



The Effect of Yield Fluctuation and Investor Sentiment on the Relationship between Social Responsibility and Brand Pricing

Rahim Bonabi Ghadim^{*1}, Sara Mohamad Alipor Novin²

Received: 2025/05/14
Accepted: 2025/06/14

Research Paper

Abstract

Companies gain competitive advantages with their brand power, and fulfilling the duty of social responsibility can play an important role in recognizing the company's brand name and creating value among stakeholders. However, the instability of market indicators and the emotional behavior of investors as short-term approaches can affect the perception of the value of social responsibility in the form of a valuable brand as an approach with long-term results. Accordingly, the purpose of the present study is to examine the effect of return volatility and investor emotions on the relationship between social responsibility and Brand pricing. This research is an applied, descriptive, and causal-ex post-event research. For this purpose, using a sample of 129 companies listed on the Tehran Stock Exchange between 2016 and 2023, using multiple regression models, the results of the research showed that based on the two Q-Tobin and Damodaran models as brand pricing indicators of the companies under study, there is a positive and significant relationship between social responsibility and brand pricing, and return volatility has a negative and significant effect on the relationship between corporate social responsibility and brand pricing. The results also showed that investor sentiment has no significant effect on the relationship between corporate social responsibility and brand pricing. In other words, in unstable market conditions, companies should carefully review their strategies to prevent the negative effects of return fluctuations on their brand pricing and still adhere to their social commitments. Since criteria such as Q-Tobin and Damodaran models usually require time to reflect their effects, investor sentiment cannot directly affect this relationship.

Keywords: Yield Fluctuation, Investor Sentiment, social Responsibility, Brand pricing.

JEL Classification: D03 ,D22 ,D46 ,G11

Background and Purpose: Companies gain competitive advantages with their brand power, and fulfilling the duty of social responsibility can play an important role in recognizing the company's brand name and creating value among stakeholders. However, the instability of market indicators and the emotional behavior of investors as short-term approaches can affect the perception of the value of social responsibility in the form of a valuable brand as an approach with long-term results. The relationship between sustainability performance and firm value varies over time and may be affected by market conditions, especially market volatility. In such environments, sustainability performance initiatives may provide a form of “assurance” to investors that can help reduce risk, increase trust, and create a competitive advantage for the firm. For the reasons mentioned, it is important to examine the relationship between sustainability performance and brand valuation for firms under volatile market conditions to gain a better understanding of how sustainability performance can potentially mitigate the negative effects of market conditions on firm brand value. By doing so, this study

1. Department of Accounting, Mar.C., Islamic Azad University, Maragheh, Iran. (Corresponding Author)
(Email: r_bonabi@iau-maragheh.ac.ir)

2. Master of Accounting, Mar.C., Islamic Azad University, Marage, Iran. (Email: 0023995319@iau.ir)

seeks to fill a gap in the literature on sustainability performance and firm valuation, providing an analysis from different perspectives that have not been addressed in previous studies. In addition to market volatility, this study also considers another factor called investor sentiment, which has been shown to affect stock prices and company valuations. Investor sentiment can be described as the general attitude of investors towards a particular financial market or individual security. It is an important indicator of psychological factors that guide investors' decisions and can strongly influence market trends. Accordingly, the purpose of the present study is to examine the effect of return volatility and investor emotions on the relationship between social responsibility and Brand pricing.

Methodology: This research is an applied, descriptive, and causal research. For this purpose, a sample of 129 companies listed on the Tehran Stock Exchange was purposefully selected for the period of 2016 to 2023, and the research hypotheses were tested using Eviews software, version 13, and multiple regression models.

Findings: The results of the study showed that based on the two Q-Tobin models and the Damodaran model as indicators of the Brand pricing of the companies under study, there is a positive and significant relationship between social responsibility and Brand pricing, and return volatility has a negative and significant effect on the relationship between corporate social responsibility and Brand pricing. The results also showed that investor sentiment has no significant effect on the relationship between corporate social responsibility and Brand pricing.

Discussion: Companies that act with fairness and transparency are perceived by customers and society as trustworthy and responsible. This public trust leads to a stronger brand image and increased brand value. However, compliance with legal requirements alone is not enough to have a significant impact on brand value. In fact, customers and stakeholders expect companies to go beyond legal requirements and pay attention to the ethical and social aspects of responsibility. Mere compliance with laws and regulations, which are mandatory for all companies by default, cannot lead to an increase in brand value alone and must be accompanied by further measures in line with social responsibility. Although social responsibility can lead to an increase in brand value in normal circumstances, in unstable market conditions, companies must carefully review their strategies to prevent the negative effects of return fluctuations on their brand value and still adhere to their social obligations. Also, in many cases, investor sentiment is more focused on short-term financial and economic metrics that can be measured directly and immediately, while social responsibility and its effects on brand value are indirectly and over time through metrics such as Tobin's Q and greater competitive distance compared to competitors in an industry that address the company's intrinsic and long-term value. Since metrics such as Tobin's Q evaluate the real and long-term value of a brand and the Damodaran model evaluates the competition between companies in an industry in terms of sales efficiency and typically require time to reflect their effects, investor sentiment cannot directly influence this relationship. Based on the results, it is suggested that the government should support companies that perform positively in the field of social responsibility by providing tax incentives, financial incentives, and banking facilities. These measures can lead other companies to more social and ethical activities, which ultimately leads to increased public trust and brand value, and greater efficiency of the capital market.



Authors retain the copyright and full publishing rights.

Published by [Islamic Azad University, Isfahan \(Khorasgan\) Branch](#). This article is an open access article licensed under the [Creative Commons Attribution 4.0 International \(CC BY 4.0\)](#)



تأثیر نوسان بازدهی و احساسات سرمایه‌گذار بر رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و قیمت‌گذاری برند

رحیم بنابی قدیم^{۱*}، سارا محمدعلی‌پور نوین^۲

مقاله پژوهشی

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۲/۲۴

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۳/۲۴

چکیده

شرکت‌ها با قدرت نشان (برند) خود مزایای رقابتی به دست می‌آورند و ایفای وظیفه مسئولیت‌پذیری اجتماعی می‌تواند در شناساندن نام و نشان تجاری شرکت و ارزش‌آفرینی نقش مهمی بین ذی‌نفعان ایجاد کند. با این حال وجود ناپایداری شاخص‌های بازار و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران به‌عنوان رویکردهای کوتاه‌مدت، می‌تواند درک ارزش‌آفرینی مسئولیت‌پذیری اجتماعی در قالب نشان باارزش به‌عنوان رویکرد با نتایج بلندمدت را تحت‌تأثیر قرار دهد. بر این اساس هدف پژوهش حاضر، بررسی تأثیر نوسان بازدهی و احساسات سرمایه‌گذار بر رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و قیمت‌گذاری نشان (برند) است. این پژوهش از نوع پژوهش‌های کاربردی و توصیفی و علی-پس‌رویدادی است. برای این منظور با استفاده از نمونه‌ای شامل ۱۲۹ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۲ با استفاده از مدل‌های رگرسیونی چندگانه، نتایج پژوهش نشان داد براساس دو مدل کیوتوبین و مدل داموداران به‌عنوان شاخص‌های قیمت‌گذاری برند شرکت‌های مورد مطالعه، بین مسئولیت اجتماعی و قیمت‌گذاری برند رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد، نوسان بازدهی بر رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت و قیمت‌گذاری برند تأثیر منفی و معنی‌داری دارد. همچنین نتایج نشان داد که احساسات سرمایه‌گذار بر رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت و قیمت‌گذاری برند تأثیر معنی‌داری ندارد. به عبارتی در شرایط ناپایدار بازار، شرکت‌ها باید به دقت راهبردهای خود را بازنگری کنند تا بتوانند از تأثیرات منفی نوسانات بازدهی بر قیمت‌گذاری برند خود جلوگیری کنند و همچنان به تعهدات اجتماعی خود پایبند بمانند. از آنجایی که معیارهایی مانند کیوتوبین و مدل داموداران به‌طور معمول نیاز به زمان برای انعکاس تأثیرات دارند، احساسات سرمایه‌گذار نمی‌توانند به‌طور مستقیم بر این رابطه تأثیرگذار باشند.

واژگان کلیدی: نوسان بازدهی، احساسات سرمایه‌گذار، مسئولیت‌پذیری اجتماعی، قیمت‌گذاری برند.

طبقه‌بندی موضوعی: D03، D22، D46، G11

۱. گروه حسابداری، واحد مراغه، دانشگاه آزاد اسلامی، مراغه، ایران (نویسنده مسئول). (Email: r_bonabi@iau-maragheh.ac.ir)

۲. کارشناس ارشد حسابداری، واحد مراغه، دانشگاه آزاد اسلامی، مراغه، ایران (Email: 0023995319@iau.ir)

مقدمه

ذی‌نفعان که شامل سهام‌داران، کارمندان، مشتریان و قانون‌گذاران هستند، دیگر تنها بر سلامت مالی و عملکرد مالی یک شرکت متمرکز نیستند؛ در عوض، آن‌ها رویکرد جامع‌تری را اتخاذ می‌کنند که سایر عوامل اساسی مانند معیارهای محیطی، اجتماعی و زیست‌محیطی، حاکمیت شرکتی و عوامل خارجی اجتماعی را در نظر می‌گیرد (راسولیمانیش و همکاران^۱، ۲۰۲۴). علاوه بر این، سرمایه‌گذاران، وقتی که باید بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری مشابه یکی را انتخاب کنند، عملکرد پایداری شرکت را نیز در نظر می‌گیرند (فریدمن و هاینل^۲، ۲۰۱۶). با توجه به تغییر ترجیحات مصرف‌کننده و سرمایه‌گذار، بسیاری از شرکت‌ها شروع به ادغام ملاحظات اجتماعی و زیست‌محیطی در عملیات خود کرده‌اند تا ارزش خود را حفظ یا افزایش دهند، روابط قوی‌تر با مشتریان خود ایجاد کنند و خطرات زیست‌محیطی را کاهش دهند (دایوتاج^۳، ۲۰۲۳)؛ زیرا هدف از فعالیت‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی^۴ کمک به رفاه جامعه و در عین حال ارتقای شهرت یا برند سازمانی است (کی و همکاران^۵، ۲۰۲۴). داشتن شهرت خوب، به‌طور قطع ارزش برند و حسن نیت شرکت را افزایش می‌دهد (فرودی و همکاران^۶، ۲۰۱۹) چرا که فعالیت‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی تأثیر مثبتی بر شهرت شرکت دارد و تضمین شهرت مثبت، کلید موفقیت در محیط رقابتی امروزی است (شهباز و همکاران^۷، ۲۰۲۴). به این ترتیب، بسیاری از شرکت‌ها در جست‌وجوی فرصت‌هایی برای مشارکت فعال در فعالیت‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی فعال هستند (راسولیمانیش و همکاران، ۲۰۲۴).

با این حال، ممکن است شرکت‌ها توجه هزینه‌های مرتبط با مشارکت در فعالیت‌های پایداری را دشوار بدانند؛ زیرا منافع مالی پایداری همیشه آشکار نیست. مطالعه حاضر، با بررسی اینکه چگونه مسئولیت اجتماعی شرکتی می‌تواند بر ارزش برند شرکت‌ها تأثیر بگذارد و چگونه این رابطه تحت شرایط مختلف نوسانات بازار و احساسات سرمایه‌گذاران تغییر می‌کند، می‌تواند به سرمایه‌گذاران کمک کند تا مزایای مالی سرمایه‌گذاری در این فعالیت‌ها را بهتر درک کنند و آن‌ها را قادر به تصمیم‌گیری‌های آگاهانه‌تری در مورد کمیت و ماهیت فعالیت‌های پایداری شرکت‌ها می‌سازند (راسولیمانیش و همکاران، ۲۰۲۴). با اجرای شیوه‌های پایداری، شرکت‌ها نه تنها می‌توانند آثار زیست‌محیطی خود را کاهش و عملکرد اجتماعی خود را افزایش دهند، بلکه می‌توانند روابط خود را با سهام‌داران خود تقویت کنند، عملکرد مالی خود را بهبود بخشند و ارزش خود را افزایش دهند (دایوتاج، ۲۰۲۳). عملکرد پایداری شرکت در حال حاضر بیش از اینکه یک تعهد اخلاقی یا وسیله‌ای برای بهبود تصویر عمومی باشد، به‌عنوان یک ابزار استراتژیک است که به‌طور بالقوه می‌تواند بر عملکرد مالی یک شرکت تأثیر بگذارد (هایات و همکاران^۸، ۲۰۲۲). این دیدگاه توسط بسیاری از محققان پشتیبانی می‌شود که استدلال می‌کنند که پایداری می‌تواند شهرت یک شرکت را افزایش دهد، روابط با سهام‌داران را بهبود بخشد و ریسک را کاهش دهد (چن و همکاران^۹، ۲۰۲۲؛ چن و ژانگ^{۱۰}، ۲۰۲۱؛ ریورت، ۲۰۱۴). با این حال، رابطه بین عملکرد پایداری و ارزش شرکت در گفتمان دانشگاهی تأیید نشده است و هنوز هم مورد بحث است. در واقع، برخی از مطالعات نتایج مختلط یا منفی را در مورد تأثیر عملکرد پایداری

1. Rasoolimanesh et al.

2. Friedman & Heinle

3. Dautaj

4. Social Responsibility

5. Ke et al.

6. Foroudi et al.

7. Shahzad et al.

8. Hayat et al.

9. Chen et al.

10. Chen & Zhang

بر ارزش و عملکرد شرکت گزارش می‌دهند (دوکی و آگویرا^۱، ۲۰۲۱؛ وونگ^۲، ۲۰۲۲). بنابراین، تحقیقات تکمیلی به‌منظور ارائه توضیحات بیشتر در مورد موضوع مورد نیاز است. با تشخیص همبستگی مثبت بین پایداری و قیمت‌گذاری برند، سیاست‌گذاران می‌توانند از سیاست‌هایی حمایت کنند که از کسب‌وکارها در تلاش‌های پایداری آن‌ها حمایت می‌کند و در نهایت منجر به اقتصاد پایدارتر می‌شود (سان و همکاران^۳، ۲۰۲۰).

