل هزینه-فایده ROI و NPV نیز نشان داد که سیاست‌هایی نظیر شفافیت گزارش‌دهی و مدیریت منابع انرژی، بازدهی بالایی دارند و می‌توانند به کاهش نگرانی‌های سرمایه‌گذاران کمک کنند. این پژوهش تفاوت‌های معناداری میان دو بازار بررسی شده را نشان داد و تأثیر شرایط اقتصادی بر رفتار سرمایه‌گذاران را تأیید کرد. یافته‌ها بر اهمیت شفافیت بیشتر در گزارش‌دهی ESG و ارائه اطلاعات دقیق در مورد مزایا و هزینه‌های این سیاست‌ها تأکید می‌کنند. تحقیقات آتی می‌تواند با گسترش دامنه جغرافیایی و تمرکز بر صنایع مختلف، بینش‌های عمیق‌تری در این حوزه ارائه دهند.

**واژه‌های کلیدی:** گزارش‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ESG)، تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری، رگرسیون لجستیک، تحلیل هزینه - فایده.

<sup>۱</sup> گروه ریاضیات مالی، دانشکده علوم مالی، دانشگاه خوارزمی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول) rasoulmostajeran@iau.ac.ir  
<sup>۲</sup> دانشجوی دکتری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. h.kazemi4001@iau.ac.ir



## ۱- مقدمه

پارادایم رفتاری تصمیم گیری مالی تأثیر تمایلات عاطفی، الگوهای فکری ریشه دار و سوگیری های روان شناختی را بر ادراک و تصمیم های سرمایه گذاران تشخیص می دهد که مخفف استانداردهای زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ESG) است، چارچوبی برای سنجش عملکرد پایداری سازمان است. گام اساسی در هر فرآیند تصمیم گیری سرمایه گذاری، انتخاب سهام از بین گزینه های بی شمار موجود در بازارهای سهام است (فتحه و حیدری نیا، ۱۴۰۳). نظریه اقتصادی سنتی فرض می کند که افراد عوامل منطقی هستند که قادر به تصمیم گیری عینی بر اساس دانش، تجربه و انتظارات خود هستند و در عین حال از فرصت های موجود استفاده می کنند (هوانگ، ۲۰۲۳). در زمان همه گیری کووید ۱۹، پایداری برای کسب و کارها و سرمایه گذاران اهمیت حیاتی پیدا کرده است. عملکرد محیطی و اجتماعی شرکت ها می تواند به طور مثبت بر درآمد، سود و ارزش گذاری تأثیر بگذارد (یحیی<sup>۱</sup>، ۲۰۲۳). با افزایش نگرانی های جهانی در مورد تغییرات اقلیمی و چالش های زیست محیطی، زمینه مطالعاتی مربوط به نگرانی های زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی، در سال های اخیر، مورد توجه قرار گرفته است (مداحی، ۱۴۰۳). مسئولیت اجتماعی مسیری جدایی ناپذیر برای تحقق اهداف پایدار سازمان ملل و همچنین توسعه پایدار هر کشور است. شرکت ها، مسئولیت اجتماعی را به عنوان یک راهکار برای بالا بردن اعتبارشان در بازار رقابت می بینند. همچنین، روابط مناسب با گروه های مختلف ذی نفع به شرکت کمک می کند تا به منابع راهبردی دسترسی پیدا کنند و مزیت های رقابتی ایجاد کنند اما به علت هزینه های بالای فعالیت های مسئولیت اجتماعی، شرکت ها هنگام تصمیم گیری برای مشارکت در این فعالیت ها دچار تردید می شوند که اجرای این فعالیت ها خطری برای عملکرد مالی آن ها نداشته باشد و به علت اهمیت آن، پژوهش های زیادی به بررسی تاثیر مسئولیت اجتماعی شرکت ها بر عملکرد مالی پرداخته است، اما نتایج متفاوتی به دست آمده است. یکی از عوامل موثر بر این رابطه احساسات سرمایه گذار است. تصمیمات سرمایه گذاران همواره منطقی نیست و احساسات بر تصمیمات شان تأثیر می گذارد و ممکن است باعث قیمت گذاری اشتباه گردد (ترابی مزرعه ملکی، ۱۴۰۱). ملاحظات زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی در زمینه تصمیم گیری سرمایه گذاری در چند سال گذشته به طور فزاینده ای محبوب شده اند. سرمایه گذاران پایداری و اثر اخلاقی یک شرکت را از طریق اعمال معیارهای زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی ارزیابی می کنند که به نوبه خود بر تصمیمات سرمایه گذاری آنها تأثیر می گذارد. تصمیمات سرمایه گذاری آنها ممکن است بازتابی از اخلاق، اخلاق و تعهد آنها به مسئولیت اجتماعی و پایداری باشد. درک رو به رشد از اهمیت سرمایه گذاری پایدار و اخلاقی منجر به افزایش مداوم استفاده از معیارهای زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی در تصمیم گیری های سرمایه گذاری شده است (خلیلی و همکاران، ۱۴۰۳؛ سریواستاو و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۲۴). اطلاعات زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی از طریق سهامداران در حاکمیت شرکتی

<sup>۱</sup> Yahya

<sup>۲</sup> Srivastav et al

گنجانده شده است. این سهامداران مسئول نظارت بر حاکمیت شرکتی هستند که شامل حصول اطمینان از حفظ ساختار مدیریت صحیح شرکتها و نشان دادن شیوه‌های اخلاقی خوب و همچنین عملکرد مالی است. اعضای هیئت مدیره باید بتوانند ریسکها و فرصتهای زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی را از طریق ترکیبی از دانش خود و پیشنهادهای خارجی شناسایی و ارزیابی کنند (کریمی و همکاران، ۱۴۰۳؛ بیرانوند، ۱۴۰۲). حاکمیت شرکتی پیش از هر چیز، حیات سازمان در بلندمدت را هدف قرار داده است و در صدد است تا از منافع سهامداران در مقابل مدیریت سازمانها حفاظت کند بنابراین ساختار حاکمیت شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری تحقیق و توسعه و فعالیتهای نوآوری و در نهایت بر عملکرد شرکتها تأثیر گذار است (صمدی و همکاران، ۱۴۰۳؛ رحمانیان کوشکی و مطاعی، ۱۴۰۲). مطالعات متعددی که در کشورهای مختلف از جمله ایالات متحده، بنگلادش، پاکستان، کره و فرانسه در مورد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت انجام شده است، به ویژه عوامل محیطی را با تصمیمات سرمایه‌گذاری مرتبط کرده است (روونوک و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۳). پژوهش‌های اخیر بر روی عوامل تعیین کننده تصمیمات مسؤلیت اجتماعی شرکتها (CSR) متمرکز شده اند زیرا فشارهای اجتماعی اهمیت اقدامات اجتماعی مسؤلانه را برای شرکت ها افزایش داده است (مارتینز<sup>۲</sup>، ۲۰۲۱) در پژوهشی بیان می‌کند مسؤلیت اجتماعی شرکتها را به عنوان ادغام جنبه‌های زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی در مدیریت سهامداران یک شرکت تعریف می‌شود. شرکتها به طور کلی در گزارش زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی علاقه دارند زیرا مشروعیت را در چشم سهامداران تضمین می‌کند و شفافیت را برای سهامداران ایجاد می‌کند که منجر به ارزش گذاری سهام بالاتر می‌شود. چنین فشارهای بیرونی و نهادی به عنوان عوامل تعیین کننده مهم گزارش‌دهی و عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شناسایی شده‌اند (پرگنلا و باتیستا، ۲۰۲۱). سرمایه‌گذاران مختلف هنگام انتخاب سهام از استراتژی‌های مختلفی استفاده می‌کنند. قبل از ظهور، کووید (COVID-19) بسیاری از سرمایه‌گذاران عمدتاً بر نتایج مالی تمرکز داشتند. با این حال، پس از بحران، تغییر قابل توجهی به سمت در نظر گرفتن مسائل زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت برای کاهش ریسک‌های مرتبط با تصمیمات سرمایه‌گذاری صورت گرفته است، روندی که اهمیت پیدا کرده است (کالیانی و موندال<sup>۳</sup>، ۲۰۲۴). تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه موجب انحراف قیمت سهام از قیمت‌های واقعی می‌گردد. هنگامی که سرمایه‌گذاران دچار خوش‌بینی می‌شوند، ممکن است از اطلاعات منفی چشم‌پوشی کرده و تحت تأثیر اطلاعات مثبت قیمت سهام را بیش از میزان واقعی ارزیابی کنند. برعکس هنگامی که سرمایه‌گذاران دچار بدبینی می‌شوند ممکن است از اطلاعات مثبت چشم‌پوشی کرده و تحت تأثیر اطلاعات منفی قیمت سهام را کمتر از میزان واقعی ارزیابی کنند. بنابراین تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران از طریق قیمت گذاری نادرست سهام در بازار و پیامدهای آن منجر به شکل‌گیری پدیده بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری می‌گردد و این طور می‌توان نتیجه گرفت که ارتباطی

<sup>1</sup>Rounok et al

<sup>2</sup> martinez

<sup>3</sup> Kalyani & Mondal

منطقی بین تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران و کارایی سرمایه‌گذاری وجود دارد. پیامدهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران به طور خلاصه شامل اثرگذاری بر کارایی سرمایه‌گذاری، بازده سهام، ارزش شرکتها، شاخص صنایع، تخصیص بهینه سرمایه، هزینه سرمایه و حرکت کل بازار سرمایه است (العلوی<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷). در این پژوهش به دنبال پاسخ سوالات زیر هستیم، اول اینکه آیا استفاده سرمایه‌گذاران فردی از عوامل زیست محیطی اجتماعی و حاکمیت در تصمیمات سرمایه‌گذاری تاثیر دارد؟ دوم، آیا رابطه بین گزارش های زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی در اقتصادهای مختلف متفاوت است؟

## ۲- مرور ادبیات، پیشینه و فرضیيات تحقیق

### ۲-۱- عوامل زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی

محیط زیست (Environment) مجموعه‌ای از عوامل از جمله انتشار کربن، مدیریت آب و پسماند، تامین موادخام، اثرات تغییرات آب و هوایی، استفاده از انرژی های تجدیدپذیر، پلاستیک قابل بازیافت، کمک‌های مالی به گروه های زیست محیطی و سایر شیوه‌های پایدار یا سبز را در بر می‌گیرد. اطلاعات اجتماعی (Social) شرکتها با افراد در جنبه‌های مختلف کسب و کارشان تعامل دارند و با آنها رفتار می‌کنند و به نگرانی های ذینفعان مانند مشتریان و کارمندان رسیدگی می‌کنند را در بر می‌گیرد. این شامل مسائل مهمی مانند سلامت کارکنان، ایمنی محل کار، حقوق بشر در محل کار، شیوه های حفظ حریم خصوصی، ارزش محصولات، تنوع، برابری، ابتکارات شمول، مدیریت نیروی کار، امنیت داده‌ها و حریم خصوصی برای مشتریان، و روابط با جامعه است (کریمی و نصیر زاده، ۱۴۰۲). مسئولیت اجتماعی، تمامی وظایف و تعهداتی است که باید بنگاههای اقتصادی در جهت حفظ، مراقبت و یاری به جامعه‌ای که در آن فعالیت می‌نمایند، انجام دهند. همچنین، مسئولیت اجتماعی وظیفه‌ای است بر عهده بنگاههای خصوصی، که باید تأثیر بدی بر زندگی اجتماعی که در آن کار می‌کنند، نگذارند. اهم این وظایف عبارت است از: حفظ محیط زیست، عدالت در استخدام، رعایت اخلاق حرفه‌ای و توجه به حفظ کیفیت محصول که می‌تواند عوامل مقبت در رشد جامعه باشد. اطلاعات حاکمیتی (Governance) به نحوه مدیریت، عملکرد و کنترل موثر یک شرکت و افراد در سطوح مختلف مربوط می‌شود. اجزای حیاتی اطلاعات حاکمیتی شامل شفافیت در معاملات با مشتریان و سهامداران، پایبندی به مقررات خاص، قابلیت رهبری، شیوه های حاکمیت شرکتی، اخلاق تجاری، رفتار در سناریوهای رقابتی و حفاظت از حقوق مالکیت معنوی است. (فونگ دانگ و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۲۴)

عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی در شرکت، باعث بهبود شاخص‌های غیر مالی آن مانند رضایت مصرف کننده، پذیرش بازار و در نهایت این عامل که استفاده کنندگان به این مهم پی ببرند که شرکتها از نظر اخلاقی به پایداری محیط خود اهمیت داده و این همانند فاکتوری است که منجر به بهبود شهرت شرکت در نزد

<sup>۱</sup>Al-Alawi

<sup>۲</sup>Phuong Dung et al

اعتبار دهندگان می‌شود (پرویزی کیا، ۱۴۰۲). در نظر گرفتن اطلاعات زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت هنگام اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری بسیار مهم است. تأکید بر رویه‌های سازگار با محیط زیست مسئولیت های محیطی شرکت را برآورده می‌کند و همچنین با ایجاد بازده پایدار برای کسب و کارها مرتبط است (باسونی و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۳). مطالعه دیلا و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۶) همبستگی بین نگرش‌های آگاهانه محیط زیستی سرمایه‌گذاران و مشارکت در سرمایه گذاری های مسئولیت پذیر اجتماعی را بررسی می‌کند. نتایج نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران با نگرش‌های دوست دار محیط زیست به احتمال زیاد غربالگری سرمایه گذاری مسئولیت‌پذیر اجتماعی را اتخاذ می‌کنند، در نتیجه درگیر ابزارهای مالی پاسخگوی اجتماعی می‌شوند. علاوه بر این، گوتزچ و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۶) نشان دادند که نگرشها مرتبط به محیط بین سرمایه‌گذاران در آلمان به طور قابل توجهی بر تصمیمات آنها در مورد سرمایه گذاری های مسئولانه تأثیر می‌گذارد. بر اساس مطالعات قبلی، تصمیمات سرمایه گذاری تحت تأثیر هر عامل زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی قرار می‌گیرد. (رحمانیان کوشکی و مطاعی، ۱۴۰۲)

## ۲-۲- تصمیمات سرمایه گذاری

یکی از مهمترین عوامل تأثیرگذار بر اقتصاد کشورها، سرمایه‌گذاری و امور مربوط به آن است. این موضوع به دلیل اینکه عاملی برای تولید، اشتغال و به حرکت درآوردن چرخ های اقتصادی هر کشوری است از جمله موضوعات اجتناب ناپذیر است. سرمایه‌گذاری از راه‌های مختلفی صورت می‌گیرد که از جمله آنها سرمایه‌گذاری در سهام شرکتها از طریق بورس اوراق بهادار است (مرادی و همکاران، ۱۳۹۷). سرمایه‌گذاری موتور محرک رشد اقتصادی جوامع است از این رو توانایی نهادهای هر کشور در جهت تشویق و جذب سرمایه‌گذاران فردی برای سرمایه‌گذاری در محصولات مختلف، راه را به سمت رشد و توسعه اقتصادی هموار می‌سازد. (پوخارل<sup>۴</sup>، ۲۰۲۰). سرمایه‌گذاری عبارت است از ارزش فعلی پول در دوره زمانی، به منظور کسب عایداتی در آینده که به سرمایه‌گذار برای زمان دریافت وجوه؛ نرخ مورد انتظار تورم؛ عدم اطمینان در پرداخت‌های آتی، پاداش می‌دهد. به طور معمول تصمیمات سرمایه‌گذاری در شرکتها تحت موضوع بودجه‌بندی سرمایه‌ای اتخاذ می‌گردد که عبارت است برنامه‌ریزی، ارزیابی و انتخاب طرح‌های سرمایه‌گذاری که در دوره‌های بلندمدت دارای بازده اند، به عبارت دیگر بودجه‌بندی سرمایه‌ای، برنامه‌ریزی هزینه‌ای سرمایه است و هزینه‌های سرمایه‌ای، هزینه‌هایی است که صرف سرمایه‌گذار پهای بلندمدت می‌شود (خلیلی و همکاران، ۱۴۰۴). هدف سرمایه‌گذاری در فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری اهمیت دارد. اهداف سرمایه‌گذاری یا مقاصد سرمایه‌گذاران فردی برای درک تصمیم کلی سرمایه‌گذاری و عملکرد سرمایه‌گذاری بسیار مهم است (عباسیان و حدادزاده، ۱۴۰۳). سرمایه‌گذاران معمولاً تصمیم سرمایه‌گذاری خود را با تخصیص ثروت خود

<sup>1</sup>Basuony et al

<sup>2</sup>Dilla et al

<sup>3</sup>Gutsche et al

<sup>4</sup> Pokharel

در میان اهداف یا اهداف سرمایه‌گذاری آغاز می‌کنند. شناسایی و تعیین اهداف سرمایه‌گذاری می‌تواند نقش غالبی در توضیح تصمیم سرمایه‌گذاری و نحوه ارتباط آن با مسائل زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی داشته باشد. (یو و همکاران، ۲۰۲۴)

تصمیم سرمایه‌گذاری یک فرآیند مهم است که شامل انتخاب یک سهام از طیف گسترده‌ای از گزینه‌های موجود در بازارهای مختلف سهام است. نظریه اقتصادی سنتی این را فرض می‌کند: افراد عاملی منطقی هستند و بر اساس دانش، تجربه و انتظارات خود به طور عینی تصمیم می‌گیرند و می‌توانند از فرصت‌های موجود بهره ببرند. با این حال، تمایل عاطفی، الگوهای فکری ریشه دار، و سوگیری‌های روان شناختی انسان‌های مختلف یعنی پارادایم رفتاری تصمیم‌گیری مالی چگونگی درک سرمایه‌گذاران از جهان و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری را توصیف می‌کند (سلطان و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۸). تصمیم سرمایه‌گذاری قبلاً با یک مثلث معمولی که ریسک، نقدینگی و بازده را پوشش می‌داد دنبال می‌شد، با این حال، امروزه تعداد فزاینده‌ای از سرمایه‌گذاران از مربع فوق‌العاده استفاده می‌کنند که نقدینگی، ریسک، بازده و پایداری را پوشش می‌دهد. از این پس، فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران منحصر به همه سرمایه‌گذاران نیست، بلکه برای سرمایه‌گذاران مختلف ناهمگن است. سرمایه‌گذاران مختلف از استراتژی‌های متفاوتی در انتخاب سهام یا اوراق قرضه استفاده می‌کنند. یک گروه از سرمایه‌گذاران ممکن است تنها نتایج مالی یک سرمایه‌گذاری را در نظر بگیرند و بر این اساس تصمیم سرمایه‌گذاری خود را اتخاذ کنند، در حالی که گروه دیگری از سرمایه‌گذاران ممکن است نتایج مالی و مسائل زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی را در تصمیم سرمایه‌گذاری خود در نظر بگیرند (پریخ و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۲۳). هنگام تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری، مسائل زیست محیطی اهمیت دارد. مسائل زیست محیطی شامل آلودگی هوا، آب یا منابع، انتشار گازهای گلخانه‌ای (GHG) تغییرات آب و هوایی، تغییر در چرخه‌های نیتروژن و فسفر، اسیدشدن اقیانوس‌ها، تغییر کاربری زمین، مدیریت زباله، از بین رفتن تنوع زیستی، تخریب لایه ازن استراتوسفر، انرژی‌های تجدیدپذیر، انرژی هسته‌ای. بهره‌وری مربوط به کیفیت و عملکرد محیط زیست و سیستم‌های طبیعی. تأثیری که کسب و کارها بر محیط زیست می‌گذارند، به تدریج به دلیل تأثیرمشهود و گسترده بر تنوع زیستی، آسیب به منابع طبیعی، و افزایش سرعت گرمایش جهانی ناشی از کسب و کار شرکت‌ها، توسط منابع فراوان اهمیت بیشتری یافته است. از این رو، شرکت‌هایی که رویه‌های زیست محیطی شایسته دارند، می‌توانند به تولید بازده مالی معقول و پایدار، همراه با انجام مسئولیت‌های زیست محیطی خود اعتبار بدهند. مسائل اجتماعی موضوعاتی هستند که به رفاه، حقوق و منافع مردم و جوامع مربوط می‌شوند، که عمدتاً از جمله بهداشت و ایمنی محل کار می‌باشد. حقوق بشر؛ برده، کودک، و کار مقید. استانداردهای کار در زنجیره تامین؛ تنوع؛ آزادی بیان و آزادی تشکل؛ سلامت و دسترسی به دارو؛ روابط کارکنان و مدیریت سرمایه انسانی؛ روابط با جوامع محلی؛ سلاح‌های بحث برانگیز و حمایت از مصرف

<sup>۱</sup> Sultana et al

<sup>۲</sup> Parikhet al

کننده؛ و فعالیت در مناطق درگیری (یو و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۴). فرایند تصمیم‌گیری انسان پیچیده است و توسط عوامل مختلف تحت تأثیر قرار می‌گیرد. این عوامل بر روند عمل تأثیر می‌گذارد و منجر به نتایج متفاوت می‌شود. عوامل اثرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران شامل عوامل درونزا و برونزا می‌شود. عوامل درونزا در دو دسته عوامل روان شناختی و جمعیت شناختی جای می‌گیرند. عوامل روان شناختی شامل کوتاه‌نگری، داشته‌بیش‌نگری، ابهام‌گریزی، دیری‌پذیری، توان‌پنداری، ثبات رفتاری، تازه‌گرایی، زیان‌گریزی، باورگرایی، بهینه‌بینی، سازگارگرایی، نقطه‌اتکا، رفتار توده‌ای، خوداسنادی، نماگری، طمع و ترس، رویدادگرایی، حسابداری ذهنی، توهم قمارباز، پرهیز از پشیمانی، ویژگی شخصیتی، سبک تصمیم‌گیری، اعتمادبه‌نفس کاذب و آشناگرایی است. عوامل جمعیت شناختی هم شامل سطح درآمد، تحصیلات، سن، تجربه، تعداد اعضای خانواده و جنسیت می‌شود. عوامل برونزا شامل عوامل سیاسی، فرهنگی، اجتماعی، اخلاقی و شرایط محیطی است (نایب محسنی و همکاران، ۱۴۰۰). محققان نشان می‌دهند که پیش‌بینی می‌شود ۸۰ درصد شرکت‌ها در ۲ تا ۴ سال آینده در گزارش زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شرکت کنند علیرغم این روند، تحقیقات بیشتری در بازارهای نوظهور باید انجام شود تا ارتباط بین گزارش‌های زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی و تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران فردی مورد بررسی قرار گیرد و به دنبال کشف پتانسیل است (فونگ دانگ و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۲۴). عقلانیت اقتصادی سرمایه‌گذاران با عملکرد حاکمیتی شرکتها همبستگی غالب دارد. سودآوری برای تخصیص منابع، تجارت پایدار و سیستم اقتصادی ضروری است. شرکت‌هایی که دارای شیوه‌های حاکمیتی کارآمد هستند، به احتمال زیاد از شیوه‌های اجتماعی و زیست محیطی مسئولانه برخوردار هستند. مسائل حاکمیتی به حاکمیت شرکتها و سایر نهادهای سرمایه‌پذیر مربوط می‌شود و شامل اندازه هیئت‌مدیره، ساختار، تنوع، مهارتها، استقلال، کنترل‌های داخلی و مدیریت ریسک، پرداخت‌های اجرایی، افشای اطلاعات، اخلاق تجاری، حقوق سهامداران، تعامل با سهامداران، رابطه بین کارکنان مدیریت شرکت و سایر ذینفعان، رشوه‌خواری و فساد (یو و همکاران، ۲۰۲۴).

