



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال نهم / شماره سی‌وسوم / بهار ۱۳۹۹

بررسی نقش میانجی‌داری‌های نامشهود بر رابطه اعتماد بیش از حد مدیریتی و بهره‌وری سرمایه‌گذاری‌ها

امیرحسین ارضاء

عضو هیات علمی گروه مالی و بانکداری دانشگاه علامه طباطبائی
Ah.erza@atu.ac.ir

تاریخ دریافت: ۹۷/۰۱/۱۷ تاریخ پذیرش: ۹۷/۰۴/۰۴

چکیده

هدف اصلی این پژوهش بررسی تأثیر فراعتمادی مدیران بر بهره‌وری سرمایه‌گذاری و بررسی نقش میانجی‌داری‌های نامشهود بر این رابطه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. پژوهش حاضر با استفاده از الگوی داده‌های ترکیبی برای دوره زمانی ۱۳۹۵-۱۳۹۰، نمونه‌ای ۱۹۴ شرکتی را از سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران که با روش حذف سیستماتیک انتخاب شدند، به صورت سالانه مورد مطالعه قرار داده است. نتایج این پژوهش نشان داد بین فراعتمادی مدیران و بهره‌وری سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد علاوه بر این بین فراعتمادی مدیران و بهره‌وری سرمایه‌گذاری با در نظر گرفتن میزان سرمایه‌گذاری در دارایی‌های نامشهود رابطه معناداری وجود دارد.

واژه‌های کلیدی: فراعتمادی مدیران، بهره‌وری سرمایه، دارایی‌های نامشهود.

۱- مقدمه

در دنیای امروز، افراد به دنبال انجام کار بیشتر با استفاده از کمترین امکانات موجود هستند. سازمان‌ها نیز در تلاش‌اند تا بالاترین کیفیت را با حداقل قیمت ارائه دهند. این باعث ارزش‌آفرینی برای مشتری و ایجاد حس رقابت بین شرکت‌ها می‌گردد (اسمیت، ۲۰۰۸). سرمایه‌گذاران سرمایه در اختیار شرکت قرار می‌دهند، بنابراین اگر آن‌ها بخواهند از بهره‌وری به‌عنوان معیار ارزیابی استفاده کنند، بی‌شک بهره‌وری سرمایه برای آن‌ها از اهمیت بیشتری برخوردار است. اگر بتوان الگویی برای اندازه‌گیری بهره‌وری سرمایه و متغیرهای اثرگذار بر آن را در اختیار سرمایه‌گذاران قرارداد، یک معیار دیگر برای ارزیابی سهام شرکت‌های مختلف در اختیار آن‌ها قرار گرفته است. عوامل مختلفی می‌تواند بر بهره‌وری سرمایه تاثیرگذار باشد و تغییرات بهره‌وری سرمایه می‌تواند بر ارزش شرکت و ثروت صاحبان سهام که هدف اصلی شرکت‌ها می‌باشد، اثرگذار باشد (تهرانی و خجسته، ۱۳۸۷). از عواملی که تاثیر آن بر بهره‌وری سرمایه به اثبات رسیده است متغیرهای اقتصادی است (نوروزی، ۱۳۹۶). از طرفی عوامل فردی و درون‌سازمانی نیز ممکن است بتوانند بر بهره‌وری سرمایه تاثیرگذار باشند که تاکنون به آنها پرداخته نشده است. هدف از انجام این پژوهش بررسی تاثیر یکی از متغیرهای فردی و درون‌سازمانی مانند فرااعتمادی مدیران و دارایی‌ها نامشهود بر بهره‌وری سرمایه می‌باشد. در این راستا در این مقاله ابتدا به ادبیات مربوط به متغیرهای پژوهش پرداخته خواهد شد. در ادامه بعد از بیان پیشینه پژوهش، روش‌شناسی، یافته‌ها و نتیجه‌گیری صورت خواهد گرفت.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

فرااعتمادی مدیر

یکی از خطاهای ادراکی شایع در حوزه روان‌شناختی که در محیط‌های پیچیده و با بازخور مبهم نظیر بازار اوراق بهادار رخ می‌دهد، تورش رفتاری اعتماد بیش‌ازحد (فرااعتماد) بوده که به‌عنوان برآورد بیش از اندازه (خوش‌بینانه) دقت اطلاعات شخصی تعریف شده است (خوش‌طینت و نادای قمی، ۱۳۸۸). فرااعتمادی یا اعتماد بیش از حد به خود را می‌توان اعتقادی بی‌اساس درباره‌ توانایی‌های شناختی، قضاوت‌ها و استدلال‌های فردی تعریف کرد. مفهوم بیش‌اعتمادی در مجموعه وسیعی از بررسی‌ها و آزمایش‌های روان‌شناسانه از نوع شناختی بررسی شده است که نشان می‌دهد افراد هم درباره‌ توانایی‌هایشان در پیش‌بینی و هم درباره‌ دقت اطلاعات‌شان، برآوردی بیش از اندازه دارند. همچنین در تخمین احتمالات ضعیف عمل می‌کنند و اغلب رویدادهایی با احتمال وقوع بسیار کمتر از صد در صد را حتمی می‌دانند. به‌طور خلاصه می‌توان گفت این‌گونه افراد خود را از آنچه در واقعیت هستند، باهوش‌تر می‌پندارند و بر این باورند که اطلاعات بهتری در اختیار دارند. برای مثال، هنگام تصمیم‌گیری به منظور سرمایه‌گذاری در شرکتی خاص، اغلب انتظار زیان را نادیده می‌گیرند و اگر شرکت عملکرد ضعیفی داشته باشد، احساس تعجب یا نارضایتی می‌کنند (پمپین، ۲۰۰۶). مدیران فرااعتماد در نتیجه این باور که آنها اطلاعات ویژه‌ای در اختیار دارند و دیگران از آن بی‌بهره‌اند، دقت اطلاعات و به تبع آن، سودها و جریان‌های نقدی آتی واحد تجاری خود را بیش از حد تخمین می‌زنند و چشم‌انداز مثبتی از ریسک و بازده آتی

شرکت دارند. مدیران فرآیند اعتماد احتمال و تأثیر رویدادهای مطلوب را بر جریان های نقدی شرکت بیشتر از واقعیت تخمین می زنند و آن را برای رویدادهای منفی کمتر از واقعیت ارزیابی می کنند (مالمندیر و تیل، ۲۰۰۵). برخورداری از ویژگی فرآیند اعتمادی در مدیران بر نحوه شناسایی سود و زیان و مبلغ دفتری دارایی ها و بدهی ها تأثیر می گذارد. مدیران فرآیند اعتماد، بازده آتی پروژه های سرمایه گذاری شرکت را بیشتر برآورد می کنند. بنابراین ممکن است شناسایی زیان را به تأخیر بیندازند و برآوردهای خوش بینانه ای در تعیین ارزش دارایی های جاری یا بلندمدت داشته باشند (رامشه و ملانظری، ۱۳۹۳). مدیران فرآیند اعتماد در نتیجه این باور که آنها اطلاعات ویژه ای در اختیار دارند (که دیگران ندارند)، دقت اطلاعات خود و به تبع آن سودها و جریان های نقدی آتی واحد تجاری خود را بیش از حد تخمین می زنند و چشم انداز مثبتی از ریسک و بازده آینده شرکت دارند (بومن، ۲۰۱۴).

