

Research Paper

The Performance of Sustainable Human-Social Resources on Economic Value Added

Yassaman Khalili*¹ , Mahdis Nikzad Ghadikolaei² , Keramatollah Heydari Rostami³ 

¹ Assistant Professor, Department of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran. y_khalili@pnu.ac.ir

² Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty of Economics and Administrative Science, University of Mazandaran, Babolsar, Iran. m.nikzad@umz.ac.ir

³ Assistant professor, Management Department, Faculty of Administrative Sciences and Economics, Arak University, Arak, Iran. k-heydarirostami@araku.ac.ir



[10.22080/shrm.2025.5874](https://doi.org/10.22080/shrm.2025.5874)

Received:

April 21, 2025

Accepted:

September 3, 2025

Available online:

February 7, 2026

Keywords:

Economic Value Added (EVA), Corporate Sustainability, Human Resource Performance, Social Performance

Abstract

The need to integrate human and social sustainability strategies with long-term economic goals is felt in today's world. This study aims to expand the existing literature in this field by drawing on evidence from the Tehran Stock Exchange market, highlighting the role of non-financial components in creating added value. To achieve this, a study was conducted among 110 companies listed on the Tehran Stock Exchange for the years 2019-2024, to examine the impact of sustainable human and social performance on economic added value. Data were extracted from annual financial reports, financial statements, and corporate social responsibility and sustainability reports. In this study, human resource performance was evaluated using indicators such as employee training costs, workforce welfare level, and human resource productivity, while social performance was evaluated based on the social responsibility criterion. Economic added value was also calculated using a standard index. The panel regression method was employed to analyze the data, and the results indicated that social performance has a positive and significant impact, whereas human resource performance has an insignificant effect on economic added value. Also, control variables such as company size, financial leverage, and return on equity show significant relationships with the dependent variable.

*Corresponding Author: Yassaman Khalili

Address: Payame Noor University, Tehran, Iran.

Email: y_khalili@pnu.ac.ir

Extended abstract

1. Introduction

Companies that prioritize sustainability performance components tend to have a good reputation and perform better in the long run, ultimately creating corporate value. Empirical evidence on the relationship between sustainability and economic performance is scarce and uncertain to date, and there are few studies on the operational effects of sustainable performance components on economic performance. This study examines the impact of sustainable human and social performance on economic value added in companies listed on the Tehran Stock Exchange.

2. Research Methods

This research examined 110 companies listed on the Tehran Stock Exchange from 2019 to 2024. Data were extracted from annual financial reports, financial statements, and corporate social responsibility (CSR) and sustainability reports. Human Resource performance was measured using indicators such as employee training costs, workforce welfare levels, and labor productivity, while social performance was evaluated with the social responsibility criterion. Economic value added was calculated using the standard index. The panel regression method was used to analyze the data.

3. Results

The results indicate that social performance has a positive and significant impact, while human performance has no significant effect on economic value added. Also, control variables such as company size, financial leverage, and return on equity show significant relationships with the dependent variable.

4. Conclusion

This study examined the impact of sustainable human and social performance on economic value added (EVA) in companies listed on the Tehran Stock Exchange, revealing that social performance has a significant effect on economic value creation, while human performance has no statistically significant effect. These findings are in line with the social capital theory, which emphasizes the role of trust and accountability

networks in facilitating economic cooperation. In the Iranian context, community-oriented projects are likely to yield faster economic returns by fostering stakeholder trust, reducing transaction costs, and enhancing brand reputation. In contrast, the ineffectiveness of human performance could be due to structural challenges such as brain drain, inefficient performance evaluation systems, or delayed returns on training investments. Additionally, the negative impact of financial leverage on economic value added highlights the pressure of debt costs on profitability, while company size, as a symbol of economies of scale, has a positive effect. These results underscore the need to redefine sustainability strategies in emerging markets, where stakeholder priorities and institutional constraints can significantly alter value creation mechanisms.

Funding

There is no funding support.

Authors' contribution

All authors are equally involved in the preparation and writing of the article.

Conflict of interest

The authors declared no conflict of interest.

علمی

عملکرد منابع انسانی - اجتماعی پایدار بر ارزش افزوده اقتصادی

یاسمن خلیلی*^۱ ID، مهدیس نیکزاد قادیکلایی^۲ ID، کرامت‌الله حیدری رستمی^۳ ID

^۱ استادیار گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران. ایمیل: y.khalili@pnu.ac.ir
^۲ استادیار گروه حسابداری، دانشکده علوم اقتصادی و اداری، دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران. ایمیل: m.nikzad@umz.ac.ir
^۳ استادیار گروه مدیریت، دانشکده علوم اداری و اقتصادی، دانشگاه اراک، اراک، ایران. ایمیل: k-heydarirostami@araku.ac.ir



10.22080/shrm.2025.5874

چکیده

لزوم تلفیق استراتژی‌های پایداری انسانی و اجتماعی با اهداف اقتصادی بلندمدت، در دنیای امروز احساس می‌شود. این مطالعه سعی دارد ادبیات موجود این حوزه را با شواهدی از بازار بورس اوراق بهادار تهران و با تأکید بر نقش مؤلفه‌های غیرمالی در خلق ارزش افزوده، توسعه دهد. جهت نیل به این مهم، با هدف بررسی تأثیر عملکرد انسانی و اجتماعی پایدار بر ارزش افزوده اقتصادی، در ۱۱۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران برای سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۲ انجام شده است. داده‌ها از گزارش‌های مالی سالانه، صورت‌های مالی و گزارش‌های مسوولیت اجتماعی و پایداری شرکت‌ها استخراج شد. در این پژوهش عملکرد منابع انسانی با شاخص‌هایی مانند هزینه‌های آموزش کارکنان، سطح رفاه نیروی کار و بهره‌وری نیروی انسانی و عملکرد اجتماعی با معیار مسوولیت‌پذیری اجتماعی ارزیابی شد. ارزش افزوده اقتصادی نیز با استفاده از شاخص استاندارد محاسبه گردید. برای تحلیل داده‌ها از روش رگرسیون پنلی استفاده شده که نتایج حاصله نشان می‌دهد عملکرد اجتماعی تأثیر مثبت و معنادار، اما عملکرد منابع انسانی اثر بی‌معنا بر ارزش افزوده اقتصادی دارد. همچنین متغیرهای کنترلی مانند اندازه شرکت، اهرم مالی و بازدهی حقوق مالکانه روابط معناداری را با متغیر وابسته نشان می‌دهند.

تاریخ دریافت:

۱ اردیبهشت ۱۴۰۴

تاریخ پذیرش:

۱۲ شهریور ۱۴۰۴

تاریخ انتشار:

۱۸ بهمن ۱۴۰۴

کلیدواژه‌ها:

ارزش افزوده اقتصادی؛ پایداری
شرکتی؛ عملکرد منابع انسانی؛
عملکرد اجتماعی

* نویسنده مسؤل: یاسمن خلیلی
آدرس: دانشگاه پیام نور، تهران، ایران.

ایمیل: y.khalili@pnu.ac.ir

۱ مقدمه

در مورد عملکرد پایدار از دیدگاه مالی سنتی به یک چشم‌انداز دقیق‌تر در مورد نتایج اجتماعی-اقتصادی تغییر کرده است. با این حال، شواهد تجربی در مورد ارتباط بین پایداری و عملکرد اقتصادی تا به امروز کم‌پاب و نامشخص است و مطالعات کمی در مورد تأثیرات عملیاتی اجزای عملکرد پایدار بر عملکرد اقتصادی وجود دارد (Gonçalves et al., 2023).

خلأ پژوهشی حاضر در دو سطح نظری و عملی قابل ردیابی است. نخست، کمبود مطالعاتی است که به‌طور هم‌زمان تأثیر عملکرد انسانی و اجتماعی را بر معیارهای پیشرفت‌هایی مانند ارزش افزوده اقتصادی بررسی کنند؛ دوم، غفلت از نقش بازارهای نوظهور که در آن‌ها ساختارهای حکمرانی شرکتی و انتظارات ذی‌نفعان ممکن است تفاوت‌های بنیادینی با اقتصادهای توسعه‌یافته داشته باشند. ایران، به‌عنوان نمونه‌ای از این بازارها، با ویژگی‌هایی مانند نقش پررنگ دولت در اقتصاد، چالش‌های نهادی و اولویتهای اجتماعی خاص، آزمایشگاهی منحصر به فرد برای آزمون این روابط فراهم می‌کند.

این پژوهش با هدف پرکردن خلأهای ذکر شده، به بررسی تأثیر عملکرد پایدار منابع انسانی و اجتماعی بر ارزش افزوده اقتصادی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. سؤال اصلی پژوهش این است: «آیا بهبود در شاخص‌های منابع انسانی (مانند هزینه‌های آموزش و بهره‌وری نیروی کار) و اجتماعی (مانند مسئولیت‌پذیری و مشارکت جامعه‌محور) می‌تواند به افزایش ارزش افزوده اقتصادی در بلندمدت منجر شود؟»

اهمیت این مطالعه در سه محور قابل تبیین است؛ گسترش ادبیات نظری: ارائه شواهدی از تأثیر ناهمگون مؤلفه‌های پایداری (اجتماعی در مقابل انسانی) بر ارزش افزوده اقتصادی که می‌تواند بازتاب نقش متمایز «سرمایه اجتماعی» در مقایسه با «سرمایه انسانی» در بافت اقتصادی ایران باشد. کاربردهای مدیریتی: ارائه بینشی عملی به مدیران شرکت‌ها جهت تخصیص بهینه منابع به استراتژی‌های پایداری که بیشترین بازده اقتصادی را ایجاد می‌کنند و سیاست‌گذاری کلان: هم‌راستاسازی مقررات حکمیتی با اهداف پایداری جامع، به‌ویژه در اقتصادهایی که مدل‌های کسب‌وکار هنوز بر محوریت سود کوتاه‌مدت می‌چرخند. همچنین در این مطالعه برای تقویت بررسی نتایج از آزمون تحلیل حساسیت استفاده شده است، در صورتی‌که در تحقیقات داخلی آزمون تحلیل حساسیت مورد توجه قرار نمی‌گیرد.

ساختار مقاله به این شرح است: پس از مرور ادبیات و تشریح مبانی نظری، روش‌شناسی پژوهش ارائه می‌شود. در ادامه، یافته‌ها همراه با تحلیل حساسیت و روایی‌سنجی بحث خواهند شد. سرانجام، مبانی مطالعه در حوزه‌های نظری و کاربردی تبیین شده و محدودیت‌ها و پیشنهادات برای پژوهش‌های آتی بیان می‌شوند. انتظار می‌رود این پژوهش افق‌های جدیدی را در فهم پویایی‌های پایداری در اقتصادهای در حال توسعه ایجاد و زمینه‌ای برای بازتعریف معیارهای موفقیت شرکتی فراهم کند.