### ۲-۳- مسئولیت‌پذیری اجتماعی و زیست محیطی

دغدغه‌های جهانی محیط زیست، نتیجه این درک است که فرآیندهای زیست محیطی همیشه در داخل مرزهای محلی محدود نمی‌شود و مشکلات زیست محیطی اغلب تأثیراتی فراتر از مرزها را از خود به جا می‌گذارند. در رابطه به این مسأله، این ایده که انسان‌ها می‌توانند جهانی‌پندیشند و محلی عمل کنند، بعد جدیدی از مسئولیت جهانی را نه تنها در برابر حفظ منابع کره زمین، بلکه در برابر عدالت زیست محیطی ایجاد می‌نماید. در واقع مفهوم توسعه پایدار در ربع آخر قرن بیستم به دنبال بحران‌های زیست محیطی ناشی از آزمون چیرگی یافتن انسان بر

<sup>1</sup> Yu et al

<sup>2</sup> Phuong Dung et al

طبیعت مطرح شده و به تدریج به مثابه یک ضرورت تمدنی اهمیت و بایستگی پیدا کرده است. تأثیر مثبت افشای مسئولیت اجتماعی بر عملکرد شرکت منطبق با تئوری ذی نفعان است. (اشرف طالش و همکاران، ۱۴۰۰)

نصیری فورک و همکاران، (۱۴۰۳) در پژوهشی به بررسی اثرات مالی دیجیتال بر محیط زیست، اجتماع و حاکمیت شرکتی پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که مالی دیجیتال به طور مثبت بر عملکرد محیط زیست، اجتماع و حاکمیت شرکتی تأثیر می‌گذارد. همچنین مالی دیجیتال با کاهش محدودیتهای مالی شرکت، محیط زیست، اجتماع و حاکمیت شرکتی را تقویت می‌کند. علاوه بر این، تأثیر مثبت مالی دیجیتال بر عملکرد محیط زیست، اجتماع و حاکمیت شرکتی در شرکتهای غیردولتی، شرکتهای کوچک، شرکتهایی با سطح پایینتر بازاریابی، و سایر شرکتهایی که در منطقه شرق آسیا واقع شده‌اند، آشکارتر است.

باقری و همکاران (۱۴۰۲) در پژوهشی به بررسی تحلیل جامعه شناختی عوامل اجتماعی-اقتصادی مؤثر بر رفتار سرمایه گذاری سهامداران در بازار بورس تهران پرداختند. این پژوهش از بعد هدف از نوع تحقیقات اکتشافی شمرده می‌شود و از بعد استراتژی در دسته تحقیقات غیرآزمایشی، میدانی و کیفی قرار گرفت. جامعه مشارکت کننده این تحقیق را کلیه سهامداران بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۹۹-۱۴۰۰ تشکیل می‌دهند که از طریق نمونه گیری به شیوه هدفمند تا رسیدن به اشباع نظری انتخاب شدند. دادهها با استفاده از مصاحبه های باز ساختار نیافته گردآوری و از طریق رویه نظاممند استراوس و کوربین تحلیل شدند. به طور کلی دستاوردهای حاصل از تحقیق میدانی شامل، یک مقوله مرکزی، ۴ مقوله اصلی، ۶۷ مقوله فرعی، ۱۳۹ مفهوم می باشد. در مواجهه با بورس و شرایط حاکم بر آن مشارکت کنندگان دور راهبرد اساسی را اتخاذ کردند، که پیامد این راهبردها مورد بررسی قرار می‌گیرد. در صورت سرمایه‌گذاری در بورس توسط سهامداران پیامدهایی نظیر، کسب منابع برای کسب و کارهای بزرگ، زمینه و بستری برای ایجاد شرکتهای متوسط اشتغالزایی و کاهش نقدینگی و تورم به دنبال خواهد داشت. با عنایت به راهبرد دوم سرمایه‌گذاران مبتنی بر عدم سرمایه گذاری مجدد در بورس، این مهم باعث ریزش و سقوط بازار سهام می‌گردد.

عزیزمحمدی وشهیکي تاش (۱۳۹۹) در پژوهشی به تحلیل واکنش ضریب اثرگذاری سرمایه‌گذاری محیط زیستی بر کیفیت محیط زیست در قبال تغییرات سرمایه اجتماعی و انسانی در ایران پرداختند. یافته ها نشان می‌دهد که تأثیرگذاری سرمایه گذاری محیط زیستی بر کیفیت محیط زیست از یک روند یکسان تبعیت نکرده و نوسانهایی را تجربه نموده است. نتایج تخمین روابط همگرایی بلندمدت گویای آن است که در بلندمدت بین نوسانهای این ضریب از یک طرف و نوسانهای سرمایه اجتماعی و سرمایه انسانی از طرف دیگر ارتباط معنیدار وجود دارد. یافته های حاصل از توابع واکنش ضربه‌های نشان می‌دهد که اعمال یک شوک در سرمایه اجتماعی و سرمایه انسانی در یک دوره معین منجر به تحریک و واکنش ضریب اثرگذاری سرمایه‌گذاری محیط زیست بر کیفیت آن و در نهایت شکل گیری سطح تعادلی متفاوتی برای این ضریب در دوره های بعد می‌گردد. نتایج تخمین بردار

تصحیح خطا نیز نشان می‌دهد که به طور متوسط در هر دوره ۲۶ درصد از عدم تعادل یک دوره در شدت اثرگذاری سرمایه گذاری محیط زیستی بر کیفیت آن در دوره بعد تعدیل می‌شود.

ثویو و همکاران (۲۰۲۴) در پژوهشی به بررسی عملکرد محیطی، اجتماعی و حاکمیتی چگونه ترکیب سرمایه گذاری را تعیین می‌کند؟ شواهد تجربی جدید از تامین مالی پایدار پرداختند. نتایج این مطالعه راهنمایی‌های ارزشمندی را برای مدیران شرکتی ارائه می‌دهد که استراتژی های سرمایه گذاری پایدار را دنبال می‌کنند. تأکید بر سرمایه‌گذاری‌های مبتنی بر درآمد، به ویژه پروژه های سرمایه ای، با تمرکز بالای (ESG) می‌تواند اهداف مالی را با شیوه های پایدار همسو کند، دوام بلندمدت و اعتماد سهامداران را افزایش دهد. بینش های این مطالعه به گفتمان گسترده تر در مورد شیوه های شرکتی مسئولانه و پایداری کمک می‌کند. این یافته ها پیچیدگی های تعادل اهداف مالی با مسئولیت های زیست محیطی را روشن می‌کنند و بر نیاز به رویکردی متوازن برای تطبیق اهداف مالی با تعهدات (ESG) تأکید می‌کنند.

پریخ و همکاران (۲۰۲۳) در پژوهشی به بررسی تاثیر امتیاز محیطی، اجتماعی و حاکمیتی بر ثروت سهامداران: بعد جدیدی در فلسفه سرمایه گذاری پرداختند. نتایج پژوهش شواهد تجربی از تأثیر مثبت عامل حاکمیت (G) بر بازده حقوق صاحبان سهام را نشان می‌دهد، در حالی که تأثیر منفی عامل محیطی (E) را بر بازده حقوق صاحبان سهام گزارش می‌کند. علاوه بر این، تأثیر عامل اجتماعی (S) ناچیز است. بنابراین، نتیجه می‌گیریم که ممکن است انگیزه های مالی برای راه اندازی شیوه های E و Sfactor توسط شرکتها مورد نیاز باشد. برای شرکتها بسیار مهم است که از شیوه های حاکمیتی خود برای بهبود ثروت سهامداران خود آگاه باشند.

سلطانا و همکاران (۲۰۱۸) در پژوهشی به بررسی محیط زیست، اجتماعی و حاکمیت و تصمیم گیری سرمایه‌گذاری در بنگلادش پرداختند. یافته‌های پژوهش تأثیر مسائل محیط زیست، اجتماعی و حاکمیت و هدف سرمایه گذاری بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری را مشخص می‌کند همچنین افق سرمایه گذاری به عنوان نقش تعدیل کننده اهمیت افق بلندمدت را به عنوان یک عامل تنوع زمانی و ریسک تایید می‌کند. این مطالعه کمک‌های عملی برای مدیران، سرمایه‌گذاران و تنظیم‌کننده ها داشته است. با توجه به مطالب فوق، فرضیه‌های زیر مطرح می‌گردد:

**فرضیه اول:** اطلاعات مربوط به اثرات زیست محیطی، از جمله (اثر آب و هوا، زباله، و آلودگی زیست محیطی) در گزارش های زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران فردی تأثیر مثبت می‌گذارد.

**فرضیه دوم:** اطلاعات مربوط به سیاستهای حفاظت از محیط زیست در گزارش‌های زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران فردی تأثیر مثبت می‌گذارد.

**فرضیه سوم:** اطلاعات مربوط به مسئولیت کارکنان در گزارش‌های زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری فردی سرمایه‌گذاران تأثیر مثبت می‌گذارد.



**فرضیه چهارم:** اطلاعات مربوط به مسئولیت‌های شریک (تامین‌کنندگان، مشتریان، رقبا) در گزارش‌های زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی تأثیر مثبتی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران فردی تأثیر مثبت می‌گذارد.

**فرضیه پنجم:** اطلاعات مربوط به مسئولیت اجتماعی در گزارش‌های زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران فردی تأثیر مثبت می‌گذارد.

**فرضیه ششم:** اطلاعات مربوط به دستگاه حاکمیت شرکت در گزارش‌های زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران فردی تأثیر مثبت می‌گذارد.

**فرضیه هفتم:** اطلاعات مربوط به مدیریت ریسک و انطباق در گزارش‌های زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران فردی تأثیر مثبت می‌گذارد.