روش های گوناگونی برای اندازه گیری اعتماد بیش از حد مدیریت وجود دارد. پژوهش های گذشته معیارهایی نظیر؛ مدت زمان نگهداری حق اختیارات شرکت به وسیله مدیریت، پوشش رسانه ای، تفاوت بین سود پیش بینی شده و سود واقعی، فراوانی ادغام و ترکیب های صورت گرفته به وسیله مدیریت شرکت، حقوق نسبی مدیریت شرکت، عملکرد فعلی شرکت، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، بدهی قابل تبدیل یا سهام ممتاز، سرمایه گذاری بیش از حد، امتیاز خاص شرکت، پاداش نسبی مدیرعامل، خرید سهام شرکت، رشد بیش از حد، و فاصله بین دو حد پیش بینی شده برای سود را مورد استفاده قرار داده اند (سلامی و همکاران، ۱۳۹۶).

بهره وری سرمایه و بازده سرمایه های سرمایه گذاری شده (ROIC^۱)

امروزه بهبود بهره وری به عنوان یکی از مهمترین راهکارهای توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی ملل مختلف شناخته شده و توفیق در تسریع روند بهبود بهره وری یکی از شروط اصلی دستیابی به جایگاه مناسب در صحنه رقابت جهانی و افزایش رفاه زندگی مردم می باشد. شرایط محیطی-اجتماعی، اقتصادی و فرهنگی متفاوت کشورها، ایجاب می کند که رویکردهای بهبود بهره وری دارای ویژگی های خاصی باشد. اما آنچه در تمامی کشورهایی که در ارتقای بهره وری و تسریع در روند توسعه موفق بوده اند در خور توجه است، گستردگی و همبستگی فعالیتهای ارتقای بهره وری در چارچوب یک حرکت ملی می باشد. میزان تولید به ازای مقدار مشخص از نهاد را بهره وری می نامند. بنابراین طبق این تعریف بهره وری زمانی افزایش می یابد که با میزان تولید ثابت از مقدار کمتری نهاد استفاده شود و یا با مقدار ثابت نهاد میزان تولید افزایش یابد (ددریک و همکاران، ۲۰۰۳).

مفهوم بهره وری سرمایه به اندازه گیری توان مدیریت در استفاده بهینه از سرمایه به عنوان یکی از منابع مهم و محدود شرکت می پردازد (تهرانی و خجسته، ۱۳۸۷). نهاد سرمایه از جمله مهمترین نهاد های موثر در تولید کالاها و خدمات است؛ رشد اقتصادی هر کشور رابطه مستقیم با میزان سرمایه گذاری در آن کشور دارد و هر چه بهره وری عامل سرمایه بالاتر باشد، آهنگ رشد اقتصاد سریعتر می شود و بنابراین این عامل یعنی بهره وری سرمایه می تواند نقشی پررنگی در رشد و توسعه شرکتها ایفا نماید (محمدزاده سالطه، ۱۳۹۴).

متغیر مورد استفاده در تعیین شرکت‌های بهره‌ور، نسبت بازدهی سرمایه‌های سرمایه‌گذاری شده می‌باشد. این نسبت جهت اندازه‌گیری بهره‌وری سرمایه مطرح می‌شود و به‌عنوان نسبتی مهم برای تحلیل عملکرد بنگاه در کسب بازده به ازای یک واحد سرمایه‌ی بکارگرفته شده، معرفی می‌شود. نسبت ROIC در ارزیابی عملکرد بنگاه در مقابل سایر نسب‌های سودآوری از جمله بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام، شاخص بهتری در بررسی چگونگی بکارگیری منابع در دسترس بنگاه و اندازه‌گیری بهره‌وری سرمایه می‌باشد. انتخاب این نسبت در مقابل نسبت بازده دارایی‌ها به این دلیل است که در نسبت ROIC میزان سرمایه‌های سرمایه‌گذاری شده شرکت، مد نظر است نه کل دارایی‌ها. در پژوهش براون و روی (۲۰۰۷) این نسبت به‌عنوان شاخص بهره‌وری سرمایه به کار گرفته شده و به این صورت تعریف شده است: "نسبت سود عملیاتی قبل از مالیات و بهره به ارزش دفتری بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام منهای مجموع سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت و مانده نقدی پایان سال مالی". کسر کردن منابع نقد و شبه نقد (سرمایه‌گذاری کوتاه مدت) در مخرج ROIC، نشان‌دهنده این است که با این نسبت به دنبال این هستیم که بدانیم میزان سود عملیاتی که شرکت در قبال هر واحد از منابعی که به خدمت گرفته است و همچنان به وجه نقد و شبه نقد تبدیل نشده و در سرمایه‌گذاری‌ها می‌باشند، چه میزان است و نه کل دارایی‌های شرکت (تهرانی و خجسته، ۱۳۸۷).