یک توضیح احتمالی برای نتایج متضاد در ادبیات می‌تواند این باشد که رابطه بین عملکرد پایداری و ارزش شرکت در طول زمان متغیر است و ممکن است تحت تأثیر شرایط بازار، به‌ویژه نوسانات بازار باشد (دایوتاچ، ۲۰۲۳). در چنین محیط‌هایی، ممکن است طرح‌های عملکرد پایداری نوعی «ضمانت» برای سرمایه‌گذاران فراهم کند که می‌تواند به کاهش ریسک، افزایش اعتماد و ایجاد مزیت رقابتی برای شرکت کمک کند (شهزاد و همکاران، ۲۰۲۴). به جهت دلایل ذکر شده، بررسی رابطه بین عملکرد پایداری و ارزش‌گذاری برند برای شرکت‌ها تحت شرایط بازار همراه با نوسان، مهم است تا درک بهتری از اینکه چگونه عملکرد پایداری می‌تواند به‌طور بالقوه آثار منفی شرایط بازار را بر ارزش برند شرکت کاهش دهد، حاصل شود. با انجام این کار، این مطالعه به دنبال پرکردن شکاف موجود در پیشینه پژوهش‌های مربوط به عملکرد پایداری و ارزش‌گذاری شرکت، ارائه تحلیلی تحت دیدگاه‌های مختلف است که در مطالعات قبلی مورد توجه قرار نگرفته است. علاوه بر نوسانات بازار، این مطالعه عامل دیگری به‌نام احساسات سرمایه‌گذار را نیز در نظر می‌گیرد که نشان می‌دهد بر قیمت سهام و ارزش‌گذاری شرکت تأثیر می‌گذارد (چئونگ و همکاران^۴، ۲۰۱۷؛ وونگ، ۲۰۲۲). احساسات سرمایه‌گذار را می‌توان به‌عنوان نگرش کلی سرمایه‌گذاران نسبت به یک بازار مالی خاص یا امنیت فردی توصیف کرد (بکر و ورگلر^۵، ۲۰۰۷). این یک شاخص مهم از عوامل روانی است که تصمیم‌های سرمایه‌گذاران را هدایت می‌کند و می‌تواند به شدت بر روند بازار تأثیر بگذارد. تعامل فعالیت‌های پایداری شرکت، نوسانات بازار، و احساسات بازار به‌طور کامل در پژوهش‌های قبلی بررسی نشده است. از طرفی با توجه به بازار سرمایه ناکارای بورس تهران که بیانگر حاکم بودن احساسات سرمایه‌گذار به جای عقلانیت اقتصادی و تعیین‌کننده بودن شرایط روحی سرمایه‌گذار در مسیر سرمایه‌گذاری‌ها است، و از طرفی با توجه به نوسانات شدید قیمت‌ها در بازار سرمایه ایران که پیش‌بینی عملکرد آتی بازار سرمایه را مشکل می‌سازد، عدم تقارن اطلاعاتی در حد بسیار زیادی قرار دارد. در این میان مسئولیت‌پذیری اجتماعی و تعهد به پیاده‌سازی آن از طرف شرکت‌ها می‌تواند بخشی از این نابرابری اطلاعاتی ناشی از غالب بودن احساسات سرمایه‌گذار و نوسانات شدید بازار را کاهش و سبب قیمت‌گذاری برند شرکت براساس عملکرد واقعی و مورد انتظار شرکت می‌شود. بنابراین، این مطالعه با هدف بررسی این شکاف به دنبال پاسخ به سؤال تحقیق است که «چگونه تأثیر عملکرد پایداری بر ارزش‌گذاری برند می‌تواند توسط نوسانات بازدهی و شرایط روحی سرمایه‌گذار، افزایش/کاهش یا تحت تأثیر قرار گیرد». در ادامه مقاله به مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های پژوهش، روش‌شناسی پژوهش، یافته‌های پژوهش و بحث و نتیجه‌گیری اشاره شده است.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

تأثیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر قیمت‌گذاری برند

عملکرد پایداری به‌طور فزاینده‌ای در حال تبدیل شدن به بخش مهمی برای تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری نهادی و همچنین سرمایه‌گذاران فردی است (دایوتاج، ۲۰۲۳). ارزش ویژه برند به ارزشی اشاره دارد که یک برند برای شرکت به ارمغان می‌آورد، از جمله سطح وفاداری مشتری، شناخت برند و کیفیت درک‌شده (شهزاد و همکاران، ۲۰۲۴). با اتخاذ و برقراری ارتباط با شیوه‌های مسئولیت‌پذیر اجتماعی، سازمان‌ها می‌توانند ارزش ویژه برند خود را افزایش دهند و روابط قوی‌تری با مشتریان خود ایجاد کنند (ماهار و همکاران، ۲۰۲۲). با سرمایه‌گذاری در مسئولیت‌پذیری اجتماعی، سازمان‌ها می‌توانند خود را از رقبای خود متمایز، مشتریان جدید را جذب و مشتریان موجود را حفظ کنند. در درازمدت، این می‌تواند منجر به افزایش درآمد، سودآوری و پایداری شود (هایات و همکاران، ۲۰۲۲).

دو نظریه اصلی در مورد هدف اصلی یک شرکت وجود دارد که می‌تواند به درک بهتر نتایج متناقض در پژوهش کمک کند. اولین این استدلال است که تنها هدف شرکت‌ها به حداکثر رساندن ثروت سهام‌داران است. نتایجی که تأثیر منفی عملکرد پایداری را بر عملکرد مالی و ارزش شرکت نشان می‌دهد با این نظریه مطابقت دارد و ابتکارات مسئولیت‌پذیری اجتماعی هزینه‌های غیرضروری را بر شرکت‌ها تحمیل می‌کند که می‌تواند عملکرد مالی کوتاه‌مدت، سودآوری و ارزش شرکت را تضعیف کند (دوکی و آگیلرا، ۲۰۲۱؛ وونگ، ۲۰۲۲)؛ زیرا هزینه‌های کوتاه‌مدتی به وسیله مسئولیت‌پذیری اجتماعی به شرکت تحمیل می‌شود (ماهار و همکاران، ۲۰۲۲). نظریه دوم جدیدتر "نظریه سهام‌داران" است که استدلال می‌کند که شرکت‌ها مسئول منافع همه ذی‌نفعان خود هستند. این نظریه از یافته‌هایی حمایت می‌کند که تلاش‌های عملکرد پایداری به پیامدهای مثبتی برای ارزش شرکت منجر می‌شود (یعنی از طریق بهبود شهرت). جنبه‌های مربوط به عوامل محیطی، اجتماعی و حاکمیتی که بخشی از افشای غیرمالی هستند، می‌توانند در صورت گزارش مؤثر بر عملکرد شرکت تأثیر بگذارند (کی و همکاران، ۲۰۲۴، دایوتاج، ۲۰۲۳). این بدان معناست که شرکت‌هایی که اطلاعات غیرمالی دقیق و شفاف ارائه می‌کنند، از نظر مالی عملکرد بهتری دارند (کروس و همکاران، ۲۰۲۱). اطلاعات غیرمالی ارتباط ارزشی را بهبود می‌بخشد و مفید بودن اطلاعات مالی را تکمیل می‌کند و بدان معناست که در نظر گرفتن شیوه‌های اجتماعی، زیست‌محیطی و حاکمیتی یک شرکت در کنار داده‌های مالی، درک جامع‌تری از عملکرد آن فراهم می‌کند و به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند تا تصمیم‌های سرمایه‌گذاری بهتری بگیرند (کی و همکاران، ۲۰۲۴). همچنان که پائولا مونتیرو و همکاران^۲ (۲۰۲۲) با آشکار ساختن اینکه کیفیت اطلاعات غیرمالی به‌طور غیرمستقیم با حمایت از فرایندهای تصمیم‌گیری به عملکرد غیرمالی کمک می‌کند، به این موضوع صحنه گذاشتند.

با ارائه اطلاعات کافی از طریق گزارش مسئولیت‌پذیری اجتماعی، شرکت‌ها می‌توانند گزینش معکوس و مخاطرات اخلاقی را کاهش دهند و در نهایت بر درک ریسک سرمایه‌گذاران تأثیر بگذارند و به‌طور بالقوه هزینه سرمایه سهام را کاهش دهند (ستوده و همکاران، ۱۴۰۲؛ فخاری و فلاح‌پور، ۱۳۹۶؛ دایوتاج، ۲۰۲۳)؛ زیرا گزارش‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی کل اطلاعات موجود در بازارهای سرمایه را افزایش می‌دهد، بنابراین شفافیت شرکت را بهبود می‌بخشد و عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهد (سویی و همکاران، ۲۰۱۸). عملکرد قوی مسئولیت‌پذیری اجتماعی باعث

1. Mahar et al.

2. Crous et al.

3. Paula Monteiro et al

4. Cui et al.

می‌شود که سرمایه‌گذاران یک شرکت را به‌عنوان یک فرصت سرمایه‌گذاری جذاب درک کنند که منجر به جریان سرمایه به سمت این شرکت‌ها می‌شود. این نشان می‌دهد که گزارش مسئولیت‌پذیری اجتماعی نقش مهمی در ارائه بینش‌های ارزشمند به سرمایه‌گذاران در مورد عملکرد غیرمالی، تأثیر اجتماعی و رویه‌های پایداری شرکت ایفا می‌کند و در نتیجه به‌طور بالقوه به آن‌ها در فرایند ارزش‌گذاری کمک می‌کند (کی و همکاران، ۲۰۲۴). با افزایش کیفیت و در دسترس بودن اطلاعات، گزارش‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی به ارزیابی دقیق‌تری از ارزش کلی شرکت و ریسک‌ها و فرصت‌های بالقوه کمک می‌کنند (بافینگر و همکاران، ۲۰۲۲). همچنین می‌توان گفت مسئولیت‌پذیری اجتماعی به‌طور غیرمستقیم، از طریق کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه کوتاه‌مدت توسط مدیران و با تمرکز بیشتر آن‌ها بر ایجاد ارزش بلندمدت بر ارزش شرکت تأثیر می‌گذارد (ماهار و همکاران، ۲۰۲۲). چرا که مسئولیت‌پذیری اجتماعی می‌تواند مشکلات نمایندگی را کاهش دهد، که به نوبه خود می‌تواند به شرکت‌ها کمک کند منابع و روابط مهمی با سهام‌داران خود ایجاد کنند و ارزش بلندمدت را افزایش دهند (دایوتاج، ۲۰۲۳). مشتریان وقتی از شرکت‌هایی که در طرح‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی مشارکت می‌کنند آگاه هستند وفادارتر و حمایت‌کننده‌تر می‌شوند، که می‌تواند شهرت و برند شرکت را افزایش دهد، مزیت رقابتی ایجاد کند و ارزش شرکت را افزایش دهد (لو و باتاچاریا، ۲۰۰۶). با گنجاندن ملاحظات مسئولیت‌پذیری اجتماعی در بالاترین سطح تصمیم‌گیری شرکتی، شرکت‌ها می‌توانند فعالیت‌های خود را بهتر با شیوه‌های پایدار و مسئولانه هماهنگ کنند، که به‌طور بالقوه می‌تواند منجر به افزایش عملکرد مالی و ارزش‌گذاری شود (ولتی، ۲۰۲۱). شرکت‌هایی با افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی بالاتر تمایل دارند قیمت سهام بالاتری داشته باشند. به عبارتی سرمایه‌گذاران فعالیت‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی را به‌عنوان اطلاعات مرتبط با ارزش فراتر از معیارهای مالی سنتی درک می‌کنند (ریورت، ۲۰۱۴). پژوهش دیگری نه تنها رابطه مثبت بین عملکرد فراوان مسئولیت‌پذیری اجتماعی و قیمت سهام را تأیید کرد، بلکه همچنین نشان داد که تلاش‌های تبلیغاتی قابل توجه این رابطه را با افزایش دید و شهرت شیوه‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی یک شرکت تقویت می‌کند و بر ارزش درک‌شده سهام شرکت تأثیر مثبت می‌گذارد (آلبوکرک و همکاران، ۲۰۲۰). همچنین مسئولیت‌پذیری اجتماعی از طریق دسترسی آسان‌تر به تأمین مالی بر ارزش شرکت تأثیر می‌گذارد. شرکت‌های با مسئولیت‌پذیری بالا، به دلیل حمایت ذینفعان، کارایی بهبود یافته و افزایش شهرت، نام تجاری و اعتماد بیشتر، می‌توانند راحت‌تر به منابع دسترسی داشته باشند (دایوتاج، ۲۰۲۳). این دسترسی به منابع آن‌ها را قادر می‌سازد حتی در شرایط چالش‌برانگیز سرمایه‌گذاری کنند که به‌طور بالقوه منجر به ارزش‌گذاری بیشتر می‌شود. این امر با کاهش عدم‌تقارن اطلاعات به‌عنوان نتایج عملکرد و افشای بالاتر مسئولیت‌پذیری اجتماعی تسهیل می‌شود (سویی و همکاران، ۲۰۱۸).

نقش نوسانات بازدهی بر رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و قیمت‌گذاری برند

نتایج پژوهش‌های قبلی حاکی از همبستگی منفی بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و ریسک عملیاتی است؛ یعنی ریسک عملیاتی به‌عنوان یک متغیر میانجی بین عملکرد مسئولیت‌پذیری اجتماعی و هزینه سرمایه سهام عمل می‌کند که به نوبه خود بر ارزش شرکت تأثیر می‌گذارد. به عبارتی شرکت‌هایی با عملکرد مسئولیت‌پذیری اجتماعی قوی می‌توانند بر انتظارات ریسک سرمایه‌گذار تأثیر مثبت بگذارند، که می‌تواند منجر به کاهش هزینه سرمایه با

1. Bofinger et al.
2. Iuo & Bhattacharya
3. Velte
4. Reverte
5. Albuquerque et al.

کاهش ریسک عملیاتی شود (چن و ژانگ، ۲۰۲۱؛ ایل گول و همکاران^۱، ۲۰۲۱). پیرو این دیدگاه، شرکت‌های مسئولیت‌پذیر اجتماعی با عملکرد فراوان باید در زمان نوسانات زیاد بازار، وقتی که عدم اطمینان اقتصادی و ریسک بیشتر است، از ارزش‌گذاری بیشتری بهره‌مند شوند. این را می‌توان به‌عنوان این واقعیت تفسیر کرد که شرکت‌های مسئول به احتمال زیاد حسن نیت قابل توجهی با سهام‌داران ایجاد می‌کنند، که به‌عنوان یک "ضمانت" در طول دوره‌های بحران عمل می‌کند و در نهایت ریسک خاص شرکت را کاهش می‌دهد (دایوتاچ، ۲۰۲۳). این نتیجه در پژوهش‌های جدید تقویت شده است. که نقش مسئولیت‌پذیری اجتماعی در ریسک و بازدهی و رابطه آن با عدم تقارن اطلاعاتی را بیشتر مورد بررسی قرار داده و نشان دادند افزایش مسئولیت‌پذیری اجتماعی می‌تواند با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، نوسانات دارایی را کاهش دهد (آلبوکرک و همکاران، ۲۰۲۰؛ چن و همکاران، ۲۰۲۲). چرا که با ارائه اطلاعات جامع و شفاف در مورد شیوه‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی، شرکت‌ها می‌توانند درک سرمایه‌گذاران را افزایش دهند و عدم اطمینان در مورد عملکرد محیطی، اجتماعی و حاکمیتی خود را کاهش دهند (جبری و همکاران، ۱۴۰۲). شرکت‌هایی با مشارکت شدید مسئولیت‌پذیری اجتماعی می‌توانند مزیت رقابتی را در طول عدم اطمینان سیاست اقتصادی حفظ کنند. استدلال بر این است که سرمایه اجتماعی حاصل از سرمایه‌گذاری‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی می‌تواند جنبه‌های منفی بی‌ثباتی اقتصادی را جبران کند و به انعطاف‌پذیری کلی شرکت کمک کند. این یافته به‌ویژه در محیط تجاری بی‌ثبات امروز که با تغییرات غیرقابل پیش‌بینی سیاست‌ها و نوسانات اقتصادی مشخص می‌شود، مرتبط است (بورگسی و همکاران^۲، ۲۰۱۹).