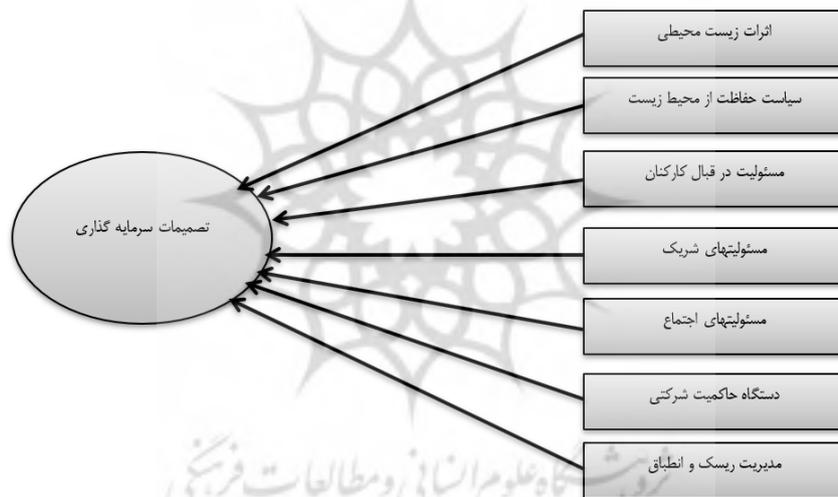
### ۳- روش شناسی پژوهش

روش پژوهش حاضر توصیفی-پیمایشی می‌باشد. در این پژوهش، برای گسترش دامنه تحقیق، داده‌های مربوط به دو بازار مختلف شامل بازار سرمایه ایران و بازار سرمایه ترکیه و همچنین داده‌های مقطعی مربوط به سه سال متوالی ۱۴۰۰ تا ۱۴۰۲ مورد استفاده قرار گرفته است. این رویکرد امکان مقایسه نتایج در بازارهای مختلف و بررسی تغییرات زمانی را فراهم می‌کند. جامعه آماری پژوهش شامل ۱۳۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و ۱۰۰ شرکت از بازار سرمایه ترکیه می‌باشد. روش نمونه‌گیری به صورت نمونه‌گیری در دسترس بوده و برای غربالگری اولیه از پرسش‌نامه‌ای با مقیاس طیف هفت گزینه‌ای لیکرت (کاملاً مخالفم تا کاملاً موافقم) استفاده شده است. طراحی پرسش‌نامه شامل چهار بخش است که متغیرهای مستقل (مانند شاخص‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی) و وابسته (تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران) را اندازه‌گیری می‌کند. برای تحلیل داده‌ها از روش رگرسیون لجستیک جهت بررسی تأثیر متغیرهای مستقل بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران استفاده شده است. همچنین برای مقایسه بین بازارها و دوره‌های زمانی مختلف از تحلیل واریانس چندعاملی و آزمون مقایسه میانگین‌ها (t-test) استفاده شده است. تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از نرم‌افزار SPSS و PLS انجام شده است. برای گردآوری داده‌های این پژوهش، از روش‌های ترکیبی شامل جمع‌آوری داده‌های اولیه و ثانویه استفاده شده است. داده‌های اولیه از طریق پرسش‌نامه‌ای با مقیاس لیکرت هفت گزینه‌ای (کاملاً مخالفم تا کاملاً موافقم) جمع‌آوری شده است. این پرسش‌نامه شامل چهار بخش برای سنجش ابعاد زیست‌محیطی، اجتماعی، و حاکمیتی (ESG) و متغیر وابسته (تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران) بوده و در مجموع شامل ۳۷ سوال است. پرسش‌نامه‌ها به صورت حضوری و آنلاین میان نمونه‌های آماری توزیع شد. از میان ۲۵۰ پرسش‌نامه توزیع شده، ۲۳۲ پرسش‌نامه ۱۳۲ از ایران و ۱۰۰ از ترکیه تکمیل و قابل استفاده بودند. همچنین برای افزایش درک عمیق‌تر از نگرش سرمایه‌گذاران، تعدادی مصاحبه نیمه‌ساختاریافته با کارشناسان بازار سرمایه در هر دو کشور انجام شد. داده‌های ثانویه از طریق گزارش‌های مالی و سالانه شرکت‌ها، اطلاعات منتشر شده در سایت کدال (برای ایران) و پلتفرم‌های

مالی بین‌المللی (برای ترکیه) جمع‌آوری شده است. داده‌های مربوط به سه سال متوالی ۱۴۰۰ تا ۱۴۰۲ از ۱۳۲ شرکت ایرانی و ۱۰۰ شرکت ترکیه‌ای استخراج شد. برای اطمینان از کیفیت داده‌ها، روایی و پایایی ابزارهای گردآوری داده بررسی شد. تحلیل عاملی تأییدی CFA برای ارزیابی روایی پرسش‌نامه و آلفای کرونباخ با مقدار بالای ۰.۸۰ برای سنجش پایایی استفاده شد. داده‌های مالی نیز از منابع رسمی استخراج و تأیید شده‌اند. نرم‌افزارهای Excel و SPSS و pls برای پاک‌سازی، دسته‌بندی، و تحلیل داده‌ها به کار گرفته شده است.

#### ۴- مدل مفهومی پژوهش

در این بخش مدل مفهومی پژوهش استفاده شده در این مقاله که توسط فونگ دانگ و همکاران (۲۰۲۴) ارائه شده بیان می‌گردد.



نمودار ۱- منبع: فونگ دانگ و همکاران (۲۰۲۴)

#### ۵- متغیرهای تحقیق

۵-۱- متغیر وابسته: تصمیمات سرمایه‌گذاری (Investment Decision - IND): این متغیر به صورت دودویی (۰ و ۱) اندازه‌گیری شده است. معیارهای آن شامل: سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی که گزارش‌های ESG، پایداری، یا سالانه منتشر می‌کنند. افزایش سرمایه‌گذاری در چنین شرکت‌ها و قصد سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها در آینده را دارند.

۵-۲- متغیرهای مستقل: متغیرهای مستقل بر اساس سه بعد ESG (محیط زیستی، اجتماعی، و حاکمیتی) دسته بندی شده اند و شامل ۷ متغیر هستند: الف) بعد محیط زیستی (Environmental): شامل: ۱- اطلاعات مرتبط با تاثیرات محیط زیستی: اطلاعات در مورد تغییرات اقلیمی، زباله ها، و آلودگی محیط زیست. معیارها: انتشار کربن، استفاده از منابع، مدیریت زباله و آلودگی. ۲- سیاست های حفاظت از محیط زیست: اطلاعات درباره سیاست های حفاظت از محیط زیست شرکت ها. معیارها: سیاست های انرژی پایدار، مصرف منابع، بازیافت، و بهبود محیط های محلی. ب) بعد اجتماعی (Social): ۱- مسئولیت در قبال کارکنان: معیارها: نیازهای اولیه، رفاه کارکنان، تنوع و شمولیت، سیاست های ارتقا و استخدام. ۲- مسئولیت در قبال شرکا (تأمین کنندگان، مشتریان، رقبا): معیارها: کیفیت محصولات، ایمنی، امنیت اطلاعات، سیاست های خدمات مشتریان. ۳- مسئولیت در قبال جامعه محلی: معیارها: فعالیت های خیریه، حمایت از زندگی اجتماعی جامعه، سیاست های مراقبتی. ج) بعد حاکمیتی (Governance): ۱- اطلاعات مربوط به حاکمیت شرکتی: معیارها: شهرت مدیران، مشخصات هیئت مدیره، حقوق و مزایای مدیران، کنترل های داخلی. ۲- مدیریت ریسک و انطباق: معیارها: اطلاعات مربوط به مدیریت ریسک، رعایت قوانین، شفافیت مالی، مبارزه با فساد.

#### ۶- تحلیل آماری

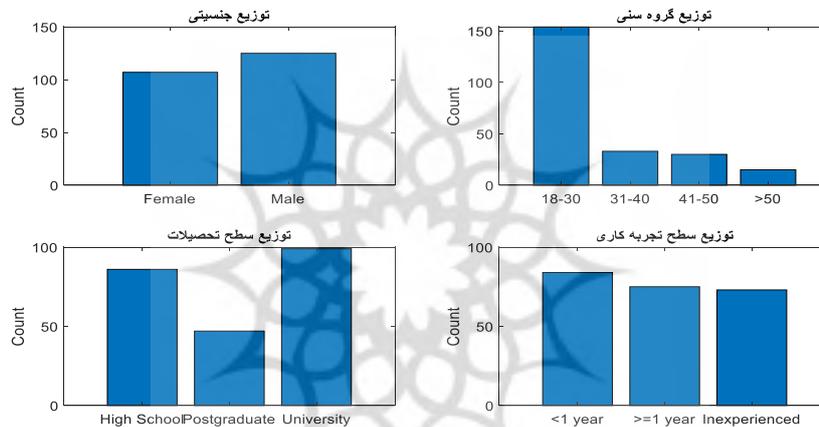
جدول ۱- و نمودار ۲- نشان می دهند که در نمونه مورد مطالعه، ۵۳.۸۷٪ از پاسخ دهندگان مرد و ۴۶.۱۲٪ زن هستند. از نظر گروه سنی، بیشترین تعداد متعلق به گروه ۱۸-۳۰ سال با ۶۶.۳۷٪ است، در حالی که افراد بالای ۵۰ سال کمترین سهم را با ۶.۴۶٪ دارند. در بخش تحصیلات، اکثریت پاسخ دهندگان دارای مدرک دانشگاهی یا کالج (۴۲.۶۷٪) هستند و ۲۰.۲۵٪ از آنها مدرک کارشناسی ارشد یا بالاتر دارند. در زمینه تجربه سرمایه گذاری، ۳۶.۲۰٪ از افراد کمتر از یک سال سابقه دارند، در حالی که ۳۱.۴۶٪ بی تجربه هستند. این توزیع نشان دهنده تنوع مناسب در جمعیت آماری از لحاظ جنسیت، سن، تحصیلات و تجربه است.

جدول ۱- توزیع فراوانی متغیرهای جمعیت شناختی

متغیر	مقدار	تعداد	درصد
جنسیت	مرد	۱۲۵	۵۳.۸۷٪
	زن	۱۰۷	۴۶.۱۲٪
گروه سنی	سال ۱۸-۳۰	۱۵۴	۶۶.۳۷٪
	سال ۳۱-۴۰	۳۳	۱۴.۲۲٪
	سال ۴۱-۵۰	۳۰	۱۲.۹۳٪
	بالای ۵۰ سال	۱۵	۶.۴۶٪

متغیر	مقدار	تعداد	درصد
سطح تحصیلات	دبیرستان	۸۶	۳۷.۰۶٪
	دانشگاه/کالج	۹۹	۴۲.۶۷٪
	کارشناسی ارشد و بالاتر	۴۷	۲۰.۲۵٪
تجربه سرمایه‌گذاری	بی تجربه	۷۳	۳۱.۴۶٪
	کمتر از یک سال	۸۴	۳۶.۲۰٪
	یک سال یا بیشتر	۷۵	۳۲.۳۲٪

منبع: یافته‌های پژوهشگر



## نمودار ۲- آمار توصیفی متغیرهای جمعیت شناختی

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۲- نشان می‌دهد که میانگین تمام متغیرها در بازه‌ی نزدیک به ۴ قرار دارد که نشان‌دهنده سطح متوسط رو به بالا برای نظرات پاسخ‌دهندگان در خصوص این شاخص‌ها است. مدیریت ریسک با میانگین ۴.۲۷۱۶ بالاترین اهمیت را برای پاسخ‌دهندگان داشته است، در حالی که سیاست‌های زیست‌محیطی کمترین میانگین (۳.۹۱۳۸) را نشان می‌دهد. انحراف معیار تمام متغیرها در بازه‌ی ۱.۸۴۹ تا ۲.۱۰۲ است، که بیانگر پراکندگی نسبتاً یکنواخت نظرات در بین پاسخ‌دهندگان است. دامنه تمامی متغیرها برابر با ۶ است که نشان‌دهنده گستردگی کامل در مقیاس لیکرت (۱ تا ۷) برای این متغیرها است. این نتایج اهمیت یکسان و پراکندگی مشابه برای متغیرهای مورد بررسی را تأیید می‌کند و مبنای خوبی برای تحلیل‌های عمیق‌تر فراهم می‌آورد.