دارایی‌های نامشهود

دارایی‌های با عمر زیاد که در روال عملیات شرکت استفاده می‌شوند و مولد هستند و برای فروش مجدد خریداری نمی‌شوند، استهلاک‌پذیر بوده و به دو دسته مشهود و نامشهود طبقه‌بندی می‌شوند. دارایی‌هایی که ماهیت فیزیکی یا واقعی ندارند، دارایی نامشهود گفته می‌شوند. مالکیت‌های فکری شرکت‌ها (نظیر ثبت اختراع، حقوق مالکیت و روش‌های منحصر به فرد تجاری)، نام تجاری و قراردادهایی که بعضاً شرکت‌ها پیش از این بسته‌اند، از جمله دارایی‌های نامشهود شرکت‌ها را تشکیل می‌دهد. مالکیت شرکت‌ها بر دارایی‌های نامشهودشان می‌تواند محدود به یک دوره زمانی مشخص یا نامحدود باشد. در حالی که دارایی نامشهود ارزش فیزیکی آشکار شرکت یا تجهیزات را ندارد، ولی می‌تواند ثابت کند که یک شرکت ارزشمند بوده و می‌تواند در موفقیت و شکست بلندمدت شرکت نقش داشته باشد. دارایی‌های نامشهود در اقتصاد شدیداً رقابتی امروزه، منشا ایجاد ارزش برای شرکت‌ها است، ولی استانداردهای حسابداری همیشه با چالش‌هایی در زمینه شناسایی و گزارش این دارایی‌ها مواجه بودند و پژوهش‌ها نشان می‌دهند که بین دارایی‌های نامشهود گزارش شده و ارزش بازار شرکت‌ها ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. مدیران شرکت‌ها باید به میزان دارایی‌های نامشهود شرکت خود توجه بیشتری داشته باشند، چرا که از نظر سهامداران این دارایی‌ها برای شرکت ارزش‌آفرین است. همچنین باید به این نکته توجه داشته باشند که اقتصاد امروز، اقتصاد دارایی‌های نامشهود است. ظهور اقتصاد جدید که مولفه اصلی آن دانش و اطلاعات است، باعث افزایش اهمیت سرمایه فکری به‌عنوان یک موضوع تجاری و پژوهش‌هایی شده است (رحمانی و اسماعیلی، ۱۳۹۲).

پیشینه پژوهش

داودی و جنابی (۱۳۹۵) دریافتند که بین اعتماد بیش از حد مدیران و بازده غیر عادی سهام رابطه معناداری وجود دارد. مرادی و خیرالهی (۱۳۹۴) نشان دادند که در سطوح پایین، افزایش نااطمینانی موجب افزایش سطح سرمایه گذاری و در سطوح بالاتر، افزایش نااطمینانی، سرمایه گذاری را کاهش می دهد، به عبارت دیگر، نااطمینانی هم موجب افزایش انگیزه های سرمایه گذاری در دوره جاری به موجب افزایش ارزش انتظار و تأخیر در سرمایه گذاری می شود. محمدزاده سالطه (۱۳۹۴) در پژوهش خود بیان کرد که بهره وری سرمایه بر عملکرد شرکت تاثیر مثبت و معنادار دارد. فراست (۱۳۹۴) در پایان نامه خود به این نتیجه رسید که بهره وری نیروی کار و بهره وری سرمایه از جمله عوامل موثر بر رشد اقتصادی می باشند. شهنازیان (۱۳۹۳) در اندازه گیری و طراحی مدل بهره وری سرمایه و بررسی ارتباط بین شاخص های بهره وری سرمایه و بازده سهام در بانک صادرات بیان کرد که افزایش بهره وری می تواند افزایش سود دهی و افزایش درآمد در جامعه شود و با توجه به افزایش درآمد سازمان ها می توان انتظار داشت تا شاهد افزایش فرصت های شغلی جدید و در نتیجه کاهش تورم در جامعه باشیم. شادی (۱۳۹۳) در پایان نامه خود بیان کرد ضریب ارزش افزوده فکری به عنوان شاخص سرمایه فکری، تاثیر مثبت و معنی داری روی کارایی و بهره وری سرمایه شرکتها دارد. همچنین رابطه میان سرمایه فکری، بهره وری سرمایه و کارایی شرکت ها در شرکت های ارزشی تفاوت معناداری با همین روابط در شرکتهای رشدی دارد. شکرگزار شلمانی (۱۳۹۲) در پایان نامه خود به این نتیجه رسید که میانگین عملکرد پرتفوی شرکت های سرمایه گذاری با بهره وری بالا و بهره وری پایین باهم برابرند. بدین معنی که نسبت بهره وری هیچ تاثیری بر عملکرد پرتفوی ندارد. همچنین میان بهره وری سرمایه با عملکرد پرتفوی شرکت های سرمایه گذاری براساس شاخص های مدرن پرتفوی رابطه ای وجود ندارد و با بررسی شاخص های فرامردن مشخص گردید که میان بهره وری سرمایه با عملکرد پرتفوی شرکت های سرمایه گذاری براساس شاخص های فرامردن پرتفوی رابطه ای معنادار وجود دارد. فاریابی و تجویدی (۱۳۹۰) به بررسی اثر سرمایه گذاری در تکنولوژی اطلاعات بر بهره وری پرداختند. نتایج نشان می دهد فناوری اطلاعات از طریق بهبود فرایند کسب و کار و تمرکززدایی از فرایند تصمیم گیری بر بهره وری سازمانها تأثیر مثبت دارد. تهرانی و خجسته (۱۳۸۷) در بررسی رابطه بهره وری سرمایه با بازده آتی سهام و تاثیر آن بر استراتژی های سرمایه گذاری ارزشی و رشدی بیان کردند که این پژوهش وجود رابطه بین بهره وری سرمایه و بازده آتی سهام در دو حالت کلی و کنترل شده و نیز تاثیر قابل توجه این رابطه بر ارتقای بازده حاصل از هر دو استراتژی ارزشی و رشدی را تایید می کند. در نهایت، توجه به بهره وری سرمایه در تدوین استراتژی های سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران در قالب خرید سهام با بهره وری سرمایه بالا و فروش سهام با بهره وری سرمایه پایین، به سرمایه گذاران و مدیران پورتفوی پیشنهاد می شود.

پیکولینا و همکاران (۲۰۱۷) در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که رابطه بین اعتماد به نفس بیش از حد و سرمایه گذاری به میزان ریسک گریزی فردی، ریسکی بودن پروژه های سرمایه گذاری و به تغییرات ساختار انگیزه های فردی بستگی دارد. رویال و تاسوف (۲۰۱۶) نشان دادند که افزایش فاکتور تولید یک اعتماد به نفس

