



## Economic Policy Uncertainty and Labor Investment Efficiency: The Mediating Role of Corporate Social Responsibility Disclosure

Dr. Ali Ebrahimi Kordlar<sup>1</sup>, Dr. Zahra Taheri<sup>2\*</sup>, Mohammad Mahdi Ramezani<sup>3</sup>,  
Milad Samavat<sup>4</sup>

1. Associate Prof., Department of Accounting and Auditing, Faculty of Accounting and Financial Sciences, College of Management, University of Tehran, Tehran, Iran, [aebrahimi@ut.ac.ir](mailto:aebrahimi@ut.ac.ir)
2. Assistant professor, Faculty of Tourism, College of Management, Tehran University, Tehran, Iran, [zahrataheri@ut.ac.ir](mailto:zahrataheri@ut.ac.ir)
3. MSc. Department of Accounting, Faculty of Accounting and Financial Sciences, College of Management, University of Tehran, Tehran, Iran, [mahdiramezani@ut.ac.ir](mailto:mahdiramezani@ut.ac.ir)
4. Ph.D. Candidate, Department of Accounting, Faculty of Accounting and Financial Sciences, College of Management, University of Tehran, Tehran, Iran, [samavatmilad@ut.ac.ir](mailto:samavatmilad@ut.ac.ir)

ARTICLE INFO	ABSTRACT
Received: 2025-05-29 Revised: 2025-10-22 Accepted: 2025-10-28	This study investigates the impact of Economic Policy Uncertainty (EPU) on the efficiency of labor investment and explores the mediating role of Corporate Social Responsibility (CSR) disclosure in this relationship. Using data from firms listed on the Tehran Stock Exchange over the period 2013 to 2023 and applying regression models, the results indicate that higher levels of EPU are significantly associated with reduced efficiency in labor investment. Moreover, CSR disclosure is significantly related to a decrease in labor investment inefficiency. The mediation analysis reveals that part of the negative effect of EPU on labor investment efficiency is transmitted through a reduction in the level of CSR disclosure. These findings suggest that under conditions of increased EPU, firms' performance in allocating human capital investments efficiently is disrupted, and this disruption is exacerbated by lower levels of CSR disclosure.
* Corresponding author:  Dr. Zahra Taheri  Assistant professor, Faculty of Tourism, College of Management, Tehran University, Tehran, Iran, Email: <a href="mailto:zahrataheri@ut.ac.ir">zahrataheri@ut.ac.ir</a>	

### 1. Introduction

Economic Policy Uncertainty (EPU) has emerged as a critical factor affecting firm behavior, particularly in terms of investment decisions. Labor investment efficiency is among the key determinants of organizational performance and long-term competitiveness. In recent years, the importance

of Corporate Social Responsibility (CSR) in mitigating external uncertainties and enhancing organizational transparency has also gained attention. This study investigates the effect of EPU on labor investment efficiency and examines whether CSR disclosure plays a mediating role in this relationship.

## **2. Research Hypotheses**

This study aims to test the following hypotheses:

H1: EPU has a significant negative effect on labor investment efficiency.

H2: EPU has a significant negative effect on CSR disclosure.

H3: CSR disclosure is significantly associated with reduced inefficiency in labor investment.

H4: CSR disclosure partially mediates the relationship between EPU and labor investment efficiency.

## **3. Methods**

This research is based on a sample of firms listed on the Tehran Stock Exchange from 2013 to 2023. Labor investment inefficiency is measured using residuals derived from a baseline investment model; while CSR disclosure is quantified using a content analysis approach. The impact of EPU is captured using a macroeconomic index adapted for the Iranian context. Panel data regression models are employed to test the hypotheses, and firm fixed effects and robust standard errors are used to ensure the reliability of results.

## **4. Results**

The findings confirm that EPU negatively and significantly affects labor investment efficiency. CSR disclosure is significantly associated with improved efficiency in human capital investment. Moreover, the mediation analysis indicates that part of EPU's adverse effect on human capital investment is transmitted through a decline in CSR disclosure. This suggests that CSR not only directly supports better investment outcomes but also buffers the negative influence of policy uncertainty.

## **5. Discussion and Conclusion**

This study highlights the importance of CSR as a strategic tool for mitigating the adverse effects of economic policy uncertainty. Policymakers and corporate managers should consider strengthening CSR initiatives to maintain investment efficiency in volatile environments. Additionally, the study suggests that enhanced CSR transparency can serve as a mechanism

for reducing ambiguity and improving investor confidence, particularly in emerging markets such as Iran.

**Keywords:** Corporate Social Responsibility, Economic Policy Uncertainty, Labor Investment efficiency.



## عدم قطعیت سیاست اقتصادی و کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی: نقش میانجی

### افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی

علی ابراهیمی کردلر<sup>۱</sup>، زهرا طاهری<sup>۲\*</sup>، محمدمهدی رضانی<sup>۳</sup>، میلاد سماوات<sup>۴</sup>

**چکیده:** این پژوهش به بررسی تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی (*EPU*) بر کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی و نقش میانجی افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی (*CSR*) در این رابطه پرداخته است. با استفاده از داده‌های ۱۲۳ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۲ و به‌کارگیری مدل‌های رگرسیونی، نتایج نشان می‌دهد که افزایش *EPU* با کاهش معنادار کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی همراه است. همچنین، افشای *CSR* به‌طور معناداری با کاهش ناکارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی مرتبط است. تحلیل نقش میانجی افشای *CSR* نشان داد که بخشی از اثر منفی *EPU* بر کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی از طریق کاهش سطح افشای *CSR* منتقل می‌شود. این یافته‌ها بیانگر آن است که در شرایط افزایش *EPU*، عملکرد شرکت‌ها در زمینه تخصیص بهینه سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی با اختلال رو به رو شده و این وضعیت با کاهش سطح افشای *CSR* تشدید می‌شود.

**واژه‌های کلیدی:** عدم قطعیت سیاست اقتصادی، کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی، مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی

۱. دانشیار، گروه حسابداری و حسابرسی، دانشکده حسابداری و علوم مالی، دانشکده‌گان مدیریت، دانشگاه تهران، تهران، ایران.

aebrahimi@ut.ac.ir

۲. استادیار، گروه گردشگری، دانشکده گردشگری، دانشکده‌گان مدیریت، دانشگاه تهران، تهران، ایران. (نویسنده مسئول)

zahrataheri@ut.ac.ir

۳. کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، دانشکده حسابداری و علوم مالی، دانشکده‌گان مدیریت، دانشگاه تهران، تهران، ایران.

mahdiramezani@ut.ac.ir

۴. دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، دانشکده حسابداری و علوم مالی، دانشکده‌گان مدیریت، دانشگاه تهران، تهران، ایران.

samavatmilad@ut.ac.ir

پذیرش: ۱۴۰۴/۰۸/۰۶

اصلاحات نهایی: ۱۴۰۴/۰۷/۳۰

دریافت: ۱۴۰۴/۰۳/۰۸

## ۱. مقدمه

سیاست‌های اقتصادی از ابزارهای کلیدی دولت برای شکل‌دهی به محیط بیرونی بنگاه‌های اقتصادی هستند. افزون بر تأثیرگذاری بر فضای کلان اقتصادی، این سیاست‌ها نقش بسزایی در جهت‌دهی به رفتارهای مالی و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارند. با افزایش عدم قطعیت در سیاست‌های اقتصادی (EPU)<sup>۱</sup>، واحدهای تجاری در تصمیم‌گیری‌های شرکتی، به‌ویژه در تصمیمات سرمایه‌گذاری و تأمین مالی، محتاط‌تر عمل می‌کنند؛ چراکه این تصمیمات، اصلی‌ترین سازوکارهایی هستند که از طریق آن‌ها، EPU بر اقتصاد واقعی اثر می‌گذارد (ماتوسک، پانوپولو و پااکریستوپولو<sup>۲</sup>، ۲۰۲۰). عدم قطعیت در سیاست‌های اقتصادی به این معناست که عوامل اقتصادی نمی‌توانند به‌طور دقیق پیش‌بینی کنند که دولت چه زمانی، چگونه و آیا اصلاً سیاست‌های اقتصادی فعلی را تغییر خواهد داد یا خیر (گولن و آین<sup>۳</sup>، ۲۰۱۶)؛ و این موضوع تأثیر قابل توجهی بر واحدهای تجاری دارد. از زمان بحران مالی جهانی در سال ۲۰۰۸، دولت‌های سراسر جهان سیاست‌های محرک اقتصادی متنوعی را برای جلوگیری از رکود اقتصادی اتخاذ کرده‌اند. با این حال، این دولت‌ها اکنون با مسئله کنار گذاشتن این سیاست‌های محرک روبرو هستند، که به رشد شدید EPU در سطح جهانی منجر شده است (چو و فنگ<sup>۴</sup>، ۲۰۲۱). بررسی آثار عدم قطعیت در اقتصاد ایران به دلیل موضوعات گوناگونی مانند تحریم‌های چند جانبه، بحران‌های سیاسی و نظامی در خاورمیانه، ضعف حاکمیت شرکتی و سایر مسائلی که کشورهای در حال توسعه با آن‌ها درگیر هستند، از اهمیت دوچندان برخوردار است (کرمی و همکاران، ۱۴۰۱). در چارچوب تصمیم‌گیری‌های شرکتی، تصمیمات حوزه سرمایه‌گذاری به‌طور خاص تحت تأثیر عدم قطعیت در سیاست‌های اقتصادی قرار دارند. بیکر، بلوم و دیویس<sup>۵</sup> (۲۰۱۶) بر اساس شاخص‌هایی که برای اندازه‌گیری عدم قطعیت در سیاست‌های اقتصادی طراحی کرده‌اند، دریافتند که عدم قطعیت در سیاست‌های اقتصادی با نوسانات بیشتر قیمت سهام و کاهش سرمایه‌گذاری و اشتغال در بخش‌های حساس به سیاست همراه است. (ژائو، شاو و ژانگ<sup>۶</sup>، ۲۰۲۱). بر اساس نظریه گزینه واقعی، گولن و آین (۲۰۱۶) معتقدند که به‌دلیل غیرقابل بازگشت بودن و زمان‌بندی سرمایه‌گذاری واحدهای تجاری، منتظر ماندن برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری آتی، دارای ارزش اختیار معامله است. عدم قطعیت در سیاست‌های اقتصادی ارزش منتظر ماندن شرکت‌ها و همچنین هزینه فرصت سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای فعلی آن‌ها را افزایش می‌دهد، که در نهایت منجر به کاهش سرمایه‌گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای فعلی شرکت‌ها می‌شود (چو و فنگ، ۲۰۲۱). همچنین، ژائو،

شاو و ژانگ (۲۰۲۱) نشان دادند که با افزایش عدم قطعیت در سیاست‌های اقتصادی، سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در زمینه مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی (CSR)<sup>۷</sup> کاهش می‌یابد. افزون بر این چو و فنگ (۲۰۲۱) نیز استدلال کردند که هر چه سطح EPU بالاتر باشد، کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی نیز بالاتر می‌رود. با وجود گسترش پژوهش‌ها پیرامون تأثیر عدم قطعیت در سیاست‌های اقتصادی بر تصمیمات مالی و سرمایه‌گذاری واحدهای تجاری، بررسی رابطه میان عدم قطعیت در سیاست‌های اقتصادی و کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی، به ویژه با در نظر گرفتن نقش میانجی فعالیت‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی، هنوز به درستی مورد مطالعه قرار نگرفته است. این خلأ پژوهشی، انگیزه اصلی مطالعه حاضر را شکل می‌دهد.