با توجه به نقش عملکرد مسئولیت‌پذیری اجتماعی در کاهش بحران نقدینگی در زمان عدم اطمینان سیاسی، شرکت‌هایی که عملکرد مسئولیت‌پذیری اجتماعی قوی از خود نشان می‌دهند، انعطاف‌پذیری زیادی را حتی در صورت مواجهه با عدم اطمینان سیاسی قابل توجه در حفظ سطوح نقدینگی نشان می‌دهند (کلنسی-شانگ و فو^۳، ۲۰۲۲)، در این راستا برخی پژوهش‌ها نیز نشان می‌دهد که همبستگی بین عملکرد مسئولیت‌پذیری اجتماعی قوی و کاهش نوسانات سهام وجود دارد (آلبوکرک و همکاران، ۲۰۲۰؛ چن و همکاران، ۲۰۲۲). استامباو و همکاران^۴ (۲۰۱۵) دریافتند که اثر منفی نوسانات نامنسجم بر بازده سهام پس از ماه‌هایی که احساسات سرمایه‌گذار زیاد است قوی‌تر می‌شود؛ چرا که اثر نوسانات خاص در طول زمان ثابت نیست و با تغییرات شاخص کل، همبستگی منفی دارد. به دنبال این استدلال، کادان و همکاران^۵ (۲۰۱۹) ابتدا فرضیه‌ای را مطرح کردند و سپس شواهدی را یافتند که نشان می‌دهد نوسانات بازار یک اثر تعدیل‌کننده بین بازده سهام و نوسانات خاص شرکت دارد. به عبارتی نوسانات بازار نشان‌دهنده احساسات سرمایه‌گذاران است، در زمان‌های عدم قطعیت (بحران) بزرگ، سرمایه‌گذاران ریسک‌گریزتر هستند و به بازده مورد انتظار بیشتری برای نوسانات نامنسجم نیاز دارند (چن و همکاران، ۲۰۲۲). چرا که در زمان نوسانات زیاد، سرمایه‌گذاران تمایل دارند با فروش سهام با نوسانات نامنسجم فراوان و خرید سهام با نوسانات نامنسجم اندک، نوسان سبد سهام خود را متعادل کرده و کاهش دهند. این باعث می‌شود قیمت سهام با نوسانات نامنسجم اندک افزایش یابد و قیمت سهام با نوسانات نامنسجم زیاد، کاهش یابد (دایوتاچ، ۲۰۲۳). رابطه ایجادشده با ذی‌نفعان از طریق مسئولیت‌پذیری اجتماعی ممکن است یک منبع حیاتی برای شرکت‌ها به‌ویژه در شرایط عدم اطمینان اقتصادی باشد؛ زیرا این سهام‌داران با ارزش شرکت همسو هستند و به ایجاد ارزش بلندمدت آن اعتقاد

1. El Ghoul et al.

2. Borghesi et al.

3. Clancey & Fu

4. Stambaugh et al.

5. Qadan et al.

دارند. در این راستا، مطالعات قبلی نشان داده‌اند که شرکت‌هایی که به نقدینگی دسترسی دارند، در مواقع بحران عملکرد بهتری دارند (آچاریا و استفن^۱، ۲۰۲۰). با در نظر گرفتن این یافته‌ها، منطقی است انتظار داشت که شرکت‌های فعال در حوزه مسئولیت‌پذیری اجتماعی، با روابط مستمر با سهام‌داران و تمرکز بلندمدت بر خلق ارزش، ممکن است ارزش‌گذاری برند بیشتری را در دوره‌های با نوسانات زیاد بازار تجربه کنند.

نقش احساسات سرمایه‌گذار بر رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و قیمت‌گذاری برند

نظریه مالی رفتاری ثابت می‌کند که احساسات سرمایه‌گذار ممکن است بر قیمت سهام تأثیر بگذارد و بسیاری از ناهنجاری‌های بازار را توضیح دهد. بنابراین، گنجاندن احساسات سرمایه‌گذار در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری می‌تواند سود سبب سهام را بهبود بخشد. احساسات سرمایه‌گذار را می‌توان به‌عنوان خوش‌بینی یا بدبینی سرمایه‌گذار در مورد انتظارات بازار سهام تعریف کرد (ایل اوبانی^۲، ۲۰۲۴). وقتی احساسات سرمایه‌گذار بدبینانه است، ممکن است سهام خود را بفروشد. این اثر با "رفتار گله‌ای" تقویت می‌شود. بنابراین، هر چه سرمایه‌گذاران خوش‌بین‌تر باشند، بازده سهام بیشتری را می‌توان به دست آورد. در مقابل، احساسات بدبینانه ممکن است منجر به بازده سهام کمتر و حجم معاملات بیشتری شود (لیو و همکاران^۳، ۲۰۲۴). رویکرد مبتنی بر احساسات برای سرمایه‌گذاری، که اغلب قیمت سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد، پیامدهای قابل توجهی بر ارزش شرکت دارد (وانگ، ۲۰۲۲). احساسات سرمایه‌گذار با تأثیر بر تحمل ریسک سرمایه‌گذاران، قیمت سهام را تعدیل می‌کند. بنابراین، در بازارهای صعودی که با احساسات زیاد مشخص می‌شوند، قیمت سهام معمولاً از ارزش بنیادی خود فراتر می‌رود (ایل اوبانی، ۲۰۲۴؛ وانگ، ۲۰۲۲). از سویی دیگر واکنش به احساسات بازار به برخی از ویژگی‌های خاص سهام بستگی دارد. به‌طور خاص، سهام بزرگ‌تر نسبت به سهام کوچک‌تر، جوان‌تر، با نوسانات فراوان و غیرسودده، کمتر در معرض نوسانات ناشی از احساسات قرار دارند که در درجه اول به دلیل ارزش‌گذاری ذهنی و در درجه دوم به دلیل دشواری در آربیتراژ مرتبط است. با این حال، زمانی که احساسات فراوان باشد این سهام پرریسک‌تر به دلیل افزایش تقاضا و ارزش‌گذاری بیش‌ازحد مربوط، تمایل به بازده کمتری دارند. احساسات سرمایه‌گذار باعث می‌شود سهام قیمت‌گذاری نادرست شود (دایوتاچ، ۲۰۲۳). در همین راستا، وقتی احساسات سرمایه‌گذار مثبت باشد، می‌تواند شرکت‌ها را به سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد برای حفظ ارزش‌گذاری بیش از حد فعلی خود سوق دهد و در نتیجه بر سلامت مالی آینده آن‌ها تأثیر منفی بگذارد. این به نوبه خود می‌تواند نوسانات سهام را افزایش دهد (یی و ژیاگونگ^۴، ۲۰۱۸). در مقابل، در طول دوره‌هایی که احساسات سرمایه‌گذاران اندک است، شرکت‌ها تمایل دارند که باهوش‌تر عمل کنند و تنها در امیدوارکننده‌ترین پروژه‌ها سرمایه‌گذاری کنند (ایل اوبانی، ۲۰۲۴).

احساسات سرمایه‌گذار نیز با فعالیت‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی مرتبط است. ناتون و همکاران^۵ (۲۰۱۸)، نشان می‌دهند که اعلان‌های فعالیت‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی برخلاف یافته‌های وانگ (۲۰۲۲)، بازده غیرعادی مثبتی را در دوره‌های احساسات مثبت ایجاد می‌کند. آن‌ها همچنین دریافتند که این اثر برای شرکت‌هایی که شیوه‌های گزارشگری مالی ضعیفی دارند و در یک محیط ارزش‌گذاری نامطمئن عمل می‌کنند، قوی‌تر است. مطابق با تحقیقات قبلی در مورد احساسات سرمایه‌گذار (ایل اوبانی، ۲۰۲۴؛ بیکر و ورگلر، ۲۰۰۷) و اینکه پایه سهام‌داران یک شرکت

1. Acharya & Steffen

2. El Oubani

3. Liu et al.

4. Yi & Xiugang

5. Naughton et al.

می‌تواند بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار و فعالیت‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی تأثیر بگذارد. به عبارتی شرکت‌هایی با سهام‌دارانی که بیشتر بر عملکرد کوتاه‌مدت متمرکز هستند، تمایل دارند فعالیت‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی خود را بیشتر در پاسخ به تغییرات در احساسات سرمایه‌گذار افزایش دهند. این احتمالاً برای افزایش ارزش بازار کوتاه‌مدت شرکت انجام می‌شود. علاوه بر این، شرکت‌هایی با سهم بیشتری از سهام‌داران که بر مسئولیت‌پذیری اجتماعی متمرکز هستند نیز واکنش قوی‌تری به تغییرات در احساسات سرمایه‌گذار نشان می‌دهند (دایوتاج، ۲۰۲۳). از سویی دیگر هنگامی که سرمایه‌گذاران احساس بدبینی می‌کنند، شرکت‌ها اغلب با تقویت فعالیت‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی خود در سال بعد به این وضعیت پاسخ می‌دهند. این اقدام معمولاً با تمایل به بهبود وجهه عمومی و بازیابی اعتماد فعالان بازار انجام می‌شود (ایل اوبانی، ۲۰۲۴). بنابراین، در زمان عدم اطمینان اقتصادی و احساسات اندک سرمایه‌گذاران، شرکت‌ها به‌طور بالقوه می‌توانند ارزش خود را با تمرکز بیشتر بر بهبود فعالیت‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی خود افزایش دهند که به نوبه خود می‌تواند اعتماد و وفاداری را در سهام‌داران خود ایجاد کنند (دایوتاج، ۲۰۲۳). بنابراین در دوره‌های با احساسات کم سرمایه‌گذار و نوسانات زیاد بازار، سرمایه‌گذاران ترجیح می‌دهند در سهام امن‌تر یا سایر دارایی‌های «ایمن» مانند سپرده‌های کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاری کنند و با بهبود عملکرد مسئولیت اجتماعی، شرکت‌ها می‌توانند در مقابل کاهش قیمت سهام خود و ایجاد اعتماد بیشتر در بین سرمایه‌گذاران از خود محافظت کنند (چئونگ و همکاران، ۲۰۱۷).

ژو و همکاران^۱ (۲۰۲۵) با بررسی رابطه بین عملکرد مسئولیت‌پذیری اجتماعی، پوشش رسانه‌ای و ارزش برند، نشان دادند عملکرد مسئولیت‌پذیری اجتماعی به‌طور مثبت بر ارزش برند از نظر سودآوری تأثیر دارد و پوشش رسانه‌ای در این رابطه نقش مثبتی دارد. شرکت‌های بزرگ در مقایسه با شرکت‌های کوچک، به دلیل افزایش پوشش رسانه‌ای، از رتبه‌بندی خوب مسئولیت‌پذیری اجتماعی، سود بیشتری می‌برند. **لین (۲۰۲۴)** با بررسی نقش مسئولیت اجتماعی شرکت و بی مسئولیتی اجتماعی شرکت در شکل دادن به شهرت شرکت: تحلیلی از اقدام رقابتی و راهبردهای نوآوری نشان داد شرکت‌هایی با عملکرد رقابتی زیاد، رابطه مثبت بارزتری بین مسئولیت اجتماعی و شهرت شرکت را تجربه می‌کنند؛ در حالی که پیوند موازی بین اقدام رقابتی و تأثیر نامطلوب بی‌مسئولیتی اجتماعی بر شهرت وجود دارد. این امر بر نقش رقابت در تشدید آثار شهرت تأکید می‌کند. علاوه بر این، نوآوری نقشی مشابه به‌عنوان تعدیل‌کننده ایفا می‌کند. سطوح بالای نوآوری رابطه مثبت مسئولیت اجتماعی و شهرت شرکت را برجسته و بر قدرت نوآوری در تقویت تأثیر اخلاقی تأکید می‌کند. **کی و همکاران (۲۰۲۴)**، با بررسی اثر آستانه ویژگی‌های هیئت‌مدیره، مسئولیت اجتماعی شرکت و ارزش برند، نشان دادند تعهد به مسئولیت اجتماعی ارزش برند را تا حدی افزایش می‌دهد. با این حال، سرمایه‌گذاری منابع طولانی و گسترده می‌تواند تمرکز شرکت را منحرف کند و منجر به تأثیر مضر بر ارزش برند شود. این به‌عنوان یک اثر آستانه U شکل معکوس غیردقیق بین مسئولیت اجتماعی و ارزش برند آشکار می‌شود. **راسولیمانش و همکاران (۲۰۲۴)** با بررسی مسئولیت اجتماعی شرکت و وفاداری به برند در آموزش عالی خصوصی: ارزیابی میانجی‌گری شهرت و اعتماد برند، تأثیر مستقیم مثبت مسئولیت اجتماعی شرکت بر شهرت برند و وفاداری به برند و همچنین آثار غیرمستقیم مسئولیت اجتماعی شرکت بر وفاداری به برند از طریق شهرت برند و اعتماد به برند را تأیید می‌کند. **مسیروا و ریجانتو^۲ (۲۰۲۴)** با بررسی بازده دارایی: تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت و بازده بر حقوق صاحبان سهام، نشان دادند مسئولیت اجتماعی شرکت تأثیر مثبت و معناداری بر بازده دارایی و بازده حقوق صاحبان سهام دارد. ولی مسئولیت اجتماعی شرکت تأثیر قابل توجهی بر حاشیه سود

1. Zou et al.

2. Masrivah & Rijantono

خالص ندارد. **شهزاد و همکاران (۲۰۲۴)** با بررسی پیچیدگی‌های مسئولیت اجتماعی و عملکرد شرکت: آشکار کردن رابطه بین مسئولیت اجتماعی، رفتار اخلاقی و ادراکات مصرف‌کننده، نشان دادند نگرش منفی نسبت به ابتکارات مسئولیت اجتماعی یک شرکت می‌تواند درک منفی برند را تشدید کند. بنابراین، این مطالعه بر اهمیت شرکت‌ها تأکید می‌کند که تعهد خود را به پایداری و نظارت بر محیط زیست نشان دهند تا مشتریان آگاه از محیط زیست را جذب کنند. **آگو و همکاران (۲۰۲۴)** با بررسی رابطه بین شیوه‌های تجاری پایدار و افزایش وفاداری به برند، بر اهمیت شفافیت، اصالت و مشارکت اخلاقی در تقویت ارتباطات عمیق‌تر مصرف‌کننده و وفاداری بلندمدت به برند تأکید می‌کنند. پیامدهای عملی برای کسب‌وکارها شامل راهبردهایی برای ادغام پایداری در راهبردهای اصلی کسب‌وکار برای افزایش اعتماد مصرف‌کننده، تمایز از رقبا و دستیابی به منافع مالی بلندمدت است. با تکامل انتظارات مصرف‌کننده و تغییر چشم‌اندازهای نظارتی، کسب‌وکارها تشویق می‌شوند تا به‌طور پایدار نوآوری کنند و شهروندی شرکتی مسئول را برای همسویی با اهداف پایداری جهانی در اولویت قرار دهند. **دایوتاج (۲۰۲۳)** با بررسی رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت و ارزش شرکت: نقش نوسانات بازار و احساسات سرمایه‌گذار نشان داد تعهد بیشتر به مسئولیت اجتماعی تأثیر مثبتی بر ارزش‌گذاری شرکت دارد با این حال، هیچ رابطه معنی‌داری بین فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکت و عملکرد شرکت اندازه‌گیری شده با بازدهی دارایی‌ها یافت نشد. همچنین تأثیر مثبت مسئولیت اجتماعی شرکت بر ارزش شرکت در دوره‌های نوسانات زیاد بازار کمتر مشخص می‌شود و نشان می‌دهد که در زمان‌های آشفتگی اقتصادی، سرمایه‌گذاران ممکن است معیارهای مالی را به طرح‌های مسئولیت اجتماعی ترجیح دهند. احساس سرمایه‌گذار بیشتر نقش تعدیل‌کننده‌ای در رابطه بین مسئولیت اجتماعی شرکت و ارزش شرکت دارد. **وئونگ (۲۰۲۲)** با بررسی احساسات سرمایه‌گذار، مسئولیت اجتماعی شرکت و عملکرد مالی، تأثیر مثبت احساسات خاص شرکت را بر عملکرد مالی آینده نشان دادند. در مقابل، اثر احساسات بازار متفاوت است زیرا به‌طور مثبت بر کیوتوبین تأثیر می‌گذارد اما بر بازده دارایی‌ها تأثیر منفی می‌گذارد.