بیش از حد و مخرب ایجاد می‌کند که در نهایت موجب کاهش بهره‌وری می‌شود. دی اکونتو (۲۰۱۵) به این نتیجه رسید مردانی که فراعتمادی دارند، ریسک پذیرتر از زنان هستند و بیشتر از بقیه سرمایه‌گذاری می‌کنند. بونکیم و همکاران (۲۰۱۲) در پژوهش خود به این نتیجه دست یافته‌اند که مدیران اجرایی با بیش اعتمادی بالا در مقایسه با مدیران با بیش اعتمادی کمتر، شرکت را بیشتر در معرض خطر سقوط قرار می‌دهند، اعتقاد آنان بر این است که تاثیر بیش اعتمادی بر سقوط قیمت سهام در بین تیم مدیریتی برای مدیران ارشد برجسته‌تر از بقیه مدیران می‌باشد. دولمن و احمد (۲۰۱۲) در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که بیش اعتمادی در مدیران باعث می‌گردد که مدیران به بازده آینده سرمایه‌گذاری‌های شرکت خود بیش از اندازه خوش بین باشند و همچنین آنها اظهار داشتند که نظارت‌های خارج از سازمان بر عملکرد مدیران می‌تواند موجب کاهش تعصبات و توهّمات مدیریتی شود. کیناری و همکاران (۲۰۱۱) در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که فراعتمادی عامل مهمی در افزایش بهره‌وری است. فیرچیلد (۲۰۰۹) در بررسی خود دریافتند که فراعتمادی مدیر باعث افزایش بدهی (تصمیمات تامین مالی) می‌شود. مالمندیر و تیل (۲۰۰۵) در بررسی تاثیر فراعتمادی مدیر عامل بر سرمایه‌گذاری شرکت به این نتیجه رسیدند که بین تصاویر مطبوعاتی مدیران و تصمیمات سرمایه‌گذاری فراعتماد رابطه وجود دارد. اگر مدیران در مورد ایجاد ارزش خیلی خوشبین باشند، سهام و اختیارات معامله در بهبود تصمیم‌گیری شرکتی مفید نیستند. فراعتمادی مدیران نیازی به وجود انگیزش برای حداکثرسازی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت که هدف اصلی شرکت‌ها است، ندارد.

۳- روش شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف، پژوهشی کاربردی و از لحاظ روش و ماهیت از نوع همبستگی است و با طی مراحل روش علمی پژوهش شامل بیان مسئله، تشریح موضوع، جمع‌آوری و طبقه‌بندی داده و نهایتاً آزمون فرضیه‌ها انجام می‌گیرد. در این پژوهش برای گردآوری داده‌های موردنظر، ابتدا از روش کتابخانه‌ای استفاده می‌شود. در روش کتابخانه‌ای، مبانی نظری پژوهش از کتب و مجلات تخصصی فارسی و لاتین جمع‌آوری می‌گردد و سپس داده‌های موردنظر از طریق جمع‌آوری داده‌های شرکت‌های منتخب با مراجعه به صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی و با استفاده از نرم‌افزارهای ره‌آورد نوین و همچنین لوح‌های فشرده اطلاعات مالی شرکت‌های بورسی انجام می‌شود. به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها از مدل داده‌های پنل و نرم‌افزار 9 Eviews و SPSS20 استفاده می‌شود.

جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. شرکت‌های عضو نمونه از بین شرکت‌های عضو جامعه آماری که دارای شرایط زیر بوده‌اند انتخاب شدند:

۱) به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد.

۲) داده‌های موردنظر آن‌ها از طریق پایگاه‌های اطلاعاتی در دسترس باشند.

۳) جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، هلدینگ، لیزینگ، واسه‌گری و بانک‌ها نباشند.

قلمرو زمانی این پژوهش یک دوره ۶ ساله است که از سال ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ را در برمی‌گیرد.

با توجه به شرایط و محدودیت های فوق، شرکت هایی که فاقد هر یک از شرایط مذکور بودند، از جامعه آماری حذف شدند؛ بنابراین روش نمونه گیری در این پژوهش از نوع حذفی سیستماتیک است؛ که از بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ۱۹۴ شرکت واجد شرایط بودند که عملکردشان طی ۶ سال اندازه گیری شد (۱۱۶۴ سال-شرکت).

۴- فرضیه های پژوهش

- (۱) بین فرااعتمادی مدیر و بهره وری سرمایه رابطه معناداری وجود دارد.
- (۲) بین فرااعتمادی مدیر و بهره وری سرمایه با میانجی گری دارایی های نامشهود رابطه معناداری وجود دارد.

۵- مدل پژوهش

در این پژوهش بر اساس پژوهش کیونگ و همکاران (۲۰۱۶) مدل اصلی با در نظر گرفتن متغیرهای کنترلی به صورت زیر مورد آزمون قرار خواهد گرفت:

$$ROIC_{it} = \beta_0 + \beta_1 PP_{it} + \beta_2 EDU_{it} + \beta_3 EXP_{it} + \beta_4 NET_{it} + \beta_5 PERF_{it} + \beta_6 Overinv_{it} + \beta_7 IA_{it} + \beta_8 SIZE_{it} + \beta_9 LEV_{it} + \epsilon_{it}$$

جدول ۱: متغیرهای پژوهش و نحوه محاسبه آنها

متغیر	نماد	نوع متغیر	نحوه محاسبه
بهره وری سرمایه	ROIC	وابسته	نسبت سود قبل از بهره و مالیات به ارزش دفتری بدهی ها و حقوق صاحبان سهام منهای مجموع سرمایه گذاری های کوتاه مدت و مانده نقدی پایان سال مالی
فرااعتمادی مدیر	PP	مستقل	نشان دهنده عکس مشخصات مدیر عامل شرکت است. در صورتی که مدیران در گزارش سالانه، عکس های حدود ۱ صفحه را به خود اختصاص دهند، امتیاز چهار، اگر کمتر از نصف صفحه باشد، امتیاز سه، اگر تصویر مدیر عامل به اندازه سایر افراد شرکت باشد، امتیاز دو، در صورتیکه هیچ عکسی نداشته باشد، امتیاز یک، تخصیص داده می شود.
	EDU		نشان دهنده میزان تحصیلات مدیر عامل است. برای این متغیر از امتیاز یک تا شش، استفاده می شود. اگر مدیرعامل در سطح سیکل باشد، امتیاز یک؛ اگر دیپلم باشد، امتیاز دو؛ اگر در مقطع فوق دیپلم باشد، امتیاز سه؛ در سطح کارشناسی، امتیاز چهار؛ در سطح کارشناسی ارشد باشد، امتیاز پنج؛ در سطح دکتری باشد، امتیاز شش است.