دیدگاه‌های متضادی درباره رابطه بین EPU و CSR وجود دارد. از یک سو، عدم قطعیت در سیاست‌های اقتصادی به بهبود محیط اطلاعاتی شرکت‌ها کمک نمی‌کند و این موضوع موجب می‌شود مدیران در اتخاذ تصمیمات مرتبط با مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی محتاطانه‌تر عمل کنند. از سوی دیگر، بورگری، چانگ و لی<sup>۸</sup> (۲۰۱۹) نشان می‌دهند که CSR می‌تواند اثرات منفی EPU بر ارزش شرکت را کاهش دهد؛ بنابراین، ممکن است واحدهای تجاری در شرایط بالا بودن EPU، مشارکت بیشتری در فعالیت‌های CSR داشته باشند. ناگار، شونفلد و ولمن<sup>۹</sup> (۲۰۱۹) نیز دریافته‌اند که مدیران در زمان بالا بودن EPU، تمایل بیشتری به افشای داوطلبانه اطلاعات دارند تا از این طریق سیگنال مثبتی به سرمایه‌گذاران بیرونی ارسال کنند (ژائو، شاو و ژانگ، ۲۰۲۱). همچنین، بیکر، بلوم و دیویس (۲۰۱۶) تأثیر عدم قطعیت در سیاست‌های اقتصادی بر اشتغال در ایالات متحده را بررسی کردند و دریافتند که EPU در بازه زمانی ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۱ منجر به کاهش مستقیم ۲/۳ میلیون شغل در آمریکا شده است. کاجیانو، کاستلنیوو و فیگرس<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۷) نیز با در نظر گرفتن چرخه‌های اقتصادی نشان دادند که اثر منفی EPU بر اشتغال در دوران رکود، هفت برابر دوران رونق اقتصادی است. در ایران نیز پژوهش‌هایی همچون فرجی و همکاران (۱۳۹۹)، بهبهانی نیا و عسگری (۱۴۰۰)، مشایخی و همکاران (۱۴۰۲) و ابراهیمی کردلر و همکاران (۱۴۰۴) به بررسی مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی و شفافیت مالی پرداخته‌اند که نشان می‌دهد مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی می‌تواند نقش مهمی در کاهش ابهام اطلاعاتی ایفا کند. این یافته‌ها نشان می‌دهد که EPU می‌تواند با ایجاد نااطمینانی، موجب کاهش تمایل مدیران به سرمایه‌گذاری کارا در نیروی انسانی شود. در چنین شرایطی، افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی با افزایش شفافیت و اعتماد ذی‌نفعان، بخشی از اثرات منفی این نااطمینانی را تعدیل

می‌کند (چو و فنگ، ۲۰۲۱). از این‌رو هدف اصلی این مطالعه، بررسی تأثیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی شرکت‌ها و نقش میانجی‌گری افزایش مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی در این رابطه است.

یافته‌های این پژوهش می‌تواند از جنبه‌های مختلفی به غنای ادبیات علمی کمک کند. نخست، نتایج به‌دست‌آمده می‌توانند به توسعه چارچوب‌های نظری در زمینه عدم قطعیت سیاست اقتصادی، افزایش مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی، و کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی بینجامد. دوم، این پژوهش دارای پیامدهای مهم سیاست‌گذاری است؛ به‌گونه‌ای که دولت‌ها باید در زمان تدوین یا بازنگری سیاست‌های اقتصادی، آثار احتمالی آن‌ها بر عملکرد واحدهای تجاری را مدنظر قرار دهند تا بتوانند زمینه‌ساز تخصیص بهینه منابع در سطح کلان اقتصادی شوند. افزون بر این، نتایج این مطالعه می‌تواند منبعی سودمند برای مدیران شرکت‌ها، متخصصان حسابداری، سیاست‌گذاران اقتصادی و فعالان بازار سرمایه فراهم آورد. در ادامه مقاله، ابتدا مبانی نظری و پیشینه پژوهش مرور می‌شود، سپس روش‌شناسی تحقیق تشریح شده و پس از آن، فرضیه‌ها آزمون و یافته‌ها تحلیل می‌گردد؛ در پایان نیز، نتیجه‌گیری و پیشنهادهای کاربردی ارائه می‌شود.

## ۲. مبانی نظری و پیشینه تجربی پژوهش

در ادبیات پژوهش دیدگاه‌های متفاوتی در خصوص تأثیر EPU بر کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی وجود دارد. از یک سو، ممکن است بین EPU و کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی شرکت‌ها رابطه منفی وجود داشته باشد. در بازار سهام، با افزایش EPU، نه تنها نوسانات قیمت سهام شرکت‌ها به طور قابل‌توجهی افزایش می‌یابد (پاستور و ورونیزی<sup>۱۱</sup>، ۲۰۱۲)، بلکه عدم تقارن اطلاعاتی میان سرمایه‌گذاران مختلف نیز افزایش می‌یابد و این امر موجب کاهش نقدشوندگی سهام و تضعیف اطلاع‌رسانی قیمت سهام می‌شود (ناگار، شونفلد و ولمن، ۲۰۱۹). قیمت سهام حاوی اطلاعات مهمی مانند فرصت‌های سرمایه‌گذاری آینده و تقاضای آینده برای محصولات است که احتمال دارد مدیران از آن بی‌اطلاع باشند. کاهش قابلیت اطلاع‌رسانی قیمت سهام، تخصیص کارای سرمایه‌گذاری توسط مدیران برای سازگاری با تغییرات محیط بیرونی را دشوار می‌سازد (پیناک و لیلیز<sup>۱۲</sup>، ۲۰۰۷؛ بن نصر و آلشور<sup>۱۳</sup>، ۲۰۱۶)؛ بنابراین، با افزایش EPU، ممکن است در برآورد جریان‌های نقدی آتی و دوره بازگشت سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی، انحراف یا حتی خطاهایی از سوی مدیران واحدهای تجاری رخ دهد که این مسئله منجر به انحراف

سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی از سطح بهینه خواهد شد. در سطح واحد تجاری، با افزایش EPU، رابطه بین عملکرد شرکت‌ها (که به طور قابل توجهی تحت تأثیر محیط اقتصادی است) و تلاش‌های مدیران به تدریج ضعیف می‌شود و این موضوع انگیزه دادن و نظارت مؤثر بر مدیران را برای سهام‌داران دشوار می‌کند (لی و شی<sup>۱۴</sup>، ۲۰۱۶). در نتیجه، احتمال بروز پدیده‌هایی مانند اشتغال بیش از حد یا تخصیص ناکارآمد نیروی انسانی افزایش می‌یابد. در همین حال، نگرش بدبینانه سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان خارجی نسبت به وضعیت آتی شرکت‌ها، می‌تواند به افزایش هزینه‌های تأمین مالی و محدود شدن توان شرکت‌ها در استخدام نیروی انسانی منجر شود (پاستور و ورونیزی، ۲۰۱۲؛ چی و لی<sup>۱۵</sup>، ۲۰۱۷). بنابراین، افزایش EPU می‌تواند باعث کاهش کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی واحدهای تجاری شود (چو و فنگ، ۲۰۲۱).

از سوی دیگر، ممکن است بین عدم قطعیت در سیاست‌های اقتصادی و کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی شرکت‌ها رابطه مثبت وجود داشته باشد. در کشور چین، فعالیت شرکت‌ها به طور هم‌زمان از عوامل بازار و عوامل سیاسی تأثیر می‌پذیرند. در این میان، میزان و دفعات مداخلات دولت در فعالیت‌های اقتصادی برجسته است. کشور ایران نیز دارای همین شرایط است. هنگامی که توسعه اقتصادی در حالت پایداری قرار دارد، دولت با اتخاذ سیاست‌هایی همراه با جهت‌گیری مشخص، انتظارات بازار نسبت به روند آتی سیاست‌ها را هدایت می‌کند و قصدهای سیاسی دولت در آینده نسبتاً شفاف است. در این شرایط، درجه EPU پایین بوده و واحدهای تجاری بیشتر تحت تأثیر سیاست‌های دولتی قرار دارند. اما زمانی که محیط کلان اقتصادی نوسانات شدیدی را تجربه می‌کند، تصمیم‌گیری دولت محتاطانه‌تر می‌شود. در این شرایط، سیاست‌های اقتصادی با تأخیر بیشتری اعلام می‌شوند و جهت‌گیری و شدت این سیاست‌ها به اندازه کافی مشخص نیست که این امر موجب افزایش EPU می‌شود. معمولاً این دوره را می‌توان دوره‌ای خلأ سیاسی در نظر گرفت که طی آن میزان مداخله دولت کاهش می‌یابد و شرکت‌ها بیشتر تحت تأثیر عوامل بازار قرار می‌گیرند (رائو، یو و جیانگ<sup>۱۶</sup>، ۲۰۱۷)؛ بنابراین، وقتی شرکت‌ها با سطح بالایی از EPU مواجه هستند، راهبرد رفتاری آن‌ها بر اساس قواعد بازار به طور فعال تنظیم می‌شود که در نهایت کارایی تخصیص منابع را بهبود می‌بخشد (رائو، یو و جیانگ، ۲۰۱۷؛ گو، چن و پن<sup>۱۷</sup>، ۲۰۱۸). از این رو، با افزایش EPU، شرکت‌ها با تنظیم مؤثر تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی متناسب با تغییرات عوامل بازار، کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی را بهبود می‌بخشند (چو و فنگ، ۲۰۲۱). بر اساس مطالب ارائه شده، اگر چه دیدگاه دوم دارای استدلال‌های قابل توجهی

است، اما پشتوانه نظری و تجربی دیدگاه اول قوی‌تر است. از این‌رو فرضیه اول پژوهش به شرح زیر است:

**فرضیه اول:** عدم قطعیت سیاست اقتصادی تأثیر منفی بر کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی دارد.

تصمیم‌گیری راهبردی شرکت‌ها تا حد زیادی متأثر از محیط اقتصادی بیرونی شکل می‌گیرد. بر اساس نظریه عدم تقارن اطلاعاتی، عدم قطعیت در سیاست‌های اقتصادی باعث دشوارتر شدن دسترسی سرمایه‌گذاران به اطلاعات می‌شود که این امر به نوبه خود توان مدیریت واحدهای تجاری را برای پنهان کردن اخبار منفی افزایش می‌دهد و موجب تشدید عدم تقارن اطلاعاتی میان شرکت‌ها می‌گردد (جین و چن و یانگ<sup>۱۸</sup>، ۲۰۱۹) و نوسان قیمت سهام و افزایش صرف ریسک را به همراه دارد (پاستور و ورونیزی، ۲۰۱۲؛ بروگارد و دتزل<sup>۱۹</sup>، ۲۰۱۵؛ لیو و ژانگ<sup>۲۰</sup>، ۲۰۱۵). افزون بر این، EPU برخی از سرمایه‌گذاران را به جمع‌آوری اطلاعات نهانی سوق می‌دهد که این امر منجر به عدم تقارن اطلاعاتی در فرایند قیمت‌گذاری معاملات می‌شود؛ بنابراین، EPU موجب وخامت محیط اطلاعاتی شرکت می‌شود (ناگار، شونفلد و ولمن، ۲۰۱۹). از منظر احتیاطی، مدیران ناگزیرند تصمیمات مالی خود را با دقت بیشتری اتخاذ کنند تا با آثار EPU بر شرکت مقابله نمایند. پانوسی و پاپانیکولائو<sup>۲۱</sup> (۲۰۱۲) نشان داده‌اند که مدیران ریسک‌گریز هستند و زمانی که عدم قطعیت خاص شرکت افزایش یابد، میزان سرمایه‌گذاری آن‌ها نیز کاهش می‌یابد. باوم، کادلین و تالورا (۲۰۱۰) همچنین نشان می‌دهند که تأثیر EPU بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها عمدتاً از طریق جریان‌های نقدی صورت می‌گیرد. وقتی EPU افزایش می‌یابد، مدیران ممکن است در پیش‌بینی جریان‌های نقدی آینده دچار انحراف یا حتی خطا شوند؛ بنابراین، با افزایش EPU، مدیران باید با احتیاط بیشتری عمل کنند (ژائو، شو و ژانگ، ۲۰۲۱).