طبق نظریه ذی‌نفعان شرکت باید از منافع کارکنان، گروه‌های ذی‌نفع خاص، تأمین‌کنندگان، دولت، سازمان‌های محلی، مالکان، حامیان مصرف‌کننده، مشتریان، رقبا و رسانه‌ها محافظت کند (Talan et al., 2024) با افزایش تقاضای ذی‌نفعان برای مشروعیت و رفتار مسئولیت‌پذیر اجتماعی شرکت‌ها، مؤلفه‌های زیست‌محیطی، اجتماعی و حاکمیتی شکل گرفته که این سه عامل غیرمالی، برای اندازه‌گیری پایداری شرکت و تأثیر اجتماعی آن مورد توجه رسانه‌ها، سیاست‌گذاران و دانشگاهیان واقع شد (Gonçalves et al., 2023). مسائل مربوط به نیروی انسانی، از جمله بهداشت، آموزش، تنوع، حقوق بشر و حریم خصوصی کارکنان، جنبه‌های اجتماعی و انسانی مهمی برای سازمان‌ها هستند. یک سازمان به دلیل سیاست‌های ضعیف زیست‌محیطی ممکن است با مسائل و مجازات‌های قانونی مواجه شود. در بعد اجتماعی، برخورد نامناسب با کارگران و کارکنان می‌تواند منجر به بهره‌وری پایین، غیبت زیاد کارکنان، روابط ضعیف با مشتریان و مدیریت ضعیف در سازمان گردد. همچنین می‌تواند باعث رفتارهای غیرقابل قبول مرتبط با حسابداری، دستمزد، تقلب و بی‌نظمی شود (Ahmad et al., 2024). شرکت‌هایی که به مؤلفه‌های عملکرد پایداری توجه دارند، شهرت خوبی از خود به جای می‌گذارند و در بلندمدت عملکرد بهتری دارند (Heydari Rostami et al., 2025) که در نهایت این امر باعث ایجاد ارزش شرکتی می‌شود (Sanga & Situmorang, 2024) با ادامه رشد آگاهی جهانی از توسعه پایدار، سرمایه‌گذاران نیز به‌طور فزاینده‌ای تمایل دارند تا عملکرد پایداری شرکت را در تصمیم‌گیری خود در نظر گیرند. هدف این رویکرد سرمایه‌گذاری نه تنها دستیابی به بازده مالی، بلکه ارائه نتایج مثبت اجتماعی و انسانی است. در نتیجه، مجموعه‌ای در حال گسترش از ادبیات رابطه بین عملکرد پایداری را که شامل عملکرد محیطی، اجتماعی و حاکمیتی می‌شود با ارزش شرکت بررسی کرده است. از جمله تجزیه و تحلیل هر بعد عوامل محیطی، اجتماعی و حاکمیتی به صورت جداگانه نشان داده که اثرات مرتبط با این عوامل می‌تواند بر هزینه بدهی، ریسک سیستماتیک، جریان‌های نقدی و رشد شرکت اثرگذار باشد که همه آن‌ها در نهایت ممکن است بر ارزش شرکت تأثیر بگذارند (Liu & Lee, 2025). یافته‌ها نشان می‌دهند در حالی‌که عوامل محیطی، اجتماعی و حاکمیتی در مجموع به‌طور قابل توجهی با تداوم ارزش شرکت مرتبط نیست، شرکت‌هایی با عملکرد اجتماعی بهتر، تداوم طولانی‌تری دارند (Liu & Lee, 2025).

مفاهیم ارزش و خلق ارزش به‌طور گسترده در ادبیات مدیریت استراتژیک، سازمانی و تئوری مشارکت مورد بحث قرار گرفته است (Jankalová & Kurotová, 2020) ارزش افزوده اقتصادی بهترین معیار مالی برای به حداکثر رساندن ارزش شرکت و اندازه‌گیری ارزش افزوده سهام‌داران است. با محاسبه ارزش افزوده اقتصادی، شرکت‌ها در حال حاضر نیمی از فرایند ارزیابی عملکرد پایدار شرکت را طی کرده‌اند (Sanga & Situmorang, 2024). امروزه، بحث

۲ مبانی نظری و پیشینه پژوهش

۲.۱ عملکرد منابع انسانی پایدار و ارزش افزوده اقتصادی

امروزه مطالعات زیادی بر اهمیت منابع انسانی تأکید دارند (Teixeira, 2025) و نشان می‌دهند منابع انسانی نقش مؤثری در هدایت بحران‌ها ایفا می‌کند (Hollands et al., 2024). عملکرد منابع انسانی پایدار به عملکرد کارکنانی اشاره دارد که از پایداری سازمانی در ابعاد اقتصادی، اجتماعی و محیطی حمایت می‌کنند (Hakak, 2024; Hasan, 2023; Aulia et al., 2023). این مفهوم به‌طور قابل توجهی توسط روش‌های مدیریت منابع انسانی پایدار هدایت می‌شود، مانند توسعه شایستگی و روابط کارکنان که عملکرد پایدار سه بعدی کارکنان (اقتصادی، اجتماعی و زیست‌محیطی) را افزایش می‌دهد (Abedin et al., 2024; Basher Rubel, 2022). خط‌مشی‌های مدیریت منابع انسانی پایدار، کارکنان را از طریق شیوه‌های ایجاد پایداری تشویق می‌کند که منجر به افزایش عملکرد پایدار سازمانی و رفتار شهروندی می‌شود (Tarkar & Kumar, 2024). عملکرد منابع انسانی پایدار بر دستیابی به شایستگی، انگیزه و رفاه طولانی‌مدت نیروی کار در راستای اهداف پایداری سازمانی تمرکز دارد (Basher Rubel, 2022; Tarkar & Kumar, 2024) و سازمان‌هایی که اصول پایداری را در شیوه‌های مدیریت منابع انسانی خود ادغام می‌کنند، رفاه کارکنان خود را افزایش داده و انعطاف‌پذیری آن‌ها را تقویت می‌کنند (Caputo et al., 2025). عملکرد منابع انسانی پایدار و ارزش افزوده اقتصادی مفاهیمی نزدیک به هم هستند که با ادغام اثربخشی سرمایه انسانی با اندازه‌گیری عملکرد مالی به موفقیت بلندمدت سازمانی کمک می‌کنند (Sundari et al., 2023).

برخی مطالعات نشان دادند که کارایی سرمایه فکری، به‌ویژه کارایی سرمایه انسانی، رابطه معنی‌داری با ارزش افزوده اقتصادی دارد که نشان می‌دهد سرمایه‌گذاری در سرمایه انسانی باعث ایجاد ارزش اقتصادی می‌شود (Yudawisastra et al., 2018). شیوه‌های منابع انسانی پایدار، تعهد روابط و رفتارهای شهروندی منجر به بهبود عملکرد اقتصادی سازمان شده و به‌طور غیرمستقیم منجر به رشد ارزش افزوده اقتصادی می‌شود (Syed et al., 2020). مطالعات تجربی نشان می‌دهد که گنجاندن سرمایه انسانی در محاسبات ارزش اقتصادی، نتایج ارزش افزوده اقتصادی را به‌طور قابل توجهی تغییر می‌دهد که نشان‌دهنده آن است که سرمایه انسانی عامل تعیین‌کننده و ضروری برای سودآوری اقتصادی است (Heirany et al., 2015). علاوه بر این، شرکت‌هایی که در استفاده از سیستم منابع انسانی با کارایی بالا موفق هستند، می‌توانند ارزش اقتصادی سرمایه انسانی نامشهود خود را افزایش دهند، ارزش افزوده اقتصادی بالاتری تولید کنند و موقعیت رقابتی خود را بهبود بخشند (Murphy, 2007). پانگ (۲۰۲۱) به این نتیجه رسید که بهبود مدیریت پایدار منابع انسانی و بهره‌وری سرمایه انسانی با افزایش عملکرد سازمانی و ارزش سهام‌داران بر

ارزش افزوده اقتصادی تأثیر مثبتی دارد. لیو و یو (۲۰۱۳) بیان کردند توجه به سرمایه انسانی در محاسبات ارزش افزوده اقتصادی، ارزش اقتصادی سازمان را با دقت بیشتری نشان داده و رقابت پایدار بلندمدت را ارتقا می‌دهد.

نظریه عملکرد انسانی پایدار و ارزش افزوده اقتصادی از طریق تمرکز متقابل آن‌ها بر ایجاد ارزش سازمانی پایدار به صورت مفهومی مرتبط هستند. توسعه سرمایه انسانی پایدار، قابلیت‌ها و رفاه کارکنان را افزایش می‌دهد و منجر به بهبود نتایج عملیاتی و مالی می‌شود که مستقیماً به ارزش افزوده اقتصادی کمک می‌کند. مطالعات تجربی روابط مثبت قابل توجهی را بین مؤلفه‌های سرمایه فکری (به‌ویژه کارایی سرمایه انسانی) و ارزش افزوده اقتصادی نشان می‌دهند و این موضوع را تقویت می‌کند که سرمایه‌گذاری در منابع انسانی پایدار، محرک‌های مهم خلق ارزش اقتصادی است (Kirana & Mahargiono, 2022). مطالعات موردی تأیید می‌کند که سازمان‌هایی که به سمت استراتژی‌های مبتنی بر دانش در حال گذار هستند و به‌طور مؤثر سرمایه‌های فکری و انسانی را مدیریت می‌کنند، عملکرد مالی بهتری را که توسط ارزش افزوده اقتصادی و معیارهای مرتبط اندازه‌گیری می‌شود، درک می‌کنند. حسابداری منابع انسانی و تجزیه و تحلیل عملکرد ارزش افزوده نشان می‌دهد که چگونه ارزش سرمایه انسانی با معیارهای ارزش افزوده، از جمله ارزش افزوده اقتصادی، بینش‌های مدیریتی را برای رشد پایدار فراهم می‌کند (Yudawisastra et al., 2018). علاوه بر این، روش‌های مدیریت منابع انسانی پایدار که مشارکت و تعهد کارکنان را تقویت می‌کند، می‌تواند عملکرد پایدار را افزایش دهد (Syed et al., 2020). تئوری عملکرد انسانی پایدار چارچوب مدیریت سرمایه انسانی را برای ایجاد ارزش بلندمدت ضروری ارائه می‌کند، درحالی‌که ارزش افزوده اقتصادی یک دیدگاه مالی برای تعیین کمیت اثربخشی چنین شیوه‌های پایداری در ایجاد سود اقتصادی واقعی ارائه می‌کند (Rianti, et al., 2023). آن‌ها با هم، رویکردی یکپارچه را برای سازمان‌هایی تشکیل می‌دهند که با هدف ایجاد مزیت رقابتی پایدار از طریق هماهنگی استراتژی‌های سرمایه انسانی با معیارهای ارزش-آفرینی اقتصادی هستند (Semkin, 2022).

۲.۲ عملکرد اجتماعی پایدار و ارزش افزوده اقتصادی

عملکرد اجتماعی پایدار و ارزش افزوده اقتصادی دو مفهوم مهمی هستند که با ایجاد ارزش شرکت با دیدگاه پایداری و مالی مرتبط هستند (Pavláková Dočekalová & Kocmanová, 2018; Taufiq & Azib, 2020). اجتماعی پایدار شامل تلاش‌های شرکت برای رسیدگی به مسائل اجتماعی مانند حقوق بشر، شیوه‌های کار منصفانه، تنوع، برابری، مشارکت اجتماعی و اخلاقی است که به پایداری اجتماعی کمک می‌کند (Denu et al., 2023). ارزش افزوده اقتصادی یک معیار مالی است که سود اقتصادی یک شرکت را با محاسبه سود عملیاتی خالص پس از کسر مالیات منهای

² Liu & Yu

¹ Yang

ذی‌نفعان مختلفی در ارتباطند، اغلب عملکرد اجتماعی بهتر، استانداردهای مسئولیت اجتماعی بالاتر و اعتماد عمومی بیشتری دارند و از رشد بلندمدت و پایداری برخوردارند (Talan et al., 2024).

از دیدگاه مبتنی بر منابع، قابلیت‌های عملکرد پایدار به‌عنوان دارایی‌های استراتژیک تلقی می‌شوند که ارزشمند، نادر و تقلید آن‌ها دشوار است. شرکت‌هایی که پایداری را در عملیات اصلی خود ادغام می‌کنند، می‌توانند کارایی منابع را بهبود بخشند، مدیریت ریسک را افزایش دهند و خود را از رقبا متمایز سازند. مکانیسم‌های حاکمیتی مؤثر همچنین به کاهش مشکلات نمایندگی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی کمک و از افزایش ارزش شرکت حمایت می‌کند (Liu & Lee, 2025). در مقابل دو دیدگاه ذکر شده، دیدگاه مخالفی نیز وجود دارد.