متغیر	نماد	نوع متغیر	نحوه محاسبه
	EXP		نشان دهنده میزان تجربه مدیران می باشد، اگر دارای تجربه مدیر عاملی باشد، این متغیر برابر یک، در غیر این صورت برابر صفر است.
	NET		نشان دهنده وضعیت ارتباطی اعضای هیئت مدیره می باشد. اگر مدیر عامل با شرکت های دیگر در ارتباط باشد، برابر یک، در غیر این صورت برابر صفر است.
	PERF		نشان دهنده وضعیت عملکردی مدیران است. از نسبت جریان نقد عملیاتی به کل داراییها، بدست می آید.
	Overinv		$\text{Asset} * \text{GR} = \beta_0 + \beta_1 \text{Sale} * \text{GR} + \varepsilon$ سرمایه گذاری بیش از حد: اگر باقیمانده مدل در سال بررسی بزرگ تر از صفر باشد، برابر با یک است و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته خواهد شد. $\text{Aset} * \text{GR} = \text{رشد دارایی ها}$ $\text{Sale} * \text{GR} = \text{رشد فروش}$
دارایی های نامشهود	IA	میانجی	میزان دارایی های نامشهود شرکت بر کل دارایی ها
اندازه شرکت	Size	کنترلی	لگاریتم طبیعی ارزش دارایی های شرکت
اهرم مالی	Lev	کنترلی	نسبت بدهی ها به دارایی های شرکت

۶- یافته های پژوهش

۶-۱- آماره های توصیفی

جدول ۱ نتایج آماره های توصیفی متغیرها را نشان می دهد. با نگاهی به متغیر بهره وری سرمایه مشاهده می شود که میانگین این متغیر طی ۶ سال به مقدار ۰/۱۳۸ همچنین مقدار پراکندگی این متغیر ۰/۳۵۲ است. میانگین متغیر عملکرد مدیر عامل که یکی از متغیرهای سنجش فراعتمادی می باشد ۰/۰۶۲ است و انحراف معیار آن ۹/۲۳ می باشد. متغیر سرمایه گذاری بیش از حد دارای میانگین ۰/۴۹ است و انحراف معیار آن ۰/۵ است که نشان دهنده این است که از میان ۱۱۶۴ سال-شرکت تنها ۵۸۰ سال-شرکت دارای مدیران دارای اعتماد بیش از حد برای سرمایه گذاری فراتر از سطح فروش و دارایی شرکت هستند.

جدول ۲- آماره توصیفی داده ها

متغیر	نماد	میانگین	انحراف معیار	حداکثر	حداقل
بهره وری سرمایه	ROIC	۰/۱۳۸	۰/۳۵۲	۱/۹۷	-۲/۷۶
تصویر مدیر	PP	۰/۸۴	۰/۷۰۸	۳	۰
تحصیلات مدیر	EDU	۵/۰۲	۰/۷۷۸	۶	۴
تجربه مدیر	EXP	۰/۵۵	۰/۴۹۷	۱	۰
ارتباط مدیر	NET	۰/۵۵	۰/۴۹۷	۱	۰
عملکرد مدیر	PERF	۰/۰۶	۹/۲۳	۱۰۴/۸۳	-۱۸۲/۵۲
سرمایه گذاری بیش از حد	Overinv	۰/۴۹	۰/۵۰۰	۱	۰
نسبت دارایی های نامشهود	IA	۰/۰۲	۰/۰۵۶	۰/۵۳	۰
اندازه	Size	۶/۱۰۰	۰/۶۷۵	۸/۲۸	۴/۰۱
اهرم مالی	Lev	۰/۶۱	۰/۳۰۴	۳/۰۶	۰/۰۱۱

۲-۶- آماره های استنباطی

• آزمون مانایی (ریشه واحد) متغیرها

وجود متغیرهای نامانا در مدل سبب می شود تا آزمون های t و F نیز از اعتبار لازم برخوردار نباشند و کمیت های بحرانی ارائه شده توسط توزیع های t و F ، مقادیر صحیحی برای انجام آزمون نیستند. بنابراین قبل از برآورد یک مدل رگرسیون باید از مانا بودن کلیه متغیرهای مستقل و وابسته اطمینان حاصل کرد. طبق جدول ۳ چون مقدار احتمال همه متغیرها کمتر از $۰/۰۵$ بوده است، همه متغیرهای مستقل، وابسته و میانجی در دوره پژوهش مانا بوده اند مانایی بدین معنی است که میانگین و واریانس متغیرهای پژوهش در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال های مختلف ثابت بوده است. بنابراین مشکل رگرسیون کاذب وجود نخواهد داشت.

جدول ۳- آزمون مانایی لوین، لین و چو

متغیر	نماد	آماره آزمون	معناداری
بهره وری سرمایه	ROIC	-۶۵/۳۰۰	۰/۰۰۰
تصویر مدیر	PP	-۱۶/۱۲۹	۰/۰۰۰
تحصیلات مدیر	EDU	-۲۷/۴۸	۰/۰۰۰
تجربه مدیر	EXP	-۱۸/۸۲	۰/۰۰۰
ارتباط مدیر	NET	-۱۷/۵۲	۰/۰۰۰
عملکرد مدیر	PERF	-۷۸۴۱/۸۹	۰/۰۰۰
سرمایه گذاری بیش از حد	Overinv	-۲۸/۱۱	۰/۰۰۰
نسبت دارایی های نامشهود	IA	-۳۳/۶۰۰	۰/۰۰۰
اندازه	Size	-۳۴/۳۹	۰/۰۰۰
اهرم مالی	Lev	-۳۵/۶۹	۰/۰۰۰

• آزمون های تشخیصی مدل

پیش از آزمون فرضیه های پژوهش با استفاده از مدل رگرسیون چندگانه پژوهش، لازم است آزمون های تشخیصی جهت انتخاب روش مناسب برآورد مدل با استفاده از داده های جمعی یا داده های ترکیبی صورت گیرد. آزمون F لیمر یا آزمون چاو به انتخاب بین روش های برآورد مدل با جمعی و داده های ترکیبی (پنل) می پردازد. پس از تشخیصی مناسب مدل با داده های ترکیبی برای انتخاب از بین روش های با اثرات ثابت و اثرات تصادفی، از آزمون هاسمن استفاده شده است. نتایج این دو آزمون در جدول ۴ نشان داده شده است. نتایج آزمون F لیمر برای مدل ها نشان می دهد که روش داده های ترکیبی (پنل) و نتایج آزمون هاسمن برای مدل ها نشان می دهد که مدل با اثرات ثابت، جهت برازش این مدل مناسب خواهد بود.