EPU می‌تواند از جنبه‌های مختلفی نظیر هزینه‌ها، فروش، سود و انواع تصمیمات مالی و غیرمالی بر شرکت‌های تک مالکی تأثیر بگذارد (جونگ<sup>۲۲</sup>، ۲۰۰۲؛ وانگ، چن و هوانگ<sup>۲۳</sup>، ۲۰۱۴). سرمایه‌گذاری‌هایی که یک شرکت انجام می‌دهد، معمولاً پرهزینه و غیرقابل بازگشت است و سرمایه‌گذاری در CSR نمونه‌ای بارز از آن محسوب می‌شود. به‌طور کلی باور بر این است که سرمایه‌گذاری در CSR دارای دوره بازگشت طولانی‌تری است و بازده آن نامطمئن‌تر است. منابع مالی که صرف فعالیت‌های CSR می‌شود (مانند کنترل آلاینده‌ها و کمک‌های شرکت به خیریه‌ها) ممکن است تأثیر منفی بر عملکرد مالی کوتاه‌مدت شرکت داشته باشد (لین<sup>۲۴</sup> و همکاران، ۲۰۱۹).

در دوره‌هایی که EPU افزایش می‌یابد، واحدهای تجاری با احتیاط بیشتری عمل می‌کنند و مدیران، تصمیم‌های سرمایه‌گذاری را به‌گونه‌ای اتخاذ می‌کنند که بتواند نرخ بازده آن‌ها را تضمین کنند. در مقایسه با سایر پروژه‌های سرمایه‌گذاری، بازده سرمایه‌گذاری در CSR به‌ویژه در دوران آشفتگی سیاست‌های اقتصادی، نامطمئن‌تر است؛ بنابراین، سرمایه‌گذاری در CSR که نه برای شرکت‌ها ضروری است و نه اهمیت حیاتی دارد و در عین حال با ریسک نسبتاً بالایی همراه است، احتمالاً در زمان‌هایی که سطح EPU بالا است، به دلیل وخامت محیط اطلاعاتی، در واحدهای تجاری کمتر رایج خواهد بود. از این رو، فرضیه دوم پژوهش به صورت زیر تدوین می‌شود:

**فرضیه دوم:** افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی تأثیر منفی بر افشای CSR دارد.

در سال‌های اخیر، شرکت‌ها بیش‌ازپیش CSR را در راهبردهای خود لحاظ کرده‌اند. اگرچه دیدگاه اقتصاددانان کلاسیک CSR را عامل افزایش هزینه‌های نمایندگی می‌دانند (فریدمن، ۱۹۷۰)، رویکردهای مبتنی بر نظریه ذی‌نفعان (فریمن و ری‌د، ۲۰۰۶) و دیدگاه‌های نوینی مانند شهروند شرکتی (مترن<sup>۲۷</sup> و همکاران، ۲۰۰۳) و مدیریت استراتژیک (پورتر و کرامر<sup>۲۸</sup>، ۲۰۰۷)، بر اهمیت توجه به ذی‌نفعان و نقش CSR در ارزش آفرینی تأکید دارند. نگوین<sup>۲۹</sup> و همکاران (۲۰۲۰) نشان می‌دهند که نظارت سرمایه‌گذاران نهادی می‌تواند CSR را به ابزاری برای افزایش ارزش سهام‌داران تبدیل کند (یوان، یو و یین<sup>۳۰</sup>، ۲۰۲۴). ادبیات موجود تأثیر مثبت CSR بر عملکرد مالی را مستند ساخته است (وانگ<sup>۳۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۶؛ هیرش<sup>۳۲</sup> و همکاران، ۲۰۲۳). CSR با بهبود افشاگری، افزایش شفافیت و کاهش ریسک شرکت، هزینه سرمایه را کاهش داده (الغول<sup>۳۳</sup> و همکاران، ۲۰۱۱) و دامنه سرمایه‌گذاران (هاینکل، کراس و زکندر<sup>۳۴</sup>، ۲۰۰۱) و فعالیت‌های نوآورانه را گسترش می‌دهد (کوک<sup>۳۵</sup> و همکاران، ۲۰۱۹). این اقدامات موجب بهبود شهرت، جذب مشتری و افزایش مزیت رقابتی می‌شود (پلوزا و پاپانیا<sup>۳۶</sup>، ۲۰۰۸؛ باردوس<sup>۳۷</sup> و همکاران، ۲۰۲۰). همچنین، عملکرد یک شرکت می‌تواند تأثیر مستقیمی بر شرکای زنجیره تأمین آن داشته باشد، پدیده‌ای که تحت عنوان اثر سرریز در زنجیره تأمین شناخته می‌شود (یانگ و جیانگ<sup>۳۸</sup>، ۲۰۲۴).

سرمایه‌گذاری کارا در نیروی انسانی، پیش شرطی برای رشد پایدار شرکت‌ها است (زینگلس<sup>۳۹</sup>، ۲۰۰۰). با این حال، عدم تقارن اطلاعاتی، یکی از موانع اصلی در این مسیر است که می‌تواند منجر به سرمایه‌گذاری بیش از حد یا کمتر از حد در نیروی انسانی شود (جانگ، لی و وبر<sup>۴۰</sup>، ۲۰۱۴؛ بن‌نصر و آلشور، ۲۰۱۶). شفافیت اطلاعاتی و افشای مناسب، با تقویت نظارت و کاهش هزینه‌های تأمین مالی، نقش مهمی در ارتقای کارایی سرمایه‌گذاری ایفا می‌کنند. عواملی چون پوشش تحلیل‌گران

(مو<sup>۴۱</sup> و لی، ۲۰۱۹)، ارتباطات سیاسی (کرمی و همکاران، ۲۰۲۴)، و ضعف کنترل داخلی (کائو<sup>۴۲</sup> و همکاران، ۲۰۲۴) نیز در این میان تأثیرگذارند. عدم تقارن اطلاعاتی، هزینه‌های نظارت را افزایش می‌دهد و این مسئله رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران را تشدید می‌کند (جنسن و مک‌لینگ<sup>۴۳</sup> ۱۹۷۶). برخی مدیران ممکن است برای حفظ منافع شخصی یا اجتناب از تعدیل نیرو، تصمیماتی بگیرند که به سرمایه‌گذاری بیش از حد منجر شود (برترند و مالینسن<sup>۴۴</sup>، ۲۰۰۳؛ پاگنو و والپین<sup>۴۵</sup>، ۲۰۰۵). در مقابل، تمرکز بر عملکرد کوتاه‌مدت نیز می‌تواند موجب سرمایه‌گذاری کمتر از حد در نیروی انسانی شود (نارایانان<sup>۴۶</sup>، ۱۹۸۵). افزون بر این، برخلاف دیدگاه کلاسیک، هزینه‌های نیروی انسانی به طور کامل متغیر نبوده و شامل هزینه‌های ثابت همچون آموزش و اخراج است (اوی<sup>۴۷</sup> ۱۹۶۲؛ همرش و پفان<sup>۴۸</sup>، ۱۹۹۶). این هزینه‌ها می‌توانند محدودیت‌های تأمین مالی را تشدید کرده و سرمایه‌گذاری ناکافی را به دنبال داشته باشند (یوان، یو و یین، ۲۰۲۴). CSR از طریق بهبود محیط اطلاعاتی و کاهش مشکلات نمایندگی، به افزایش کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی کمک می‌کند. CSR با ارتقای سازوکارهای حاکمیتی (یوان، یو و یین، ۲۰۲۴؛ آثوف<sup>۴۹</sup>، ۲۰۲۱)، افزایش نظارت تحلیل‌گران و رسانه‌ها (هانگ و کاسپرچیک<sup>۵۰</sup>، ۲۰۰۹)، و کاهش جریان نقدی آزاد، از رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران جلوگیری می‌کند (جنسن، ۱۹۸۶). همچنین، CSR با افزایش کیفیت افشای اطلاعات و ارسال سیگنال‌های مثبت به بازار، هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد (دالبوال<sup>۵۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۱؛ کیم، پارک و ویر<sup>۵۲</sup>، ۲۰۱۲؛ گادفری، مریل و هسن<sup>۵۳</sup>، ۲۰۰۹). این فعالیت‌ها می‌توانند منابع مالی بیشتری برای سرمایه‌گذاری در اختیار شرکت قرار دهند و حتی مزایای غیرمستقیم همچون یارانه‌ها و اعتبار تجاری را نیز افزایش دهند (زنگ<sup>۵۴</sup>، ۲۰۱۹؛ شو<sup>۵۵</sup> و همکاران، ۲۰۲۰). باین‌حال، CSR همواره اثرات مثبت ندارد. در برخی موارد، مدیران واحدهای تجاری از CSR به‌عنوان ابزاری برای جلب توجه سهام‌داران یا پنهان‌سازی اطلاعات منفی شرکت استفاده می‌کنند (کوهن و یونگ<sup>۵۶</sup>، ۲۰۰۹). همچنین، هزینه‌های بالای CSR ممکن است منابع مالی لازم برای سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی را کاهش دهد، به‌ویژه در شرکت‌هایی با محدودیت نقدینگی روبه‌رو هستند (یوان، یو و یین، ۲۰۲۴). بر اساس مباحث طرح شده، فرضیه سوم پژوهش به شرح زیر تدوین می‌شود:

**فرضیه سوم:** افشای CSR تأثیر منفی بر ناکارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی دارد.

در مقایسه با سایر معیارهای سنجش عدم قطعیت سیاست اقتصادی، شاخص به‌کاررفته در این مطالعه از دو ویژگی برخوردار است که موجب افزایش قابلیت مقایسه آن میان کشورها می‌شود.