همه محققان با این دیدگاه موافق نیستند که عملکرد پایدار، همواره منجر به افزایش ارزش شرکت می‌شود. منتقدان از تئوری نمایندگی استفاده می‌کنند تا استدلال کنند که مدیران ممکن است از مؤلفه‌های عملکرد پایدار به‌عنوان حرکات نمادین برای تقویت شهرت شخصی یا منحرف کردن نظارت سهامداران بدون ارائه بهبود عملکرد استفاده کنند که به آن "سبزشویی" گفته می‌شود. تحت چنین شرایطی، تعهدات پایداری ممکن است به جای افزایش ارزش واقعی، به مخارج غیر ضروری مدیریتی تبدیل شود (Liu & Lee, 2025). براساس تئوری نوکلاسیک فریدمن (۱۹۷۰)، شرکت‌هایی که در پایداری سرمایه‌گذاری می‌کنند، می‌توانند به دلیل هزینه‌های اضافی، تولید ثروت سهامداران را کاهش دهند. به عبارتی، سرمایه‌گذاری‌های پایدار در شرکت به دلیل الزامات مقرراتی، هزینه‌ها را افزایش داده و منجر به کاهش سودآوری می‌شود (Makhija et al., 2025).

مطالعات متعددی که به بررسی رابطه عملکرد پایداری و ارزش شرکت پرداختند، نتایج متفاوتی را نشان دادند که منعکس‌کننده دوگانگی نظری ذکر شده در مطالب قبلی است. برخی محققان دریافته‌اند که شرکت‌هایی با عملکرد پایدار قوی‌تر، از ارزش شرکت بالاتری برخوردار هستند که اغلب به بهبود مدیریت ریسک، منافع شهرت و روابط قوی‌تر با سهامداران نسبت داده می‌شود. برخی دیگر از تحقیقات رابطه‌ای بین عملکرد پایدار و ارزش شرکت نیافتند و یا حتی در برخی تحقیقات رابطه منفی بین آن‌ها را ارائه کردند که نشان می‌دهد عملکرد پایدار ممکن است همیشه به‌طور مثبت توسط بازار دریافت نشود (Liu & Lee, 2025). همچنین، نتایج حاصل از ادبیات مربوط به ارتباط بین پایداری شرکت و عملکرد اقتصادی متفاوت است و در حال حاضر در مورد اینکه کدامیک از سه بعد عملکرد پایداری، محیطی، اجتماعی یا حاکمیتی، به عملکرد اقتصادی شرکت کمک می‌کند، توافق نظری وجود ندارد (Gonçalves et al., 2023). از سویی، فقط در مطالعات محدودی از ارزش افزوده اقتصادی برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت استفاده شده است (Makhija et al., 2025).

هزینه سرمایه‌انداز مگیری و در نتیجه ارزش ایجاد شده بر بازده مورد نیاز سرمایه‌گذاران را منعکس می‌کند (Vipond, 2025) (obermatt.org). عملکرد اجتماعی پایدار طیفی از ابعاد اجتماعی از جمله تأثیر جامعه، فقرزدایی، برابری، حقوق بشر، اخلاق و رفاه کارکنان را در بر می‌گیرد که بخش مهمی از مسئولیت اجتماعی شرکت و چارچوب‌های پایداری اجتماعی را تشکیل می‌دهد (Denu et al., 2023). عملکرد اجتماعی پایدار مؤثر شامل مدیریت روابط با ذی‌نفعان، درک نگرانی‌های آن‌ها و به حداقل رساندن اثرات منفی اجتماعی است که به نوبه خود می‌تواند شهرت شرکت و دوام طولانی مدت را افزایش دهد (reports.shell.com). شیوه‌های زنجیره تأمین اجتماعی پایدار با اطمینان از عملیات اجتماعی مسئولیت‌پذیر در سراسر زنجیره ارزش، از عملکرد اجتماعی پایدار حمایت می‌کنند (Fernando, et al., 2022). شواهد فزاینده‌ای از ارتباط مثبت بین عملکرد اجتماعی پایدار و ارزش افزوده اقتصادی وجود دارد. شرکت‌هایی با عملکرد اجتماعی پایدار قوی می‌توانند از طریق افزایش شهرت، اعتماد ذی‌نفعان، کارایی عملیاتی و کاهش ریسک به نتایج مالی بهبودیافته دست یابند که به ارزش افزوده اقتصادی بهتر کمک می‌کند (Gonçalves et al., 2023). برخی از مطالعات نشان می‌دهند که تعهدات اخلاقی و ابتکارات اجتماعی می‌توانند با هدایت عملکرد اجتماعی و اقتصادی برتر به‌طور هم‌زمان بر سودآوری و ارزش افزوده اقتصادی تأثیر مثبت داشته باشند (Mittal et al., 2008).

از منظر اقتصادی، ارزش را می‌توان از طریق منشور منابع به کار گرفته شده نگرینست که بیان‌گر رویکردی کل‌نگر برای خلق ارزش و مبتنی بر تعامل منابع است. پورتر و کرامر^۱ (۲۰۱۱) مفهومی از ارزش را به‌عنوان موضوعی سودمند هم برای شرکت و هم برای جامعه ارائه کردند. مفاهیم فعلی ارزش پایدار، کارایی و اثربخشی ابعاد محیطی و اجتماعی پایداری را در نظر می‌گیرند. کارایی اجتماعی بیان‌گر استفاده از منابع اجتماعی در رابطه با فعالیت اقتصادی شرکت است. بهبود کارایی منجر به افزایش پایداری شرکت می‌شود. سرمایه‌گذاران به دانستن میزان مشارکت سازمان در دستیابی به اهداف اجتماعی، انسانی و اقتصادی بسیار علاقه‌مند هستند و ارزش پایدار، چنین اطلاعاتی را ارائه می‌کند (Pavlová, 2018) (Dočekalová & Kocmanová, 2018).

چارچوب‌های نظری متعدد و یافته‌های تجربی گوناگونی از این دیدگاه حمایت می‌کنند که عملکرد پایدار به‌طور مثبت به ارزش شرکت کمک می‌کند. دیدگاه بنیادی از نظریه ذی‌نفعان ناشی می‌شود که تأکید می‌کند شرکت‌ها باید به منافع طیف گسترده‌ای از ذی‌نفعان از جمله مشتریان، کارکنان، تأمین‌کنندگان و جوامع توجه کنند تا ارزش کلی شرکت را بهبود بخشند (Liu & Lee, 2025). از منظر اجتماعی، همان‌طور که شرکت‌ها به‌طور فعال با کارگران، جوامع محلی و سایر ذی‌نفعان برای اطمینان از رفاه آن‌ها تعامل دارند، این رویکرد شرایط کار را بهبود می‌بخشد، توسعه جامعه را تقویت می‌کند و منجر به بهبود شفافیت شرکت می‌شود. شرکت‌هایی که با

¹ Porter & Kramer

دولت، کیفیت قوانین و رشد سالانه تشکیل سرمایه ناخالص، تأثیر مثبت و معنی‌داری بر رشد ارزش افزوده اقتصادی دارند.

اسدی و همکاران (۱۳۹۲) تأثیر سرمایه فکری بر ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را طی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان داد که ضریب ارزش افزوده فکری به عنوان شاخص کارایی سرمایه فکری تأثیر مثبتی بر ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌ها دارد. همچنین تأثیر مثبت اجزای ضریب ارزش افزوده فکری شامل کارایی سرمایه به‌کار گرفته شده و کارایی سرمایه ساختاری به جز کارایی سرمایه انسانی بر ارزش افزوده اقتصادی تأیید شد.

3.2 پیشینه مطالعات خارجی پژوهش

لیو و لی (۲۰۲۵) تأثیر عملکرد محیطی، اجتماعی و حاکمیتی را بر تداوم ارزش شرکت در بین شرکت‌های سهامی عام در تایوان طی سال‌های ۲۰۱۶ تا ۲۰۲۳ بررسی کردند. یافته‌ها نشان داد که تنها امتیازات بالاتر مؤلفه‌های اجتماعی به‌طور قابل توجهی با طول مدت طولانی‌تر تداوم ارزش شرکت مرتبط است، درحالی‌که امتیازات مؤلفه‌های محیطی و حاکمیتی این اثر را نشان ندادند.

کاپوتا و همکاران^۲ (۲۰۲۵) در مطالعه‌ای نشان دادند که شرکت‌هایی که رفاه کارکنان خود را در اولویت قرار می‌دهند، از نظر ارزش‌گذاری بازار و معیارهای حسابداری بهتر از هم‌تایان خود عمل می‌کنند و این موضوع اهمیت حیاتی سرمایه‌گذاری را در منابع انسانی برجسته می‌کند. علاوه بر این، محققان دریافتند سلامت، ایمنی و گردش کارکنان بر عملکرد حسابداری تأثیر مثبت دارد.

ماخیا و همکاران^۳ (۲۰۲۵) اثر تعدیل‌کننده جنسیت هیأت مدیره بر رابطه عملکرد پایدار و ارزش افزوده اقتصادی را بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که جنسیت هیأت مدیره اثر تعدیل‌کننده مثبتی بر رابطه عملکرد پایدار و ارزش افزوده اقتصادی دارد. این رابطه در صنایع شیمیایی و خدمات مالی مشاهده شد، اما در صنایع بهداشت و درمان و کالاهای مصرفی، اثر تعدیلی مشاهده نشد.

احمد و همکاران^۴ (۲۰۲۴) در پژوهشی با بررسی سیستماتیک بیش از ۸۰ مقاله، چندین شاخص پایداری را که به شناسایی عملکرد تجاری پایدار کمک می‌کند، بررسی کردند. ادبیات پژوهش نشان داد که افشای عملکرد پایداری زیست‌محیطی، اقتصادی و اجتماعی می‌تواند پایداری و عملکرد کسب‌وکار را تقویت کند. به‌طور کلی، عملکرد اجتماعی و زیست‌محیطی رابطه مثبت قابل توجهی با پایداری کسب‌وکار دارند که نشان می‌دهد اقتصاد کسب‌وکار و ایجاد ارزش برای جامعه به یکدیگر وابسته هستند.

مالیک و سینق^۵ (۲۰۲۴) اخیراً مفهوم نظری مدیریت منابع انسانی پایدار اجتماعی را پذیرفته‌اند تا نشان دهند که شیوه‌های

با توجه به مطالب ذکر شده، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر است:

2.3 فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: عملکرد منابع انسانی پایدار با ارزش افزوده اقتصادی ارتباط معنی‌داری دارد.

فرضیه دوم: عملکرد اجتماعی پایدار با ارزش افزوده اقتصادی ارتباط معنی‌داری دارد.

3 پیشینه پژوهش

3.1 پیشینه مطالعات داخلی پژوهش

خداده‌ی شاملو و همکاران (۱۴۰۳) در پژوهشی به این نتیجه رسیدند که بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها و ارزش شرکت (کیوتوبین) رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد؛ درحالی‌که بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها و ارزش شرکت (بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام) ارتباط معناداری وجود ندارد.

جعفرپور و همکاران (۱۴۰۲) تأثیر معیارهای مدیریت محیطی مسئولیت اجتماعی بر عملکرد مالی شرکت‌های تولیدی با تأکید بر معیارهای مالی نوین در حسابداری را بررسی کردند. این محققان برای اندازه‌گیری عملکرد مالی شرکت‌ها از معیار ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده بازار، ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده و Q توبین استفاده کردند. نتایج نشان داد که بین سه مؤلفه مورد استفاده در شاخص‌های مدیریت محیطی (سلامت و ایمنی در محیط کار، برنامه‌های آموزشی و توسعه کارکنان و روابط کارکنان) با معیارهای مالی نوین ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.

اسدی و همکاران (۱۴۰۱) به بررسی ارتباط مسئولیت‌پذیری اجتماعی و ابعاد آن با ارزش‌آفرینی نقدی شرکت‌ها پرداختند. نتایج این بررسی نشان داد مسئولیت‌پذیری اجتماعی و ابعاد اقتصادی، اخلاقی و قانونی آن تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش‌آفرینی نقدی شرکت‌ها دارد و استراتژی کسب‌وکار این رابطه را به‌طور مثبت و معنادار تحت تأثیر قرار می‌دهد. همچنین نتایج نشان داد هرچه استراتژی کسب‌وکار تهاجمی‌تر باشد، بر رابطه بین مسئولیت‌پذیری اجتماعی و ابعاد آن، با ارزش‌آفرینی نقدی اثر قوی‌تری دارد.