جدول ۴- نتایج آزمون های تشخیصی

مدل فرضیه اول				
$ROIC_{it} = \beta_0 + \beta_1 PP_{it} + \beta_2 EDU_{it} + \beta_3 EXP_{it} + \beta_4 NET_{it} + \beta_5 PERF_{it} + \beta_6 Overinv_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$				
آماره آزمون (F)	سطح معناداری	آزمون هاسمن	آماره آزمون (خی-دو)	سطح معناداری
۶/۸۸۸	۰/۰۰۰		۱۳/۷۵	۰/۰۴۸۴
مدل فرضیه دوم				
$ROIC_{it} = \beta_0 + \beta_1 PP_{it} + \beta_2 EDU_{it} + \beta_3 EXP_{it} + \beta_4 NET_{it} + \beta_5 PERF_{it} + \beta_6 Overinv_{it} + \beta_7 SHortINV_{it} + \beta_8 LongINV_{it} + \beta_9 SIZE_{it} + \beta_{10} LEV_{it} + \varepsilon_{it}$				
آماره آزمون (F)	سطح معناداری	آزمون هاسمن	آماره آزمون (خی-دو)	سطح معناداری
۶/۵۵	۰/۰۰۰		۲۴/۵۰	۰/۰۰۶

• آزمون ناهمسانی واریانس

در این پژوهش از آزمون آماری بریوش پاگان برای کشف همسانی واریانس استفاده شده است. طبق جدول ۵ معنی داری آماره ی آزمون برای هر دو مدل نشان می دهد که فرض صفر آزمون (مبتنی بر همسانی واریانس ها) رد می شود. به همین دلیل، به جای مدل OLS باید از مدل EGLS استفاده شود. این کار موجب تغییر شیوه محاسبه ی خطای استاندارد ضرایب شده و به تبع آن، آماره ی تی استیودنت و سطوح معنی داری مربوطه از بابت همسانی واریانس موجود، تصحیح می شوند.

جدول ۵- نتایج آزمون همسانی واریانس بروش-پاگان

نتیجه	سطح معناداری	آماره آزمون	مدل فرضیه اول
ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۰	۲۶۱۶۴	
نتیجه	سطح معناداری	آماره آزمون	مدل فرضیه دوم
ناهمسانی واریانس	۰/۰۰۰	۲۶۲۳۷	

۳-۶- آزمون فرضیه ها

فرضیه اول: بین فرااعتمادی مدیر و بهره وری سرمایه رابطه معناداری وجود دارد. نتایج برازش مدل فرضیه اول در جدول ۶ نشان داده شده است.

جدول ۶- نتایج برازش مدل فرضیه اول

متغیر وابسته: ROIC				
پارامترها	مقدار ضرایب	مقدار t	سطح معناداری	نتیجه
مقدار ثابت	۰/۱۷	۳/۷۵	۰/۰۰۰۲	-
تصویر مدیر	۰/۰۰۲	۳/۲۳	۰/۰۰۱۳	رابطه مثبت و معنادار
تحصیلات مدیر	۰/۰۰۵	۷/۹۱۶	۰/۰۰۰	رابطه مثبت و معنادار
تجربه مدیر	۰/۰۰۲	۱/۱۲۷	۰/۲۶	عدم معناداری
ارتباط مدیر	۰/۰۰۲	۲/۴۶	۰/۰۱۳۹	رابطه مثبت و معنادار
عملکرد مدیر	-۰/۰۰۰۲	-۳/۳۰	۰/۰۰۱۰	رابطه منفی و معنادار
سرمایه گذاری بیش از حد	۰/۰۰۲	۱/۵۱	۰/۱۳۱۲	عدم معناداری
اندازه	-۰/۰۰۷	-۱/۰۰۰۴	۰/۳۱۷۳	عدم معناداری
اهرم مالی	-۰/۰۳۵	-۸/۳۴	۰/۰۰۰	رابطه منفی و معنادار
مقدار F		۲۶/۲۳	مقدار احتمال F	
ضریب تعیین		۰/۸۴	دوربین واتسون	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۸۱	۱/۸۲	

با توجه به ضرایب برآورده شده و کمتر بودن سطح معناداری بعضی از متغیرها از ۰/۰۵ می توان تفسیر کرد که، متغیرهای تصویر مدیریت، تحصیلات مدیریت، ارتباط مدیریت به عنوان شاخص های سنجش فرااعتمادی مدیریت، تاثیر مستقیم و معناداری بر بهره وری سرمایه دارند، همچنین متغیر عملکرد مدیریت به عنوان یکی دیگر از شاخص های سنجش فرااعتمادی مدیریت تاثیر معکوس و معناداری بر بهره وری سرمایه دارند. علاوه بر این ضریب تعیین نشان می دهد که ۸۴ درصد از تغییرات بهره وری سرمایه بوسیله متغیرهای فرااعتمادی توضیح داده می شود. مقدار آماره F (۲۶/۲۳) و همچنین معناداری کلی صفر حاکی از معناداری کل مدل رگرسیون می باشد. آماره دوربین واتسون (۱/۸۲) که بین اعداد ۱,۵ و ۲,۵ می باشد نشان دهنده فقدان خودهمبستگی میان اجزاء باقیمانده در مدل می باشد.

فرصیه دوم: بین فرااعتمادی مدیریت و بهره‌وری سرمایه با میانجی‌گری دارایی‌های نامشهود رابطه معناداری وجود دارد. نتایج برازش مدل فرصیه دوم در جدول ۷ نشان داده شده است.

جدول ۷- نتایج برازش مدل فرصیه دوم

متغیر وابسته: ROIC				
پارامترها	مقدار ضرایب	مقدار t	مقدار احتمال	نتیجه
مقدار ثابت	۰/۱۷	۳/۶۹	۰/۰۰۰۲	-
تصویر مدیر	۰/۰۰۱۸	۱/۸۸۶	۰/۰۴۹	رابطه مثبت و معنادار
تحصیلات مدیر	۰/۰۰۰۵	۱۳/۰۵	۰/۰۰۰	رابطه مثبت و معنادار
تجربه مدیر	۰/۰۰۳۷	۲/۴۷	۰/۰۱۳	رابطه مثبت و معنادار
ارتباط مدیر	۰/۰۰۰۲	۲/۲۶	۰/۰۲۳۵	رابطه مثبت و معنادار
عملکرد مدیر	۰/۰۰۰۲	۰/۸۷	۰/۳۸	عدم معناداری
سرمایه‌گذاری بیش از حد	۰/۰۰۱۵	۰/۸۳	۰/۴۰	عدم معناداری
دارایی‌های نامشهود	۰/۲۷	۷/۳۴	۰/۰۰۰	رابطه مثبت و معنادار
اندازه	-۰/۰۰۸	-۱/۱۵	۰/۲۴۹	عدم معناداری
اهرم مالی	-۰/۰۳۰	-۵/۵۶	۰/۰۰۰	رابطه منفی و معنادار
مقدار F				
مقدار F		۲۷/۴۶	مقدار احتمال F	۰/۰۰۰
ضریب تعیین		۰/۸۵	دوربین واتسون	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۸۲	۱/۸۳	