نخست، شاخص بر پایه یک منبع یگانه با تمرکز بر موضوعات اقتصادی و سیاسی شکل گرفته و دوم، گزارش‌ها از چارچوب و روندی استاندارد پیروی می‌کنند؛ ویژگی‌ای که مقادیر شاخص را در گذر زمان و میان کشورها به طور منطقی قابل مقایسه می‌سازد (کرمی و همکاران، ۱۴۰۱). با توجه به ادبیات نظری و بسط فرضیه‌های قبلی این پژوهش می‌توان فرضیه دیگری را نیز در این مطالعه مورد بررسی قرار داد به این ترتیب که سطح بالای افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی می‌تواند با افزایش شفافیت اطلاعاتی بخشی از تاثیر منفی عدم قطعیت سیاست اقتصادی بر کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی را کاهش دهد و به بهبود تصمیم‌گیری شرکت‌ها کمک کند. براین اساس فرضیه چهارم پژوهش به صورت زیر است:

**فرضیه چهارم:** افشای CSR نقش میانجی در ارتباط میان EPU و ناکارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی را ایفا می‌کند.

### ۳. روش پژوهش

در این مطالعه، روش تحقیق از نوع توصیفی-همبستگی بوده و باتوجه به قابلیت استفاده از نتایج در تصمیم‌گیری‌های مدیریتی و مالی، در زمره تحقیقات کاربردی قرار می‌گیرد. پژوهش باتکیه بر داده‌های واقعی استخراج شده از صورت‌های مالی شرکت‌های بورسی فعال در بازار سرمایه ایران انجام شده است. جمع‌آوری داده‌ها از طریق سامانه رهاورد نوین و وبسایت کدال صورت گرفته و تحلیل‌های آماری با بهره‌گیری از نرم‌افزار STATA انجام پذیرفته است.

#### ۳-۱. متغیرها و الگوی پژوهش

تعریف متغیرها و مدل‌های تجربی این پژوهش به صورت زیر است.

#### ۳-۱-۱. کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی

برای اندازه‌گیری این متغیر پیرو پژوهش جانگ، لی و وبر (۲۰۱۴)، پیناک و لیلیز (۲۰۰۷) از مدل زیر بهره گرفته می‌شود که در آن برای سنجش ناکارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی (خالص استخدام غیرعادی)، به عنوان قدرمطلق انحراف استخدام خالص واقعی از سطح موردانتظار محاسبه می‌شود. هر چه ارزش خالص استخدام غیرعادی (بخش باقی‌مانده مدل) بیشتر باشد، کارایی سرمایه‌گذاری نیروی انسانی کاهش می‌یابد.

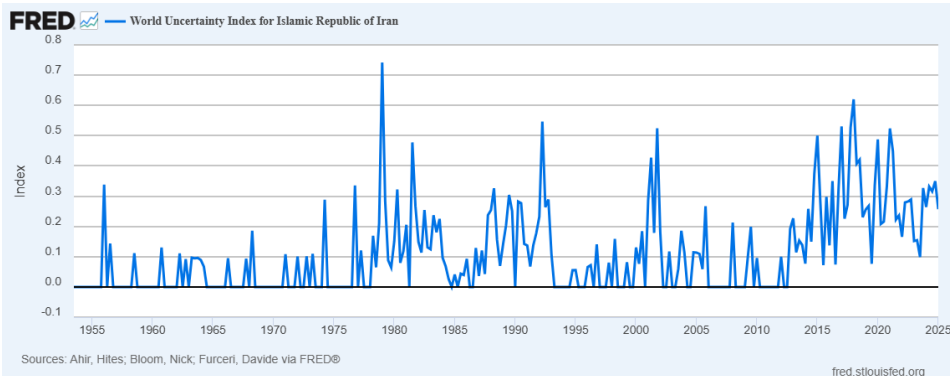
$$\begin{aligned} \text{NET\_HIRE}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{SALESGROWTH}_{it-1} + \beta_2 \text{SALESGROWTH}_{it} \\ & + \beta_3 \Delta \text{ROA}_{it} + \beta_4 \Delta \text{ROA}_{it-1} + \beta_5 \text{ROA}_{it} + \beta_6 \text{RETURN}_{it} \\ & + \beta_7 \text{SIZE}_{it} + \beta_8 \text{LIQ}_{it-1} + \beta_9 \Delta \text{LIQ}_{it-1} + \beta_{10} \Delta \text{LIQ}_{it} \\ & + \beta_{11} \text{LEV}_{it} + \beta_{12} \text{LOSSBIN1}_{it-1} + \beta_{13} \text{LOSSBIN2}_{it-1} \\ & + \beta_{14} \text{LOSSBIN3}_{it-1} + \beta_{15} \text{LOSSBIN4}_{it-1} \\ & + \beta_{16} \text{LOSSBIN5}_{it-1} + \text{IndustryFixedEffects} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

که در آن NET\_HIRE درصد تغییر در تعداد کارکنان، SALESGROWTH درصد تغییر در درآمد فروش، ROA بازده دارایی‌ها (نسبت سود خالص به کل دارایی‌های اول دوره)، RETURN بازده سالانه سهام، SIZE اندازه شرکت (لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت)، LIQ نسبت وجه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت به اضافه حساب‌های دریافتی به بدهی‌های جاری، LEV نسبت اهرمی که به‌عنوان بدهی بلندمدت به اضافه حصة جاری بدهی‌های بلندمدت مقیاس‌بندی شده بر اساس کل دارایی‌ها را نشان می‌دهد و LOSSBIN1 تا LOSSBIN5 پنج متغیر ساختگی در خصوص زیان، با بازه‌های ۰/۰۰۵ از بازده دارایی‌ها که سودآوری سال قبل از ۰ تا ۰/۰۲۵- را طبقه‌بندی و اندازه‌گیری می‌کند. به‌عنوان مثال، LOSSBIN1 یک متغیر ساختگی برابر با ۱ است اگر ROA سال قبل شرکت بین ۰/۰۰۵- و ۰ باشد و در غیر این صورت ۰ است. LOSSBIN2 یک متغیر ساختگی برابر با ۱ است اگر ROA سال قبل شرکت بین ۰/۰۱۰- تا ۰/۰۰۵- باشد و در غیر این صورت ۰ است. LOSSBIN3، LOSSBIN4 و LOSSBIN5 نیز از همین تعریف پیروی می‌کنند. در همه موارد، i نشان‌دهنده شرکت و t نشان‌دهنده سال است. با پیروی از جانگ، لی و وبر (۲۰۱۴)، ما متغیرهای پیوسته را در صدک‌های ۱ و ۹۹ انتخاب می‌کنیم تا تأثیر نقاط پرت را پایین بیاوریم. به این ترتیب که برای مشاهده‌های کمتر از صدک ۱ و بیشتر از صدک ۹۹، مقادیر مربوط به این صدک‌ها جایگزین گردیده‌اند.

### ۳-۱-۲. عدم قطعیت سیاست اقتصادی (EPU)

به‌منظور اندازه‌گیری متغیر EPU از اعداد شاخص عدم قطعیت جهانی (WUI)<sup>۵۷</sup> استفاده شده است. این شاخص برای کشورهای مختلف از جمله ایران به صورت جداگانه محاسبه شده است و هر سه ماه یکبار به طور کامل در وب سایت [worlduncertaintyindex.com](http://worlduncertaintyindex.com) مورد به روز رسانی قرار می‌گیرد و نشان دهنده ابهامات مرتبط با تحولات اقتصادی و سیاسی در زمینه نگرانی‌های کوتاه مدت و نگرانی‌های بلند مدت است (کرمی و همکاران، ۱۴۰۱). در این مطالعه از

میانگین شاخص های سه ماهه که در یک سال شمسی قرار می‌گیرند، بهره‌گیری شده است. نمودار (۱) اطلاعات این شاخص در کشور ایران را نشان می‌دهد.



نمودار ۱. شاخص عدم قطعیت کشور ایران

### ۳-۱-۳. مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی (افشای CSR)

برای اندازه‌گیری متغیر افشای CSR از چک‌لیست کردستانی و همکاران (۱۳۹۷)، به علت سازگاری با شرایط محیطی ایران و برخورداری از روایی و پایایی قابل قبول بهره‌گرفته شده است (فرجی و همکاران، ۱۳۹۹؛ بهبهانی نیا و اصغری، ۱۴۰۰) و به منظور تحلیل محتوای موردنظر، از متن گزارشات هیئت‌مدیره استفاده می‌شود. چک‌لیست ذکر شده ابعاد زیست‌محیطی، محصولات و خدمات، منابع انسانی، مشتریان، اجتماعی، فرهنگی و انرژی را دربر می‌گیرد. نمره کل افشای CSR به شرح مدل زیر محاسبه می‌شود. در این مدل نمره کلی افشای CSR از جمع نمرات جزئی ابعاد آن حاصل می‌شود (مشایخی و همکاران، ۱۴۰۲).

$$CSR_j = \frac{\sum_{i=1}^{n_j} X_{ij}}{n_j}$$

در این مدل، افشای CSR معادل نمره افشای CSR شرکت (از نمره صفر الی ۳) و  $n_j$  تعداد کل نمره افشا شده برای شرکت می‌باشند. در خصوص  $X_{ij}$ ، اگر اطلاعات افشا شده به صورت کمی و جزئیات آن به صورت اعداد، شرح مفصلی از فعالیت و در صورت امکان تصاویر و نمودارها و جداول باشد، نمره افشا ۳؛ اگر اطلاعات به صورت غیر کمی و توضیحات به صورت مشروط و خاص افشا شده باشد، نمره افشا ۲؛ اگر موارد افشا به صورت کیفی و توضیحات به صورت جمله یا پاراگراف

باشد، نمره ی افشا ۱؛ و اگر هیچ موردی افشا نشود نمره افشا صفر خواهد بود. نحوه محاسبه نمره ی افشای CSR شرکت بر اساس پژوهش صالح و همکاران (۲۰۱۰) و البته بر اساس شاخص های داخلی ایران می‌باشد (مشایخی و همکاران، ۱۴۰۲).

### ۳-۱-۴. متغیرهای کنترلی

بر اساس پژوهش‌های گذشته پیرامون کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی (بن - نصر و آلشور، ۲۰۱۶؛ جانگ، لی و وبر، ۲۰۱۴؛ خدمتی و همکاران، ۲۰۲۰؛ ژائو، شاو و ژانگ، ۲۰۲۱؛ علیزاده و همکاران، ۱۴۰۳؛ بیک‌بشروی و همکاران، ۱۴۰۴؛ شمس‌الدینی و همکاران، ۱۴۰۲)، اثر گروهی از متغیرهای کنترلی که احتمالاً با کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی مرتبط هستند، کنترل می‌شود که شامل MTB نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، SIZE اندازه شرکت (لگاریتم طبیعی اندازه بازار شرکت)، LIQ نقدینگی (نسبت وجه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت به اضافه مطالبات به بدهی‌های جاری)، LEV اهرم (نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌های اول دوره)، DIVDUM پرداخت سود سهام (اگر سود سهام در سال قبل پرداخت شده باشد ۱ و در غیر این صورت صفر)، TANGIBLE نسبت دارایی‌های ثابت به مجموعه دارایی‌ها در ابتدای دوره، LOSS متغیرهای ساختگی زیان (اگر شرکت در سال قبل زیان گزارش کرده باشد ۱ در غیر این صورت صفر)، LABOR\_INTENSITY حساسیت دستمزد (نسبت تعداد کارکنان به کل دارایی‌های اول دوره)، STD\_CFO انحراف معیار جریان‌های نقدی عملیاتی (وزن‌دهی شده بر اساس دارایی‌های ابتدای دوره) در پنج سال گذشته، STD\_SALES انحراف معیار فروش (وزن‌دهی شده بر اساس دارایی‌های ابتدای دوره) در پنج سال قبل، SD\_NETHIRE انحراف معیار درصد تغییر در تعداد کارکنان در پنج سال گذشته، LABOR PROTECTION حمایت از نیروی کار (اگر نرخ افزایش حداقل دستمزد بیشتر از نرخ تورم باشد ۱ در غیر این صورت صفر)، AB\_INVEST سرمایه‌گذاری‌های غیرعادی به جز نیروی انسانی، ROA بازده دارایی‌ها (نسبت سود خالص به کل دارایی‌های ابتدای دوره)، GROWTH نرخ رشد درآمد فروش، INSTI مالکیت نهادی (درصد سهام عادی موجود در اختیار صندوق‌های بان‌نشستگی، بانک‌ها و... در پایان سال t-1) و FRQ کیفیت گزارشگری مالی است که بر اساس مدل مک نیکولز و استابن<sup>۵۸</sup> اندازه‌گیری می‌شود.