جدول ۲- آمار توصیفی متغیرهای کمی

متغیر	انحراف معیار	میانگین	دامنه
اثرات زیست محیطی (ENV ۱)	۲۰۷۸۸	۴۰۵۶	۶
سیاست های زیست محیطی (ENV ۲)	۱۸۸۶۷	۳۹۱۳۸	۶
مسئولیت کارکنان (SOC ۱)	۱۹۸۸۷	۳۹۵۶۹	۶
مسئولیت شرکا (SOC ۲)	۱۸۴۹	۴۰۷۳۳	۶
مسئولیت اجتماعی (SOC ۳)	۲۱۰۲	۴۰۳۸۸	۶
حاکمیت شرکتی (GOV ۱)	۲۰۵۳۴	۳۹۳۵۳	۶
مدیریت ریسک (GOV ۲)	۲۰۶۳۸	۴۲۷۱۶	۶

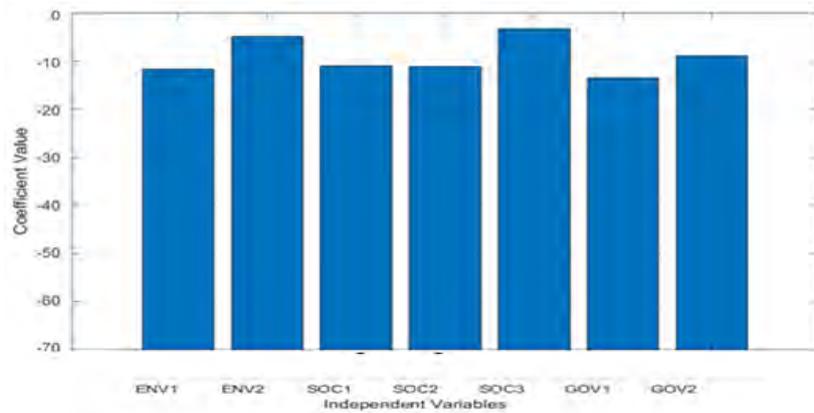
منبع: یافته های پژوهشگر

جدول ۳- نتایج رگرسیون لجستیک

متغیر	خطای استاندارد	بتا (Beta)	سطح معناداری (P-Value)
مقدار ثابت (Intercept)	۸۰۰۹۸	۱۷۲۹۰۹	۰۰۰
اثرات زیست محیطی (ENV ۱)	۰۳۱۴۳۷	-۶۰۹۹۳	۰۰۰
سیاست های زیست محیطی (ENV ۲)	۰۳۲۳۰۷	-۵۶۴۶۸	۰۰۰
مسئولیت کارکنان (SOC ۱)	۰۳۲۹۶۷	-۶۶۷۱۳	۰۰۰
مسئولیت شرکا (SOC ۲)	۰۳۲۱۲۵	-۵۸۷۶۴	۰۰۰
مسئولیت اجتماعی (SOC ۳)	۰۳۰۲۱۴	-۵۹۰۰۴	۰۰۰
حاکمیت شرکتی (GOV ۱)	۰۳۳۸۵۱	-۶۵۰۳۰	۰۰۰
مدیریت ریسک (GOV ۲)	۰۳۰۱۹۴	-۵۸۳۰۱	۰۰

منبع: یافته های پژوهشگر

جدول ۳- و نمودار ۳- نشان می دهند که تمامی متغیرها تأثیر معناداری بر متغیر وابسته (تصمیم گیری سرمایه گذاری) دارند، زیرا سطح معناداری (P-Value) برای همه آنها برابر با ۰ است. ضرایب بتا (Beta) برای تمامی متغیرهای مستقل منفی هستند که نشان دهنده تأثیر منفی این متغیرها بر تصمیم سرمایه گذاری است. بیشترین تأثیر منفی مربوط به متغیر مسئولیت کارکنان با ضریب -۶۶۷۱۳ است، که نشان می دهد افزایش این شاخص منجر به کاهش احتمال تصمیم مثبت در سرمایه گذاری می شود. متغیر سیاست های زیست محیطی کمترین تأثیر منفی را دارد، اما همچنان به طور معناداری در مدل تأثیرگذار است. مقدار ثابت بسیار بالا است که نشان دهنده تأثیر قابل توجه دیگر عوامل زمینه ای بر تصمیم سرمایه گذاری است.

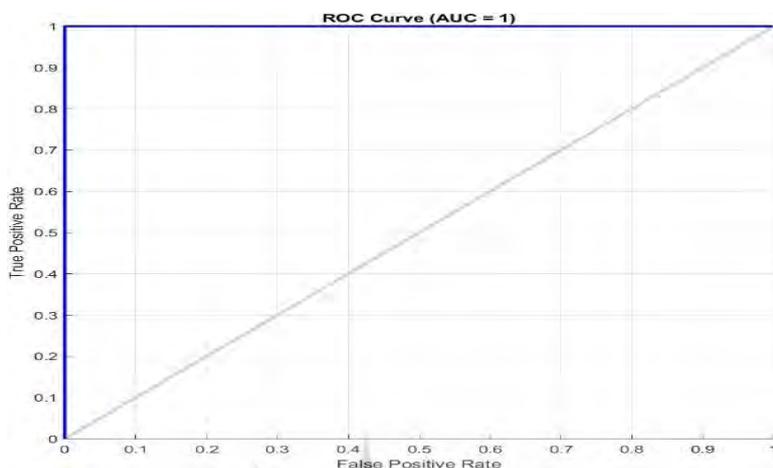


### نمودار ۳- ضرایب رگرسیون لجستیک

منبع: یافته های پژوهشگر

نمودار (۴) نشان دهنده عملکرد مدل رگرسیون لجستیک در تمایز بین دو کلاس (تصمیم سرمایه گذاری مثبت و منفی) است. مقدار  $AUC=1$  بیانگر عملکرد ایده آل مدل است، به این معنا که مدل توانسته است بدون هیچ خطایی بین نمونه های مثبت و منفی تمایز قائل شود. این نتیجه نشان دهنده دقت بالای مدل است و تأکید می کند که متغیرهای مستقل انتخاب شده به خوبی توانسته اند رفتار متغیر وابسته را پیش بینی کنند. با این حال، در پژوهش های واقعی، دستیابی به چنین مقداری غیرمعمول است و ممکن است به دلیل داده های مصنوعی یا نمونه های کوچک باشد. در نتیجه، بررسی مدل در شرایط واقعی یا با داده های بیشتر توصیه می شود.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی



نمودار ۴- ROC رگرسیون لجستیک

منبع: یافته های پژوهشگر

جدول ۴- نتایج توصیفی متغیرهای مستقل

متغیر	میانگین	واریانس
اثرات زیست محیطی (ENV ۱)	۴.۰۵۶	۴.۳۲۱۵
سیاست های زیست محیطی (ENV ۲)	۳.۹۱۳۸	۳.۵۵۹۶
مسئولیت کارکنان (SOC ۱)	۳.۹۵۶۹	۳.۹۵۴۸
مسئولیت شرکا (SOC ۲)	۴.۰۷۳۳	۳.۴۱۸۸
مسئولیت اجتماعی (SOC ۳)	۴.۰۳۸۸	۴.۴۱۸۴
حاکمیت شرکتی (GOV ۱)	۳.۹۳۵۳	۴.۲۱۶۶
مدیریت ریسک (GOV ۲)	۴.۲۷۱۶	۴.۲۵۹۳

منبع: یافته های پژوهشگر

جدول ۴- نشان می دهد که متغیرهای اثرات زیست محیطی، مسئولیت شرکا، و حاکمیت شرکتی دارای پراکندگی کمتری نسبت به سایر متغیرها هستند. میانگین متغیرهای مستقل نزدیک به ۴ است که نشان دهنده گرایش پاسخ دهندگان به گزینه های میانی (در مقیاس لیکرت) است.

جدول ۵- ماتریس کوواریانس

متغیر	مقدار ثابت	GOV2	GOV1	SOC3	SOC2	SOC1	ENV2	ENV1
مقدار ثابت	-۶۴۰۱۵۷	-۲۰۱۶۴۲	-۲۰۴۳۳۷	-۲۰۱۴۵۱	-۲۰۲۵۹۷	-۲۰۳۵۶۲	-۲۰۲۲۳۸	-۲۰۲۶۱
اثرات زیست محیطی (ENV ۱)	-۲۰۲۶۱	۰۰۰۷۲۵۶	۰۰۰۸۱۷۷۷	۰۰۰۷۲۰۳۵	۰۰۰۷۵۰۳۲	۰۰۰۷۹۶۴۹	۰۰۰۸۰۰۸۲	۰۰۰۹۸۸۲۵
سیاست های زیست محیطی (ENV ۲)	-۲۰۲۲۳۸	۰۰۰۶۸۳۱	۰۰۰۷۳۱۶۷	۰۰۰۷۵۰۷۸	۰۰۰۷۵۳۵۱	۰۰۰۷۵۰۰۶	۰۰۱۰۴۳۷	۰۰۰۸۰۰۸۲
مسئولیت کارکنان (SOC ۱)	-۲۰۳۵۶۲	۰۰۰۷۷۳۵۱	۰۰۰۹۱۲۲۶	۰۰۰۷۴۱۸۳	۰۰۰۷۷۲۹۶	۰۰۱۰۸۶۸	۰۰۰۷۵۰۰۶	۰۰۰۷۹۶۴۹
مسئولیت شرکا (SOC ۲)	-۲۰۲۵۹۷	۰۰۰۷۲۳۶۷	۰۰۰۸۲۷۴۸	۰۰۰۷۱۴۴	۰۰۱۰۳۲	۰۰۰۷۷۲۹۶	۰۰۰۷۵۳۵۱	۰۰۰۷۵۰۳۲
مسئولیت اجتماعی (SOC ۳)	-۲۰۱۴۵۱	۰۰۰۶۹۹۱	۰۰۰۷۶۲۶۸	۰۰۰۹۱۲۸۹	۰۰۰۷۱۴۴	۰۰۰۷۴۱۸۳	۰۰۰۷۵۰۷۸	۰۰۰۷۲۰۳۵
حاکمیت شرکتی (GOV ۱)	-۲۰۴۳۳۷	۰۰۰۸۲۶۲۱	۰۰۱۱۴۵۹	۰۰۰۷۶۲۶۸	۰۰۰۸۲۷۴۸	۰۰۰۹۱۲۲۶	۰۰۰۷۳۱۶۷	۰۰۰۸۱۷۷۷
مدیریت ریسک (GOV ۲)	-۲۰۱۶۴۲	۰۰۰۹۱۱۶۷	۰۰۰۸۲۶۲۱	۰۰۰۶۹۹۱	۰۰۰۷۲۳۶۷	۰۰۰۷۷۳۵۱	۰۰۰۶۸۳۱	۰۰۰۷۲۵۶

منبع: یافته های پژوهشگر

جدول ۵- نشان می دهد که ارتباط بین متغیرهای مستقل عمده مثبت و نزدیک به صفر است که حاکی از همبستگی پایین بین متغیرها است. مقادیر منفی در ارتباط متغیرها با مقدار ثابت نشان دهنده تأثیر معکوس آنها بر خروجی مدل است.