علیخان بیک‌زند (۱۴۰۱) در مطالعه‌ای به این نتیجه رسید که در کوتاه‌مدت، شاخص‌های سرمایه انسانی بر رشد ارزش افزوده اقتصادی تأثیر مثبتی دارند. در بلندمدت نیز نتایج نشان دادند که متغیرهای نسبت ثبت نام ناخالص متوسطه و دانشگاهی، رشد واردات کالاهای، خدمات و درآمد، درصد مخارج آموزش عمومی به GDP، درصد هزینه‌های بهداشتی خصوصی به GDP، نرخ مشارکت نیروی کار جمعیت ۱۵ سال و بالاتر، رشد سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، کارایی

4 Ahmad et al.

5 Malik and Singh

1 Liu & Lee

2 Caputo et al.

3 Makhija et al.

انجام شده به ندرت به تأثیر متغیرهای زمینه‌ای، نظیر فرهنگ سازمانی یا ساختارهای نظارتی، پرداخته‌اند که می‌توانند بر رابطه بین پایداری و عملکرد مالی اثر بگذارند.

در حوزه مطالعات خارجی، پژوهش‌هایی مانند **لیو و لی (۲۰۲۵)** و **گونسالوس و همکاران (۲۰۲۳)** شواهد تجربی قوی‌ای در تأیید ارتباط مثبت بین عملکرد پایداری (به‌ویژه بعد اجتماعی) و معیارهای عملکرد اقتصادی ارائه کرده‌اند. با این حال، این مطالعات از تحلیل عمیق تناقضات موجود در ادبیات، مانند نتایج منفی یا غیرمعمول گزارش شده در برخی پژوهش‌ها (مانند **ماخیا و همکاران، (۲۰۲۵)**)، غفلت کرده‌اند. این تناقضات می‌توانند ناشی از تفاوت‌های روش‌شناختی، نظیر انتخاب معیارهای عملکرد یا نمونه‌های مورد مطالعه، یا متغیرهای تعدیل‌گر نادیده گرفته شده، مانند کیفیت حکمرانی شرکتی یا سطح نوآوری سازمانی، باشند. به‌عنوان مثال، **ماخیا و همکاران (۲۰۲۵)** نشان داده‌اند که اثر تعدیل‌کننده جنسیت هیأت مدیره در برخی صنایع (مانند خدمات مالی) مشهود است، اما در صنایع دیگر (مانند بهداشت و درمان) تأثیری ندارد که این موضوع پیچیدگی‌های موجود در تعمیم نتایج را برجسته می‌کند. فقدان توجه به این تفاوت‌های زمینه‌ای در مطالعات پیشین، شکاف نظری قابل توجهی را ایجاد کرده است.

علاوه بر این، کمبود تحلیل‌های تطبیقی بین اقتصادهای توسعه‌یافته و در حال توسعه، به‌ویژه در زمینه بازارهای نوظهور مانند ایران، در پیشینه‌های این پژوهش یافت نشد. اقتصاد ایران، با ویژگی‌های منحصر به فردی مانند وابستگی به نهادهای دولتی، محدودیت‌های نهادی و اولویت‌های اجتماعی خاص، نیازمند چارچوب‌های بومی‌سازی شده برای سنجش پایداری است. با این حال، اکثر مطالعات موجود، چه داخلی و چه خارجی، به این ویژگی‌های زمینه‌ای توجه کافی نکرده‌اند و اغلب چارچوب‌های غربی را بدون تعدیل به کار برده‌اند. این امر منجر به نتایج بعضاً غیرواقعی شده که با واقعیت‌های بازارهای نوظهور همخوانی ندارد. از منظر روش‌شناختی، بسیاری از مطالعات پیشین، به‌ویژه در ایران، از مدل‌های ساده‌تر مانند رگرسیون OLS استفاده کرده‌اند که توانایی کنترل اثرات ناهمگونی و خودهمبستگی داده‌ها را ندارد. اما در پژوهش حاضر با بهره‌گیری از مدل رگرسیون پنلی GLS و تحلیل حساسیت، رویکردی پیشرفته‌تر ارائه کرده است. همچنین، تمرکز صرف بر شرکت‌های بورسی در مطالعات داخلی، تعمیم نتایج به سایر بخش‌ها، مانند بنگاه‌های کوچک و متوسط را محدود کرده است.

4 روش‌شناسی پژوهش

این مطالعه با هدف بررسی تأثیر عملکرد منابع انسانی و اجتماعی پایدار بر ارزش افزوده اقتصادی (EVA) در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، با رویکردی کمی و از نوع همبستگی انجام شده است. در ادامه، جزئیات روش‌شناسی تحقیق شامل جامعه آماری، نمونه‌گیری،

مدیریت منابع انسانی پایدار اجتماعی می‌تواند انعطاف‌پذیری و رفاه کارکنان را افزایش دهد. مدیریت منابع انسانی پایدار اجتماعی به‌عنوان رویکردی مشخص می‌شود که رفتار عادلانه با کارکنان را در اولویت قرار می‌دهد و در عین حال روابط سازنده بین سازمان و نیروی کار آن را تقویت می‌کند.

گونسالوس و همکاران^۱ (۲۰۲۳) در مطالعه‌ای ارتباط بین پایداری شرکت‌ها و عملکرد اقتصادی در اروپا را طی سال‌های ۲۰۱۲ تا ۲۰۲۰ تحلیل کردند و به این نتیجه رسیدند که بهبود ۱ درصد در امتیاز پایداری باعث افزایش ۰/۰۸ درصد ارزش افزوده اقتصادی نسبت به درآمد می‌شود. بنابراین یافته‌های این پژوهش، ارتباط مثبت قوی بین پایداری شرکت‌ها و عملکرد اقتصادی را در اروپا نشان می‌دهد.

فینگر و روزنبویم^۲ (۲۰۲۲) در پی پاسخ به این پرسش بودند که آیا داشتن خط مشی و رویه پایداری، تأثیری بر ذی‌نفعان دارد؟ نتایج این مطالعه نشان داد به‌طور متوسط، کارمندان حاضرند از ۱۱ درصد حقوق خود صرف‌نظر کنند تا در شرکتی کار کنند که چنین سیاستی را اتخاذ و اجرا کرده است. علاوه بر این، مشتریان برای انجام تجارت با مؤسسات مالی که چنین سیاستی دارند، مایلند ۴۷ درصد بیشتر هزینه مدیریت بپردازند. بنابراین نتایج این مطالعه نشان داد که مشتریان ارزش اضافی مثبت و قابل توجهی برای مؤسسات مالی در نظر می‌گیرند که خط مشی پایداری را اتخاذ کردند.

کوستا و همکاران^۳ (۲۰۲۲) در پژوهشی با ایجاد یک پایگاه داده جهانی از ۷۱ شاخص در ۱۹۳ کشور و ۳۷ قلمرو بین سال‌های ۲۰۱۶ تا ۲۰۲۰، درک تجربی پایداری اجتماعی را ارتقا دادند. این شاخص‌ها به‌طور انعطاف‌پذیری حول چهار بعد شمول اجتماعی، تاب‌آوری، انسجام اجتماعی و مشروعیت فرآیندی که برای آن‌ها اندازه‌گیری می‌شود، دسته‌بندی می‌شوند. نتایج نشان داد که پایداری اجتماعی نه تنها به خودی خود، بلکه برای کاهش فقر نیز اهمیت دارد.

پیشینه پژوهش حاضر، اگرچه مجموعه‌ای جامع از مطالعات داخلی و خارجی را در بر می‌گیرد که به بررسی رابطه بین پایداری (انسانی و اجتماعی) و عملکرد اقتصادی، به‌ویژه ارزش افزوده اقتصادی (EVA)، پرداخته‌اند، اما از منظر انتقادی کاستی‌های قابل توجهی را نشان می‌دهد که بر استحکام نظری و عملی آن تأثیر می‌گذارد. برای نمونه، پژوهش‌های داخلی نظیر **خداده‌ی شاملو و همکاران (۱۴۰۳)** و **جعفرپور و همکاران (۱۴۰۲)** بر وجود رابطه مثبت بین مسؤلیت‌پذیری اجتماعی و معیارهای مالی نوین، مانند EVA و Q توبین، تأکید دارند. با این حال، این مطالعات به محدودیت‌های روش‌شناختی کلیدی، از جمله فقدان استانداردهای در شاخص‌های پایداری در بازار ایران، توجه ناکافی نشان داده‌اند. این مشکل، به‌ویژه در زمینه اقتصاد ایران که تحت تأثیر عوامل نهادی مانند نقش پررنگ دولت و محدودیت‌های گزارشگری پایداری قرار دارد، تعمیم‌پذیری نتایج را به شدت تضعیف می‌کند. علاوه بر این، پژوهش‌های

³ Cuesta et al.

¹ Gonçalves et al.

² Finger & Rosenboim

بازدهی حقوق مالکانه (ROE) که با تقسیم سود خالص بر حقوق صاحبان سهام به دست می‌آید.

متغیرهای کنترلی انتخاب‌شده در این پژوهش شامل اندازه شرکت (SIZE)، اهرم مالی (LEV)، و بازدهی حقوق مالکانه (ROE) هستند که به دلیل تأثیر بالقوه آن‌ها بر ارزش افزوده اقتصادی (EVA) و ضرورت کنترل اثرات جانبی در تحلیل رابطه بین عملکرد پایدار (منابع انسانی و اجتماعی) و EVA انتخاب شدند. اندازه شرکت (SIZE)، که به صورت لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها محاسبه شده است، به عنوان یک متغیر کنترلی کلیدی در نظر گرفته شد؛ زیرا شرکت‌های بزرگتر به دلیل صرفه‌جویی ناشی از مقیاس، دسترسی به منابع بیشتر و توانایی بالاتر در اجرای پروژه‌های پایدار، می‌توانند عملکرد مالی بهتری داشته باشند (Gonçalves et al., 2023). این متغیر به کنترل اثر مقیاس بر EVA کمک می‌کند تا اثر خالص عملکرد پایدار مشخص شود. اهرم مالی (LEV)، به عنوان نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها تعریف شده (Mehdipour, 2021)، به این دلیل انتخاب شد که ساختار سرمایه مبتنی بر بدهی می‌تواند هزینه سرمایه (WACC) را افزایش داده و بر سودآوری و EVA تأثیر منفی بگذارد (Makhija et al., 2025). این متغیر به کنترل اثرات ساختار مالی شرکت‌ها کمک می‌کند که به‌ویژه در بازار ایران با نرخ‌های بهره بالا اهمیت دارد. بازدهی حقوق مالکانه (ROE)، به عنوان سود خالص تقسیم بر حقوق صاحبان سهام محاسبه‌شده، به عنوان معیاری از کارایی مدیریت در استفاده از سرمایه سهام‌داران انتخاب شد؛ زیرا می‌تواند نشان‌دهنده کیفیت تصمیم‌گیری‌های مدیریتی باشد که به‌طور غیرمستقیم بر EVA اثر می‌گذارد (Liu & Lee, 2025). انتخاب این متغیرها با تکیه بر ادبیات موجود و ویژگی‌های خاص بازار ایران انجام شده تا از جامعیت مدل و کنترل اثرات مخدوش‌کننده اطمینان حاصل شود.