## ۲-۳. مدل اصلی پژوهش

با بسط مدل پژوهش چو و فنگ (۲۰۲۱) و یوان، یو و یین (۲۰۲۴) و ژائو، شاو و ژانگ (۲۰۲۱) برای آزمون فرضیه اول این پژوهش از مدل (۱)، برای آزمون فرضیه دوم از مدل (۲) و برای آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم از مدل (۳) استفاده شده است.

مدل (۱)

$$\begin{aligned} AB\_NETHIRE_{it} = & \beta_0 + \beta_1 EPU_{it} + \beta_2 MTB_{it-1} + \beta_3 SIZE_{it-1} \\ & + \beta_4 QUICK_{it-1} + \beta_5 LEV_{it-1} + \beta_6 DIVD_{it-1} + \beta_7 SD\_CFO_{it-1} \\ & + \beta_8 SD\_SALES_{it-1} + \beta_9 TANGIBLES_{it-1} + \beta_{10} LOSS_{it-1} + \beta_{11} INSTI_{it-1} \\ & + \beta_{12} SD\_NETHIRE_{it-1} + \beta_{13} LABINT_{it-1} + \beta_{14} AB\_INVEST_{it} + \beta_{15} FRQ_{it-1} \\ & + \text{Industry} - \text{by} - \text{YearFixedEffects} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

مدل (۲)

$$\begin{aligned} CSR_{it} = & \beta_0 + \beta_1 EPU_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} \\ & + \beta_4 GROWTH_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 LOSS_{it-1} \\ & + \text{Industry} - \text{by} - \text{YearFixedEffects} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

مدل (۳)

$$\begin{aligned} AB\_NETHIRE_{it} = & \beta_0 + \beta_1 CSR_{it} + \beta_2 EPU_{it} + \beta_3 MTB_{it-1} + \beta_4 SIZE_{it-1} \\ & + \beta_5 LIQ_{it-1} + \beta_6 LEV_{it-1} + \beta_7 DIVD_{it-1} + \beta_8 TANGIBLES_{it-1} \\ & + \beta_9 LOSS_{it-1} + \beta_{10} LABINT_{it-1} + \beta_{11} SD\_CFO_{it-1} \\ & + \beta_{12} SD\_SALES_{it-1} + \beta_{13} SD\_NETHIRE_{it-1} \\ & + \beta_{14} LABOR\_PROTECTION_{it-1} + \beta_{15} AB\_INVEST_{it} + \beta_{16} INSTI_{it-1} \\ & + \beta_{17} FRQ_{it-1} + \text{Industry} - \text{by} - \text{YearFixedEffects} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

AB NETHIRE به‌عنوان قدرمطلق انحراف خالص استخدام واقعی از سطح موردانتظار یک شرکت اندازه‌گیری می‌شود. لازم به ذکر است که سطح موردانتظار با استفاده از همان مدل رگرسیونی محاسبه می‌شود که برای اندازه‌گیری متغیر کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی به کار رفته است. CSR شاخص افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی را نشان می‌دهد. EPU نیز بیانگر شاخص عدم قطعیت جهانی کشور ایران می‌باشد.

## ۳-۳. جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این تحقیق دربرگیرنده شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۲ است که از طریق حذف سیستماتیک مشخص شده‌اند. برای انتخاب شرکت‌ها، معیارهای زیر در نظر گرفته شده و شرکت‌هایی که فاقد این ویژگی‌ها باشند، از جامعه آماری کنار گذاشته می‌شوند:

- سال مالی شرکت‌ها باید به پایان اسفندماه ختم شود.
  - شرکت‌ها باید تا قبل از سال ۱۳۹۲ در بورس پذیرفته شده باشند.
  - در طول سال‌های موردبررسی، تغییراتی در سال مالی شرکت‌ها صورت نگرفته باشد.
  - نماد شرکت‌ها نباید بیش از سه ماه دچار وقفه معاملاتی شده باشد.
  - شرکت‌ها در گروه سرمایه‌گذاری‌ها و مؤسسات مالی (بانک، بیمه، واسطه‌گری مالی و هلدینگ‌ها) قرار نداشته باشند (به دلیل تفاوت در ماهیت فعالیت آن‌ها).
- بعد از اعمال محدودیت‌ها ۱۲۳ شرکت برای بررسی فرضیه‌های پژوهش انتخاب شدند که تعداد مشاهدات سال - شرکت برابر با ۱۳۵۳ می‌باشد.

## نگاره ۱. جامعه آماری و نمونه پژوهش

ردیف	شرح	تعداد سال-شرکت
۱	جامعه آماری در تاریخ جمع‌آوری اطلاعات	۴۲۴۶
محدودیت‌ها	۲ شرکت‌هایی که پایان سال مالی آن‌ها منتهی به آخر اسفند نمی‌باشد	(۱۵۲۹)
	۳ شرکت‌هایی که طی بازه زمانی مورد مطالعه دارای تغییر سال مالی بودند	(۸۸)
	۴ شرکت‌هایی که قبل از سال ۱۳۹۲ در بورس اوراق بهادار پذیرفته نشده‌اند	(۵۲۸)
	۵ شرکت‌هایی که بیش از سه ماه توقف معاملاتی داشته‌اند.	(۴۹۵)
	۶ شرکت‌های گروه واسطه‌گری، هلدینگ، سرمایه‌گذاری، بانک و بیمه	(۲۵۳)
		جامعه آماری موردبررسی

#### ۴. یافته‌های پژوهش

##### ۴-۱. آمار توصیفی

نگاره شماره (۲) دربرگیرنده شاخص‌های آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش است. بر اساس نتایج حاصل شده، میانگین قدر مطلق ناکارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی، که باقیمانده‌های جزء خطای مدل جانگ، لی و وبر (۲۰۱۴) مبنای محاسبه آن بوده، برابر با ۰/۴۵۱ و انحراف معیار آن ۰/۱۵۰ می‌باشد. همچنین میانگین عدم قطعیت سیاست اقتصادی (EPU) معادل ۰/۲۷۶ و انحراف معیار آن ۰/۰۷۵ است. از طرفی، میانگین افشای مسئولیت اجتماعی شرکت (CSR) معادل ۰/۳۳۳ و انحراف معیار آن ۰/۰۹۷ است. این مقادیر بیانگر آن هستند که سطح افشای CSR در میان شرکت‌های ایرانی، در مقایسه با بسیاری از کشورها، پایین‌تر و نسبتاً ضعیف‌تر است. در زمینه سودآوری، تنها ۷/۷۶ درصد از شرکت‌ها طی دوره مورد بررسی زیان‌ده بوده‌اند. همچنین میانگین مالکیت نهادی در شرکت‌های مورد مطالعه، ۴۹/۸۲۶ درصد بوده است. جهت کاهش اثرگذاری داده‌های پرت بر نتایج نهایی، مقادیر یک درصد بالا و پایین داده‌های متغیرهای پیوسته با مقادیر نزدیک‌ترین مشاهدات جایگزین گردیده‌اند. همچنین برای رفع مشکلاتی از قبیل ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی در خطاها، مدل‌های رگرسیونی با استفاده از روش اثرات ثابت و به‌کارگیری خطای استاندارد مقاوم برآورد شده‌اند.

##### نگاره ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

پنل متغیر پیوسته				
متغیر	میانگین	بیشترین	کمترین	انحراف معیار
ناکارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی (قدرمطلق)	۰/۴۵۱	۰/۸۹۰	۰/۰۰۰۱	۰/۱۵۰
عدم قطعیت سیاست اقتصادی	۰/۲۷۶	۰/۴۱۰	۰/۱۲۰	۰/۰۷۵
افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی	۰/۳۳۳	۰/۶۴۱	۰/۰۲۵	۰/۰۹۷
نسبت ارزش بازار به دفتری سهام	۴/۳۹۶	۳۶/۳۰۸	-۱/۱۴۱	۵/۴۷۹
اندازه شرکت	۶/۶۹۹	۹/۱۲۷	۴/۹۳۳	۰/۸۸۸
نسبت نقدینگی	۰/۸۴۹	۳/۸۵۵	۰/۰۹۰	۰/۶۳۹
اهرم	۰/۵۳۶	۱/۰۲۲	۰/۱۳۴	۰/۱۹۷
دارایی ثابت	۰/۲۴۸	۰/۷۴۲	۰/۰۱۶	۰/۱۷۲

پنل متغیر پیوسته				
متغیر	میانگین	بیشترین	کمترین	انحراف معیار
حساسیت دستمزد	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۱۲	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۲
انحراف معیار جریان نقد عملیاتی	۰/۱۱۸	۰/۳۷۹	۰/۰۱۹	۰/۰۷۳
انحراف معیار فروش	۰/۳۴۵	۱/۸۰۳	۰/۰۳۵	۰/۲۹۷
انحراف معیار درصد تغییر کارکنان	۰/۱۰۸	۱/۰۷۰	۰/۰۰۸	۰/۱۶۱
مالکیت نهادی	۴۹/۸۲۶	۹۶/۳۲	۰	۳۲/۶۶۰
ناکارایی سرمایه‌گذاری در غیر نیروی انسانی	۰/۱۷۳	۱۳/۵۰۸	۰/۰۰۰۰	۰/۵۳۳
کیفیت گزارشگری مالی	-۰/۱۰۷	-۰/۰۰۰۱	-۴/۰۶۴	۰/۱۸۲
بازده دارایی‌ها	۰/۲۴۵	۱/۰۶۳	-۰/۱۳۷	۰/۲۴۳
نرخ رشد درآمد فروش	۰/۳۷۴	۱/۸۴۷	-۰/۴۲۶	۰/۴۲۵

پنل متغیر گسسته				
متغیر	فراوانی صفر	فراوانی یک	درصد فراوانی صفر	درصد فراوانی یک
تقسیم سود	۱۶۹	۱۱۸۴	۱۲/۴۹	۸۷/۵۱
زیان‌ده بودن	۱۲۴۸	۱۰۵	۹۲/۲۴	۷/۷۶
حمایت از نیروی کار	۷۳۸	۶۱۵	۵۴/۵۵	۴۵/۴۵

#### ۴-۲. آزمون فرضیه‌ها

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش (نگاره ۳) نشان‌دهنده این است که بین EPU و ناکارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی رابطه مثبت وجود دارد. به عبارت دیگر، با افزایش EPU، کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی کاهش می‌یابد. ضریب EPU (۰/۶۴۶۵) و سطح معناداری آن (۰/۰۱۳) می‌باشد که معناداری این رابطه را در سطح اطمینان ۹۵ درصد نشان می‌دهد. مثبت بودن جهت ارتباط EPU با ناکارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی بیانگر آن است که با افزایش سطح EPU، ناکارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی نیز افزایش می‌یابد. بنابراین فرضیه ی اول این پژوهش مورد تایید واقع می‌شود.

