

Sensitivity of Investment to Peers' Stock Price: The Moderating Role of Peers' Performance and CEO Overconfidence¹

Hasan FattahiNafchi², Narges Hamidian³, Zahra Pashaei⁴

Highlights

- Corporate investment increases in response to changes in peer firms' stock prices.
- As a moderating variable, superior peer firm performance strengthens the effect of peer firms' stock prices on corporate investment.
- As a moderating variable, CEO overconfidence strengthens the effect of peer firms' stock prices on corporate investment.

Abstract

In financial markets, stock prices not only reflect firm-specific information but also convey industry conditions, growth opportunities, and market expectations. Drawing on the informational role of financial markets and peer learning theory, managers use information embedded in stock prices and peer firms' performance when making investment decisions. This study investigates the effect of peer firms' stock prices on corporate investment and the moderating roles of peer performance and managerial overconfidence. The hypotheses are tested using a sample of 144 firms listed on the Tehran Stock Exchange during 2015–2024, employing multivariate regression models with year and industry fixed effects. Managerial overconfidence is measured using two proxies: overinvestment and capital expenditures. The findings indicate that peer firms' stock prices have a positive and statistically significant effect on corporate investment, while peer performance strengthens this relationship. Furthermore, the moderating role of managerial overconfidence depends on the proxy used. Specifically, managerial overconfidence, when measured by capital expenditures, positively and significantly moderates the relationship between peer firms' stock prices and corporate investment, whereas this effect is not statistically significant when overconfidence is measured by overinvestment.

Keywords: Peer firms, Investment sensitivity to stock prices, Performance, Managerial overconfidence.

JEL classification: M41

1.

2. Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty of Administrative Sciences and Economics, Isfahan University, Isfahan, Iran (h.fattahi@ase.ui.ac.ir)

3. Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty of Administrative Sciences and Economics, Isfahan University, Isfahan, Iran (n.hamidian@ase.ui.ac.ir)

4. M.sc. Of Accounting, Faculty of Administrative Sciences and Economics, University of Isfahan, Isfahan, Iran (z.pashaei@ase.ui.ac.ir)

Introduction

In competitive and uncertain economic environments, corporate investment decisions play a pivotal role in firm growth, profitability, and value creation. Although managers rely on firm-specific information when making investment decisions, theoretical and empirical evidence indicates an increasing reliance on external signals, particularly information embedded in peer firms' stock prices. Behavioral finance theories, especially herding behavior, suggest that managers tend to imitate the actions of similar firms under uncertainty. In this context, peer stock prices convey valuable information regarding market expectations, industry conditions, and future growth opportunities. However, managers' reliance on such information depends on peer performance and managerial behavioral characteristics, most notably overconfidence. Accordingly, this study examines the sensitivity of corporate investment to peer firms' stock prices.

Methodology

This study adopts an applied research approach using an ex-post facto design. The sample consists of 144 firms listed on the Tehran Stock Exchange over the period 2015–2024, selected after applying the relevant screening criteria. To test the hypotheses, multivariate regression models with year and industry fixed effects are employed to measure the sensitivity of corporate investment to peer stock prices. Peer performance and managerial overconfidence are incorporated as moderating variables to assess their roles in strengthening or weakening this relationship.

Findings

The results indicate that peer firms' stock prices are positively and significantly related to corporate investment, with a stronger effect for firms whose peers exhibit superior performance. The findings further suggest that the moderating effect of managerial overconfidence on investment sensitivity to peer stock prices depends on the proxy employed, being significant when measured using capital expenditures but not when an overinvestment-based measure is used.

Conclusion

The results suggest that corporate investment decisions are influenced not only by internal firm-specific factors but also by information extracted from capital markets and peer firm behavior. Peer performance and managerial behavioral characteristics, particularly overconfidence, play a decisive role in shaping how managers interpret and

utilize market-based information. These findings underscore the importance of jointly considering informational and behavioral factors in analyzing corporate investment decisions.

Knowledge Contribution

By providing new evidence from the Iranian capital market, this study contributes to the corporate investment literature. Its primary contribution lies in simultaneously examining the roles of peer stock price information, peer performance, and managerial behavioral traits in corporate investment decisions. Moreover, the use of an alternative measure of managerial overconfidence, derived from managerial behavior and decision-making patterns, enables a more precise assessment of behavioral effects on investment sensitivity and offers a valuable foundation for future research in accounting and behavioral finance.