اسماعیلی‌کیا و ناصری (۱۴۰۴) با بررسی تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت بر راهبردهای رقابتی با نقش تعدیل‌کنندگی عملکرد راهبری و عملکرد شرکت براساس شاخص‌های ارزش‌آفرینی نشان دادند مسئولیت اجتماعی شرکت، بر راهبرد رهبری هزینه و راهبرد تمایز تأثیر مثبت و معناداری دارد. از بین سه مؤلفه عملکرد راهبری، استقلال کمیته حسابرسی و کارایی عملکرد واحد حسابرسی داخلی، تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت بر راهبرد رهبری هزینه را تقویت می‌کند، اما استقلال هیئت‌مدیره، نقش تعدیل‌کنندگی بر این تأثیر ندارد. همچنین، از بین سه مؤلفه عملکرد راهبری، تنها کارایی عملکرد واحد حسابرسی داخلی تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت بر راهبرد تمایز را تقویت می‌کند. **مشایخ و همکاران (۱۴۰۳)** با بررسی رابطه بین افشای مسئولیت اجتماعی و کارایی بازار سهام در سطح نیمه‌قوی نشان دادند همه اطلاعات در قیمت سهام منعکس نمی‌شود که شاید بتوان دلیل این امر را در ناکارآمدی بازار سرمایه ایران جست‌وجو کرد. لذا، افشای مسئولیت اجتماعی به‌طور قابل‌توجهی بر کارایی بازار سهام تأثیر معناداری ندارد و فرضیه کارایی بازار سهام در ایران را نمی‌توان تأیید کرد. **حمیدیان و همکاران (۱۴۰۳)** با بررسی تأثیر توجه سرمایه‌گذار بر رابطه بین نوسان نامتعارف و بازده آتی سهام، نشان دادند نوسان نامتعارف سهام بر بازده آتی سهام تأثیر منفی و معنادار دارد. علاوه‌براین، توجه سرمایه‌گذار تأثیر منفی نوسان نامتعارف بر بازده آتی سهام را تقویت می‌کند که این موضوع ممکن است ناشی از سوگیری رفتاری توجه محدود سرمایه‌گذاران باشد. **عیشی‌راوندی و همکاران (۱۴۰۳)** با بررسی تأثیر احساسات خوش‌بینانه سرمایه‌گذاران و نقدشوندگی سهام بر بازده سهام بورس ایران نشان دادند، احساسات خوش‌بینانه سرمایه‌گذاران تأثیر مثبت و معناداری بر بازده سهام دارد، در

حالی که عدم نقدشوندگی تأثیر منفی و معناداری بر بازده سهام دارد. این یافته‌ها نشان‌دهنده اهمیت مدیریت اطلاعات و اخبار مرتبط با بازار برای هدایت احساسات سرمایه‌گذاران به سمت مثبت است. **رشیدی و حسینی (۱۴۰۱)** با بررسی تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکت نشان دادند احساسات سرمایه‌گذاران بر مبنای گردش مالی سهام و صرف سهام بر فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکت تأثیر معناداری دارد. همچنین، محدودیت‌های ارزش‌گذاری شرکت‌ها بر ارتباط بین احساسات سرمایه‌گذار و فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکت تأثیر معناداری ندارد. در نهایت، اثر تعاملی افق دید سرمایه‌گذاران و احساسات سرمایه‌گذاران بر فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی شرکت از بُعد گردش مالی سهام تأیید می‌شود اما از بُعد صرف سهام رد می‌شود. **محمدی و همکاران (۱۴۰۱)** با طراحی مدلی برای توضیح تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر تصمیم‌های مالی، بازده سهام و نوسانات اقتصادی نشان دادند ویژگی‌های شخصیتی بر رفتار معاملاتی افراد و عملکرد سرمایه‌گذاران و عملکرد سرمایه‌گذاری آن‌ها تأثیرگذار است و رابطه معنادار مثبت بین احساس سرمایه‌گذار در تصمیم‌های مالی و بازده سهام وجود دارد. همچنین در دوره‌هایی که احساس سرمایه‌گذار خوش‌بینانه است و بازار در دوره رکود است معاملات بیشتری در بورس اوراق بهادار انجام می‌شود. **کفشی و عبدالباقی (۱۳۹۹)** با بررسی نقش توأم احساسات سرمایه‌گذاران و ارزش ویژه برند بر عملکرد کوتاه‌مدت عرضه‌های اولیه سهام (شواهدی از بازار سرمایه ایران) نشان دادند عرضه‌های انجام‌شده در شرایط احساسی همراه با خوش‌بینی در دوره‌های کوتاه‌مدت عملکرد بهتری را نسبت به عرضه‌های انجام‌شده در شرایط بدبینی بازار به همراه داشتند. نهایتاً در مقاطع یک تا نه ماه پس از عرضه اثر توأم ارزش ویژه برند و خوش‌بینی بر عملکرد عرضه‌های اولیه مشاهده گردید. **حاجیه و قربانی (۱۳۹۹)** با بررسی تأثیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر رتبه‌بندی اعتباری شرکت‌ها با توجه به نقش تعدیلی نوسان پایین به بالای بازده سهام نشان دادند مسئولیت‌پذیری اجتماعی، اثر مثبت و معناداری بر رتبه‌بندی اعتباری شرکت دارد و نوسان پایین به بالای بازده سهام بر رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی با رتبه‌بندی اعتباری شرکت تأثیر منفی و معناداری دارد.

فرضیه‌های پژوهش

براساس مبانی نظری ذکرشده فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر بیان گردید:

- (۱) مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر قیمت‌گذاری برند تأثیر مثبت معنی‌داری دارد.
- (۲) نوسانات بازدهی بر رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و قیمت‌گذاری برند تأثیر مثبت معنی‌داری دارد.
- (۳) احساسات سرمایه‌گذار بر رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و قیمت‌گذاری برند تأثیر مثبت معنی‌داری دارد.

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از زمره پژوهش‌های همبستگی و پس‌رویدادی است. همچنین، از جهت هدف پژوهش، از نوع پژوهش کاربردی است. جامعه آماری مورد بررسی در این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و دورل مورد بررسی نیز سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۲ بوده است. در این پژوهش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران دارای ویژگی‌های زیر، به‌عنوان نمونه انتخاب شده‌اند: عدم تغییر سال مالی، در دسترس بودن اطلاعات مالی در دورل مورد بررسی، حضور شرکت‌های مورد مطالعه در بورس در طول دوره مورد مطالعه و عدم شمول شرکت‌هایی مانند بانک‌ها و واسطه‌گری مالی، لیزینگ، هلدینگ و سرمایه‌گذاری به علت متفاوت بودن ماهیت و نوع فعالیت. در نهایت با توجه به شرایط مذکور از بین ۵۳۱ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران، با استفاده از روش

حذف سیستماتیک، اعمال شرایط فوق مطابق جدول (۱)، تعداد ۱۲۹ شرکت و یا ۱۰۳۲ سال-شرکت از جامعه آماری جهت انجام آزمون‌ها انتخاب شدند.

جدول (۱). روند انتخاب نمونه

۴۲۴۸	۵۳۱	تعداد کل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در پایان سال ۱۴۰۲
۶۳۲	(۷۹)	بین سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۲ همواره جزء شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران باشند
۶۹۶	(۸۷)	این شرکت‌ها نباید جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی، بانک‌ها، بیمه باشد
۳۶۰	(۴۵)	سال مالی آن‌ها منتهی به پایان سال باشد
۳۱۲	(۳۹)	در دوره مورد مطالعه تغییر سال مالی نداشته باشند
۷۵۲	(۹۴)	اطلاعات موردنیاز در دسترس باشد
۴۶۴	(۵۸)	وقفه عملیاتی بیش از سه ماه نداشته باشند
۱۰۳۲	۱۲۹	تعداد شرکت‌های نمونه

برای آزمون فرضیه اول یعنی تأثیر مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر قیمت‌گذاری برند، از مدل (۱) به شرح زیر استفاده می‌شود که ضریب β_1 بیانگر درجه تأثیرگذاری است:

$$\text{Brandvalue}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{CSR}_{i,t} + \beta_2 \text{Size}_{i,t} + \beta_3 \text{Cash}_{i,t} + \beta_4 \text{Age}_{i,t} + \beta_5 \text{Cfo}_{i,t} + \beta_6 \text{Bind}_{i,t} + \beta_7 \text{Turnover}_{i,t} + \beta_8 \text{Year}_{i,t} + \beta_9 \text{Industry}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۱)}$$

برای آزمون فرضیه دوم یعنی تأثیر نوسانات بازدهی بر رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و قیمت‌گذاری برند، از مدل (۲) به شرح زیر استفاده می‌شود که ضریب β_3 بیانگر درجه تأثیرگذاری است:

$$\text{Brandvalue}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{CSR}_{i,t} + \beta_2 \text{ARIndex}_{i,t} + \beta_3 \text{CSRit} * \text{ARIndex}_{i,t} + \beta_4 \text{Size}_{i,t} + \beta_5 \text{Cash}_{i,t} + \beta_6 \text{Age}_{i,t} + \beta_7 \text{Cfo}_{i,t} + \beta_8 \text{Bind}_{i,t} + \beta_9 \text{Turnover}_{i,t} + \beta_{10} \text{Year}_{i,t} + \beta_{11} \text{Industry}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۲)}$$

برای آزمون فرضیه سوم یعنی تأثیر احساسات سرمایه‌گذار بر رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و قیمت‌گذاری برند، از مدل (۳) به شرح زیر استفاده می‌شود که ضریب β_3 بیانگر درجه تأثیرگذاری است:

$$\text{Brandvalue}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{CSR}_{i,t} + \beta_2 \text{EMS}_{i,t} + \beta_3 \text{CSRit} * \text{EMS}_{i,t} + \beta_4 \text{Size}_{i,t} + \beta_5 \text{Cash}_{i,t} + \beta_6 \text{Age}_{i,t} + \beta_7 \text{Cfo}_{i,t} + \beta_8 \text{Bind}_{i,t} + \beta_9 \text{Turnover}_{i,t} + \beta_{10} \text{Year}_{i,t} + \beta_{11} \text{Industry}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۳)}$$

قیمت‌گذاری برند (Brand value)

برای عملیاتی کردن این متغیر از دو شاخص کیوتوبین (رابطه ۱) و روش داموداران (رابطه ۵) استفاده شده است:

۱- شاخص کیوتوبین از طریق نسبت حاصل جمع ارزش بازار شرکت (ارزش بازار سهام عادی) به علاوه ارزش دفتری بدهی‌ها بر جمع دارایی‌های شرکت به شرح زیر به دست می‌آید (لیو و همکاران، ۲۰۲۴).

$$\text{رابطه (۱)} \quad \text{Q-Tobin} = \frac{\text{ارزش دفتری بدهی‌ها} + \text{ارزش بازار شرکت}}{\text{دارایی‌های شرکت}}$$

۲- شاخص داموداران از طریق نسبت ارزش بازار شرکت بر فروش شرکت محاسبه گردیده سپس این نسبت با نسبت یک شرکت خاص یا یک شرکت بدون برند (شرکت با کمترین ارزش بازار در هر صنعت) مقایسه می‌شود و مابه‌التفاوت آن در فروش شرکت دارای برند، ضرب می‌شود که حاصل آن قیمت‌گذاری برند شرکت است که برای همگن‌سازی بر جمع دارایی‌های ابتدای دوره تقسیم می‌شود (داموداران، ۲۰۱۵):

$$\text{Brand value} = ([\frac{V}{S}]_b - [\frac{V}{S}]_g) * S_b \quad \text{رابطه (۲)}$$

$[\frac{V}{S}]_b$ بیانگر نسبت ارزش شرکت به فروش شرکت دارای برند و $[\frac{V}{S}]_g$ بیانگر نسبت ارزش شرکت به فروش شرکت فاقد برند و S_b بیانگر فروش شرکت دارای برند.