## نگاره ۳. نتایج آزمون فرضیه اول

ناکارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی در سطح کل				
متغیر	نماد لاتین	ضریب	آماره t	معناداری
عدم قطعیت سیاست اقتصادی	EPU	۰/۶۴۶۵	۲/۴۸*	۰/۰۱۳
نسبت ارزش بازار به دفتری سهام	MTB	-۰/۰۰۰۰	-۰/۱۱	۰/۹۱۶
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۰۸۳	۰/۹۰	۰/۳۷۱
نسبت نقدینگی	LIQ	۰/۰۰۷۶	۰/۷۴	۰/۴۶۰
اهرم	LEV	۰/۰۱۴۰	۰/۴۳	۰/۶۶۶
تقسیم سود	DIVIDUM	۰/۰۲۹۸	۲/۰۹*	۰/۰۳۷
انحراف معیار جریان نقد عملیاتی	STD_CFO	۰/۰۰۵۴	۰/۰۸	۰/۹۳۴
انحراف معیار فروش	STD_SALES	۰/۰۱۰۰	۰/۵۸	۰/۵۵۹
دارایی ثابت	TANGIBLE	-۰/۰۰۶۴	-۰/۲۳	۰/۸۲۱
زیان‌ده بودن	LOSS	۰/۰۲۳۵	۱/۳۷	۰/۱۷۲
مالکیت نهادی	INSTI	-۰/۰۰۰۱	-۱/۱۸	۰/۲۳۶
انحراف معیار درصد تغییر کارکنان	SD_NETHIRE	-۰/۰۰۹۰	-۰/۳۳**	۰/۷۴۲
حساسیت دستمزد	LABOR_INTENSITY	-۴/۴۰۸۴	-۰/۱۶	۰/۸۷۵
ناکارایی سرمایه‌گذاری در غیر نیروی انسانی	AB_INVEST	-۰/۰۰۷۶	-۱/۴۳	۰/۱۵۳
کیفیت گزارشگری مالی	FRQ	۰/۰۲۹۴	۱/۵۷	۰/۱۱۸
مقدار ثابت	-	۰/۱۸۱۷	۲/۵۴*	۰/۰۱۱
سال - صنعت		کنترل شد.		
ضریب تعیین		۰/۱۶۹۸		
آماره F		۵/۶۶		
احتمال آماره F		۰/۰۰۰۰		

\* معناداری در سطح ۵ درصد است.

نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش (نگاره ۴) بیانگر وجود یک ارتباط منفی و معنادار بین EPU و افشای CSR است. به عبارت دیگر، هر چه عدم قطعیت سیاست اقتصادی بیشتر باشد، سطح افشای CSR شرکت‌ها با کاهش روبه رو می‌شود. ضریب EPU (۰/۷۳۹۲-) و معناداری آن (۰/۰۰۰) است و این رابطه در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار است. بنابراین، فرضیه دوم پژوهش نیز تایید می‌گردد.

## نگاره ۴. نتایج آزمون فرضیه دوم

افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی				
متغیر	نماد لاتین	ضریب	آماره t	معناداری
عدم قطعیت سیاست اقتصادی	EPU	-۰/۷۳۹۲	-۴/۵۵*	۰/۰۰۰
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۰۱۲۶	۰/۸۱	۰/۴۱۹
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۰۲۵	۰/۴۳	۰/۶۷۰
رشد درآمد فروش	GROWTH	-۰/۰۰۲۶	-۰/۳۶	۰/۷۱۵
اهرم	LEV	۰/۰۰۵۴	۰/۳۱	۰/۷۵۵
زیان‌ده بودن	LOSS	۰/۰۰۱۷	۰/۱۸	۰/۸۵۶
مقدار ثابت	-	۰/۴۶۶۶	۱۱/۷۵*	۰/۰۰۰
سال - صنعت		کنترل شد.		
ضریب تعیین		۰/۱۷۹۸		
آماره F		۶/۵۵		
احتمال آماره F		۰/۰۰۰۰		

\* معناداری در سطح ۱ درصد است.

نتایج آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم پژوهش (نگاره شماره ۵) بیانگر آن است که بین سطح افشای CSR و ناکارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی رابطه‌ای منفی و معنادار وجود دارد؛ به‌گونه‌ای که با افزایش میزان افشای CSR، ناکارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی کاهش می‌یابد. از سوی دیگر، یافته‌ها نشان می‌دهد که EPU همچنان دارای تأثیری مثبت بر ناکارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی است، به این معنا که افزایش در سطح EPU با کاهش کارایی سرمایه‌گذاری در این حوزه همراه است. افزون بر این، نتایج تحلیل اثرات غیرمستقیم حاکی از آن است که افشای CSR به‌عنوان یک متغیر میانجی جزئی در رابطه بین EPU و کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی عمل می‌کند. به بیان دیگر، بخشی از اثر منفی ناشی از افزایش EPU بر کاهش کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی، از مسیر کاهش سطح افشای CSR منتقل می‌شود. این نتایج نشان می‌دهد که EPU نه تنها به‌طور مستقیم موجب افزایش ناکارایی در سرمایه‌گذاری‌های نیروی انسانی می‌شود، بلکه به‌صورت غیرمستقیم و از طریق تضعیف افشای CSR نیز این اثر منفی را تشدید می‌کند.

## نگاره ۵. نتایج آزمون فرضیه سوم و چهارم

ناکارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی در سطح کل				
متغیر	نماد لاتین	ضریب	آماره t	معناداری
عدم قطعیت سیاست اقتصادی	EPU	۰/۵۸۲۰	۳/۲۶*	۰/۰۰۱
افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی	CSR	-۰/۱۲۲۱	-۲/۸۷*	۰/۰۰۴
نسبت ارزش بازار به دفتری سهام	MTB	-۰/۰۰۰۱	-۰/۱۴	۰/۸۹۰
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۰۷۸	۰/۸۵	۰/۳۹۸
نسبت نقدینگی	LIQ	۰/۰۰۸۲	۰/۸۰	۰/۴۲۴
اهرم	LEV	۰/۰۱۶۹	۰/۵۲	۰/۶۰۲
تقسیم سود	DIVDUM	۰/۰۳۱۹	۲/۲۳**	۰/۰۲۶
دارایی ثابت	TANGIBLE	-۰/۰۰۴۶	-۰/۱۶	۰/۸۷۰
زیان‌ده بودن	LOSS	۰/۰۲۴۱	۱/۴۰	۰/۱۶۳
حساسیت دستمزد	LABOR_INTENSITY	-۶/۶۵۵۷	-۰/۲۴	۰/۸۱۲
انحراف معیار جریان نقد عملیاتی	STD_CFO	۰/۰۰۵۲	۰/۰۸	۰/۹۳۵
انحراف معیار فروش	STD_SALES	۰/۰۱۱۱	۰/۶۵	۰/۵۱۶
انحراف معیار درصد تغییر کارکنان	SD_NETHIRE	-۰/۰۰۹۴	-۰/۳۴	۰/۷۳۲
حمایت از نیروی کار	LABOR PROTECTION	-۰/۰۰۲۱	-۰/۱۳	۰/۸۹۶
مالکیت نهادی	INSTI	-۰/۰۰۰۱	-۱/۰۴	۰/۲۹۸
ناکارایی سرمایه‌گذاری در غیر نیروی انسانی	AB_INVEST	-۰/۰۰۷۰	-۱/۳۰	۰/۱۹۳
کیفیت گزارشگری مالی	FRQ	۰/۰۲۸۵	۱/۵۷	۰/۱۱۷
مقدار ثابت	-	۰/۲۳۶۷	۳/۱۳*	۰/۰۰۲
سال - صنعت		کنترل شد.		
ضریب تعیین		۰/۱۷۵۰		
آماره F		۵/۷۱		
احتمال آماره F		۰/۰۰۰۰		

\* و \*\* به ترتیب معناداری در سطح ۱ درصد و ۵ درصد است.

## ۴-۳. آزمون‌های اضافی

به‌منظور اطمینان از اعتبار و استحکام نتایج به‌دست‌آمده، آزمون بررسی استحکام انجام گرفت. یکی از نگرانی‌های محتمل در این زمینه، وجود درون‌زایی بالقوه در مدل‌هاست که می‌تواند موجب تورش در ضرایب برآوردی و تضعیف اعتبار نتایج شود. برای کاهش این نگرانی، اثرات ثابت شرکت‌ها در مدل‌های اصلی لحاظ شد تا تأثیر متغیرهای مشاهده‌نشده کنترل شود. نتایج حاصل از این تحلیل که در نگاره (۶) گزارش شده است، با یافته‌های اصلی پژوهش هم‌راستا بوده و اعتبار استنباط‌های پژوهش را تقویت می‌کند و نشان می‌دهد که روابط شناسایی‌شده از ثبات نسبی برخوردارند.

## نگاره ۶. نتایج آزمون اضافی

اثر ثابت شرکت			
مدل سوم	مدل دوم	مدل اول	
ضریب (معناداری)	ضریب (معناداری)	ضریب (معناداری)	متغیر
۰/۸۵۸۳* (۰/۰۰۱)	-۰/۵۵۹۳** (۰/۰۲۳)	۱/۱۱۷۰* (۰/۰۰۸)	عدم قطعیت سیاست اقتصادی (EPU)
-۰/۱۲۸۳* (۰/۰۰۳)	-	-	افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی (CSR)
-	۰/۰۰۱۷ (۰/۹۱۴)	-	بازده دارایی‌ها (ROA)
۰/۰۰۱ (۰/۳۵۲)	-	(۰/۳۸۹) ۰/۰۰۱۰	نسبت ارزش بازار به دفتری سهام (MTB)
-۰/۰۲۴۳ (۰/۲۴۰)	-۰/۰۱۰۸ (۰/۴۱۱)	-۰/۰۲۰۹ (۰/۳۲۰)	اندازه شرکت (SIZE)
-	-۰/۰۰۰۴ (۰/۹۴۸)	-	رشد درآمد فروش (GROWTH)
۰/۰۰۲۰ (۰/۸۴۴)	-	(۰/۹۱۷) ۰/۰۰۱۱	نسبت نقدینگی (LIQ)
۰/۰۰۷۴ (۰/۸۴۰)	-۰/۰۱۸۳ (۰/۴۲۹)	(۰/۸۴۹) ۰/۰۰۷۲	اهرم (LEV)