با توجه به ضرایب برآورده شده و کمتر بودن سطح معناداری بعضی از متغیرها از ۰.۵٪ می‌توان تفسیر کرد که، متغیرهای تصویر مدیریت، تحصیلات مدیریت، تجربه مدیریت، ارتباط مدیریت به عنوان شاخص‌های سنجش فرااعتمادی مدیریت با حضور میانجی‌گری دارایی‌های نامشهود، تاثیر مستقیم و معناداری بر بهره‌وری سرمایه دارند، همچنین متغیر عملکرد مدیریت و سرمایه‌گذاری بیش از حد به عنوان دیگر شاخص‌های سنجش فرااعتمادی مدیریت تاثیر معناداری بر بهره‌وری سرمایه ندارند. علاوه بر این ضریب تعیین نشان می‌دهد که ۸۵ درصد از تغییرات بهره‌وری سرمایه بوسیله متغیرهای فرااعتمادی با حضور متغیر میانجی توضیح داده می‌شود و این توضیح دهنده‌گی به میزان ۱ درصد نسبت به موقعیت نبود متغیر میانجی، افزایش یافته است. مقدار آماره F (۲۷/۴۶) و همچنین معناداری کلی صفر حاکی از معناداری کل مدل رگرسیون می‌باشد. آماره دوربین واتسون (۱/۸۳) که بین اعداد ۱،۵ و ۲،۵ می‌باشد نشان دهنده فقدان خودهمبستگی میان اجزاء باقیمانده در مدل می‌باشد.

۷- نتیجه گیری و بحث

یکی از مهمترین نتایجی که یک واحد تجاری می تواند داشته باشد بهره وری بودن سرمایه های آن واحد است که در نتیجه تصمیمات مدیران شرکت حاصل می شود. در کنار تجربه کاری، خصوصیات شخصیتی انسان های تصمیم گیرنده می تواند به عنوان عواملی در نظر گرفته شود که بر نتایج نهایی یک واحد تجاری تاثیرگذار باشد. برای تایید یا رد علمی این فرض این پژوهش به بررسی تاثیر فرااعتمادی مدیران بر بهره وری سرمایه با میانجی گری دارایی های نامشهود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. برای سنجش هر یک از متغیرها از تحقیقات پیشین کمک گرفته شد. نتایج آزمون فرضیه ها نشان دادند که متغیرهای سنجش فرااعتمادی می توانند بر بهره وری سرمایه تاثیر معناداری داشته باشند.

نتایج فرضیه اول بیانگر آنست که متغیرهای تصویر، تحصیلات ارتباطات مدیریت به عنوان شاخص های سنجش فرااعتمادی مدیریت، تاثیر مستقیم و معناداری بر بهره وری سرمایه دارند. روانشناسان بیان می کنند که هرچه افراد برون گرا تر و اجتماعی تر باشند، اعتماد به نفس آن ها بیشتر است و با داشتن این خصوصیت می توانند ارتباط شرکت را با شرکت های دیگر افزایش دهند. این ارتباط بر فروش و شهرت شرکت اثرگذار خواهد بود و باعث رونق هرچه بیشتر شرکت می شود. افزایش فروش باعث افزایش سود شرکت می شود و در صورت کاهش تقسیم سود، سرمایه برای سرمایه گذاری هرچه بیشتر، در شرکت انباشته شده و انجام سرمایه گذاری منجر به افزایش بهره وری سرمایه می گردد. نتایج این پژوهش در ادامه پژوهش دشموخ و همکاران (۲۰۱۳) است که نشان دادند افزایش اعتماد به نفس مدیر باعث جذب تامین مالی خارجی و تقسیم سود کمتر و افزایش تمایل به سرمایه گذاری می شود، این افزایش سرمایه گذاری باعث افزایش بهره وری سرمایه خواهد شد.

نتایج فرضیه دوم نشان می دهد متغیرهای تصویر، تحصیلات، تجربه و ارتباطات مدیریت به عنوان شاخص های سنجش فرااعتمادی با حضور میانجی دارایی های نامشهود، تاثیر مستقیم و معناداری بر بهره وری سرمایه دارند. در اقتصاد رقابتی امروز، دارایی نامشهود بیشتر از دارایی مشهود بر شرکت اثرگذار است. هرچه شرکت این نوع دارایی را افزایش دهد منجر به افزایش شهرت و افزایش فروش می شود. همانگونه که در ادبیات بیان شد، یکی از دارایی های نامشهود سرمایه انسانی شرکت است که ثابت شده است با افزایش توجه به این نوع سرمایه، شرکت تا مرز بی نهایت قابلیت ارتقا پیدا می کند. شرکت دارای افراد کوشا، با استعداد و دارای رضایت شغلی، دارای سودآوری بسیار بالاتری خواهد بود که در نهایت منجر به افزایش بهره وری سرمایه می شود.

در مقایسه نتایج پژوهش با تئوری های مالی میتوان بیان کرد که افزایش اعتماد بنفیس مدیران باعث افزایش جسارت آنها در تصمیمات سرمایه گذاری می شود. طبق تئوری مارکوویتز، با افزایش ریسک پذیری فرد، احتمال دریافت بازده مازاد بیشتر نیز افزایش می یابد. بنابراین هنگامی که مدیران تصمیمات جسورانه می گیرند، احتمال افزایش سود قبل از بهره و مالیات نیز افزایش می یابد و طبق رابطه، باعث افزایش بهره وری سرمایه در شرکت می شود. از سویی دیگر جسارت مدیر باعث تصمیمات مربوط به سرمایه گذاری های بیشتر می شود که در نهایت و در بهترین حالت باعث افزایش سود سرمایه گذاری و بهره وری سرمایه می شود. بنابراین نتایج پژوهش، تئوری های مالی را تایید می کنند. نتایج پژوهش با پژوهش های کیناری و همکاران (۲۰۱۱) که فرااعتمادی را عامل

مهمی در افزایش بهره‌وری دانستند و داودی و جنابی (۱۳۹۵)، محمدزاده سالطه (۱۳۹۴)، مرادی و خیرالهی (۱۳۹۴) که افزایش اطمینان را عاملی موثر بر افزایش سرمایه‌گذاری می‌دانند را تایید می‌کند و همچنین نتایج تحقیقات رویال و تاسوف (۲۰۱۶) و بونکیم و همکاران (۲۰۱۲) عکس نتایج حاصل از پژوهش حاضر است. با توجه به نتایج این پژوهش به مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس پیشنهاد می‌شود که با افزایش تجربه کاری، ریسک‌پذیری، ارتباطات با سایر شرکت‌ها، و بهبود روحیه‌فراتمادی خود در کنار سایر شرایط شرکت و بکارگیری نیروهای متخصص بهره‌وری سرمایه‌گذاری خود را افزایش دهند. به سرمایه‌گذاران که قصد سرمایه‌گذاری بلندمدت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را دارند پیشنهاد می‌شود که در کنار ویژگی‌های کمی شرکت که در صورت‌های مالی درج شده‌اند، به خصوصیات شخصیتی مدیران که گاهاً به طور غیرمستقیم از صورت‌ها و سایت‌های شرکت‌های مربوطه قابل استخراج هستند توجه کنند که با در نظر گرفتن کلیه عوامل کمی و کیفی بتوانند بهترین تصمیم سرمایه‌گذاری را اتخاذ نمایند.