شاخص مسئولیت‌پذیری اجتماعی (CSR)

برای اندازه‌گیری شاخص مسئولیت‌پذیری اجتماعی از سه بعد اقتصادی، قانونی و اخلاقی مسئولیت‌پذیری اجتماعی با به‌کارگیری شاخص ترکیبی متغیرهای مذکور، مشابه روش جیو و راپونس^۱ (۲۰۱۰) استفاده گردید. ابتدا برای اندازه‌گیری هر بعد، از ترکیب متغیرهای در نظر گرفته در هر بعد استفاده شده است بدین شرح که برای ترکیب چند متغیر، ابتدا اندازه هر متغیر از نزولی به صعودی مرتب شده، سپس هر متغیر دهک‌بندی شده و نمره ۱ تا ۱۰ به هر شرکت با توجه به محل قرار گرفتن در دهک اختصاص می‌یابد. در هر متغیر نمره ۱ به دسته شرکت‌هایی داده می‌شود که از لحاظ آن متغیر نامطلوب و یا کارایی اندک دارند و نمره ۱۰ برای دسته شرکت‌هایی است که بیشترین کارایی را دارند. سرانجام، مجموع اعداد رتبه دهکی متغیرهای تشکیل‌دهنده هر بعد، مربوط به هر شرکت، بر تعداد آن‌ها (متغیرهای تشکیل‌دهنده هر بعد) تقسیم می‌شود تا شاخصی جامع و ترکیبی، براساس میانگین رتبه دهکی، برای هر یک از ابعاد به دست آید. در نهایت با جمع رتبه دهکی هر سه بعد دهک‌بندی شده، رتبه دهکی نهایی برای متغیر شاخص مسئولیت‌پذیری اجتماعی محاسبه می‌شود. تعریف اندازه‌گیری هر بعد به صورت زیر است (بنابی قدیم و همکاران، ۱۴۰۱؛ بنابی قدیم و واعظ، ۱۴۰۰):

الف) شاخص‌های بعد قانونی (Legal Dimension-LD). در این بعد الزامات قانونی و محیط کسب‌وکار مورد توجه قرار می‌گیرد. برای ایفای مسئولیت‌پذیری اجتماعی از این منظر، ابعاد اعتباردهندگان، رعایت قوانین سازمان امور مالیاتی، رعایت مقررات سازمان بورس و اوراق بهادار (آیین‌نامه نظام راهبری شرکتی)، رعایت قوانین وزارت کار و امور اجتماعی و رعایت مقررات تجارت در نظر گرفته شده است (بنابی قدیم و واعظ، ۱۴۰۰):

الف-۱- اهرم مالی (LEV): نسبت بدهی‌های بهره‌دار به کل دارایی‌ها.

الف-۲- اجتناب مالیاتی (TAX AVO): شرکت‌هایی که اجتناب و فرار مالیاتی کمتر دارند نزد دولت از مشروعیت بیشتری برخوردار می‌شوند این متغیر از قدر مطلق حاصل تفریق مالیات تشخیصی از مالیات ابرازی تقسیم بر سود یا زیان قبل از کسر مالیات به دست می‌آید.

الف-۳- کیفیت افشا (QD): از امتیاز کیفیت افشای داده‌شده به هر شرکت توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران استفاده می‌شود. این امتیاز براساس دو معیار به موقع بودن و قابلیت اتکا محاسبه می‌شود.

الف-۴- نسبت سهام شناور آزاد (FFSR): نسبت سهام شناور آزاد اعلام‌شده در اطلاعیه‌های سالانه بورس و اوراق بهادار. سهام شناور آزاد آن بخشی از سهام یک شرکت سهامی اطلاق می‌گردد که دارندگان آن آمادۀ عرضه و فروش آن بخش از سهام می‌باشند و انتظار می‌رود که در آینده نزدیک قابل معامله باشد.

ب) شاخص‌های بعد اقتصادی (Economic Dimension-ED). در این بعد، برای ایفای مسئولیت‌پذیری اجتماعی از منظر اقتصادی (آنچه سازمان باید برای حداکثرسازی سود انجام دهد) جنبه‌های مالی و عملکردی مورد توجه قرار می‌گیرد. شاخص‌های مورد استفاده به شرح زیر است (بنابی قدیم و واعظ، ۱۴۰۰):

ب-۱- جریان نقدی آزاد (FCF): برای محاسبه جریان نقدی آزاد از فرمول زیر (رابطه ۳) استفاده شده است.

$$A_{i,t}FCF_{i,t} = (INC_{i,t} - TAX_{i,t} - INTEP_{i,t} - CSDIV_{i,t}) \quad \text{رابطه (۳)}$$

$INC_{i,t}$ سود عملیاتی، $TAX_{i,t}$ مالیات بر درآمد پرداختنی، $INTEP_{i,t}$ هزینه بهره پرداختنی، $CSDIV_{i,t}$ سود پرداختنی به سهام‌داران عادی، $A_{i,t}$ جمع کل دارایی‌ها. برای همگن کردن شرکت‌ها، صورت کسر بر جمع دارایی‌های ابتدای دوره تقسیم می‌شود.

ب-۲- ارزش افزوده اقتصادی (EVA): این شاخص بازده باقیمانده‌ای است که از کسر هزینه سرمایه از سود خالص عملیاتی بعد از مالیات به دست می‌آید (رابطه ۴).

$$EVA = NOPAT - (WACC * CAPITAL) \quad \text{رابطه (۴)}$$

که (NOPAT) سود خالص عملیاتی بعد از کسر مالیات، (Capital) سرمایه به کارگرفته شده و (WACC) میانگین موزون هزینه سرمایه به شرح زیر است:

$$WACC = (K_D * (1 - T_c) * D/V) + (K_E * S/V) \quad \text{رابطه (۵)}$$

S: حقوق سهام‌داران (حقوق صاحبان سهام تا پایان سال معادل حاصل ضرب قیمت بازار هر سهم در تعداد کل سهام شرکت در پایان سال)، D: کل بدهی (ارزش دفتری وام‌های دریافتی کوتاه‌مدت و بلندمدت)، V: معادل ارزش شرکت (جمع ارزش کل بدهی و حقوق صاحبان سهام)، K_D : نرخ وام استقراضی (هزینه‌های مالی مستخرج از صورت سود و زیان تقسیم بر کل بدهی)، T_c : اثر مالیاتی (هزینه مالیات مستخرج از صورت سود و زیان تقسیم بر درآمد قبل از مالیات)، K_E : نرخ بازدهی تحقق‌یافته تعدیل‌شده مستخرج از نرم‌افزار ره‌آورد نوین (بنابی قدیم و همکاران، ۱۴۰۱).

ب-۳- نرخ بازده دارایی‌ها (ROA): برای سنجش سودآوری از این شاخص استفاده می‌شود که از نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها به دست می‌آید.

ب-۴- شاخص چرخه نقدینگی (CCC)

$$CCC = Inv + AR - AR \quad \text{رابطه (۶)}$$

Inv: میانگین موجودی کالا تقسیم بر بهای تمام‌شده کالای فروش رفته $\times ۳۶۵$ ، AR: میانگین حساب‌های دریافتنی تقسیم بر فروش خالص $\times ۳۶۵$ ، AP: میانگین حساب‌های پرداختنی تقسیم بر خریدها $\times ۳۶۵$

ب-۵- کارایی منابع مالی (FRE): این نسبت که یکی از نسبت‌های سودآوری هست و درواقع نشان‌دهنده این است که چند درصد از فروش، سود هست.

$$FRE = 1 - \left(\frac{\Delta I}{\Delta P} \right) \quad \text{رابطه (۷)}$$

ΔI : درصد تغییرات سود، ΔP : درصد تغییرات فروش

ج) شاخص‌های بعد اخلاقی (Moral Dimension-MD). در این بعد، اخلاق کسب‌وکار و رویه‌های عملیاتی منصفانه مورد توجه قرار می‌گیرد.

ج-۱- انصاف (Fairness): صداقت، انصاف و احترام به جامعه و ذی‌نفعان شرکت یک ارزش اجتماعی محسوب می‌شود. برای رسیدن به این هدف شرکت‌ها خود را ملزم به رعایت اخلاق کسب‌وکار می‌نمایند. بنابراین مطابق با شاخص اخلاقی نظریه ذی‌نفعان و خطر اخلاقی عدم تقارن اطلاعاتی، استدلال می‌شود که کسب بازده غیرمعارف در بازار سهام بیانگر عدم تقارن اطلاعاتی هست که خطر اخلاقی به همراه دارد. این خطر اخلاقی ناشی از بی‌انصافی در شناسایی، اندازه‌گیری و یا افشای اطلاعات است. بر این اساس یک منهای انحراف معیار بازده غیرعادی ماهانه، بیانگر انصاف است (بنابی قدیم و واعظ، ۱۴۰۰).

ج-۲- اظهارنظر حسابرس (QAD): برای اندازه‌گیری اظهارنظر حسابرس با توجه به نوع اظهارنظر حسابرس و بندهای اظهارنظر حسابرس، عددی بین ۱ تا ۱۰ به شرکت‌ها داده شده است. عدد یک به شرکت‌های که گزارش مردود یا عدم اظهارنظر دریافت کرده‌اند و عدد ۱۰ به شرکت‌هایی که گزارش مقبول دریافت کرده‌اند، داده شده است. عدد ۲ تا ۹ به شرکت‌هایی که اظهارنظر مشروط با توجه به بند دریافت کرده‌اند داده شده است بدین‌صورت که شرکتی با ۱ بند اظهارنظر مشروط عدد ۹ و شرکتی با ۲ بند اظهارنظر عدد ۸ را دریافت کرده است و هرچقدر تعداد بندهای گزارش مشروط بیشتر شود شرکت نمره کمتری را دریافت خواهد کرد و از آنجاکه در نمونه انتخابی پژوهش حداکثر ۸ بند گزارش مشروط وجود داشته، بنابراین نمره ۲ متعلق به دسته شرکت‌هایی بوده که دارای ۸ بند گزارش باشند. همچنین قابل‌ذکر است که بندهای تأکید بر مطلب خاص و بندهای مربوط به رعایت قوانین و مقررات، به دلیل اینکه تأثیری بر اظهارنظر گزارش حسابرسی نداشته بررسی نشده است (بنایی قدیم و واعظ، ۱۴۰۰).

ج-۳- اقلام تعهدی (DAC): اقلام تعهدی اختیاری قابل‌اعمال نظر توسط مدیریت هستند. مدیر اخلاق‌مدار با استفاده از اقلام تعهدی اختیاری، رفتاری جانبدارانه که منافع فردی را به همراه داشته باشد از خود نشان نمی‌دهد. چراکه مطابق با شاخه اخلاقی تئوری ذی‌نفعان، وی منافع جمع را بر منافع فرد ترجیح داده است به عبارت دیگر رفتار اخلاقی داشته است. در شرکت‌هایی که اقلام تعهدی اختیاری با ارزش بازار آن‌ها همبستگی دارد، چنین به نظر می‌رسد که مطابق با نظریه کارول، مسئولیت‌پذیری اجتماعی از منظر اخلاقی بهتر رعایت می‌شود (بنایی قدیم و واعظ، ۱۴۰۰). برای اندازه‌گیری مدیریت سود تعهدی از مدل تعدیل‌شده جونز (رابطه ۸) در سطح سال-شرکت استفاده می‌شود:

$$\left(\frac{TA_{it}}{A_{it-1}}\right) = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}}\right) + \alpha_2 \left(\frac{(\Delta REV - \Delta REC)}{A_{it-1}}\right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE}{A_{it-1}}\right) + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۸)}$$

در رابطه یک TA_{it} : جمع کل اقلام تعهدی شرکت i در سال t که از حاصل سود خالص منهای وجوه نقد عملیاتی به دست می‌آید؛ A_{it-1} : جمع کل دارایی‌های شرکت i در سال $t-1$ ؛ ΔREV : تغییر درآمد شرکت i بین سال $t-1$ و t ؛ ΔREC : تغییر در حسابداری دریافتنی شرکت i بین سال $t-1$ و t ؛ PPE_{it} : میزان اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات شرکت i در سال t . در این مدل شاخص مدیریت سود (اقلام تعهدی اختیاری) با استفاده از تخمین مقطعی مدل تعدیل‌شده جونز، همان جمله خطا (ε) هست که اگر این شاخص منفی باشد نشان‌دهنده مدیریت سود کاهنده و اگر مثبت باشد نشان‌دهنده مدیریت سود افزاینده است (کوتاری و همکاران^۱، ۲۰۰۵). قابل‌ذکر است که در این تحقیق، هر چه سطح (اندازه) قدر مطلق اقلام تعهدی اختیاری بالا باشد نشان می‌دهد که امکان مدیریت سود توسط مدیریت بالا و قابلیت مقایسه پایین می‌رود.

نوسان بازده (ARIndex)

برای عملیاتی کردن نوسان بازده از نوسانات غیرعادی بازده بازار سرمایه (ARIndex) استفاده شده است (رابطه ۹). برای محاسبه نوسانات غیرعادی بازده بازار سرمایه از پسماندهای مدل زیر استفاده می‌شود. برای نوسانات غیرعادی بازده بازار سرمایه بر روی وقفه قبل خود رگرس شده و پسماندها مرتب و دهک اول و آخر به عنوان نوسان غیرعادی بازده بازار سرمایه برآورد می‌شود (گائو و همکاران^۲، ۲۰۲۲).

$$RIndex_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 RIndex_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۹)}$$

بازده بازار سرمایه (RIndex): در این پژوهش برای محاسبه بازده سرمایه از نسبت لگاریتم شاخص قیمت بورس در زمان t بر شاخص قیمت بورس در زمان $t-1$ استفاده شده است؛ که در رابطه زیر (رابطه ۱۰) طریقه محاسبه آن ارائه شده است (گائو و همکاران، ۲۰۲۲).

$$RIndex_t = \ln \left(\frac{Index_t}{Index_{t-1}} \right) * 100 \quad \text{رابطه (۱۰)}$$

Index: شاخص قیمت بورس اوراق بهادار

احساسات سرمایه‌گذاران (EMSI)

برای اندازه‌گیری احساسات سرمایه‌گذار از گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با استفاده از معادله گرایش‌های احساسی بازار سرمایه (EMSI) استفاده می‌شود (طالبی و همکاران، ۱۴۰۲)؛ بنابراین، گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با استفاده از رابطه زیر (رابطه ۱۱) قابل محاسبه هست.

$$SENT = \frac{\sum (R_{it} - R_r)(R_{iv} - R_v)}{[\sum (R_{it} - R_r)^2 \sum (R_{iv} - R_v)^2]^{\frac{1}{2}}} * 100 \quad \text{رابطه (۱۱)}$$

$SENT_{it}$: شاخص احساس بازار سهم برای شرکت i در دوره t که می‌تواند میان ۱۰۰- تا ۱۰۰+ نوسان کند. R_{it} : رتبه بازده سالانه سهم برای شرکت i در دوره t : $\bar{R}_{r,t}$: میانگین رتبه‌های بازده سهم شرکت‌های پرتفوی (در این پژوهش شرکت‌های نمونه براساس اندازه (لگاریتم اندازه شرکت) مرتب و براساس پرتفوی از کوچک به بزرگ طبقه‌بندی می‌شوند؛ به‌طوری که پرتفوی یک، شرکت‌های با کمترین مقدار معیار مورد نظر و پرتفوی ۵ شامل شرکت‌های با بیشترین معیار در آن سال باشد). R_{iv} : رتبه نوسان بازده سهم شرکت i در دوره t . این نوسان برابر است با انحراف معیار بازده‌های سهم در چهار سال قبل به علاوه سال جاری. $\bar{R}_v$: میانگین رتبه‌های نوسان بازده سهم شرکت‌های پرتفوی (لیو و همکاران، ۲۰۲۴؛ گائو و همکاران، ۲۰۲۲).