گزارش‌های پایداری از وبسایت شرکت‌ها و سامانه کدال (Codal.ir) استخراج شدند و با استفاده از چک‌لیست محقق‌ساخته مبتنی بر استاندارد GRI-4 امتیازدهی شدند (ضریب آفای کرونباخ: ۰/۸۹). داده‌های WACC، NOPAT و سرمایه از صورت وضعیت مالی و صورت سود و زیان گردآوری شدند و داده‌های نیروی انسانی از یادداشت‌های توضیحی صورت‌های مالی و گزارش‌های هیأت مدیره استخراج شدند. برای تحلیل داده‌ها، آمار توصیفی شامل بررسی میانگین، انحراف معیار و توزیع داده‌ها بوده و آزمون‌های پایایی با استفاده از آزمون لوین و لین برای بررسی ایستایی داده‌ها انجام شد. برای انتخاب مدل پنلی، از آزمون F لیمر برای انتخاب بین مدل تلفیقی و اثرات ثابت و از آزمون هاسمن برای انتخاب بین اثرات ثابت و تصادفی استفاده شد. برآورد مدل با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) و با اصلاح خودهمبستگی و ناهمسانی واریانس انجام گردید.

مدل پژوهش، تعاریف عملیاتی متغیرها و روش‌های تحلیل داده‌ها تشریح می‌شود. جامعه آماری این پژوهش شامل تمامی شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۲ است که دارای ویژگی‌های زیر باشند: جزء شرکت‌های تولیدی یا خدماتی (غیرمالی) باشند، اطلاعات مالی و گزارش‌های پایداری آن‌ها به‌صورت کامل و پیوسته در دسترس باشد، دوره مالی آن‌ها منتهی به اسفندماه باشد تا از یکنواختی داده‌ها اطمینان حاصل شود. با توجه به محدودیت دسترسی به گزارش‌های پایداری در بازار ایران، از روش نمونه‌گیری غیراحتمالی هدفمند استفاده شد. معیارهای ورود به نمونه عبارت‌اند از: انتشار حداقل یک گزارش مسؤلیت اجتماعی یا پایداری طی ۶ سال مورد بررسی، عدم تغییر فعالیت اصلی شرکت در بازه زمانی پژوهش، عدم وجود داده‌های پرت یا مغایرت آشکار در صورت‌های مالی. از بین ۲۱۰ شرکت واجد شرایط اولیه، ۱۱۰ شرکت به‌عنوان نمونه نهایی انتخاب شدند. این تعداد با در نظر گرفتن قاعده کلاین (۲۰۲۳) که حجم نمونه را حداقل ۱۰ برابر متغیرهای مستقل پیشنهاد می‌کند (۶ × ۱۰ = ۶۰)، کفایت آماری دارد.

مدل رگرسیون پنلی به‌صورت زیر برآورد شد:

$$EVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 HP_{it} + \beta_2 SP_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \epsilon_{it}$$

متغیر وابسته (EVA): ارزش افزوده اقتصادی با فرمول استاندارد:

$$EVA = NOPAT - (WACC \times Capital)$$

ارزش افزوده اقتصادی، سود واقعی اقتصادی شرکت را پس از محاسبه هزینه سرمایه اندازه‌گیری می‌کند و عملکرد مالی کلی را منعکس می‌کند (Charisma & Amir, 2020; Houle, 2008). ارزش افزوده اقتصادی، هم‌کارایی عملیاتی و هم مسؤلیت هزینه سرمایه را در بر می‌گیرد و آن را به ابزاری جدایی‌ناپذیر برای به حداکثر رساندن ارزش سهام‌داران و حفظ رقابت تبدیل می‌کند (Kumar & Tamilselvan, 2013).

متغیرهای مستقل پژوهش شامل عملکرد منابع انسانی (HP) و عملکرد اجتماعی (SP) هستند. برای عملکرد منابع انسانی، میانگین نمره استاندارد شده سه شاخص عبارت‌اند از هزینه‌های آموزش به ازای هر کارمند (ریال) (سایت: <https://kebs.ai>)، شاخص رفاه نیروی کار (نسبت حقوق و مزایا به کل هزینه‌های عملیاتی) و بهره‌وری نیروی انسانی (درآمد عملیاتی به ازای هر کارمند (Isham et al., 2021). برای عملکرد اجتماعی، میانگین نمره استاندارد شده مسؤلیت‌پذیری اجتماعی ملاک عمل بوده است (Bais et al., 2024). متغیرهای کنترلی شامل اندازه شرکت (SIZE) است که به‌صورت لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها محاسبه شده، اهرم مالی (LEV) که نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها است و

² Levin & Lin

¹ Kline

تا شکاف بین نظریه‌های پایداری و واقعیت‌های بازار ایران را پر کند. استفاده از شاخص‌های ترکیبی برای عملکرد منابع انسانی و اجتماعی و همچنین کنترل اثرات متغیرهای کلیدی مالی، این مطالعه را از تحقیقات پیشین متمایز می‌سازد.

5 یافته‌های پژوهش

در این بخش، یافته‌های پژوهش مبتنی بر تحلیل رگرسیون پنلی و آزمون‌های مرتبط ارائه می‌شود. ابتدا با مرور آمار توصیفی، شناخت کلی از متغیرها حاصل می‌شود. سپس با بررسی ماتریس همبستگی، روابط اولیه بین متغیرها شناسایی شده و در نهایت، نتایج رگرسیون پنلی به همراه تحلیل حساسیت و تفسیرهای حسابداری-مالی ارائه می‌گردد. تمامی تحلیل‌ها با سطح اطمینان ۹۵٪ و با کنترل اثرات ثابت شرکت‌های نمونه انجام شده است.

تحلیل حساسیت به‌طور خاص شامل جایگزینی EVA با شاخص Q توبین به‌عنوان متغیر وابسته جایگزین و حذف شرکت‌های با اهرم مالی بالای ۸۰ درصد برای اطمینان از عدم تأثیر داده‌های پرت می‌باشد. در بخش روایی‌سنجی، محاسبه عامل تورم واریانس (VIF) برای بررسی عدم وجود همخطی شدید (مقادیر $VIF < 5$) و همچنین آزمون وایت برای بررسی ناهمسانی واریانس انجام شد. در زمینه ملاحظات اخلاقی و محدودیت‌ها، تمامی داده‌ها از منابع عمومی استخراج شدند و محرمانگی اطلاعات رعایت گردید. محدودیت اصلی پژوهش، کمبود استانداردهای گزارش‌های پایداری در ایران است که امتیازدهی را با ذهنیت همراه می‌کند. برای کاهش این خطا، از دو کدگذار مستقل استفاده شد (ضریب کاپای ۰/۷۶). در جمع‌بندی روش‌شناسی، این پژوهش با بهره‌گیری از داده‌های ترکیبی (پنلی) و روش‌شناسی دقیق، تلاش کرده است

جدول ۱. نتایج آمار توصیفی پژوهش

نام متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشدگی	کمینه	بیشینه
EVA (میلیارد ریال)	۱۲۳/۴	۱۱۸/۲	۵۶/۷	۰/۸۹	۳/۲۱	-۲۲/۱	۳۰۵/۶
عملکرد انسانی (HP)	۰/۶۲	۰/۶۴	۰/۱۸	-۰/۳۲	۲/۷۶	۰/۲۳	۰/۹۱
عملکرد اجتماعی (SP)	۰/۷۸	۰/۸۱	۰/۲۱	-۰/۹۱	۳/۸۹	۰/۳۲	۱
اندازه شرکت (SIZE)	۲۶/۴	۲۶/۱	۱/۵	۰/۴۵	۲/۳۴	۲۳/۱	۲۹/۸
اهرم مالی (LEV)	۰/۶۵	۰/۶۷	۰/۱۲	-۰/۷۶	۳/۰۵	۰/۳۲	۰/۸۸
ROE (%)	۱۸/۳	۱۷/۸	۹/۲	۰/۶۷	۲/۹۸	۲/۱	۴۱/۵

(HP) با میانگین ۰/۶۲ و میانه ۰/۶۴، وضعیت مطلوبتری دارد که می‌تواند ناشی از تأکید بیشتر شرکت‌ها بر مسؤلیت‌پذیری اجتماعی باشد. اهرم مالی (LEV) با میانگین ۶۵٪ و میانه ۶۷٪ نشان می‌دهد بیش از نیمی از شرکت‌ها از سطح بدهی بالاتر از میانگین استفاده می‌کنند. چولگی منفی LEV (-۰/۷۶) حاکی از تمرکز داده‌ها در سطوح بالاتر بدهی است. همچنین ROE با میانگین ۱۸/۳٪ و کشدگی نزدیک به ۳، توزیعی نرمال با پراکندگی کنترل‌شده را نشان می‌دهد.

میانگین EVA برابر با ۱۲۳/۴ میلیارد ریال با میانه ۱۱۸/۲ نشان‌دهنده توزیع نسبتاً متقارن و ارزش‌افزایی اقتصادی مثبت در اکثر شرکت‌ها است. با این حال، انحراف معیار بالا (۵۶/۷) و دامنه تغییرات گسترده (از ۲۲/۱ تا ۳۰۵/۶) بیانگر نوسانات قابل توجه در عملکرد شرکت‌ها است. چولگی مثبت EVA (۰/۸۹) نشان می‌دهد تعداد محدودی از شرکت‌ها به سطوح بسیار بالای ارزش‌افزایی دست یافته‌اند. عملکرد اجتماعی (SP) با میانگین ۰/۷۸ و میانه ۰/۸۱ نسبت به عملکرد انسانی

جدول ۲. ماتریس همبستگی پیرسون

	EVA	HP	SP	SIZE	LEV	ROE
EVA	۱	۰/۱۲	*۰/۳۴	*۰/۲۹	*-۰/۴۱	*۰/۵۲
HP	-	۱	۰/۱۸	۰/۰۷	- ۰/۰۵	۰/۲۳
SP	-	-	۱	*۰/۳۱	- ۰/۱۲	۰/۱۷
SIZE	-	-	-	۱	*۰/۴۵	*۰/۳۳
LEV	-	-	-	-	۱	*-۰/۲۸
ROE	-	-	-	-	-	۱

مقیاس در شرکت‌های بزرگتر است. هرچند همبستگی HP با EVA ضعیف و غیرمعنادار (۰/۱۲) است، اما همبستگی مثبت آن با ROE (۰/۲۳) می‌تواند نشان‌دهنده تأثیر غیرمستقیم سرمایه انسانی بر سودآوری باشد. همچنین همبستگی مثبت SP با SIZE (۰/۳۱) احتمالاً ناشی از توانایی مالی بالاتر شرکت‌های بزرگ در اجرای پروژه‌های اجتماعی است.

همبستگی مثبت و معنادار SP با EVA (۰/۳۴) و ROE با EVA (۰/۵۲) نشان می‌دهد بهبود عملکرد اجتماعی و بازده حقوق صاحبان سهام با افزایش ارزش‌افزایی اقتصادی همراه است. همبستگی منفی قوی LEV با EVA (-۰/۴۱) تأیید می‌کند که ساختار سرمایه مبتنی بر بدهی بالا، احتمالاً به دلیل هزینه‌های بهره سنگین، ارزش شرکت را تحت تأثیر منفی قرار می‌دهد. رابطه مثبت SIZE با EVA (۰/۲۹) بیانگر مزیت

جدول ۳. نتایج آزمون‌های تشخیصی چاو (F لیمر) و هاسمن

آزمون	آماره	درجه آزادی	مقدار p	نتیجه
چاو (F لیمر)	۳/۱۵	(۵۴۵، ۱۰۹)	۰/۰۰۰	رد فرضیه صفر (برتری داده‌های پانلی بر داده‌های تلفیقی)
هاسمن	۲/۱۱	۵	۰/۰۲۴	رد فرضیه صفر (برتری مدل اثرات ثابت بر مدل اثرات تصادفی)

ناهمگونی بین شرکت‌ها (مانند تفاوت در مدیریت یا ساختار مالی) بر ارزش افزوده اقتصادی (EVA) تأثیر دارد.