جدول ۶- اطلاعات برازش مدل

مقدار	شاخص
$-10^{-6} \times 2.4854$	لگاریتم احتمال (LogLikelihood)
۱۶	معیار اطلاعات آکائیک (AIC)
۴۳.۵۷۴	معیار اطلاعات بیزی (BIC)

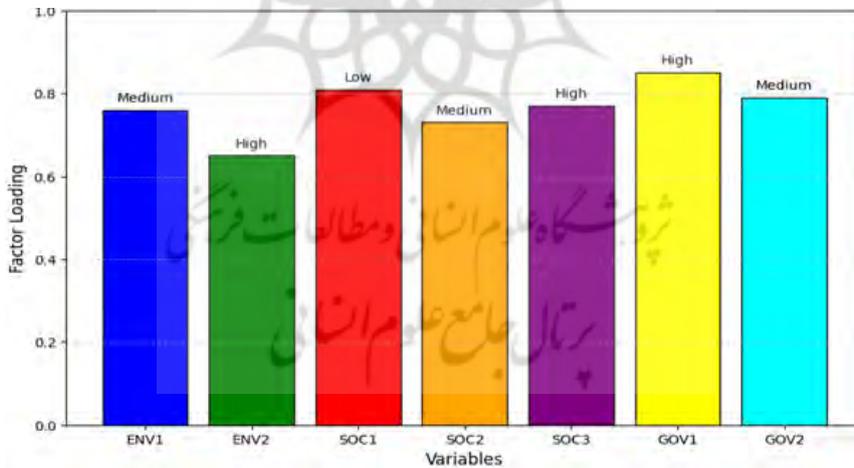
منبع: یافته های پژوهشگر

جدول ۶- نشان می‌دهد مقدار لگاریتم احتمال بسیار کوچک است که نشان‌دهنده برازش مناسب مدل به داده‌ها است. مقادیر معیار اطلاعات اکائیک و معیار اطلاعات بیزی به عنوان معیارهای برازش مدل در سطح قابل قبول هستند و نشان می‌دهند که مدل از نظر پیچیدگی و دقت عملکرد خوبی دارد. این نتایج بیانگر آن است که مدل لجستیک به‌طور مؤثری توانسته است روابط بین متغیرهای مستقل و تصمیمات سرمایه‌گذاری را تحلیل و پیش‌بینی کند.

جدول ۷- تحلیل‌های آماری (SEM و تحلیل حساسیت)

متغیر مستقل	سطح معناداری (P-Value)	بار عاملی (Factor Loading)	تأثیر شرایط اقتصادی
اثرات زیست‌محیطی (۱) (ENV)	۰.۰۰۱	۰.۷۶	متوسط
سیاست‌های زیست‌محیطی (۲) (ENV)	۰.۰۰۵	۰.۶۵	بالا
مسئولیت کارکنان (۱) (SOC)	۰.۰۰۰	۰.۸۱	پایین
مسئولیت شرکا (۲) (SOC)	۰.۰۰۳	۰.۷۳	متوسط
مسئولیت اجتماعی (۳) (SOC)	۰.۰۰۱	۰.۷۷	بالا
حاکمیت شرکتی (۱) (GOV)	۰.۰۰۰	۰.۸۵	بالا
مدیریت ریسک (۲) (GOV)	۰.۰۰۰	۰.۷۹	متوسط

منبع: یافته‌های پژوهشگر



نمودار ۶- رتبه بندی عامل‌ها

منبع: یافته‌های پژوهشگر

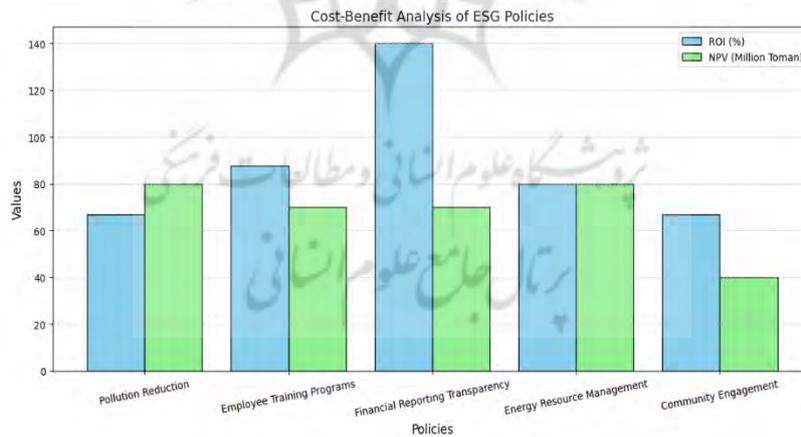
جدول ۷- و نمودار ۶- نشان می دهند تحلیل حساسیت متغیرهای حاکمیت شرکتی و مسئولیت کارکنان بالاترین بار عاملی را دارند، که نشان دهنده تأثیر قوی این شاخص ها بر تصمیم گیری سرمایه گذاران است. سطح معناداری برای تمامی متغیرها کمتر از ۰.۰۵ است که نشان دهنده تأیید معناداری این روابط است. تأثیر شرایط اقتصادی بر متغیرها متفاوت بوده است؛ متغیرهای مرتبط با سیاست های زیست محیطی و مسئولیت اجتماعی تأثیر بیشتری از شرایط اقتصادی گرفته اند.

جدول ۸- ارزیابی هزینه- فایده ESG (NPV و ROI)

سیاست ESG	ROI (درصد)	سود پیش بینی شده (میلیون تومان)	هزینه اجرا (میلیون تومان)	NPV (میلیون تومان)
کاهش آلودگی محیط زیست	۶۶.۶۷	۲۰۰	۱۲۰	۸۰
برنامه های آموزشی کارکنان	۸۷.۵	۱۵۰	۸۰	۷۰
شفافیت گزارش های مالی	۱۴۰.۰	۱۲۰	۵۰	۷۰
مدیریت منابع انرژی	۸۰.۰	۱۸۰	۱۰۰	۸۰
تعامل با جامعه محلی	۶۶.۷	۱۰۰	۶۰	۴۰

منبع: یافته های پژوهشگر

جدول ۸- و نمودار ۶- نشان می دهند سیاست های مرتبط با شفافیت گزارش های مالی بالاترین بازدهی (ROI) و ارزش خالص فعلی (NPV) را داشته اند. سیاست های مرتبط با کاهش آلودگی محیط زیست و تعامل با جامعه محلی نیز بازدهی مناسبی داشته اند اما نسبت به سایر سیاست ها نیازمند توجه بیشتری هستند.



نمودار ۶- ارزیابی هزینه- فایده ESG (NPV و ROI)

منبع: یافته های پژوهشگر

## ۶-۱- نتایج فرضیه‌های تحقیق

هدف این تحلیل بررسی تأثیر متغیرهای زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ESG) بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران فردی در دو بازار (ایران و ترکیه) و سه سال متوالی است. سطح معناداری (P-Value) برای تمامی متغیرهای مستقل کمتر از ۰.۰۵ به دست آمد که نشان‌دهنده تأیید تمامی فرضیه‌ها است. تحلیل حساسیت نیز نشان داد که تأثیر برخی از متغیرها بسته به شرایط اقتصادی تغییر می‌کند. فرضیه اول و دوم: نتایج نشان دادند که اثرات زیست‌محیطی و سیاست‌های زیست‌محیطی تأثیر منفی و معناداری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری دارند. این یافته ممکن است به دلیل نگرانی سرمایه‌گذاران از هزینه‌های مرتبط با سیاست‌های زیست‌محیطی باشد که می‌تواند سود کوتاه‌مدت شرکت را تحت تأثیر قرار دهد. همچنین، تحلیل‌ها نشان داد که این تأثیر در بازار ترکیه کمتر از ایران بوده است، که می‌تواند ناشی از سیاست‌های حمایتی بهتر در ترکیه باشد. فرضیه سوم تا پنجم: در بعد اجتماعی، مسئولیت کارکنان، مسئولیت شرکت، و مسئولیت اجتماعی نیز تأثیر منفی و معناداری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری داشته‌اند. این نتایج می‌تواند ناشی از درک هزینه‌بر بودن این سیاست‌ها یا تأثیر آن‌ها بر نقدینگی و بازده کوتاه‌مدت شرکت باشد. فرضیه ششم و هفتم: در بعد حاکمیتی، حاکمیت شرکتی و مدیریت ریسک نیز تأثیر منفی و معناداری بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران داشتند. با این حال، تحلیل هزینه-فایده (ROI و NPV) نشان داد که سیاست‌هایی مانند شفافیت گزارش‌دهی و مدیریت منابع انرژی، سودآوری بالایی دارند و می‌توانند تأثیرات منفی را کاهش دهند. همچنین، تأثیر این متغیرها در بازار ترکیه نسبت به ایران قوی‌تر بوده است که نشان‌دهنده اهمیت بیشتر حاکمیت شرکتی در ترکیه است. نتایج این تحقیق تأیید می‌کند که شاخص‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی تأثیرگذار هستند. اما جهت تأثیر (منفی) برخی از متغیرها نیازمند بررسی‌های بیشتری است. تحلیل تفاوت‌های بین بازارها و شرایط اقتصادی نشان داد که عوامل بومی و سیاست‌های خاص هر کشور می‌توانند بر این تأثیرات نقش مهمی ایفا کنند. شرکت‌ها می‌توانند با افزایش شفافیت در گزارش‌دهی ESG، ارائه تحلیل‌های هزینه-فایده دقیق‌تر، و تأکید بر مزایای بلندمدت این سیاست‌ها، نگرش سرمایه‌گذاران را بهبود بخشند. همچنین، سیاست‌گذاران می‌توانند با حمایت از اجرای سیاست‌های ESG و کاهش هزینه‌های مرتبط با آن، جذابیت این شاخص‌ها را افزایش دهند. پژوهش حاضر نشان داد که تمامی شاخص‌های ESG تأثیر معناداری بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران دارند، اما شدت این تأثیر وابسته به عوامل بازار و شرایط اقتصادی است. در مقایسه با سایر پژوهش‌ها، این مطالعه بر تفاوت‌های بین بازارها تأکید کرده و با تحلیل هزینه-فایده، دیدگاه عمیق‌تری نسبت به تأثیر ESG بر سرمایه‌گذاری ارائه داده است. نتایج پژوهش‌های پیشین نیز نشان داده‌اند که افشای ESG می‌تواند بر قیمت سهام، کیفیت محیط‌زیست و رفتار سرمایه‌گذاران تأثیرگذار باشد، اما شدت و نوع این تأثیر به سیاست‌های شرکت و ویژگی‌های بازار بستگی دارد. برخی مطالعات مانند فونگ دانگ و همکاران (۲۰۲۴) و یو و همکاران (۲۰۲۴) بر لزوم تحقیقات بیشتر در بازارهای نوظهور و نقش ESG در تأمین مالی پایدار تأکید کرده‌اند، که با یافته‌های پژوهش حاضر

همخوانی دارد. پژوهش پریخ و همکاران (۲۰۲۳) نشان داد که حاکمیت شرکتی تأثیر مثبتی بر بازده سهام دارد، اما شاخص محیطی می‌تواند تأثیر منفی داشته باشد، که مشابه یافته‌های پژوهش حاضر است. سلطانا و همکاران (۲۰۱۸) نیز تأکید کردند که اهداف سرمایه‌گذاری و افق بلندمدت بر نحوه تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأثیر دارد، که این نتیجه در پژوهش حاضر نیز مشاهده شد. این مقایسه نشان می‌دهد که پژوهش حاضر همسو با تحقیقات بین‌المللی است و در عین حال، با تمرکز بر تفاوت‌های بین بازارها و شرایط اقتصادی، تحلیل جامع‌تری از نقش ESG در سرمایه‌گذاری ارائه کرده است.