اثر ثابت شرکت			
مدل سوم	مدل دوم	مدل اول	متغیر
ضریب (معناداری)	ضریب (معناداری)	ضریب (معناداری)	
۰/۰۱۹۷ (۰/۲۷۰)	-	(۰/۳۱۱) ۰/۰۱۸۳	تقسیم سود (DIVDUM)
۰/۰۲۰۰ (۰/۵۵۲)	-	(۰/۶۰۳) ۰/۰۱۷۸	دارایی ثابت (TANGIBLE)
۰/۰۲۵۷*** (۰/۰۸۴)	۰/۰۰۶۵ (۰/۵۲۵)	۰/۰۲۵۱*** (۰/۰۹۲)	زیان‌ده بودن (LOSS)
-۲۵/۴۹۶ (۰/۵۱۹)	-	-۲۱/۷۷۸۱ (۰/۵۸۰)	حساسیت دستمزد (LABOR_INTENSITY)
۰/۰۷۶۳ (۰/۳۲۷)	-	(۰/۲۹۹) ۰/۰۸۰۸	انحراف معیار جریان نقد عملیاتی (STD_CFO)
۰/۰۰۴۰ (۰/۱۵۶)	-	(۰/۹۰۷) ۰/۰۰۲۶	انحراف معیار فروش (STD_SALES)
-۰/۰۰۴۸ (۰/۱۸۸۲)	-	-۰/۰۰۶۵ (۰/۸۳۸)	انحراف معیار درصد تغییر کارکنان (SD_NETHIRE)
۰/۰۱۸۸ (۰/۳۴۳)	-	-	حمایت از نیروی کار (LABOR PROTECTION)
۰/۰۰۰۱ (۰/۶۳۷)	-	(۰/۷۳۱) ۰/۰۰۰۱	مالکیت نهادی (INSTI)
-۰/۰۰۷۱ (۰/۱۰۵)	-	-۰/۰۰۷۷*** (۰/۰۸۰)	ناکارایی سرمایه‌گذاری در غیر نیروی انسانی (AB_INVEST)
۰/۰۳۳۱** (۰/۰۴۱)	-	۰/۰۳۳۵** (۰/۰۴۵)	کیفیت گزارشگری مالی (FRQ)
۰/۳۹۹۶* (۰/۰۰۲)	۰/۵۶۱۴* (۰/۰۰۰)	۰/۲۹۷۴** (۰/۰۱۴)	مقدار ثابت
کنترل شد.			سال - شرکت

\*\*\* و \*\* و \* به ترتیب معناداری در سطح ۱ درصد، ۵ درصد و ۱۰ درصد است.

### ۵. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

EPU به‌عنوان عاملی مهم بر رفتارهای سرمایه‌گذاری واحدهای تجاری شناخته شده و توجه پژوهشگران حوزه اقتصاد و مدیریت مالی را به خود جلب کرده است. پژوهش حاضر با استفاده از داده‌های شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۲، به بررسی تأثیر EPU بر کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی و نقش میانجی افشای CSR پرداخته است.

یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که EPU تأثیر منفی و معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی دارد. همچنین، افشای CSR با کاهش ناکارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی مرتبط بوده و نقش میانجی قابل توجهی در کاهش اثرات منفی EPU ایفا می‌کند. در شرایط افزایش EPU عملکرد شرکت‌ها در تخصیص بهینه سرمایه‌گذاری‌های نیروی انسانی مختل می‌شود و کاهش سطح افشای CSR این اثر را تشدید می‌کند. یافته‌ها در راستای نظریه نمایندگی و دیدگاه ذی‌نفعان قابل تفسیر است. به این صورت که افزایش عدم قطعیت سیاست اقتصادی باعث می‌شود مدیران برای اجتناب از ریسک، تصمیمات محافظه‌کارانه در حوزه سرمایه‌گذاری نیروی انسانی بگیرند. اما افشای CSR با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش اعتماد ذی‌نفعان، این اثر منفی را تعدیل می‌کند.

پیشنهاد می‌شود که مدیران شرکت‌ها به‌طور فعال در شرایط عدم قطعیت سیاست اقتصادی، اقداماتی را برای کاهش اثرات منفی آن بر سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی (نظیر استخدام، آموزش و توسعه) اتخاذ نمایند. در این راستا، تقویت افشای CSR و شفافیت اطلاعات به‌عنوان یک سازوکار حیاتی برای ایجاد اعتماد و کاهش عدم تقارن اطلاعات، می‌تواند اثرات منفی EPU بر سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی را کاهش دهد. همچنین سیاست‌گذاران اقتصادی باید به آثار جانبی تصمیمات خود بر روی پویایی‌های بازار کار و به‌ویژه سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در نیروی انسانی توجه ویژه داشته باشند و بتوانند آن‌ها را پیش‌بینی و مدیریت کنند تا تخصیص منابع به بهترین نحو انجام شود. ایجاد کانال‌های مشورتی ثابت بین دولت و بخش خصوصی می‌تواند به سیاست‌گذاران در درک بهتر واکنش‌های مدیریتی به عدم قطعیت کمک کند.

یکی از محدودیت‌های این پژوهش این است که تنها داده‌های مربوط به شرکت‌های بورسی را دربر می‌گیرد و برای تعمیم‌دادن یافته‌ها به تمامی شرکت‌ها مطالعه بیشتری نیاز است؛ بنابراین، به علاقه‌مندان پیشنهاد می‌شود با بسط جامعه آماری، اعتبار این پژوهش را تقویت کنند. محدودیت

دیگری که این پژوهش با آن روبه‌رو بوده است نبود پایگاه ملی معتبر برای جمع‌آوری داده‌های مربوط به متغیر عدم قطعیت سیاست اقتصادی است که می‌تواند دقت تحلیل‌ها را تحت‌تأثیر قرار دهد.

### یادداشت‌ها

1. Economic Policy Uncertainty  
Papachristopoulou
2. Matousek, Panopoulou &
3. Gulen & Ion
4. Chu & Fang
5. Baker, Bloom & Davis
6. Zhao, Xiao & Zhang
7. Corporate Social Responsibility
8. Borghesi, Chang & Li
9. Nagar, Schoenfeld & Wellman  
Figueres
10. Caggiano, Castelnovo &
11. Pastor & Veronesi
12. Pinnuck & Lillis
13. Ben-Nasr & Alshwer
14. Li & Shi
15. Chi & Li
16. Rao, Yue & Jiang
17. Gu, Chen & Pan
18. Jin, Chen & Yang
19. Brogaard & Detzel
20. Liu & Zhang
21. Panousi & Papanikolaou
22. Jeong
23. Wang, Chen & Huang
24. Lin
25. Friedman
26. Freeman & Reed
27. Mattern
28. Porter & Kramer
29. Nguyen
30. Yuan, Yu & Yin
31. Wang
32. Hirsch
33. El Ghoul
34. Heinkel, Kraus & Zechner
35. Cook
36. Pelozo & Papania
37. Bardos
38. Yang & Jiang
39. Zingales
40. Jung, Lee & Weber
41. Mo
42. Cao
43. Jensen & Meckling
44. Bertrand & Mullainathan
45. Pagno & Volpin
46. Narayanan
47. Oi
48. Hamermesh & Pfann
49. Althoff
50. Hong, & Kacperczyk
51. Dhaliwal
52. Kim & Park & Wier
53. Godfrey, Merrill & Hansen
54. Zeng
55. Shou
56. Koehn & Ueng
57. World Uncertainty Index
58. McNichols & Stubben

## منابع

## الف. فارسی

- ابراهیمی کردلر، علی؛ بیک بشرویه، سلمان؛ سماوات، میلاد و رضانی، محمد مهدی. (۱۴۰۴). تأثیر افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی با توجه به نقش میانجی افشای ضعف کنترل‌های داخلی. *تحقیقات مالی*، ۲۷(۳)، ۶۸۵-۷۱۷.
- بهبهانی نیا، پریسا سادات و عسگری، نرگس. (۱۴۰۰). مسئولیت‌پذیری اجتماعی، حاکمیت شرکتی و عدم شفافیت گزارشگری مالی در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۱۱(۴)، ۷۶-۵۵.
- بیک بشرویه، سلمان؛ رضانی، محمد مهدی و نظری، سعیده. (۱۴۰۴). بررسی تأثیر افشای ضعف کنترل‌های داخلی بر کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۳۲(۳)، ۴۸۶-۵۰۷.
- شمس‌الدینی، کاظم؛ صادقی، منصور و رحیمی، علیرضا. (۱۴۰۲). بررسی رابطه اجتناب مالیاتی و امپراتورسازی مدیریتی با در نظر گرفتن مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۱۵(۲)، ۲۴۶-۲۹۱.
- علیزاده، محسن؛ رضایی، غلامرضا و تقی‌زاده، رضا. (۱۴۰۳). کیفیت حسابرسی و کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی کار. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۱۶(۱)، ۲۷۵-۲۹۸.
- فرجی، امید؛ جنتی دریاکناری، فاطمه؛ منصور، کفسان و یونسی مطیع، فاطمه. (۱۳۹۹). مسئولیت‌پذیری اجتماعی و ارزش شرکت: نقش تعدیلگر مدیریت سود. *مدیریت سرمایه اجتماعی*، ۱۷(۱)، ۲۵-۵۸.
- کردستانی، غلامرضا؛ قادرزاده، سید کریم و حقیقت، حمید. (۱۳۹۷). تأثیر افشای مسئولیت اجتماعی بر معیارهای حسابداری، اقتصادی و بازار ارزیابی عملکرد شرکت‌ها. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۱۰(۱)، ۱۸۷-۲۱۷.
- کریمی، غلامرضا؛ بیک بشرویه، سلمان؛ نظری، سعیده و سماوات، میلاد. (۱۴۰۱). رابطه عدم قطعیت با نگهداشت وجه نقد و موجودی کالا. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۱۴(۲)، ۲۲۱-۲۵۱.
- مشایخی، بیتا؛ حسن‌زاده، شادی؛ سماوات، میلاد و نظری، سعیده. (۱۴۰۲). افشای مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکتی و رفتار فرصت‌طلبانه مدیریت: نقش تعدیلگر حاکمیت شرکتی. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۳۰(۳)، ۵۶۰-۵۸۹.