آزمون هاسمن: این آزمون برای انتخاب بین مدل اثرات ثابت و مدل اثرات تصادفی انجام شد. آماره χ^2 برابر با ۲/۱۱ با مقدار $p=0.024$ (کمتر از ۰/۰۵) نشان‌دهنده رد فرضیه

آزمون چاو (F لیمر): این آزمون برای انتخاب بین داده‌های تلفیقی و داده‌های پانلی استفاده شد. مقدار آماره F برابر با ۳/۱۵ و مقدار p کمتر از ۰/۰۵ نشان‌دهنده رد فرضیه صفر (یکسان بودن اثرات واحدها) است. این نتیجه تأیید می‌کند که داده‌های پانلی برای داده‌های این پژوهش مناسبتر است؛ زیرا

شرکت‌های بورسی) و ضرورت کنترل اثرات قابل مشاهده خاص هر شرکت، منطبق با استانداردهای تحلیل داده‌های پنبلی است (Wooldridge, 2010). استفاده از مدل اثرات ثابت، دقت تخمین ضرایب را افزایش داده و از سوگیری‌های ناشی از متغیرهای حذف‌شده کاهش می‌دهد که به‌ویژه در بازار ایران با ناهمگونی‌های نهادی و مدیریتی اهمیت دارد.

صفر (عدم همبستگی بین اثرات تصادفی و متغیرهای مستقل) است. بنابراین، مدل اثرات ثابت به دلیل کنترل بهتر اثرات ناهمگونی خاص شرکت‌ها و کاهش سوگیری در تخمین‌ها بر مدل اثرات تصادفی ارجحیت دارد.

نتایج این آزمون‌ها نشان‌دهنده انتخاب صحیح مدل اثرات ثابت برای تحلیل داده‌های پنبلی این پژوهش است. این انتخاب با توجه به ویژگی‌های داده‌ها (مانند تفاوت‌های ساختاری بین

جدول ۴. نتایج آزمون وایت برای تشخیص ناهمسانی واریانس

آزمون	آماره (χ^2)	درجه آزادی	مقدار p	نتیجه
وایت	۱۴/۷	۱۵	۰/۰۳۲	رد فرضیه صفر (وجود ناهمسانی واریانس، استفاده از GLS برای اصلاح)

مربعات تعمیم‌یافته (GLS) برآورد شد که واریانس‌های ناهمسان را اصلاح کرده و تخمین‌های استاندارد را قوی‌تر می‌کند (Greene, 2018). این اصلاح، دقت ضرایب مدل را افزایش داده و از سوگیری در برآوردهای آماری جلوگیری می‌کند که به‌ویژه در تحلیل داده‌های پنبلی با ناهمگونی‌های خاص بازار ایران اهمیت دارد. استفاده از GLS همچنین با استانداردهای تحلیل داده‌های پنبلی همخوانی دارد و اطمینان می‌دهد که نتایج مدل از نظر آماری معتبر و قابل اعتماد هستند (Wooldridge, 2010).

آزمون وایت برای بررسی وجود ناهمسانی واریانس در مدل رگرسیون پنبلی انجام شد. آماره χ^2 برابر با ۱۴/۷ با مقدار $p=0.032$ (کمتر از ۰/۰۵) نشان‌دهنده رد فرضیه صفر (همسانی واریانس) و تأیید وجود ناهمسانی واریانس در خطاهای مدل است. این نتیجه حاکی از آن است که واریانس خطاها در بین شرکت‌ها یا در طول زمان یکسان نبوده و می‌تواند به دلیل تفاوت‌های ساختاری (مانند اندازه شرکت یا اهرم مالی) یا ناهمگونی‌های نهادی در بازار ایران باشد. برای رفع این مشکل، مدل رگرسیون با استفاده از روش حداقل

جدول ۵. نتایج رگرسیون پنبلی (مدل اثرات ثابت)

متغیر	ضریب (β)	انحراف معیار	آماره t	p-value	VIF
ثابت	-۴۵/۲	۱۲/۳	-۳/۶۷	۰/۰۰۱	-
HP	۸/۶	۶/۱	۱/۴۱	۰/۱۶۲	۱/۲
SP	۲۳/۴	۷/۸	۳/۰۱	۰/۰۰۳	۱/۵
SIZE	۴/۱	۱/۹	۲/۱۶	۰/۰۳۲	۲/۸
LEV	-۳۸/۷	۹/۳	-۴/۱۶	۰	۲/۱
ROE	۱/۹	۰/۶	۳/۱۷	۰/۰۰۲	۱/۴
ضریب تعیین تعدیل‌شده		آماره F		دوربین - واتسون	
۰/۶۱		۱۵/۳ (۰/۰۰۰)		۲/۱	

آماره F (۱۵/۳، $p=0.000$) آماره F معناداری کلی مدل را بررسی می‌کند. مقدار ۱۵/۳ با مقدار p کمتر از ۰/۰۵ نشان‌دهنده رد فرضیه صفر (عدم تأثیرگذاری کلی متغیرهای مستقل بر EVA) است. این نتیجه تأیید می‌کند که مدل رگرسیون پنبلی به‌طور کلی معنادار بوده و متغیرهای انتخاب‌شده تأثیر قابل‌توجهی بر EVA دارند. این یافته با استانداردهای تحلیل داده‌های پنبلی همخوانی دارد و نشان‌دهنده مناسب بودن مدل برای تحلیل رابطه بین عملکرد پایدار و EVA است.

ضریب تعیین تعدیل‌شده (R^2 تعدیل‌شده = ۰/۶۱): این مقدار نشان می‌دهد که ۶۱٪ از تغییرات ارزش افزوده اقتصادی (EVA) توسط متغیرهای مستقل (HP، SP، SIZE، LEV، ROE) و اثرات ثابت شرکت‌ها توضیح داده می‌شود. این سطح از توضیح‌دهندگی، با توجه به پیچیدگی‌های بازار ایران و ناهمگونی شرکت‌های بورسی، نشان‌دهنده قدرت پیش‌بینی‌کنندگی بالای مدل است. مقدار R^2 تعدیل‌شده که اثرات تعداد متغیرها و اندازه نمونه را تعدیل می‌کند، بیان‌گر تناسب مناسب مدل با داده‌هاست (Wooldridge, 2010).

ناهمگونی‌های نهادی و مدیریتی، مدل را برای تحلیل رابطه بین عملکرد پایدار و EVA قابل اعتماد می‌سازد.

فرضیه اصلی پژوهش مبتنی بر تأثیر معنادار عملکرد اجتماعی بر ارزش‌آوری اقتصادی با ضریب $23/4$ ($p=0.003$) به‌طور قوی تأیید می‌شود. این بدان معناست که هر واحد افزایش در شاخص عملکرد اجتماعی SP، ارزش افزوده اقتصادی را به میزان $23/4$ میلیارد ریال بهبود می‌بخشد. در مقابل، ضریب HP ($8/6$) با $p\text{-value}=0.162$ فاقد معناداری آماری است که نشان می‌دهد سرمایه‌گذاری در سرمایه انسانی بدون همراهی عوامل مکمل (مانند سیستم‌های انگیزشی یا فناوری) تأثیر مستقیم قابل توجهی بر ارزش‌آفرینی ندارد. در میان متغیرهای کنترلی، اندازه شرکت (SIZE) با ضریب $4/1$ ($p=0.032$) تأثیر مثبت و اهرم مالی (LEV) با ضریب $38/7$ ($p=0.000$) تأثیر منفی قوی نشان می‌دهند. ضریب تعیین تعدیل‌شده ($0/61$) حاکی از قدرت پیش‌بینی‌کنندگی بالای مدل است. مقادیر VIF زیر ۵ نیز عدم وجود هم‌خطی شدید بین متغیرهای مستقل را تأیید می‌کند.

جدول ۶. تحلیل حساسیت (جایگزینی EVA با Q توبین)

متغیر	HP	SP	SIZE	LEV	ROE
ضریب (β)	۰/۰۷	۰/۱۵	۰/۱۲	- ۰/۲۳	۰/۰۹
p-value	۰/۲۸۱	۰/۰۱۷	۰/۰۴۵	۰	۰/۰۰۸

برنامه‌های جانشین‌پروری یا مشارکت در سود) به فرار مغزها و کاهش بازدهی منجر می‌شود. از سوی دیگر، تأثیر منفی اهرم مالی (LEV) نشان‌دهنده آن است که هزینه بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از بازده دارایی‌ها پیشی گرفته است که این موضوع لزوم بازسازی ساختار سرمایه و بهره‌گیری از ابزارهای مالی نوین را پررنگ می‌کند. اندازه شرکت (SIZE) نیز به‌عنوان شاخصی از صرفه‌جویی ناشی از مقیاس، نقش تسهیل‌کننده در خلق ارزش ایفا می‌کند.

با توجه به یافته‌ها، اولویت‌دهی به مسؤلیت‌پذیری اجتماعی در مقایسه با سرمایه انسانی، راهبرد کوتاه‌مدت مؤثرتری برای خلق ارزش در شرکت‌ها محسوب می‌شود. این امر مستلزم تخصیص هدفمند منابع به پروژه‌های اجتماعی با قابلیت ایجاد ارزش اقتصادی (مانند توسعه زیرساخت‌های محلی یا برنامه‌های آموزشی مشترک با ذی‌نفعان) است. از منظر سیاست‌گذاری، الزام شرکت‌ها به انتشار گزارش‌های پایداری استاندارد شده و اعمال شقوق‌های مالیاتی می‌تواند هم-سویی بین اهداف اجتماعی و اقتصادی را تقویت کند. در حوزه پژوهش، بررسی تأثیر متغیرهای تعدیل‌گر (مانند کیفیت حکمرانی شرکتی یا سطح نوآوری) بر رابطه بین پایداری و عملکرد مالی و نیز تحلیل داده‌های بلندمدت‌تر (۱۰ ساله) برای شناسایی آثار تأخیری سرمایه انسانی پیشنهاد می‌شود. در نهایت، ادغام شاخص‌های غیرمالی در سیستم‌های ارزیابی

آماره دوربین-واتسون ($2/1$): این آماره برای بررسی خودهمبستگی خطاها در مدل استفاده شد. مقدار $2/1$ که نزدیک به ۲ است، نشان‌دهنده عدم وجود خودهمبستگی سریالی در خطاهای مدل است. این نتیجه تأیید می‌کند که مدل از نظر آماری پایدار بوده و تخمین‌های ضرایب بدون سوگیری ناشی از خودهمبستگی ارائه شده‌اند (Greene, 2018). این امر به‌ویژه در تحلیل داده‌های پنلی که مستعد خودهمبستگی به دلیل ماهیت سری زمانی هستند، از اهمیت بالایی برخوردار است.

نتایج این جدول نشان‌دهنده انتخاب صحیح مدل اثرات ثابت و تناسب آن با داده‌های پژوهش است. ضریب تعیین تعدیل‌شده بالا ($0/61$) و معناداری آماره F تأیید می‌کنند که متغیرهای مستقل و کنترلی انتخاب‌شده، بخش قابل توجهی از تغییرات EVA را توضیح می‌دهند. عدم وجود خودهمبستگی (دوربین-واتسون = $2/1$) نیز دقت تخمین‌ها را تقویت کرده و اطمینان می‌دهد که نتایج از سوگیری‌های ناشی از وابستگی خطاها مصون هستند. این ویژگی‌ها، به‌ویژه در بازار ایران با

5.1 تفسیر تحلیل حساسیت

جایگزینی معیار EVA با Q توبین به‌عنوان متغیر وابسته، ثبات نتایج را از جنبه‌های کلیدی تأیید می‌کند. عملکرد اجتماعی (SP) همچنان با ضریب $0/15$ ($p=0.017$) اثر مثبت و معنادار دارد، درحالی‌که عملکرد منابع انسانی (HP) مجدداً فاقد معناداری است ($p=0.281$). این هم‌سویی نتایج، اعتبار یافته‌ها را تقویت کرده و نشان می‌دهد تأثیرات عملکرد اجتماعی بر ارزش شرکت، صرف‌نظر از روش سنجش ارزش EVA (یا Q توبین)، پایدار است. کاهش جزئی در R^2 تعدیل‌شده (از $0/61$ به $0/58$) طبیعی است؛ چراکه Q توبین معیاری مبتنی بر ارزش بازار است که نسبت به EVA (مبتنی بر حسابداری) نوسانات بیشتری دارد.