جدول ۹- مقایسه نتایج این پژوهش با مطالعات پیشین

عنوان پژوهش	محققان	متغیرهای بررسی‌شده	روش تحقیق	نتایج اصلی
تأثیر گزارش‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ESG) بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی	پژوهش حاضر	متغیرهای ESG (محیط‌زیست، اجتماعی، حاکمیت شرکتی) و تأثیر آنها بر تصمیمات سرمایه‌گذاری	تحلیل رگرسیون لجستیک، تحلیل واریانس چندعاملی (MANOVA)، بررسی داده‌های دو بازار (ایران و ترکیه) طی سه سال متوالی	تمامی متغیرهای مستقل تأثیر معناداری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری داشتند، اما ضرایب منفی برخی از متغیرها نشان‌دهنده نگرانی سرمایه‌گذاران از هزینه‌های بالقوه ESG است. تفاوت‌های معناداری میان بازارهای ایران و ترکیه مشاهده شد. تحلیل هزینه-فایده نشان داد که سیاست‌های شفافیت گزارش‌دهی و مدیریت منابع انرژی تأثیر مثبتی بر جذب سرمایه‌گذاری دارند.
افشای مسئولیت اجتماعی، آگاهی‌بخشی قیمت سهام با تأکید بر نقش حاکمیت شرکتی	کریمی و نصیرزاده (۱۴۰۲)	افشای مسئولیت اجتماعی، قیمت سهام، حاکمیت شرکتی	تحلیل همبستگی و رگرسیون چندمتغیره	افشای مسئولیت اجتماعی تأثیر مثبتی بر قیمت سهام دارد و این تأثیر تحت تأثیر حاکمیت شرکتی قرار می‌گیرد.
اهمیت مسائل زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ESG) در حاکمیت شرکتی و افشای آن	بیرانوند و دادابه (۱۴۰۲)	ESG، افشای اطلاعات، حاکمیت شرکتی	روش کیفی، بررسی مقالات و تحلیل داده‌های ثانویه	افشای ESG نقش مهمی در بهبود حاکمیت شرکتی و جذب سرمایه‌گذاران دارد.

نتایج اصلی	روش تحقیق	متغیرهای بررسی شده	محققان	عنوان پژوهش
تأمین مالی مبتنی بر بدهی نقش واسطه‌ای بین حاکمیت شرکتی و سرمایه‌گذاری در تحقیق و توسعه ایفا می‌کند.	تحلیل رگرسیون پانل دیتا	تأمین مالی، حاکمیت شرکتی، تحقیق و توسعه	رحمانیان و کوشکی و مطاعی (۱۴۰۲)	نقش تأمین مالی مبتنی بر بدهی در رابطه بین حاکمیت شرکتی و سرمایه‌گذاری تحقیق و توسعه
عملکرد ESG تأثیر مثبت بر ارزش بازار دارد، اما نقش واسطه‌ای عمر شرکت در این رابطه مشاهده شد.	تحلیل رگرسیون چندگانه	عملکرد زیست‌محیطی، مسئولیت اجتماعی، ارزش بازار	اشرف طالش و همکاران (۱۴۰۰)	تأثیر عملکرد زیست‌محیطی و مسئولیت اجتماعی بر ارزش بازار: نقش واسطه‌ای عمر شرکت
تأثیر سرمایه‌گذاری محیط‌زیستی بر کیفیت محیط‌زیست وابسته به میزان سرمایه اجتماعی و انسانی است.	مدل‌سازی اقتصادسنجی	سرمایه‌گذاری محیط‌زیستی، کیفیت محیط‌زیست، سرمایه اجتماعی و انسانی	عزیزمحمملو و شهبکی تاش (۱۳۹۹)	تحلیل واکنش ضریب اثرگذاری سرمایه‌گذاری محیط‌زیستی بر کیفیت محیط‌زیست در قبال تغییرات سرمایه اجتماعی و انسانی در ایران
پیش‌بینی می‌شود ۸۰٪ از شرکت‌ها در ۲ تا ۴ سال آینده در گزارش‌دهی ESG مشارکت داشته باشند، اما تحقیقات بیشتری برای بررسی این روند در بازارهای نوظهور لازم است.	تحلیل تطبیقی بازارها	ESG، تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، بازارهای نوظهور	فونگ دانگ و همکاران (۲۰۲۴)	سرمایه‌گذاری پایدار و تأثیر ESG بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در بازارهای نوظهور
تأکید بر سرمایه‌گذاری‌های پایدار با تمرکز بر ESG منجر به افزایش اعتماد سهامداران و بهبود عملکرد مالی بلندمدت می‌شود.	تحلیل مالی و مدل‌های آماری	ESG، استراتژی‌های سرمایه‌گذاری پایدار	یو و همکاران (۲۰۲۴)	چگونه عملکرد ESG ترکیب سرمایه‌گذاری را تعیین می‌کند؟ شواهد از تأمین مالی پایدار

نتایج اصلی	روش تحقیق	متغیرهای بررسی شده	محققان	عنوان پژوهش
متغیر حاکمیت شرکتی (G) تأثیر مثبت بر بازده سهام دارد، در حالی که تأثیر متغیر محیطی (E) منفی و تأثیر متغیر اجتماعی (S) ناچیز است.	تحلیل آماری چندمتغیره	ESG، بازده حقوق صاحبان سهام	پریخ و همکاران (۲۰۲۳)	ارزیابی تأثیر ESG بر ثروت سهامداران: بعد جدیدی در فلسفه سرمایه گذاری
مسائل ESG و اهداف سرمایه گذاری تأثیر مستقیم بر تصمیم گیری سرمایه گذاران دارند. افق سرمایه گذاری نیز نقش تعدیل کننده دارد.	تحلیل تطبیقی مدل های سرمایه گذاری	ESG، سرمایه گذاری، هدف سرمایه گذاری	سلطان و همکاران (۲۰۱۸)	محیط زیست، اجتماعی و حاکمیت (ESG) و تصمیم گیری سرمایه گذاری در بنگلادش
سرمایه گذارانی با نگرش های دوستدار محیط زیست به احتمال زیاد به سرمایه گذاری مسئولانه اجتماعی گرایش دارند.	مدل همبستگی و تحلیل داده های مقطعی	سرمایه گذاری، مسئولانه، نگرش های محیط زیستی سرمایه گذاران	دیلا و همکاران (۲۰۱۶)	سرمایه گذاری مسئولانه و تأثیر آن بر رفتار سرمایه گذاران

منبع: یافته های پژوهشگر

## ۷- نتیجه گیری

در این مطالعه، تأثیر متغیرهای زیست محیطی، اجتماعی، و حاکمیتی (ESG) بر تصمیم گیری سرمایه گذاری در دو بازار مختلف (ایران و ترکیه) و طی یک بازه زمانی سه ساله بررسی شد. تحلیل های رگرسیون لجستیک نشان داد که تمامی متغیرهای مستقل تأثیر معناداری بر متغیر وابسته (تصمیم گیری سرمایه گذاری) دارند. با این حال، ضرایب منفی برخی متغیرها نشان دهنده تأثیر منفی این شاخص ها بر تصمیمات سرمایه گذاری بوده است. این یافته، برخلاف برخی مطالعات بین المللی است که تأثیر مثبت شاخص های ESG را گزارش کرده اند. بررسی تفاوت های بین بازارهای ایران و ترکیه نیز نشان داد که در بازار ترکیه، شاخص های زیست محیطی تأثیر بیشتری بر تصمیم سرمایه گذاری داشته اند، در حالی که در ایران شاخص های اجتماعی نقش کلیدی تری داشته اند. یکی از یافته های مهم این تحقیق، تأثیر منفی بالای مسئولیت کارکنان بر تصمیم سرمایه گذاری است. این نتیجه ممکن است به دلیل درک نادرست سرمایه گذاران از هزینه های مرتبط با سیاست های رفاه کارکنان باشد که می تواند بازده کوتاه مدت شرکت را تحت تأثیر قرار دهد. در مقابل، سیاست های زیست محیطی کمترین تأثیر منفی را داشتند، که می تواند ناشی از آگاهی محدود سرمایه گذاران از مزایای بلندمدت پایداری زیست محیطی باشد. نتایج تحلیل

حساسیت نیز نشان داد که شرایط اقتصادی بر تأثیرگذاری متغیرهای ESG، به ویژه در شاخص‌های حاکمیت شرکتی و مدیریت ریسک، نقش تعیین‌کننده‌ای دارد. این تحقیق همچنین نشان داد که تحلیل هزینه-فایده سیاست‌های ESG (ROI و NPV) می‌تواند راهکارهای عملیاتی برای شرکت‌ها ارائه دهد. سیاست‌هایی نظیر شفافیت گزارش‌های مالی و مدیریت منابع انرژی، بازدهی بالایی داشتند و می‌توانند به جذب بیشتر سرمایه‌گذاران منجر شوند. نتایج پژوهش حاضر با نتایج پژوهش‌های بدست آمده فونگ دانگ و همکاران (۲۰۲۴)، ئویو و همکاران (۲۰۲۴)، پریخ و همکاران (۲۰۲۳)، مهویش و همکاران (۲۰۲۲)، نصیری فورک و همکاران (۱۴۰۳)، پرویزی کیا (۱۴۰۲)، سلطانا و همکاران (۲۰۱۸) مطابقت دارد. اما با نتایج رونوک و همکاران (۲۰۲۳)، باقری و همکاران (۱۴۰۲)، عزیز محمدی و شهیک (۱۳۹۹) متفاوت است.

## ۸- پیشنهادات

- ۱) افزایش شفافیت در گزارش‌دهی ESG: شرکت‌ها باید اطلاعات مالی و مستندات دقیق‌تری درباره تأثیرات اقتصادی و اجتماعی سیاست‌های ESG ارائه دهند. استفاده از تحلیل‌های هزینه-فایده (ROI) و (NPV) می‌تواند به نمایش تأثیر مثبت ESG بر عملکرد مالی و جذب سرمایه‌گذاران کمک کند.
- ۲) حمایت سیاست‌گذاران از سرمایه‌گذاری پایدار: سیاست‌گذاران می‌توانند با تدوین چارچوب‌های حمایتی، معافیت‌های مالیاتی و مشوق‌های سرمایه‌گذاری، هزینه‌های اجرای ESG را کاهش داده و جذابیت سرمایه‌گذاری پایدار را افزایش دهند.
- ۳) بررسی تأثیر عوامل فرهنگی و اجتماعی: تحقیقات آینده باید نقش فرهنگ، آموزش و سیاست‌های دولتی را در ترجیح سرمایه‌گذاران فردی نسبت به ESG بررسی کرده و تأثیر این متغیرها را بر تصمیم‌گیری مالی تحلیل کنند.
- ۴) تمرکز بر صنایع خاص و تحلیل داده‌های بلندمدت: برای افزایش دقت نتایج، پیشنهاد می‌شود پژوهش‌های آتی با تمرکز بر صنایع خاص و بررسی داده‌های بلندمدت، تغییرات رفتار سرمایه‌گذاران را در مواجهه با ESG مطالعه کنند.
- ۵) استفاده از مدل‌های ترکیبی پیشرفته: بهره‌گیری از مدل‌های ساختاری (SEM) و مدل‌های ترکیبی می‌تواند به تحلیل دقیق‌تر روابط بین ESG و تصمیمات سرمایه‌گذاری کمک کرده و به درک بهتری از تأثیر این شاخص‌ها در بازارهای مختلف منجر شود.