براساس پژوهش‌های قبلی مانند اگو و همکاران (۲۰۲۴)، کی و همکاران (۲۰۲۴)، مسریوا و ریجانتو (۲۰۲۴)، وانگ (۲۰۲۲)، دایوتاج (۲۰۲۳)، چن و ژانگ (۲۰۲۱)، متغیرهای زیر به‌عنوان متغیر کنترلی به‌کارگرفته شده‌اند: اندازه شرکت (SIZE)؛ در این پژوهش از لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام برای اندازه‌گیری متغیر اندازه شرکت استفاده شده است. وجه نقد (CASH)؛ وجه نقد، عبارت است از مانده وجه نقد در پایان سال تقسیم بر جمع دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی. سن شرکت (Age)؛ در این پژوهش از لگاریتم طبیعی فاصله سال تأسیس شرکت تا سال مورد بررسی برای اندازه‌گیری متغیر سن شرکت استفاده شده است. جریان نقد عملیاتی (CFO)؛ در این پژوهش از نسبت جریان نقد عملیاتی بر جمع کل دارایی‌ها برای اندازه‌گیری جریان نقد عملیاتی استفاده شده است. استقلال هیئت‌مدیره (BIND)؛ در این پژوهش از نسبت اعضای غیرموظف بر کل اعضای هیئت‌مدیره برای اندازه‌گیری استقلال هیئت‌مدیره استفاده شده است. گردش دارایی‌ها (Asset Turnover)؛ برای عملیاتی کردن این متغیر از نسبت کل درآمد فروش به ارزش دفتری دارایی‌ها استفاده شده است.

یافته‌های پژوهش

جدول (۲) و (۳)، آمار توصیفی داده‌های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در پژوهش را نشان می‌دهد. میانگین متغیر قیمت‌گذاری برند براساس مدل کیوتوبین معادل ۳/۱۰۳ و براساس مدل داموداران معادل ۰/۰۶۴ است که بیانگر ارزش بازار بالای برند شرکت‌های مورد مطالعه و فاصله زیاد بین فروش شرکت‌های صنعت با شرکت ضعیف آن

صنعت و بیانگر رقابت اندک بین شرکت‌ها است. میانگین متغیر احساسات سرمایه‌گذار معادل ۰/۲۴۰ است که بیانگر گرایش احساسی فراوان و خوش‌بینانه سرمایه‌گذاران و در نتیجه نزدیکی بازدهی سرمایه‌گذار به بازدهی بازار است. در بین شرکت‌های مورد مطالعه بعد قانونی مسئولیت‌پذیری اجتماعی نسبت به دیگر ابعاد آن دارای بیشترین میانگین (۵/۷۳) و بعد اقتصادی دارای کمترین (۳/۳۶) میانگین است؛ یعنی رعایت مسئولیت‌پذیری اجتماعی بیشتر به سبب الزامات قانونی است و شرکت‌های مورد مطالعه دلواپسی زیادی بابت پیامدهای اقتصادی فعالیت‌های خود در بعد اجتماعی ندارند، حدود ۲۰ درصد شرکت‌های مورد مطالعه در دوره مورد رسیدگی دارای نوسان بازار غیرعادی هستند که عدم کارایی بازار سرمایه را نشان می‌دهد. بیشترین پراکندگی داده‌ها مربوط به متغیر احساسات سرمایه‌گذار با مقدار ۱۸/۰۸۵ است که نشانگر پراکندگی گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران نسبت به یکدیگر هست.

جدول (۲). آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
قیمت‌گذاری برند (کیوتوبین)	۳/۱۰۳	۲/۰۵۴	۳/۳۳۳	۰/۵۷۲	۳/۳۷۶	۱/۷۰۴	۳/۹۰۰
قیمت‌گذاری برند (داموداران)	۰/۰۶۴	۰/۰۵۸	۰/۱۳۴	۰/۰۰۵	۲/۱۰۷	۱/۱۹۲	۲/۶۱۳
احساسات سرمایه‌گذار	۰/۲۴۰	۱/۱۹۵	۹/۶۵۰	-۹۹/۵۸	۱۸/۰۸۵	-۰/۲۵۲	۱۰/۷۸۰
مسئولیت اجتماعی	۱۴/۳۱	۱۲/۴۵	۲۳/۰۸	۶/۸۱	۰/۱۷۶	-۰/۰۱۸	۲/۵۰۰
بعد اقتصادی	۳/۳۶	۲/۹۲	۶/۳۲	۱/۳۳	۰/۲۹۲	-۰/۲۲۱	۱/۹۳۵
بعد اخلاقی	۴/۱۹	۳/۷۶	۷/۶۱	۲/۴۳	۰/۲۷۴	-۰/۰۱۱	۲/۴۶۳
بعد قانونی	۵/۷۳	۵/۲۶	۹/۱۵	۳/۰۵	۰/۳۰۷	-۰/۰۳۲	۲/۱۵۹
اندازه شرکت	۱۸۰۰	۱/۸۸۵	۲۲/۲۷۳	۱۱/۲۲۲	۱/۹۵۱	۰/۳۶۷	۲/۹۷۳
۱۵							
وجه نقد	۰/۰۴۶	۰/۰۳۰	۰/۵۹۹	۰/۰۰۲	۰/۰۵۱	۳/۰۶۰	۵/۸۱۱
لگاریتم سن شرکت	۳/۶۶۳	۳/۷۳۷	۴/۲۷۶	۱/۷۹۱	۰/۳۷۴	-۰/۷۶۲	۳/۳۹۴
جریان نقد عملیاتی	۰/۱۰۶	۰/۰۷۹	۰/۷۲۶	-۰/۴۶۰	۰/۱۳۴	۰/۷۵۸	۴/۵۴۸
استقلال هیئت‌مدیره	۰/۶۰۵	۰/۶۰۰	۱	۰/۲۰۰	۰/۱۸۷	-۰/۵۲۶	۲/۵۶۵
گردش دارایی‌ها	۰/۹۹۸	۰/۷۸۹	۷/۴۴۶	۰/۰۱۱	۰/۷۹۷	۲/۷۱۹	۱/۰۴۷

جدول (۳). توزیع فراوانی متغیر نوسان بازده

عنوان	فراوانی	درصد فراوانی
۰	۸۲۵	۷۹/۹۴
۱	۲۰۷	۲۰/۰۶
جمع	۱۰۳۲	۱۰۰

با توجه به جدول (۴) چون سطح معناداری آزمون افلیمر در مدل‌های پژوهش کمتر از ۵ درصد است، از این‌رو رویکرد داده‌های تابلوبی (پانل دیتا) در مقابل رویکرد داده‌های تلفیقی (پول) موردپذیرش قرار می‌گیرند. با توجه به

جدول (۵) چون سطح معناداری آزمون در مدل‌های پژوهش کمتر از ۵ درصد است، از این‌رو آثار ثابت عرض از مبدأ در مقابل آثار تصادفی عرض از مبدأ موردپذیرش قرار می‌گیرند.

جدول (۴). نتایج آزمون اف‌لیمر (چاو)

نام مدل	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
مدل اول-کیوتوبین	۱۸/۶۸۸	۰/۰۰۰	داده‌های تابلویی
مدل اول-داموداران	۱۵/۳۱۸	۰/۰۰۰	داده‌های تابلویی
مدل دوم-کیوتوبین	۲۰/۱۰۲	۰/۰۰۰	داده‌های تابلویی
مدل دوم-داموداران	۱۹/۳۵۷	۰/۰۰۰	داده‌های تابلویی
مدل سوم-کیوتوبین	۱۸/۵۲۰	۰/۰۰۰	داده‌های تابلویی
مدل سوم-داموداران	۱۶/۷۳۴	۰/۰۰۰	داده‌های تابلویی

جدول (۵). نتایج آزمون هاسمن

نام مدل	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
مدل اول-کیوتوبین	۸۸۳/۳۱	۰/۰۰۰	آثار ثابت عرض از مبدأ
مدل اول-داموداران	۷۹۲/۲۶	۰/۰۰۰	آثار ثابت عرض از مبدأ
مدل دوم-کیوتوبین	۸۷۰/۵۵	۰/۰۰۰	آثار ثابت عرض از مبدأ
مدل دوم-داموداران	۸۰۶/۲۱	۰/۰۰۰	آثار ثابت عرض از مبدأ
مدل سوم-کیوتوبین	۸۹۲/۵۶	۰/۰۰۰	آثار ثابت عرض از مبدأ
مدل سوم-داموداران	۸۵۱/۴۴	۰/۰۰۰	آثار ثابت عرض از مبدأ

برای رفع خطای استاندارد از روش خوشه‌ای (رویکرد استواری) استفاده گردید که در آن ناهمسانی واریانس و همبستگی بین گروهی خطاها لحاظ می‌گردد. بنابراین در تخمین فرضیات خطای استاندارد خوشه‌ای لحاظ و سپس اقدام به آزمون فرضیه‌های پژوهش گردید.

براساس نتایج آزمون فرضیه اول در جدول (۶) مشاهده می‌شود که مسئولیت‌پذیری اجتماعی براساس مدل کیوتوبین و مدل داموداران به ترتیب دارای ضریب مثبت (۰/۱۲۰۶ و ۰/۰۷۳) و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است از این رو می‌توان گفت که بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و قیمت‌گذاری برند رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد. از بین متغیرهای کنترلی پژوهش، متغیرهای اندازه شرکت، عمر شرکت، جریان نقد عملیاتی، گردش دارایی‌ها دارای تأثیر مستقیمی بر قیمت‌گذاری برند دارند؛ یعنی شرکت‌های بزرگ و با قدمت زیاد دارای قدرت رقابتی و سهم بازار فراوانی هستند که قیمت‌گذاری برند شرکت را افزایش می‌دهد و نیز شرکت‌های با جریان نقد عملیاتی و گردش زیاد دارایی‌ها، نشانگر بازدهی فراوان دارایی‌ها و پایداری بیشتر در عملکرد آن‌ها است که ارزش برند را افزایش می‌دهد، ولی بیشتر بودن وجه نقد شرکت و استقلال بیشتر هیئت‌مدیره تأثیر معنی‌داری بر قیمت‌گذاری برند ندارند. ضریب تعیین تعدیل‌شده نشان می‌دهد که متغیرهای توضیحی توانسته‌اند ۴۴ و ۳۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. سطح معناداری فیشر کمتر از ۵ درصد است از این رو می‌توان گفت که مدل برازش‌شده از اعتبار کافی برخوردار است. آماره دوربین و واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد و نشان می‌دهد در مدل مشکل خودهمبستگی مرتبه اول وجود ندارد.

جدول (۶). تخمین نهایی مدل رگرسیونی اول

مدل ۱- کیوتوبین			مدل ۲- دامودران		
متغیرها	ضرایب	آماره t	سطح معناداری	ضرایب	آماره t
مسئولیت اجتماعی	۰/۱۲۰۶	۲/۳۱۵	۰/۰۰۳۷	۰/۰۷۳	۲/۵۲۹
اندازه شرکت	۰/۰۵۱۹	۲/۰۶۱	۰/۰۱۵	۰/۰۲۱	۳/۶۱۶
وجه نقد	۰/۰۱۳۸	۱/۴۱۷	۰/۰۷۳۲	۰/۰۲۲	۱/۳۵۰
لگاریتم سن شرکت	۰/۱۱۴۰	۲/۸۲۶	۰/۰۰۴	۰/۰۸۵	۳/۷۱۲
جریان نقد عملیاتی	۰/۲۰۶۵	۴/۴۱۶	۰/۰۰۰	۰/۱۶۲	۲/۸۲۵
استقلال هیئت مدیره	۰/۰۳۷۱	۱/۲۹۴	۰/۰۸۴	۰/۰۵۷	۱/۰۴۹
گردش دارایی‌ها	۰/۰۳۷۳	۲/۰۵۳	۰/۰۰۵۵	۰/۰۶۳۲	۳/۳۴۶
عرض از مبدأ	۰/۰۹۳۴	۶/۳۱۳	۰/۰۰۲	۰/۰۵۲۱	۵/۳۴۸
سایر اطلاعات مدل ۱			سایر اطلاعات مدل ۲		
ضریب تعیین	۰/۴۶۱۸		۰/۴۰۶۸		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۴۷۳		۰/۳۸۶۱		
آماره فیشر - سطح معناداری	۵۲/۶۳۵	۰/۰۰۰	۶۰/۳۷۵	۰/۰۰۰	
آماره دوربین واتسون	۱/۹۱۸		۱/۸۸۳		

براساس نتایج آزمون فرضیه دوم در جدول (۷) مشاهده می شود که متغیر نوسان بازدهی براساس مدل کیوتوبین و مدل داموداران به ترتیب با ضرایب (۰/۰۵۷۱- و ۰/۰۷۳۲-) و با سطح معنی داری (۰/۰۱۶ و ۰/۰۲۸) نشانگر تأثیر منفی آن بر قیمت گذاری برند شرکت های مورد مطالعه است؛ یعنی با افزایش نوسان بازدهی، قدرت رقابتی برای افزایش سهم بازار و فروش بیشتر از رقبای، تضعیف و از ارزش شرکت می کاهد. متغیر اثر تعاملی (مسئولیت اجتماعی × نوسان بازده) به ترتیب دارای ضریب منفی (۰/۰۲۵۵- و ۰/۰۵۱۵-) و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است از این رو می توان گفت که نوسان بازده بر رابطه بین مسئولیت پذیری اجتماعی و قیمت گذاری برند تأثیر منفی دارد و مانع از نقش آفرینی مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت در تقویت ارزش برند شرکت می شود. به عبارت دیگر ضریب متغیر مستقل (مسئولیت پذیری اجتماعی) به ترتیب براساس مدل کیوتوبین و مدل داموداران از ۰/۰۸۲۴ به ۰/۰۲۵۵- و ۰/۱۱۵۳ به ۰/۰۵۱۵- تعدیل شده است. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد که متغیرهای توضیحی توانسته اند ۴۷ و ۴۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. سطح معناداری فیشر کمتر از ۵ درصد است از این رو می توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. دوربین واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد و نشان می دهد در مدل مشکل خودهمبستگی مرتبه اول وجود ندارد.