نتایج تجربی نشان می‌دهد بهبود عملکرد اجتماعی از طریق دو مکانیسم کلیدی بر ارزش‌آوری تأثیر می‌گذارد: نخست، کاهش هزینه سرمایه (WACC) ناشی از افزایش شفافیت و اعتماد سرمایه‌گذاران که در شرکت‌های با مسؤلیت‌پذیری اجتماعی بالاتر مشهود است. دوم، افزایش سود عملیاتی خالص پس از مالیات (NOPAT) از طریق جذب مشتریان وفادار و دسترسی به بازارهای جدید. بالین‌حال، اثرگذاری ضعیف عملکرد منابع انسانی نیازمند بازنگری در شیوه‌های مدیریت منابع انسانی است. به نظر می‌رسد سرمایه‌گذاری در آموزش نیروی انسانی بدون ایجاد سیستم‌های نگهداری کارکنان (مانند

امتیازات مسئولیت‌پذیری اجتماعی مبتنی بر استاندارد GRI، می‌تواند هم‌سویی بین اهداف پایداری و اقتصادی را تقویت کند. در حوزه سرمایه‌انسانی، سرمایه‌گذاری‌ها باید با برنامه‌های بلندمدت نگهداری نیروی کار، مانند مشارکت در سود یا طراحی مسیرهای شغلی شفاف، همراه شوند تا از فرار مغزها جلوگیری کرده و بازدهی سرمایه‌گذاری را افزایش دهند. این رویکرد با یافته‌های **کاپوتا و همکاران (۲۰۲۵)** همخوانی دارد که نشان دادند تمرکز بر رفاه کارکنان، عملکرد مالی را بهبود می‌بخشد. از منظر سیاست‌گذاری، سیاست‌گذاران باید با الزام استانداردهای گزارش‌گری پایداری، مانند چارچوب GRI و ارائه مشوق‌های مالیاتی برای شرکت‌های پیشرو در پایداری، چارچوبی حمایتی ایجاد کنند. این اقدامات می‌توانند شفافیت گزارش‌گری را افزایش داده و هم‌سویی بین اهداف اجتماعی و اقتصادی را تسهیل کنند، همان‌طور که در مطالعه **احمد و همکاران (۲۰۲۴)** بر اهمیت افشای پایداری تأکید شده است. چنین سیاست‌هایی به‌ویژه در اقتصاد ایران، با توجه به کمبود استانداردهای گزارش‌گری، حیاتی هستند.

برای پژوهش‌های آتی، پیشنهاد می‌شود تأثیر متغیرهای تعدیل‌گر، مانند کیفیت حکمرانی شرکتی یا سطح نوآوری سازمانی، بر رابطه بین پایداری و EVA بررسی شود؛ زیرا این متغیرها می‌توانند مکانیسم‌های خلق ارزش را تحت تأثیر قرار دهند (Liu & Lee, 2025). همچنین، تحلیل داده‌های بلندمدت‌تر (۱۰ تا ۱۵ ساله) می‌تواند اثرات تأخیری سرمایه‌انسانی را آشکار کند، به‌ویژه با توجه به تأخیر در بازدهی سرمایه‌گذاری‌های آموزشی که در مطالعه **یانگ (۲۰۲۱)** برجسته شده است. مطالعات تطبیقی بین صنایع دانش‌بنیان و منابع‌محور یا مقایسه ایران با سایر اقتصادهای درحال توسعه، مانند ترکیه یا برزیل، می‌تواند خلأهای نظری موجود را پر کند، همان‌طور که **گونسالوس و همکاران (۲۰۲۳)** بر ضرورت تحلیل‌های تطبیقی تأکید کرده‌اند. همچنین پیشنهاد می‌شود به پیروی از مطالعه **ماخيجا و همکاران (۲۰۲۵)** اثر تعدیل‌کننده جنسیت هیأت مدیره بر رابطه عملکرد پایدار و ارزش افزوده اقتصادی به تفکیک صنایع مختلف در ایران بررسی شود. علاوه بر این، توسعه چارچوب‌های بومی برای سنجش پایداری در ایران، با توجه به محدودیت‌های گزارش‌گری شناسایی‌شده در این پژوهش، ضروری است. این محدودیت که به ذهنیت در امتیازدهی و خطای اندازه‌گیری منجر شده، می‌تواند با طراحی شاخص‌های استاندارد شده مبتنی بر ویژگی‌های نهادی ایران، مشابه رویکرد پیشنهادی **دنو و همکاران (۲۰۲۳)** برای اقتصادهای نوظهور، رفع شود.

مهم‌ترین محدودیت این پژوهش، کمبود استانداردهای گزارش‌گری پایداری شرکت‌های بورسی تهران است که به ذهنیت در امتیازدهی منجر شده است. اگرچه استفاده از کدگذاران مستقل و روش‌های اعتبارسنجی تا حدی این مشکل را کاهش داد، توسعه چارچوب‌های بومی برای سنجش پایداری همچنان ضروری است. همچنین، دوره زمانی ۶ ساله ممکن است برای شناسایی اثرات بلندمدت عملکرد انسانی کافی نباشد، به‌ویژه با توجه به تأخیرهای ذاتی در بازدهی سرمایه‌گذاری‌های انسانی (Yang, 2021). تمرکز صرف بر شرکت‌های بورسی نیز تعمیم‌پذیری نتایج به بنگاه‌های کوچک

عملکرد و به‌کارگیری مدل‌های ترکیبی ارزش‌آوری می‌تواند شکاف بین گزارش‌گری مالی سنتی و الزامات کسب‌وکارهای نوین را کاهش دهد.

6 بحث و نتیجه‌گیری

این پژوهش با هدف بررسی تأثیر عملکرد منابع انسانی و اجتماعی پایدار بر ارزش افزوده اقتصادی (EVA) در ۱۱۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۲ انجام شد. نتایج حاصل از تحلیل رگرسیون پنلی نشان داد که فرضیه دوم پژوهش، مبنی بر وجود رابطه معنادار بین عملکرد اجتماعی پایدار و ارزش افزوده اقتصادی، با ضریب $۲۲/۴$ ($p=0.003$) تأیید شد. این یافته حاکی از آن است که هر واحد بهبود در شاخص‌های عملکرد اجتماعی، مانند مسئولیت‌پذیری اجتماعی و مشارکت در پروژه‌های جامعه‌محور، ارزش افزوده اقتصادی را به میزان $۲۳/۴$ میلیارد ریال افزایش می‌دهد. این اثر مثبت می‌تواند ناشی از جلب اعتماد ذی‌نفعان، کاهش هزینه‌های مبادلاتی و تقویت شهرت برند باشد که هم‌سو با نظریه سرمایه اجتماعی پوتنام (۱۹۹۵) است. در مقابل، فرضیه اول پژوهش، مبنی بر رابطه معنادار بین عملکرد منابع انسانی پایدار و ارزش افزوده اقتصادی، با ضریب $۸/۶$ ($p=0.162$) تأیید نشد. این عدم معناداری می‌تواند به چالش‌های ساختاری در بازار ایران، نظیر فرار مغزها، ناکارآمدی سیستم‌های ارزیابی عملکرد، یا تأخیر در بازدهی سرمایه‌گذاری‌های آموزشی مرتبط باشد. این یافته‌ها نشان‌دهنده تفاوت در تأثیرگذاری مؤلفه‌های پایداری (اجتماعی در مقابل انسانی) بر خلق ارزش اقتصادی در اقتصادهای نوظهور مانند ایران است، جایی که شبکه‌های اعتماد اجتماعی سریع‌تر به نتایج اقتصادی منجر می‌شوند تا سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت در سرمایه‌انسانی. تأثیر منفی اهرم مالی (LEV) با ضریب $-۳۸/۷$ ($p=0.000$) بر EVA نشان‌دهنده فشار هزینه‌های بدهی بر سودآوری است که با مطالعات **ماخيجا و همکاران (۲۰۲۵)** همخوانی دارد و بر لزوم بازسازی ساختار سرمایه تأکید می‌کند. اندازه شرکت (SIZE) با ضریب $۴/۱$ ($p=0.032$) اثر مثبت داشت که نشان‌دهنده صرفه‌جویی ناشی از مقیاس است و با یافته‌های **گونسالوس و همکاران (۲۰۲۳)** سازگار است. این نتایج ضرورت بازتعریف استراتژی‌های پایداری در بازارهای نوظهور را برجسته می‌سازد؛ جایی که اولویت‌های ذی‌نفعان و محدودیت‌های نهادی، مانند نقش پررنگ دولت در اقتصاد ایران، سازوکارهای خلق ارزش را دگرگون می‌کنند.

برای مدیران شرکت‌ها، پیشنهاد می‌شود منابع خود را به پروژه‌های اجتماعی با پیوند مستقیم به زنجیره ارزش، مانند توسعه زیرساخت‌های محلی یا برنامه‌های آموزشی مشترک با جوامع، تخصیص دهند. این پروژه‌ها، با افزایش اعتماد ذی‌نفعان و دسترسی به بازارهای جدید، می‌توانند سود عملیاتی خالص (NOPAT) را بهبود بخشیده و هزینه سرمایه (WACC) را کاهش دهند، همان‌طور که در مطالعه **فینگر و روزنبوم (۲۰۲۲)** نشان داده شد که مشتریان برای شرکت‌های با سیاست‌های پایداری، ارزش بیشتری قائلند. علاوه بر این، ادغام شاخص‌های غیرمالی در سیستم‌های پاداش مدیران، مانند

امر با دیدگاه پورتر و کرامر (۲۰۱۱) در مورد ارزش مشترک همراستا است.

سهم نویسندگان

سهم نویسندگان در نگارش این مقاله برابر است.

تضاد منافع

در این پژوهش هیچ تضاد منافی وجود ندارد.

و متوسط را محدود می‌کند که این موضوع با یافته‌های کوستا و همکاران (۲۰۲۲) در مورد تفاوت‌های مقیاس در پایداری اجتماعی همخوانی دارد. با وجود این، این مطالعه گامی مهم در راستای فهم پویایی‌های پایداری در اقتصادهای در حال توسعه برداشته و بر لزوم بازطراحی مدل‌های کسب‌وکار تأکید می‌کند. تلفیق هوشمندانه اهداف اجتماعی با استراتژی‌های اقتصادی، نه تنها پاسخ‌گویی به ذی‌نفعان را بهبود می‌بخشد، بلکه به‌عنوان موتور محرکه ارزش‌آفرینی پایدار عمل می‌کند که این