فهرست منابع

- * پارسائیان، زهرا، (۱۳۹۰)، تحلیل نقش توسعه بازار مالی بر ارتقاء بهره‌وری سرمایه: مطالعه موردی بخش صنعت و معدن، پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی.
- * تهرانی، رضا و خجسته، محمدعلی، (۱۳۸۷)، رابطه بهره‌وری سرمایه با بازده آتی سهام و تاثیر آن بر استراتژی‌های سرمایه‌گذاری ارزشی و رشدی، فصلنامه علوم مدیریت ایران، ۳(۱۱)، ۲۰-۱.
- * خوش‌طینت، محسن و نادى قمی، ولی‌اله، (۱۳۸۸)، چارچوب رابطه رفتار اطمینان‌بیش از حد سرمایه‌گذاران با بازده سهام، مطالعات تجربی حسابداری، ۲۵، ۵۳-۸۶.
- * داودی، فرشاد و جنابی، محمدحسین، (۱۳۹۵)، بررسی ارتباط میان بیش اطمینانی مدیریت و بازده غیرعادی سهام در بورس اوراق بهادار تهران، چهارمین کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های کاربردی در مدیریت و حسابداری، تهران، دانشگاه شهید بهشتی.
- * رامشه، منیژه؛ ملانظری، مهناز، (۱۳۹۳)، بیش اطمینانی مدیریت و محافظه‌کاری حسابداری، دانش حسابداری، ۵(۱۶)، ۷۹-۵۵.
- * رحمانی، علی و اسماعیلی، غریبه، (۱۳۹۲)، دارایی‌های نامشهود در شرکت‌های بورسی و تاثیر آن بر ارتباط ارزشی سود، مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۱(۴۳)، ۱-۲۳.
- * سلامی، اکبر، اصلی‌زاده، احمد و عسگری، محمدرضا، (۱۳۹۶)، اطمینان‌بیش از حد مدیریتی، دخالت دولت و تصمیم‌تأمین مالی شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران، مطالعات اقتصاد، مدیریت مالی و حسابداری، ۳(۱)، ۷۲-۸۸.

- * شادی، میلاد، (۱۳۹۳). تاثیر سرمایه فکری بر بهره‌وری سرمایه و کارایی شرکت های رشدی و ارزشی بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه تربیت مدرس.
- * شکرگزار شلمانی، علیرضا، (۱۳۹۲). بررسی رابطه میان عملکرد پرتفوی شرکت های سرمایه گذاری با نسبت بهره وری سرمایه آنها، پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه گیلان.
- * شهبازیان، سوده، (۱۳۹۳). اندازه گیری و طراحی مدل بهره وری سرمایه و بررسی ارتباط بین شاخص های بهره وری سرمایه و بازده سهام در بانک صادرات، پایان نامه کارشناسی ارشد موسسه آموزش عالی رجاء دانشکده مدیریت.
- * فاریابی، محمد و تجویدی، مینا. (۱۳۹۰). بررسی اثر سرمایه‌گذاری در فناوری اطلاعات بر بهره‌وری سازمانی، فصلنامه پژوهشی پژوهشگاه علوم و فناوری اطلاعات ایران، ویژه نامه مدیریت کتابخانه ها و مراکز اطلاع رسانی، ۲۷(۱)، ۳۴۰-۳۵۲.
- * فراست، ندا، (۱۳۹۴). تاثیر بهره وری نیروی کار و بهره وری سرمایه بر رشد اقتصادی، پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه الزهراء(س).
- * محمدزاده سالطه، حیدر ، (۱۳۹۴). تاثیر فرصتهای سرمایه گذاری، رشد شرکت و بهره وری سرمایه بر عملکرد شرکت در بازار سرمایه ایران، مدیریت بهره وری، ۹(۳۶)، ۱۶۲-۱۴۱.
- * نوروزی، صدیقه، (۱۳۹۶). بررسی تاثیر سرمایه‌گذاری در فناوری اطلاعات و رقابت در بازار محصول بر روی بهره‌وری سرمایه، در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه یزد.
- * نوو، ریموند.بی. (۱۹۸۶). مدیریت مالی، (ترجمه جهانخانی، علی و پارسائیان، علی). تهران: انتشارات سمت.
- * Bouwman, C. (2014). Managerial Optimism and Earnings Smoothing. *Journal of Banking & Finance*, 41: 283-303.
- * D'Acunto, F.,(2015), Identity, Overconfidence, and Investment Decisions, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2641182> .
- * Dedrick, J., Gurbaxani, V., Kraemer K.L. (2003). Information Technology and Economic Performance: A Critical Review of the Empirical Evidence, *ACM Computing Surveys*, Vol.35, Vol.1, pp.1-28.
- * Duellman, S. & Ahmed, A. S., (2012). Managerial Overconfidence and Accounting Conservatism, *Journal of Accounting Research*, 51(1).1-30.
- * Fairchild, R. (2009), Managerial Overconfidence, Moral Hazard Problems, And Excessive Life-Cycle Debt Sensitivity, *Investment Management And Financial Innovations*, Volume 6 , Number 3; Page 1-60.
- * Kinari, Y., Mizutani, N., Ohtake, F. & Okudaira, H.,(2011), Overconfidence Increases Productivity, Working Paper ,Iser Discussion Paper, Institute Of Social And Economic Research, Osaka University, No. 814
- * Malmendier, U. & Tale, G. (2005), Does Overconfidence Affect Corporate Investment? Ceo Overconfidence Measures Revisited, *European Financial Management*, 11(5), 649-659.
- * Pikulina, E., Renneboog, L. & Tobler, P.N, (2017), Overconfidence And Investment: An Experimental Approach, *Journal Of Corporate Finance* , 43, P175-192.
- * Pompian, M.M. (2006) .Behavioral Finance and Wealth Management ,translated by: Ahmad Badri, Kayhan Publishers

- * Royal, A. & Tasoff, J.,(2016), When Higher Productivity Hurts: The Interaction Between Verconfidence And Capital, Journal Of Behavioral And Experimental Economics, 67, 131-142.
- * Smith, J. 2008. Information technology's influence on productivity, Thesis for the degree of masters of science in management information systems, the graduate college at the University of Nebraska In Partial Fulfillment of Requirements.

یادداشت‌ها

¹ Return on invested capital