جدول (۷). تخمین نهایی مدل رگرسیونی دوم

مدل ۱- کیوتوبین			مدل ۲- دامودران		
متغیرها	ضرایب	آماره t	سطح معناداری	ضرایب	آماره t
مسئولیت اجتماعی	۰/۰۸۲۴	۲/۶۲۶	۰/۰۰۳	۰/۱۱۵۳	۲/۱۹۵
نوسان بازده	۰/۰۵۷۱-	۳/۲۸۱	۰/۰۱۶	۰/۰۷۳۲-	۲/۲۶۱
مسئولیت اجتماعی × نوسان بازدهی	۰/۰۲۵۵-	۲/۱۵۰	۰/۰۰۴	۰/۰۵۱۵-	۲/۳۸۶
اندازه شرکت	۰/۰۰۶	۴/۱۹۲	۰/۰۰۲۱	۰/۰۱۳۳	۳/۱۶۴
وجه نقد	۰/۰۲۴۳	۱/۴۳۵	۰/۱۵۰۶	۰/۰۵۲۶	۱/۲۷۶

لگاریتم سن شرکت	۰/۰۱۹۲	۲/۰۷۳	۰/۰۴۶۱	۰/۰۲۴۳	۲/۱۹۲	۰/۰۱۲
جریان نقد عملیاتی	۰/۱۴۶۱	۲/۲۵۷	۰/۰۳۰۴	۰/۰۶۱۸	۳/۱۳۵	۰/۰۱۵
استقلال هیئت‌مدیره	۰/۰۸۳۱	۱/۶۳۴	۰/۰۸۴۲	۰/۱۱۰۱	۱/۵۰۳	۱/۶۱۵
گردش دارایی‌ها	۰/۰۴۵۳	۲/۰۶۵	۰/۰۱۷۱	۰/۰۳۱۶	۲/۷۷۱	۰/۰۰۵
عرض از مبدأ	۰/۰۹۱۹	۴/۸۵۹	۰/۰۰۳	۰/۱۰۵۷	۶/۵۸۳	۰/۰۲۶
سایر اطلاعات مدل ۱	سایر اطلاعات مدل ۲					
ضریب تعیین	۰/۵۲۱۸	۰/۴۸۴۵				
ضریب تعیین تعدیل‌شده	۰/۴۷۲۹	۰/۴۵۱۶				
آماره فیشر – سطح معناداری	۷۱/۳۱۸	۰/۰۰۰	۶۶/۳۴۳	۰/۰۰۰		
دوربین واتسون	۲/۱۶۲۱	۲/۰۴۰۲				

براساس نتایج آزمون فرضیه سوم در جدول (۸) مشاهده می‌شود که متغیر احساسات سرمایه‌گذار براساس مدل کیوتوبین و مدل داموداران به ترتیب با ضرایب (۰/۰۱۳۱ و ۰/۰۰۸۳) و با سطح معنی‌داری (۰/۱۰۵۱ و ۰/۰۶۲۲) نشانگر عدم تأثیر معنی‌دار آن بر ارزش برند شرکت‌های مورد مطالعه است؛ یعنی در بازار سرمایه ایران احساسات و گرایش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران با تصمیم‌های شرکت‌ها در یک راستا نیست. اثر تعاملی (مسئولیت اجتماعی × احساسات سرمایه‌گذار) براساس مدل کیوتوبین و مدل داموداران به ترتیب با ضرایب (۰/۰۵۲۶ و ۰/۰۲۰۰) و با سطح معنی‌داری (۰/۱۲۸۴ و ۰/۰۸۳۱) حاکی از این است که احساسات سرمایه‌گذار بر رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و قیمت‌گذاری برند تأثیر ندارد که گویای تضاد منافع بین سرمایه‌گذاران با شرکت‌های مورد مطالعه و عدم همسویی تصمیم‌های سرمایه‌گذاری بین آن‌ها است؛ به عبارتی سرمایه‌گذاران با گرایش‌های احساسی بیشتر، به سبب وضعیت اقتصادی ناپایدار و تأثیرپذیری بازار سرمایه از این امر، بیشتر به سرمایه‌گذاری‌های مطمئن‌تر روی می‌آورند تا به سرمایه‌گذاری با ریسک فراوان در بازار سرمایه. ضریب تعیین تعدیل‌شده نشان می‌دهد که متغیرهای توضیحی توانسته‌اند ۵۱ و ۵۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. سطح معناداری فیش کمتر از ۵ درصد است از این رو می‌توان گفت که مدل برازش‌شده از اعتبار کافی برخوردار است. آماره دوربین واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد و نشان می‌دهد در مدل مشکل خودهمبستگی مرتبه اول وجود ندارد.

جدول (۸). تخمین نهایی مدل رگرسیونی سوم

متغیرها	ضرایب	آماره t	سطح معناداری	ضرایب	آماره t	سطح معناداری	مدل ۱- کیوتوبین	مدل ۲- داموداران
مسئولیت اجتماعی	۰/۰۶۱۳	۲/۲۹۲	۰/۱۶۴	۰/۰۳۸۲۵	۳/۰۹۲	۰/۰۰۷	سطح معناداری	سطح معناداری
احساسات سرمایه‌گذار	۰/۰۱۳۱	۱/۳۱۸	۰/۱۰۵۱	۰/۰۰۸۳	۱/۵۱۵	۰/۰۶۲۲	سطح معناداری	سطح معناداری
مسئولیت اجتماعی × احساسات سرمایه‌گذار	۰/۰۵۲۶	۱/۲۷۵	۰/۱۲۸۴	۰/۰۲۰۰	۱/۳۶۲	۰/۰۸۳۱	سطح معناداری	سطح معناداری
اندازه شرکت	۰/۰۰۷۱	۲/۲۶۱	۰/۰۳۵۱	۰/۰۶۲۱	۲/۲۱۶	۰/۰۴۱۶	سطح معناداری	سطح معناداری
وجه نقد	۰/۰۰۴۹	۱/۲۵۴	۰/۰۷۲۷	۰/۰۰۱۸	۱/۷۲۲	۰/۱۵۳۴	سطح معناداری	سطح معناداری
لگاریتم سن شرکت	۰/۱۳۴۵	۳/۳۱۸	۰/۰۰۱۴	۰/۲۶۳۲	۲/۴۰۴	۰/۰۱۱۶	سطح معناداری	سطح معناداری
جریان نقد عملیاتی	۰/۱۰۵۲	۲/۲۶۱	۰/۰۰۵۳	۰/۰۸۳۱	۴/۸۹۴	۰/۰۰۳	سطح معناداری	سطح معناداری
استقلال هیئت‌مدیره	۰/۰۹۲۶	۱/۸۶۴	۰/۱۶۰۱	۰/۰۴۱۸	۱/۶۱۸	۰/۰۶۱۶	سطح معناداری	سطح معناداری
گردش دارایی‌ها	۰/۰۲۱۵	۲/۲۱۵	۰/۰۱۳۰	۰/۰۱۱۷	۲/۴۰۷	۰/۰۱۵۱	سطح معناداری	سطح معناداری
عرض از مبدأ	۰/۱۴۲۸	۴/۲۹۲	۰/۰۰۰	۰/۲۳۷۳	۳/۷۳۷	۰/۰۰۰	سطح معناداری	سطح معناداری

سایر اطلاعات مدل ۱		سایر اطلاعات مدل ۲	
ضریب تعیین		۰/۵۵۱۳	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۵۸۳۵	
آماره فیشر - سطح معناداری	۹۳/۶۱۷	۰/۰۰۰	۶۸/۲۱۶
آماره دوربین واتسون	۱/۹۳۳۴	۱/۹۹۰۵	

بحث و نتیجه‌گیری

هدف پژوهش حاضر، بررسی تأثیر نوسان بازدهی و احساسات سرمایه‌گذار بر رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و قیمت‌گذاری برند است. برای این منظور با استفاده از نمونه‌ای شامل ۱۲۹ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۲ با استفاده از مدل‌های رگرسیونی چندگانه، نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش نشان داد مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها بر قیمت‌گذاری برند تأثیر مثبت معنی‌داری دارد. این موضوع می‌تواند ناشی از اعتماد و اطمینانی باشد که مشتریان و ذی‌نفعان به شرکت‌هایی که به مسئولیت اجتماعی توجه دارند، پیدا می‌کنند. این اعتماد و اطمینان می‌تواند منجر به افزایش وفاداری مشتریان، بهبود تصویر عمومی شرکت و در نهایت افزایش ارزش برند شود. شرکت‌هایی که از لحاظ اقتصادی به‌خوبی مدیریت می‌شوند و عملکرد مالی خوبی دارند، به احتمال زیاد ارزش برند بیشتری خواهند داشت. جریان نقدی آزاد نشان‌دهنده توانایی شرکت در ایجاد نقدینگی بدون وابستگی به سرمایه‌گذاری جدید است. ارزش افزوده اقتصادی نیز نشان‌دهنده خلق ارزش خالص برای سهام‌داران است. این شاخص‌ها به‌طور مستقیم به بهبود ارزش برند کمک می‌کنند؛ زیرا نشان‌دهنده کارایی و پایداری مالی شرکت‌ها هستند. شرکت‌هایی که در راستای انصاف و شفافیت عمل می‌کنند، از دیدگاه مشتریان و جامعه به‌عنوان شرکت‌های قابل اعتماد و مسئول شناخته می‌شوند. این اعتماد عمومی به تقویت تصویر برند و افزایش ارزش آن منجر می‌شود. ولی رعایت الزامات قانونی به تنهایی کافی نیست تا تأثیر قابل توجهی بر ارزش برند داشته باشد. در واقع، مشتریان و ذی‌نفعان از شرکت‌ها انتظار دارند که فراتر از الزامات قانونی عمل کنند و به جنبه‌های اخلاقی و اجتماعی مسئولیت‌پذیری توجه داشته باشند. به عبارت دیگر، پایبندی صرف به قوانین و مقررات که به‌طور پیش‌فرض برای تمامی شرکت‌ها الزامی است، به تنهایی نمی‌تواند منجر به افزایش ارزش برند شود و باید همراه با اقدامات بیشتری در راستای مسئولیت‌پذیری اجتماعی باشد. این نتایج هم‌راستا با نتایج پژوهش‌های قبلی مانند کی و همکاران (۲۰۲۴)، دانتوتاج (۲۰۲۳)، گائو و همکاران (۲۰۲۰)، وانگ (۲۰۱۵)، راسولیمانش و همکاران (۲۰۲۴)، مسریو و ریجانتو (۲۰۲۴)، شهزاد و همکاران (۲۰۲۴)، آگو و همکاران (۲۰۲۴)، وئونگ (۲۰۲۲) است.

نتیجه آزمون فرضیه دوم پژوهش نشان داد نوسانات بازدهی تأثیر منفی بر رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و قیمت‌گذاری برند دارد؛ یعنی با افزایش نوسانات بازار، اثر مثبت مسئولیت‌پذیری اجتماعی بر قیمت‌گذاری برند کاهش می‌یابد. به عبارت دیگر، با افزایش نوسانات بازار، اعتماد و اطمینان ذی‌نفعان نسبت به توانایی شرکت در مدیریت مسئولیت‌های اجتماعی ممکن است کاهش یابد. این کاهش اعتماد می‌تواند ناشی از نگرانی‌های ذی‌نفعان نسبت به پایداری و کارایی شرکت در مواجهه با بحران‌ها و نوسانات اقتصادی باشد. در چنین شرایطی شرکت‌ها ممکن است به منظور حفظ بقا و کاهش هزینه‌ها، از برخی تعهدات اجتماعی خود صرف‌نظر کنند یا این تعهدات را به تأخیر بیندازند که این امر می‌تواند تصویر برند را در نظر مشتریان و جامعه تضعیف کند. بنابراین، اگرچه مسئولیت‌پذیری اجتماعی در شرایط عادی می‌تواند منجر به افزایش ارزش برند شود، اما در شرایط ناپایدار بازار، شرکت‌ها باید به دقت راهبردهای خود را بازنگری کنند تا بتوانند از تأثیرات منفی نوسانات بازار بر ارزش برند خود جلوگیری کنند و به

تعهدات اجتماعی خود پایبند بمانند. همچنین می‌توان گفت حتی شرکت‌هایی که از نظر اقتصادی عملکرد خوبی دارند، ممکن است در مواجهه با نوسانات بازار نتوانند ارزش برند خود را به خوبی حفظ کنند، در زمان‌هایی که بازار دچار نوسان است، اقدامات اخلاقی شرکت‌ها ممکن است نتوانند به همان اندازه در جلب اعتماد عمومی و افزایش ارزش برند مؤثر باشند، با این حال بعد قانونی مسئولیت‌پذیری اجتماعی از این نوسانات کمتر تأثیر می‌پذیرد. این نتایج هم‌راستا با نتایج پژوهش‌های قبلی مانند **حاجیه و قربانی (۱۳۹۹)**، **دائوتاج (۲۰۲۳)**، **کلنسی-شانگ و فو (۲۰۲۲)**، **آلبوکرک و همکاران (۲۰۲۰)** و **چن و همکاران (۲۰۲۲)** است.

نتیجه آزمون فرضیه سوم پژوهش نشان داد احساسات سرمایه‌گذار بر رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و ارزش برند تأثیر ندارد. از جمله دلایل این نتیجه می‌توان گفت، مسئولیت‌پذیری اجتماعی از طریق تقویت اعتبار، اعتماد و وفاداری مشتریان، به‌طور عمده آثار بلندمدت بر ارزش برند دارد. این تأثیرات معمولاً نیاز به زمان دارند تا به‌طور کامل در ارزش برند نمود پیدا کنند و تأثیر خود را بر نسبت‌هایی مانند کیوتوبین و مازاد فروش نسبت به رقبا نشان دهند. در حالی که احساسات سرمایه‌گذار، که به نوسانات کوتاه‌مدت بازار و اخبار فوری واکنش نشان می‌دهند، می‌توانند بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و قیمت سهام در کوتاه‌مدت تأثیر بگذارند، اما این تأثیرات نمی‌توانند به‌طور مستقیم و فوری بر رابطه بلندمدت میان مسئولیت‌پذیری اجتماعی و قیمت‌گذاری برند تأثیرگذار باشند. همچنین در بسیاری از مواقع، احساسات سرمایه‌گذار بیشتر به معیارهای مالی و اقتصادی کوتاه‌مدت توجه می‌کنند که به‌طور مستقیم و فوری قابل اندازه‌گیری هستند، در حالی که مسئولیت‌پذیری اجتماعی و آثار آن بر قیمت‌گذاری برند از طریق معیارهایی مانند کیوتوبین که به ارزش ذاتی و طولانی‌مدت شرکت می‌پردازد، به‌طور غیرمستقیم و در طول زمان ملموس می‌شود. از آنجایی که معیارهایی مانند کیوتوبین به ارزیابی ارزش واقعی و بلندمدت برند پرداخته و به‌طور معمول نیاز به زمان برای انعکاس تأثیرات دارد، احساسات سرمایه‌گذار نمی‌توانند به‌طور مستقیم بر این رابطه تأثیرگذار باشند. این نتیجه هم‌راستا با نتایج پژوهش‌های قبلی مانند **رشیدی و حسینی (۱۴۰۱)**، **وئونگ (۲۰۲۲)**، **لیو و همکاران (۲۰۲۴)** و غیر هم‌راستا با نتایج **دائوتاج (۲۰۲۳)**، **شهزاد و همکاران (۲۰۲۴)**، **ایل اوبانی (۲۰۲۴)** است. با توجه به نتایج به‌دست‌آمده پیشنهاد می‌شود دولت از طریق ارائه تسهیلات مالیاتی، مشوق‌های مالی و تسهیلات بانکی، شرکت‌هایی که در زمینه مسئولیت‌پذیری اجتماعی عملکرد مثبتی دارند، حمایت کند. این اقدامات می‌تواند دیگر شرکت‌ها را به سمت فعالیت‌های اجتماعی و اخلاقی بیشتر سوق دهد که در نهایت منجر به افزایش اعتماد عمومی و ارزش برند و کارایی بیشتر بازار سرمایه شود. همچنین سازمان بورس می‌تواند با تدوین و اجرای استانداردهای دقیق‌تر برای گزارش‌دهی و ارزیابی مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها و همچنین با ایجاد نظام رتبه‌بندی براساس مسئولیت‌پذیری اجتماعی، نقش مهمی در تشویق شرکت‌ها به رعایت این اصول و ایفای نقش مباشرتی شرکت‌ها ایفا کند. به شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود یک صندوق مالی ویژه برای تأمین هزینه‌های پروژه‌های اجتماعی و مسئولیت‌پذیری در نظر بگیرند تا بتوانند به‌عنوان یک پشته‌نامه مالی در زمان‌های نوسانات بازار عمل کرده و در راستای افزایش ارزش برند و در نتیجه افزایش ارزش ذی‌نفعان، اطمینان‌دهنده پایداری تعهدات اجتماعی شرکت در هر شرایط اقتصادی باشد. همچنین هیئت‌مدیره شرکت‌ها باید در زمان‌های نوسانات بازار، ارتباطات خود را با ذی‌نفعان تقویت کرده و به‌صورت شفاف درباره چالش‌ها و اقدامات خود در راستای مسئولیت‌پذیری اجتماعی اطلاع‌رسانی کنند تا مانع از تصور انباشت اخبار منفی و کاهش ارزش برند شرکت شود. این امر می‌تواند به حفظ اعتماد عمومی و جلوگیری از تضعیف ارزش برند کمک کند. به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود فعالیت‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی خود را متنوع کرده و به حوزه‌های مختلف (مثل آموزش، محیط زیست، سلامت) گسترش