## ب. انگلیسی

- Althoff, C. (2021). Corporate social responsibility as an element of good corporate governance-a chronology of its historical and contemporary development. *International Journal of Economics and Accounting*, 10(1), 57-87.
- Alizadeh, M., rezaei, G. and Taghizadeh, R. (2024). Audit quality and labour investment efficiency. *Journal of Accounting Advances*, 16(1), 275-298. (in Persian)
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593-1636.
- Bardos, K. S., Ertugrul, M., & Gao, L. S. (2020). Corporate social responsibility, product market perception, and firm value. *Journal of Corporate Finance*, 62, 101588.
- Behbahaninia, P. S. and asgari, N. (2021). Social Responsibility, Corporate Governance and Lack of Financial Reporting Transparency In Tehran Stock Exchange. *Empirical Research in Accounting*, 11(4), 55-76. (in Persian)
- Beik Boshroueyh, S. , Ramezani, M. M. and Nazari, S. (2025). Investigating the Impact of Disclosing Internal Control Weaknesses on Labor Investment Efficiency. *Accounting and Auditing Review*, 32(3), 486-507. (in Persian)
- Ben-Nasr, H., & Alshwer, A. A. (2016). Does stock price informativeness affect labor investment efficiency? *Journal of Corporate Finance*, 38, 249–271.
- Bertrand, M., & Mullainathan, S. (2003). Enjoying the quiet life? Corporate governance and managerial preferences. *Journal of political Economy*, 111(5), 1043-1075.
- Brogaard, J., & Detzel, A. (2015). The asset-pricing implications of government economic policy uncertainty. *Management science*, 61(1), 3-18.
- 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.
- Caggiano, G., Castelnovo, E., & Figueres, J. M. (2017). Economic policy uncertainty and unemployment in the United States: A nonlinear approach. *Economics Letters*, 151, 31-34.
- Cao, Z., Chen, S. X., Jiang, M., & Xiang, M. (2024, April). Internal control weakness and corporate employment decisions: evidence from SOX Section 404 disclosures. In *Accounting Forum* (Vol. 48, No. 2, pp. 225-

- 250). Routledge.
- Chi, Q., & Li, W. (2017). Economic policy uncertainty, credit risks and banks' lending decisions: Evidence from Chinese commercial banks. *China Journal of Accounting Research*, 10(1), 33-50.
- Chu, J., & Fang, J. (2021). Economic policy uncertainty and firms' labor investment decision. *China Finance Review International*, 11(1), 73-91.
- Cook, K. A., Romi, A. M., Sánchez, D., & Sanchez, J. M. (2019). The influence of corporate social responsibility on investment efficiency and innovation. *Journal of Business Finance & Accounting*, 46(3-4), 494-537
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59-100.
- Ebrahimi Kordlar, A. , Beik Boshrouyeh, S. , Samavat, M. and Ramezani, M. M. (2025). The Impact of Corporate Social Responsibility Disclosure on Human Capital Investment Efficiency: The Mediating Role of Internal Control Weakness Disclosure. *Financial Research Journal*, 27(3), 685-717. (in Persian)
- El Ghouli, 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.
- Feng, X., Luo, W., & Wang, Y. (2023). Economic policy uncertainty and firm performance: evidence from China. *Journal of the Asia Pacific Economy*, 28(4), 1476-1493.
- Faraji, O. , Jannati Daryakenari, F. , Mansouri, K. and Younesi Moti, F. (2020). Corporate Social Responsibility and Firm Value: The Mediating Role of Earnings Management. *Social Capital Management*, 7(1), 25-58. (in Persian)
- Freeman, R. E. (2010). *Strategic management: A stakeholder approach*. Cambridge university press.
- Freeman, R. E., & Reed, D. L. (1983). Stockholders and stakeholders: A new perspective on corporate governance. *California Management Review*, 25(3), 88-106.
- Friedman, M. (1970). of Business is to Increase its Profits. *New York Times Magazine*, September, 13, 122-126.
- Godfrey, P. C., Merrill, C. B., & Hansen, J. M. (2009). The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothesis. *Strategic Management*

- Journal*, 30(4), 425-445.
- Gu, X. M., Chen, Y. M., & Pan, S. Y. (2018). Economic policy uncertainty and innovation: evidence from listed companies in China. *Economic Research Journal*, 53(2), 109-123.
- Gulen, H., & Ion, M. (2016). Policy uncertainty and corporate investment. *The Review of Financial Studies*, 29(3), 523-564.
- Heinkel, R., Kraus, A., & Zechner, J. (2001). The effect of green investment on corporate behavior. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(4), 431-449.
- Hirsch, S., Petersen, T., Koppenberg, M., & Hartmann, M. (2023). CSR and firm profitability: Evidence from a meta-regression analysis. *Journal of Economic Surveys*, 37(3), 993-1032.
- Hong, H., & Kacperczyk, M. (2009). The price of sin: The effects of social norms on markets. *Journal of Financial Economics*, 93(1), 15-36.
- Hamermesh, D. S., & Pfann, G. A. (1996). Adjustment costs in factor demand. *Journal of Economic Literature*, 34(3), 1264-1292.
- Jeong, B. (2002). Policy uncertainty and long-run investment and output across countries. *International Economic Review*, 363-392.
- Jin, X., Chen, Z., & Yang, X. (2019). Economic policy uncertainty and stock price crash risk. *Accounting & Finance*, 58(5), 1291-1318.
- Jung, B., Lee, W. J., & Weber, D. P. (2014). Financial reporting quality and labor investment efficiency. *Contemporary Accounting Research*, 31, 1047-1076.
- Karami, G., Beik Boshroueyh, S., nazari, S. and Samavat, M. (2023). The relationship of Uncertainty with cash and inventory holdings. *Journal of Accounting Advances*, 14(2), 221-251. (in Persian)
- Karami, G., Mehrani, S., Boshrouyeh, S. B., Ezadpour, M., Mohebbi, M., & Samavat, M. (2024). Political connections and labor investment efficiency. *International Review of Economics & Finance*, 89, 568-580.
- Koehn, D., & Ueng, J. (2010). Is philanthropy being used by corporate wrongdoers to buy good will?. *Journal of Management & Governance*, 14, 1-16.
- Khedmati, M., Sualihu, M. A., & Yawson, A. (2020). CEO-director ties and labor investment efficiency. *Journal of Corporate Finance*, 65, 101492.
- Kim, Y., Park, M. S., & Wier, B. (2012). Is earnings quality associated with corporate social responsibility?. *The Accounting Review*, 87(3), 761-796.
- Kordestani, G., Ghaderzadeh, S. K. and Haghghat, H. (2018). Impact of social responsibility disclosure on accounting, economic and market based

- Measures Of corporate performance evaluation. *Journal of Accounting Advances*, 10(1), 187-217. (in Persian)
- Li, F. Y., & Shi, Y. D. (2016). Economic policy uncertainty and corporate cash holding strategy: Empirical research by using China economic policy uncertainty index. *Journal of Management Sciences in China*, 19(6), 157-170.
- Liu, L., & Zhang, T. (2015). Economic policy uncertainty and stock market volatility. *Finance Research Letters*, 15, 99-105.
- Mashayekhi, B., Hasanzadeh, S., Samavat, M. and Nazari, S. (2023). Corporate Social Responsibility Disclosure and Management Opportunism: The Role Moderating of Corporate Governance. *Accounting and Auditing Review*, 30(3), 560-589. (in Persian)
- Matousek, R., Panopoulou, E., & Papachristopoulou, A. (2020). Policy uncertainty and the capital shortfall of global financial firms. *Journal of Corporate Finance*, 62, 101558.
- Mattern, C. O., Gutilla, M. J., Bright, D. L., Kirby, T. E., Hincheliff, K. W., & Devor, S. T. (2003). Maximal lactate steady state declines during the aging process. *Journal of Applied Physiology*, 95(6), 2576-2582.
- Meckling, W. H., & Jensen, M. C. (1976). Theory of the Firm. *Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, 3(4), 305-360.
- Mo, K., & Lee, K. Y. (2019). Analyst following, group affiliation, and labor investment efficiency: Evidence from Korea. *Sustainability*, 11(11), 3152.
- McNichols, M. F., & Stubben, S. R. (2008). Does earnings management affect firms' investment decisions?. *The Accounting Review*, 83(6), 1571-1603.
- Nagar, V., Schoenfeld, J., & Wellman, L. (2019). The effect of economic policy uncertainty on investor information asymmetry and management disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, 67(1), 36-57.
- Narayanan, M. (1985). Managerial incentives for short-term results. *The Journal of Finance*, 40(5), 1469-1484.
- Nguyen, P. A., Kecskés, A., & Mansi, S. (2020). Does corporate social responsibility create shareholder value? The importance of long-term investors. *Journal of Banking & Finance*, 112, 105217.
- Oi, W. Y. (1962). Labor as a quasi-fixed factor. *Journal of Political Economy*, 70(6), 538-555.
- Pagano, M., & Volpin, P. F. (2005). Managers, workers, and corporate control. *The Journal of Finance*, 60(2), 841-868.
- Park, H. J., & Ha, M. H. (2020). Corporate social responsibility and earnings transparency: Evidence from Korea. *Corporate Social Responsibility and*

- Environmental Management*, 27(3), 1498-1508.
- Pastor, L., & Veronesi, P. (2012). Uncertainty about government policy and stock prices. *The Journal of Finance*, 67(4), 1219-1264.
- Pinnuck, M. & Lillis, A. (2007). Profits versus Losses: does reporting an accounting loss act as a heuristic trigger to exercise the abandonment option and divest employees? *The Accounting Review*, 82(4), 1031-1053.
- Panousi, V., & Papanikolaou, D. (2012). Investment, idiosyncratic risk, and ownership. *The Journal of Finance*, 67(3), 1113-1148.
- Pelozo, J., & Papania, L. (2008). The missing link between corporate social responsibility and financial performance: Stakeholder salience and identification. *Corporate Reputation Review*, 11(2), 169-181.
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2007). Strategy and society: The link between competitive advantage and corporate social responsibility. *Harvard Business Review*, 85(4), 133.
- Rao, P. G., Yue, H., & Jiang, G. H. (2017). Economic policy uncertainty and firms' investment. *The Journal of World Economy*, 40(2), 27-51.
- Saleh, M., Zulkifli, N., & Muhamad, R. (2010). Corporate social responsibility disclosure and its relation on institutional ownership: Evidence from public listed companies in Malaysia. *Managerial Auditing Journal*, 25(6), 591-613.
- shamsaddini, K. , sadeghi, M. and Rahim, \*. A. (2023). The Investigating of Relationship Tax Avoidance and Managerial Empire-Building, Considering Corporate Social Responsibility. *Journal of Accounting Advances*, 15(2), 246-291. (in Persian)
- Shou, Y., Shao, J., Wang, W., & Lai, K. H. (2020). The impact of corporate social responsibility on trade credit: Evidence from Chinese small and medium-sized manufacturing enterprises. *International Journal of Production Economics*, 230, 107809.
- Wang, Y., Chen, C. R., & Huang, Y. S. (2014). Economic policy uncertainty and corporate investment: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 26, 227-243.
- Wang, H., Lu, W., Ye, M., Chau, K. W., & Zhang, X. (2016). The curvilinear relationship between corporate social performance and corporate financial performance: Evidence from the international construction industry. *Journal of Cleaner Production*, 137, 1313-1322.
- Yang, Y., & Jiang, Y. (2024). The impact of suppliers' CSR controversies on buyers' market value: The moderating role of social capital. *Journal of Purchasing and Supply Management*, 30(1), 100904.
- Yuan, T., Wu, J. G., Qin, N., & Xu, J. (2022). Being nice to stakeholders: The

- effect of economic policy uncertainty on corporate social responsibility. *Economic Modelling*, 108, 105737.
- Yuan, Z., Yu, J., & Yin, Y. (2024). The Impact of Corporate Social Responsibility on Labor Investment Efficiency: Evidence from China. *Sustainability*, 16(10), 4290.
- Zeng, T. (2019). Relationship between corporate social responsibility and tax avoidance: international evidence. *Social Responsibility Journal*, 15(2), 244-257.
- Zhao, T., Xiao, X., & Zhang, B. (2021). Economic policy uncertainty and corporate social responsibility performance: Evidence from China. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 12(5), 1003-1026.
- Zingales, L. (2000). In search of new foundations. *The Journal of Finance*, 55(4), 1623-1653.