منابع

- Abedin, B., Mehdipour picha, S., Ashrafi, F., & Farjami, M. (2024). Factors affecting the implementation of sustainable human resource management. *Journal of Sustainable Human Resource Management*, 6(10), 295-273. doi: 10.22080/shrm.2024.4901 (In Persian)
- Ahmad, H., Yaqub, M. & Lee, S. H. (2024). Environmental-, social-, and governance-related factors for business investment and sustainability: a scientometric review of global trends. *Environ Dev Sustain*, 26, 2965–2987. <https://doi.org/10.1007/s10668-023-02921-x>
- Alikhan Beyk Zand, R. (2022). Investigating the Effect of Human Capital on Economic Value Added in Iran and Providing Appropriate Solutions to Promote It. *The Economic Research (Sustainable Growth and Development)*, 22 (1): 6, 147-174. <http://ecor.modares.ac.ir/article-18-53248-fa.html> (In Persian)
- Asadi, G., Alam Tabriz, A. & Rezaie, S. (2013). Examining the Effect of Intellectual Capital on Economic Value Added (EVA) of Companies. *Accounting and Auditing Research*, 5(20), 34-51. doi: 10.22034/iaar.2013.104504 (In Persian)
- Asadi, L., Vaez, S. A., Jorjor Zadeh, A. & Kaabomeir, A. (2022). Business Strategy Moderating Effect on the Relationship between Firms' Social Responsibility Dimensions and Value Creation. *Empirical Research in Accounting*, 12(1), 27-68. doi: 10.22051/jera.2020.28539.2565 (In Persian)
- Aulia, K. Z., & Nawangsari, L. C. (2023). Effects of Green Human Resource Management and Green Transformational Leadership towards Employee Sustainable Performance through Employee Green Behavior at Mercu Buana University. *European Journal of Business and Management Research*, 8 (5), 181–186. <https://doi.org/10.24018/ejbmr.2023.8.5.2128>
- Bais, B., Nassimbeni, G., & Orzes, G. (2024). Global Reporting Initiative: Literature review and research directions. *Journal of Cleaner Production*, Volume 471, 143428. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2024.143428>
- Basher Rubel, M. R. (2022). Impact of Sustainable Human Resource Management on Employee Sustainable Performance. *Dhaka University Journal of Management*, 81-93. <https://doi.org/10.57240/DUJMJUNE06>
- Taufiq, B. T., & Azib, A. (2020). Analisis Pengaruh Corporate Social Responsibility dan Economic Value Added terhadap Kinerja Keuangan. Available at: <https://www.semanticscholar.org/paper/69e85abc7d76803edf2b9568d891b7f0e5c063ef>
- Caputo, A., Tron, A., Sasseti, S., Giakoumelou, A. & Colantoni, F. (2025). Managing for resilience through social sustainable human resource approach: the effect on organisational performances, *Management Decision*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/MD-05-2024-1144>
- Charisma, B., & Amir, E. (2020). Economic Value-Added Creation by Optimizing Capital Structure in Project Finance. *International Journal of Applied Research in Management and Economics*, 3(2), 46–60. <https://doi.org/10.33422/ijarme.v3i2.446>
- Cuesta, J., Madrigal, L., & Pecorari, N. (2022). Social Sustainability, Poverty, and Income: An Empirical Exploration. Policy Research Working Papers; 10085. *World Bank*. Available at: <http://hdl.handle.net/10986/37543>

- Denu, M. K., Bentley, Y., & Duan, Y. (2023). Social sustainability performance: Developing and validating measures in the context of emerging African economies. *Journal of Cleaner Production*, 412, 137391. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2023.137391>
- Economic Value Added (EVA) - Obermatt Institute. (2024). Available at: <https://obermatt.org/en/metrics/economic-value-added.html>
- Fernando, Y., Halili, M., Tseng, M. L., Tseng, J. W., & Lim, M. K. (2022). Sustainable social supply chain practices and firm social performance: Framework and empirical evidence. *Sustainable Production and Consumption*, 32, 160-172. <https://doi.org/10.1016/j.spc.2022.04.020>
- Finger, M., & Rosenboim, M. (2022). Going ESG: The Economic Value of Adopting an ESG Policy. *Sustainability*, 14(21), 13917. <https://doi.org/10.3390/su142113917>
- Gonçalves, T. C., Louro, D., & Barros, V. (2023). Can Corporate Sustainability Drive Economic Value Added? Evidence from Larger European Firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 16(4), 215. <https://doi.org/10.3390/jrfm16040215>
- Greene, W. H. (2018). *Econometric Analysis* (8th ed.). Pearson Education Limited. London.
- Hakak, M. (2024). Identifying the factors affecting sustainable human resources with a meta synthesis approach. *Journal of Sustainable Human Resource Management*, 6(10), 178-157. doi: 10.22080/shrm.2024.4830 (In Persian)
- Hasan, M. (2023). Impact of Sustainable Employee Retention on Employee Performance in the Baking Industry. *NICE Research Journal*, 16(4), <https://doi.org/10.51239/nrjss.v16i4.435>
- Heirany, F., Naghashzadeh, S., & Farsani, A.S. (2015). Impact of human capital incorporation on economic value added of the large firms using the conceptual managerial decision-making approach (a case study: Saderat Bank of Iran). *Indian Journal of Fundamental and Applied Life Sciences*, 5 (S1), 777-782. Available at: www.cibtech.org/sp.ed/jls/2015/01/jls.htm
- Heydari Rostami, K., Nikzad Ghadikolaie, M., & Khalili, Y. (2025). The women's flourish in the board of directors and the company's sustainability performance. *Journal of Sustainable Human Resource Management*, 7(12), 161-147. doi: 10.22080/shrm.2024.5230 (In Persian)
- Hollands, L., Haense, L. & Lin-Hi, N. (2024). The how and why of organizational resilience: a mixed-methods study on facilitators and consequences of organizational resilience throughout a crisis. *The Journal of Applied Behavioral Science*, 60 (3), 449-493, doi: 10.1177/00218863231165785.
- Houle, M. D. (2008). *Economic Value Added*. Available at: <https://www.semanticscholar.org/paper/144a1e2245bb78089ef8b4ac973df276c96156e1>
- <https://kebs.ai/what-is-training-cost-per-employee/#:~:text=To%20calculate%20this%20metric%2C%20total%20training%20expenses,number%20of%20employees%20who%20underwent%20the%20training.>
- Isham, A., Mair, S., & Jackson, T. (2021). Worker wellbeing and productivity in advanced economies: Re-examining the link. *Ecological Economics*, 184, 106989. <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2021.106989>

- Jafarpoor, H., Nakhaei, H. & Talebnia, G. (2023). Investigating the Impact of Environmental Management Criteria on Social Responsibility on Financial Performance of Manufacturing Companies with Emphasis on New Financial Criteria in Accounting. *Journal of Management Accounting and Auditing Knowledge*, 12(47), 323-342.
https://www.jmaak.ir/article_21651.html?lang=en (In Persian)
- Jankalová, M., & Kurotová, J. (2020). Sustainability Assessment Using Economic Value Added. *Sustainability*, 12(1), 318.
<https://doi.org/10.3390/su12010318>
- Khodadadeh Shamloo, N., Safri, M., Razmi, R. & Safari, R. (2024). The relationship between corporate social responsibility and Firm Value Emphasizing the tenure of the CEO. *Journal of Accounting and Management Vision*, 7(91), 235-252.
https://www.jamv.ir/article_203284.html?lang=en (In Persian)
- Kirana, A. A., & Mahargiono, P. B. (2022). Modal Intelektual Dalam Perbankan Menggunakan Economic Value-Added Dan Market Value Added. *Jurnal Ilmiah Manajemen dan Bisnis (JIMBis)*.
- Kline, R. B. (2023). *Principles and Practice of Structural Equation Modeling*, Fifth Edition, Guilford Press.
- Kumar, K. K., & Tamilselvan, P. (2013). Economic value added (EVA)-A financial performance measure. *EXCEL International Journal of Multidisciplinary Management Studies*, 3(1), 90-96.
- Liu, Y. Y., & Lee, P. S. (2025). The Effect of Environmental, Social, and Governance (ESG) on the Persistence of Firm Value: Evidence from Survival Analysis. *Accounting and Auditing*, 1(1), 4.
<https://doi.org/10.3390/accountaudit1010004>
- Liu, Y., & Yu, W. (2013). A Mechanism Analysis of High-tech Enterprise Human Capital Investment for EVA Contribution Based on Gray Relational Analysis. Doi: [10.2991/iaw-sc.2013.112](https://doi.org/10.2991/iaw-sc.2013.112)
- Makhija, H., Raghukumari, P. S. & Sethiya, A. (2025). Does board gender diversity moderate the impact of ESG on firms' economic value added? Evidence from an emerging economy, *International Journal of Productivity and Performance Management*, 74 (3), 819-840.
<https://doi.org/10.1108/IJPPM-12-2023-0664>
- Malik, G. & Singh, P. (2024). Fostering social sustainability: unveiling HR's power in enhancing employee resilience via social exchange and broaden-and-build theories. *Employee Relations: The International Journal*, 46 (3), 675-701,
<https://doi.org/10.1108/ER-08-2023-0427>
- Mehdipour Picha, S., Alizadeh, M., & Yahyazadehfar, M. (2021). Investigating the Relationship of Human Resources Value & Bankruptcy Forecasting for Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Sustainable Human Resource Management*, 3(5), 195-181. doi: [10.22080/shrm.2021.3773](https://doi.org/10.22080/shrm.2021.3773) (In Persian)
- Mittal, R. K., Sinha, N. & Singh, A. (2008). An analysis of linkage between economic value added and corporate social responsibility, *Management Decision*, 46 (9), 1437-1443.
<https://doi.org/10.1108/00251740810912037>
- Murphy, K. S. (2007). A Proposed Framework for Measuring Human Capital Intangible Value Component in Restaurant Organizations Using Economic Value Added. *Journal of Foodservice Business Research*, 10(3), 3-23.
https://doi.org/10.1300/J369v10n03_02
- Pavlová Dočekalová, M., & Kocmanová, A. (2018). Comparison of Sustainable Environmental, Social, and Corporate Gov-

- ernance Value Added Models for Investors Decision Making. *Sustainability*, 10(3), 649.
<https://doi.org/10.3390/su10030649>
- Rianti, M., Muliana, Azis, E., Agustang, & Asnur, W. W. (2023). Sustainable Physical Resources to Value Co-Creation, Pareto Sales Network, and Marketing Performance. *Journal of Indonesian Scholars for Social Research*, 3(1), 44–55.
<https://doi.org/10.59065/jissr.v3i1.47>
- Sanga, M. H., & Situmorang, R. (2024). The Future of Valuation: Combining ESG impact with EVA Methodology for Corporate's Value. *International Journal of Novel Research and Development*, 9 (5), 274-277.
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4932437>
- Semkin, S. A. (2022). An analysis of human capital efficiency of economic entities based on an integrated approach. *Economic Analysis: Theory and Practice*, 5 (524), 870–890.
<https://doi.org/10.24891/ea.21.5.870>
- Social performance - Shell Sustainability Report 2018. (n.d.).
<https://reports.shell.com/sustainability-report/2018/contribution-to-society/social-performance.html>
- Sundari, A., Rozi, A. F., Bilgies, A. F., & Muhajir, A. (2023). Financial Performance Analysis Using Economic Value Added and Market Value Added Methods. *Journal of Tourism Economics and Policy*. 3(1), 42-48.
- Syed, M. W., Li, J., Junaid, M., & Ziaullah, M. (2020). Relationship between human resource management practices, relationship commitment and sustainable performance. *Green Finance*. 2(3): 227-242. doi: 10.3934/GF.2020013
- Talan, G., Sharma, G. D., Pereira, V., & Muschert, G. W. (2024). From ESG to holistic value addition: Rethinking sustainable investment from the lens of stakeholder theory. *International Review of Economics & Finance*, 96, Part A, 103530.
<https://doi.org/10.1016/j.iref.2024.103530>
- Tarkar, P., & Kumar, K. (2024). Sustainable human resource management and sustainable performance: mediating role of organization citizenship behavior. *The Bottom Line*. Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/BL-09-2023-0261>
- Teixeira, N. (2025). Innovative Human Resource Management Strategies for Circular Economy Transition: Comparative Insights from Portugal and Sweden. *Merits*, 5(2), 8. <https://doi.org/10.3390/merits5020008>
- Vipond, T. (2025). (n.d.). Economic Value Added (EVA) - Definition, Formula. Available at: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/economic-value-added-eva/>
- Wooldridge, J. M. (2010). *Introductory Econometrics: A Modern Approach* (4th ed.). South-Western Cengage Learning. ISBN-13: 978-0-324-66054-8
- Yang, S. (2021). Human resource performance evaluation system based on EVA model. *13th International Conference on Measuring Technology and Mechatronics Automation (ICMTMA)*, Beihai, China, 591-594. doi: 10.1109/ICMTMA52658.2021.00136
- Yudawisastra, H. G., Manurung, D. T. H., & Husnatarina, F. (2018). Relationship between value added capital employed, value added human capital, structural capital value added and financial performance. *Investment Management and Financial Innovations*, 15(2), 222-231.