دهند. این تنوع می‌تواند شرکت را در برابر تأثیرات نوسانات بازار مقاوم‌تر کند و ارزش برند را حفظ نماید. از جمله محدودیت‌های پژوهش می‌توان گفت، کنترل بعضی از عوامل مؤثر بر نتایج پژوهش از جمله تأثیر متغیرهایی چون شرایط سیاسی، نوع صنعت، وضعیت اقتصاد جهانی، قوانین و مقررات، خارج از دسترس پژوهشگر بوده و ممکن است بر بررسی روابط اثر بگذارد.

References

- Acharya, V. V., & Steffen, S. (2020). The Risk of Being a Fallen Angel and the Corporate Dash for Cash in the Midst of COVID. *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 430–471.
- Agu, E. E., Iyelolu, T. V., Idemudia, C., & Ijomah, T. I. (2024). Exploring the relationship between sustainable business practices and increased brand loyalty. *International Journal of Management & Entrepreneurship Research*, 6(8), 2463-2475.
- Albuquerque, R., Koskinen, Y., Yang, S., & Zhang, C. (2020). Resiliency of Environmental and Social Stocks: An Analysis of the Exogenous COVID-19 Market Crash. *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 593–621
- Ameyaw, M. N., Idemudia, C., & Iyelolu, T. V. (2024). Financial compliance as a pillar of corporate integrity: A thorough analysis of fraud prevention. *Finance & Accounting Research Journal*, 6(7), 1157-1177.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2007). Investor Sentiment in the Stock Market. *Journal of Economic Perspectives*, 21(2), 129–151.
- Bofinger, Y., Heyden, K. J., & Rock, B. (2022). Corporate social responsibility and market efficiency: Evidence from ESG and misvaluation measures. *Journal of Banking & Finance*, 134, 106322.
- Bonabi ghadim, R., karimi, Z., & Vaez, S. A. (2022). The Effect of Social Responsibility Dimensions on Financial Statement Comparability. *Budget and Finance Strategic Research*, 3(4), 11-45. (In Persian)
- Bonabi Ghadim, R., & Vaez, S. A. (2021). Investigating the Relationship between Social Responsibility Index and Financial Statement Comparability in the Company Life Cycle Stages. *Accounting and Auditing Review*, 28(1), 1-30. (In Persian)
- Borghesi, R., Chang, K., & Li, Y. (2019). Firm Value in Commonly Uncertain Times: The Divergent Effects of Corporate Governance and CSR. *Applied Economics*, 51(43), 4726-4741.
- Chen, B., & Zhang, A. (2021). How Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Equity Capital through Operating Risk? *Borsa Istanbul Review*.21, S38-S45.
- Chen, F., Huang, Z. X., Wang, F., & Xie, Z. (2022). Can corporate social responsibility disclosure alleviate asset price volatility? Evidence from China. *Economic Modelling*, 116, 105985.
- Cheong, C. W., Sinnakkannu, J., & Ramasamy, S. (2017). Reactive or proactive? Investor sentiment as a driver of corporate social responsibility. *Research in International Business and Finance*, 42, 572–582.
- Clancey-Shang, D., & Fu, C. (2024). CSR Disclosure, Political Risk and Market Quality: Evidence from the Russia-Ukraine Conflict. *Global Finance Journal*, 60, 100938.
- Crous, C., Battisti, E., & Leonidou, E. (2022). Non-financial reporting and company financial performance: a systematic literature review and integrated framework. *EuroMed Journal of Business*, 17(4), 652-676.
- Cui, J., Jo, H., & Na, H. (2018). Does Corporate Social Responsibility Affect Information Asymmetry? *Journal of Business Ethics*, 148, 549–572.
- Damodaran, A. (2015). Valuation: Lecture Note Packet 1 Intrinsic Valuation. Master Class.
- Dautaj, E. (2023). Exploring the Relationship between Corporate Social Responsibility and Firm Value: The Role of Market Volatility and Investor Sentiment. Available at SSRN 4508723.
- Duque-Grisales, E., & Aguilera-Caracuel, J. (2021). Environmental, Social and Governance (ESG) Scores and Financial Performance of Multilatinas: Moderating Effects of Geographic International Diversification and Financial Slack. *Journal of Business Ethics*, 168(2), 315–334.
- El Ghou, S., Guedhami, O., Kwok, C. C., & Mishra, D. R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2388–2406.

- El Oubani, A. (2024). Investor sentiment and sustainable investment: evidence from North African stock markets. *Future Business Journal*, 10(1), 1-68.
- Esmailikia, G. & Naseri, M. (2025). Corporate Social Responsibility and Competitive Strategies: The Moderating Role of Governance Performance and Firm's Performance. *Empirical Research in Accounting*, 15(1), 145-184. (In Persian)
- Eyshi Ravandi, M., Moeinaddin, M., Taftiyan, A. & Rostami Bashmani, M. (2024). Investigating the Impact of Investor Sentiment and Liquidity on Stock Returns of the Iranian Stock Exchange. *Dynamic Management and Business Analysis*, 3(1), 40-52. (In Persian)
- Fakhari, H. & Fallahpour, F. (2017). The Mediating Effect Of financial Performance On The Relationship Between Corporate Social Responsibility And Market Value-Added (Study: At Listed Companies in The Tehran Stock Exchange). *Journal of Financial Management Perspective*, 7(20), 97-114. (In Persian)
- Foroudi, P., Yu, Q., Gupta, S., & Foroudi, M.M. (2019). Enhancing university brand image an reputation through customer value co-creation behaviour, *Technological Forecasting and Social Change*, 138, 218–227.
- Friedman, H. L., & Heinle, M. S. (2016). Taste, information, and asset prices: implications for the valuation of CSR. *Review of Accounting Studies*, 21, 740–767.
- Gaio, C., & Raposo, C. (2011). Earnings Quality and Firm Valuation: International Evidence. *Journal of Accounting and Finance*. 51(2), 467-499.
- Guo, Z., Hou, S., & Li, Q. (2020). Corporate social responsibility and firm value: the moderating effects of financial flexibility and R&D investment. *Sustainability*, 12(20), 8452.
- Hajiha, Z., & Ghorbani, A. (2021). The effect of social responsibility on the credit rating of companies due to the adjusting role of low to high stock returns. *Journal of Accounting Knowledge*, 12(2), 105-121. (In Persian)
- Hamidian, N., Fattahi Nafchi, H., Rostami, A. & Eshaghi, G. (2024). The Effect of Investor Attention on the Relationship between Idiosyncratic Volatility and Future Stock Returns. *Journal of Asset Management and Financing*, 12(1), 1-16. (In Persian)
- Hayat, K., Jianjun, Z., & Ali, S. (2022). Reinforcing purchase behaviors through CSR and ethical practices. *Marketing Intelligence & Planinng*, 40(2), 256–272.
- Jaberi, H., Delavari, S. J., & Mohammadi, S. (2024). Risk perception, behavioral biases and investment decisions. *Financial and behavioral research in accounting*. 4(3), 106-124. (In Persian)
- Kafshi, N., Baqi, A., & Majid, A. (2020). Assessing the combined role of investors' feelings and brand equity on the short-term performance of initial public offerings (evidence from the Iranian capital market). *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 13(45), 111-129. (In Persian)
- Ke, D., Liu Z., Ivashkovskaya I., Wu, Y., Grigoryev, L., & Li, X. (2024) The Threshold Effect of Board Characteristics, Corporate Social Responsibility and Brand Value. *Корпоративные финансы*, 18(3), 26-37.
- Khuong, M. N., Truong an, N. K., & Thanh Hang, T. T. (2021). Stakeholders and Corporate Social Responsibility (CSR) programme as key sustainable development strategies to promote corporate reputation—evidence from Vietnam. *Cogent Business & Management*, 8(1), 1917333.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of accounting and economics*, 39 (1), 163-197.
- Lin, W. L. (2024). The role of corporate social responsibility and corporate social irresponsibility in shaping corporate reputation: An analysis of competitive action and innovation strategies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31(2), 1451-1468.
- Liu, S., Ma, D., Li, X., Li, X., & Yin, L. (2024). The value of “brand” in the Chinese stock market: The impact of brand attention on stock performance and the moderation role of investor sentiment. *Journal of Behavioral Finance*, 25(1), 46-61.
- Luo, X., & Bhattacharya, C. B. (2006). Corporate Social Responsibility, Customer Satisfaction, and Market Value. *Journal of Marketing*, 70(4), 1–18
- Mahar, F., Ahmed, S. Z., Danish, M., & Mobin, W. (2022). The effect of electronic word of mouth on brand equity in the context of social media. *Journal of Business Administration and Management Sciences (JOBAMS)*, 4(1), 19-30.

- Mashayekh, S., Haghighat, T., & Hekmat, H. (2024). An Investigating Of The Relationship Between Disclosure Of Corporate Social Responsibility And Semi-Strong Stock Market Efficiency. *Accounting and Auditing Studies*, 13(49), 5-22. (In Persian)
- Masrivah, R. F. S., & Rijanto, R. (2024). Return on assets: the effect of corporate social responsibility and return on equity. *Jurnal Ekonomi, Manajemen Dan Akuntansi*, 2(04), 645-656.
- Mohamadi, M., Azimi Yancheshme, M., Fouladi, M., & Farhadi, M. (2022). Designing a model to explain the impact of investors' emotions on financial decisions, stock returns and economic volatility. *Financial Management Perspective*, 12(40), 145-171. (In Persian)
- Naughton, J. P., Wang, C., & Yeung, I. (2019). Investor Sentiment for Corporate Social Performance. *The Accounting Review*, 94(4), 401-420.
- Monteiro, A. P., Vale, J., Leite, E., Lis, M., & Kurowska-Pysz, J. (2022). The impact of information systems and non-financial information on company success. *International Journal of Accounting Information Systems*, 45, 100557.
- Qadan, M., Kliger, D., & Chen, N. (2019). Idiosyncratic volatility, the VIX and stock returns. *The North American Journal of Economics and Finance*, 47, 431-441.
- Rashidi, M., & Hosseini, H. (2022). Impact of Investor'Sentiment on Corporate Social Responsibilities. *Journal of accounting and social interests*, 12(2), 171-192. (In Persian)
- Rasoolimanesh, S. M., Tan, P. L., Nejati, M., & Shafaei, A. (2024). Corporate social responsibility and brand loyalty in private higher education: mediation assessment of brand reputation and trust. *Journal of Marketing for Higher Education*, 34(1), 156-177.
- Reverte, C. (2016). Corporate social responsibility disclosure and market valuation: evidence from Spanish listed firms. *Review of Managerial Science*, 10(2), 411-435.
- Shahzad, M. F., Yuan, J., Husnain, M., & Ma, G. (2024). Exploring the complexities of CSR and firm performances: Unveiling the relationship between social responsibility, ethical conduct, and consumer perceptions. *Sustainable Development*, 32(4), 3541-3554.
- Shi, J., & Zhang, M. (2010, November). Investor Sentiment, Corporate Investment, and Firm Performance. IEEE Xplore. In 2010 3rd International Conference on Information Management, Innovation Management and Industrial Engineering (Vol. 1, pp. 251-254). IEEE.
- Sotudeh, R., Hirad, A., & Barahoi Pirnia, B. (2024). Explanation of Behavioral Patterns in Decision-Making of Investors in the Iran's Capital Market. *Financial and behavioral research in accounting*. 1(4), 17-34. (In Persian)
- Stambaugh, R. F., Yu, J., & Yuan, Y. (2015). Arbitrage Asymmetry and the Idiosyncratic Volatility Puzzle. *The Journal of Finance*, 70(5), 1903-1948
- Sun, H., Rabbani, M. R., Ahmad, N., Sial, M. S., Cheng, G., Zia-Ud-Din, M., & Fu, Q. (2020). CSR, co-creation and green consumer loyalty: Are green banking initiatives important? A moderated mediation approach from an emerging economy. *Sustainability*, 12(24), 10688.
- Talebi, R., & Moradi, M. (2024). Presenting a Model for Explaining the Sensitivity of Investors to the Use of Accounting Information Using the the Model Interpretive-Structural (ISM) . *Financial and Behavioral Research in Accounting*, 4(3) 43-65. (In Persian)
- Velte, P. (2022). Meta-analyses on Corporate Social Responsibility (CSR): a literature review. *Management Review Quarterly*, 72(3), 627-675.
- Vuong, N. B. (2022). Investor Sentiment, Corporate Social Responsibility, and Financial Performance: Evidence from Japanese Companies. *Borsa Istanbul Review*, 22(5), 911-924.
- Wang, M. C. (2015). the relationship between environmental information disclosure and firm valuation: the role of corporate governance. *Quality & Quantity*, 50, 1135-1151
- Yang, C., & Wu, H. (2019). Chasing Investor Sentiment in Stock Market. *The North American Journal of Economics and Finance*, 50(1), 21-75.
- Yi, H., & Xiugang, Y. (2018). Investors'sentiment and Enterprise's Non-Efficient investment: The Intermediary Effect of Stock Price Volatility. *International Journal of Business and Social Research*, 8(7), 1-14.
- Zou, X., Jiang, J., Zhang, H., & He, H. (2025). ESG performance, media coverage and brand value. *Asia Pacific Journal of Marketing and Logistics*, 37(1), 171-188.