## فهرست منابع

صمدی، ف.، کاظم‌پور همراه‌لو، ن.، و جعفری، م. (۱۴۰۳). «ارزیابی تأثیر تضاد نمایندگی بر ارتباط بین کیفیت راهبری شرکتی و عملکرد مالی شرکت». *قضاوت و تصمیم‌گیری در حسابداری*، ۱۰(۳)، صص. ۱۱۱-۱۴۴.

- کریمی، ز. و نصیرزاده، ف. (۱۴۰۲). «افشای مسئولیت اجتماعی، آگاهی بخشی قیمت سهام با تأکید بر نقش حاکمیت شرکتی». قضاوت و تصمیم گیری در حسابداری، ۶(۲)، صص. ۱۹-۴۲.
- خلیلی، ی.، کبیری، م.، حیدری رستمی، ک.ا.، و مومنی یانسری، ا. (۱۴۰۳). «واکاوی نقش گزارشگری پایداری در تصمیمات سرمایه گذاری مدیران» قضاوت و تصمیم گیری در حسابداری، ۱۳(۴)، صص. ۱۳۵-۱۶۲.
- اشرف طالبش، س.ه.، فرساد امان الهی، غ.، و کیقبادی، ا.، لشگری، ز. (۱۴۰۰). «تأثیر عملکرد زیست محیطی و مسئولیت اجتماعی بر ارزش بازار: نقش واسطه ای عمر شرکت». فصلنامه علمی دانش حسابداری مالی، ۸(۳۰)، صص. ۲۲۹-۲۶۷.
- باقری، م.، ازکیا، م.، و موسائی، م. (۱۴۰۲). «تحلیل جامعه شناختی عوامل اجتماعی-اقتصادی مؤثر بر رفتار سرمایه گذاری سهامداران در بازار بورس تهران». فصلنامه علمی اقتصاد و بانکداری اسلامی، ۵(۳۴)، صص. ۳۵۱-۳۸۱.
- بیرانوند، م. و دادابه، ف. (۱۴۰۲). «اهمیت مسائل زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیت (ESG) در حاکمیت شرکتی و افشای آن». نشریه حسابداری، ۲۴۹، صص. ۶۸-۷۱.
- حدادی زاده، ر. و عباسیان، ع. (۱۴۰۳). «استفاده از بتای افت سرمایه در تصمیم گیری مدیران برای تشکیل پرتفوی بهینه در بورس اوراق بهادار تهران». فصلنامه قضاوت و تصمیم گیری در حسابداری، ۳(۱۱)، صص. ۱-۲۴.
- خیاط بهبهانی، ز.، دهدار بهبهانی، ح.، و رستمی، ی. (۱۳۹۴). «راهنمای کاربردی پروپوزال نویسی در مطالعات علوم انسانی». تهران: انتشارات سخنوران. شماره کتابشناسی ملی: ۳۷۹۶۲۶۱.
- خلیلی، ی.، تقی کبیری، م.، حیدری رستمی، ک.ا.، و مومنی یانسری، ا. (۱۴۰۴). «واکاوی نقش گزارشگری پایداری در کارایی تصمیمات سرمایه گذاری مدیران». فصلنامه قضاوت و تصمیم گیری در حسابداری، ۴(۱۳)، صص. ۱۳۵-۱۶۱.
- دهدار بهبهانی، ح.، خیاط بهبهانی، ز.، حسن زاده، م.، و رستمی، ی. (۱۳۹۴). «آزمون های آماری فصل سوم پایان نامه». تهران: انتشارات سخنوران. شماره کتابشناسی ملی: ۳۸۵۹۲۰۱.
- رحمانیان کوشکچی، ع. و مطاعی، س. (۱۴۰۲). «نقش تأمین مالی مبتنی بر بدهی در رابطه بین حاکمیت شرکتی و سرمایه گذاری تحقیق و توسعه». فصلنامه قضاوت و تصمیم گیری در حسابداری، ۲(۸)، صص. ۹۱-۱۰۹.
- رحمان پور، ز. و امامی میبیدی، م. (۱۴۰۳). «تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت بر عملکرد مالی، ثبات مالی و شمول مالی». فصلنامه قضاوت و تصمیم گیری در حسابداری، ۳(۱۱)، صص. ۱۲۷-۱۴۶.

- عزیزمحمودلو، ح. و شهیکی تاش، م.ن. (۱۳۹۹). «تحلیل واکنش ضریب اثرگذاری سرمایه‌گذاری محیط‌زیستی بر کیفیت محیط‌زیست در قبال تغییرات سرمایه اجتماعی و انسانی در ایران». فصلنامه علوم محیطی، ۱۸(۳)، صص. ۲۰۶-۲۲۵.
- کریمی، ز. و نصیرزاده، ف. (۱۴۰۲). «افشای مسئولیت اجتماعی، آگاهی بخشی قیمت سهام با تأکید بر نقش حاکمیت شرکتی». فصلنامه قضاوت و تصمیم‌گیری در حسابداری، ۲(۶)، صص. ۱۹-۴۲.
- فتحی، م.ح. و حیدری نیا، خ. (۱۴۰۳). «تأثیر عملکرد پایداری بر مدیریت سرمایه در گردش». فصلنامه قضاوت و تصمیم‌گیری در حسابداری، ۳(۱۰)، صص. ۴۹-۶۸.
- نایب محسنی، ش.، خلیفه سلطانی، س.ا. و حجازی، ر. (۱۴۰۰). «تدوین مدل رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی در بازار سرمایه ایران». تحقیقات مالی، ۲۳(۴)، صص. ۶۲۵-۶۵۲.
- نیک‌پندار، م.ر.، رستمی، ی. و وفایی، ف. (۱۳۹۶). «روش تحقیق در حسابداری و اقتصاد». تهران: انتشارات میعاد اندیشه. شماره کتابشناسی ملی: ۴۷۲۶۵۳۰.
- نصیری فورک، ر.، قلجایی قاینی، ا. و خوبانی، م. (۱۴۰۳). «اثرات مالی دیجیتال بر محیط‌زیست، اجتماع و حاکمیت شرکتی ESG». فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری، ۱۰(۱)، صص. ۱۳۵-۱۴۴.
- Abhishek, P., Divya, K., Maria, J. and Du'san, M., (2023). The impact of environmental, social and governance score on shareholder wealth: A new dimension in investment philosophy. *Cleaner and Responsible Consumption*, 8(1), pp. 78-89. Available at: [www.journals.elsevier.com/cleaner-and-responsible-consumption](http://www.journals.elsevier.com/cleaner-and-responsible-consumption).
- Basuony, M., Zaher, A., Bouaddi, M. and Noureldin, N., (2023). Sustainability, corporate governance, and firm performance: Evidence from emerging markets [Special issue]. *Corporate Ownership & Control*, 20(3), pp. 268-276.
- Dilla, W., Janvrin, D., Perkins, J. and Raschke, R., (2016). Investor attitudes, investment screen use, and socially responsible investment behavior. *Sustainability Accounting Management and Policy Journal*, 7(2), pp. 246-267.
- Gutsche, G., Köbrich-León, A. and Ziegler, A., (2016). On the relevance of psychological motives, values, and norms for socially responsible investments: An econometric analysis. *MAGKS Joint Discussion Paper Series in Economics*, 41, pp. 342-358.
- Hwang, B., (2023). The impact of word-of-mouth communication on investors' decisions and asset prices. In: G. Hilary and D. McLean, eds. *Handbook of Financial Decision Making*. 3(23), pp. 171-192.
- Kalyani, S. and Mondal, R., (2024). Is ESG disclosure creating value propositions for the firms? An SLR and meta-analysis of how ESG affects the financials of a firm. *Corporate Ownership & Control*, 21(1), pp. 96-117.
- Nguyen, T., Nguyen, T., Phan, H., Le, T., Nguyen, T. and Hoang, T., (2024). The impact of environmental, social, and governance information on individual stock investment decisions. *Risk Governance & Control: Financial Markets & Institutions*, 14(2), pp. 420-433.
- Rounok, N., Qian, A. and Alam, M. A., (2023). The effects of ESG issues on investment decision through corporate reputation: Individual investors' perspective. *International Journal of Research in Business and Social Science*, 12(2), pp. 73-88.

- Sultana, S., Zulkifli, N. and Zainal, D., (2018). Environmental, social and governance (ESG) and investment decision in Bangladesh. *Sustainability*, 10(6), pp. 1831-1845.
- Saransh, K., Mahima, H., Pooja, T. and Jain, R., (2024). Assessing the impact of ESG (environmental, social & governance) factors on investment decisions among academic professionals. *International Research Journal of Modernization in Engineering Technology and Science*, 6(2), pp. 2582-5208.
- Zhichao, Y., Umar, F., Mohammad, M. and Jiapeng, D., (2024). How does environmental, social, and governance (ESG) performance determine investment mix? New empirical evidence from BRICS. *Borsa Istanbul Review*, 24, pp. 520-529.
- Yahya, H., (2023). The role of ESG performance in firms' resilience during the COVID-19 pandemic: Evidence from Nordic firms. *Global Finance Journal*, 58, pp. 100905-100104.



## Using environmental, social and governance factors in investment decisions

Abdul Rasool Mostajran<sup>1</sup>  
Habibollah Kazemi<sup>2</sup>

Received: 1/ July /2025 Accepted: 1/ September /2025

### Abstract

The aim of this study is to investigate the impact of environmental, social, and governance (ESG) reports on individual investors' decision-making in the capital markets of Iran and Turkey. Data for this study were collected from 232 individual investors (132 Iranian investors and 100 Turkish investors) over three consecutive years from 2002 to 2013. Logistic regression analysis and MANOVA multivariate analysis of variance were used to examine the impact of independent variables including environmental impacts, environmental policies, employee responsibility, partner responsibility, social responsibility, corporate governance, and risk management on investment decisions. The results showed that all variables have a significant impact on investment decisions. However, negative coefficients of some variables indicate investors' concerns about potential costs associated with ESG policies. The largest negative impact was related to the employee responsibility variable, while environmental policies had the least negative impact. Cost-benefit analysis (ROI and NPV) also showed that policies such as reporting transparency and energy resource management have high returns and can help reduce investor concerns. The study revealed significant differences between the two markets studied and confirmed the impact of economic conditions on investor behavior. The findings emphasize the importance of greater transparency in ESG reporting and providing accurate information about the benefits and costs of these policies. Future research could provide deeper insights in this area by expanding the geographical scope and focusing on different industries.

**Keywords:** Environmental, Social and Governance (ESG) reporting, investment decision-making, logistic regression, cost-benefit analysis, corporate governance.

---

<sup>1</sup> Department of Financial Mathematics, Faculty of Financial Sciences, Kharazmi University, Tehran, Iran. (Corresponding author) rasoulmostajerang@iau.ac.ir

<sup>2</sup> PhD Student, Islamic Azad University, ST.C., Tehran, Iran .h.kazemi4001@iau.ac.ir