Ethical Considerations

Compliance with Research Ethics Principles

The authors affirm that all ethical principles related to conducting research, data collection and analysis, and dissemination of results have been fully observed in this study. All research procedures were carried out in accordance with established academic ethical standards, without any data manipulation, result distortion, or violation of individual or institutional rights.

Authors' Contribution

The conception and design of the study, data collection and analysis, drafting of the initial and final versions of the manuscript, and responding to reviewers' comments were performed by the authors.

Conflict of Interest

According to the authors' statement, this article has no financial, executive, organizational, or personal conflict of interest. The findings presented are solely based on scientific data analysis.

Funding

This research received no financial support from any governmental or private institution.

Acknowledgments

The authors sincerely appreciate all individuals who contributed to this research by offering scientific insights, facilitating access to data, or reviewing earlier drafts of the manuscript.



حسابیت سرمایه‌گذاری به قیمت سهام همتایان: نقش تعدیلگر

عملکرد همتایان و اعتماد بیش از حد مدیریتی

حسن فتاحی نافچی^۱، نورگس حمیدیان^۲، زهرا پاشائی^۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۱۲/۰۷ تاریخ پذیرش:

نکات برجسته:

- سرمایه‌گذاری شرکت‌ها با تغییرات قیمت سهام همتایان افزایش می‌یابد.
- عملکرد برتر شرکت‌های همتا، به عنوان یک متغیر تعدیلگر، اثر قیمت سهام همتایان بر سرمایه‌گذاری شرکت را تقویت می‌کند.
- اعتماد بیش از حد مدیریتی، به عنوان یک متغیر تعدیلگر، اثر قیمت سهام همتایان بر سرمایه‌گذاری شرکت را تقویت می‌کند.

چکیده

در بازارهای مالی، قیمت سهام علاوه بر انعکاس اطلاعات هر شرکت، اطلاعاتی درباره شرایط صنعت، فرصت‌های رشد و انتظارات بازار دربر دارد. بر اساس دیدگاه اطلاعاتی بازارهای مالی و نظریه‌های یادگیری از همتایان، مدیران از اطلاعات نهفته در قیمت سهام و عملکرد شرکت‌های همتا برای تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنند. هدف این پژوهش بررسی تأثیر قیمت سهام همتایان بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و نقش تعدیلگر عملکرد همتایان و اعتماد بیش از حد مدیریتی است. فرضیه‌ها با استفاده از داده‌های ۱۴۴ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۳ و الگوهای رگرسیونی چندمتغیره با کنترل اثرات سال و صنعت آزمون شدند. اعتماد بیش از حد مدیریتی با دو معیار مازاد سرمایه‌گذاری و مخارج سرمایه‌ای اندازه‌گیری شد. یافته‌ها نشان داد قیمت سهام همتایان اثر مثبت و معناداری بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد و عملکرد همتایان این رابطه را تقویت می‌کند. همچنین، نقش تعدیلگر اعتماد بیش از حد مدیریتی به معیار سنجش آن وابسته است؛ به گونه‌ای که بر اساس معیار مخارج سرمایه‌ای مثبت و معنادار، اما بر اساس معیار مازاد سرمایه‌گذاری معنادار نیست.

۱. استادیار، گروه حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران. (h.fattahi@ase.ui.ac.ir)

۲. استادیار حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران. (n.hamidian@ase.ui.ac.ir)

۳. کارشناسی ارشد، حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران. (z.pashaei@ase.ui.ac.ir)

مقدمه

حساسیت سرمایه‌گذاری بیانگر میزان واکنش مخارج سرمایه‌ای شرکت‌ها نسبت به اطلاعات در دسترس مدیران است و نشان می‌دهد تصمیمات واقعی تا چه اندازه تحت تأثیر عوامل داخلی و خارجی قرار می‌گیرد. در حالی که بخش عمده‌ای از ادبیات کلاسیک، حساسیت سرمایه‌گذاری را عمدتاً در چارچوب محدودیت‌های مالی، جریان‌های نقدی و ساختار سرمایه تبیین کرده است (فازاری و همکاران^۱، ۱۹۹۸؛ کپلان و زینگالس^۲، ۱۹۹۷)، مطالعات اخیر نقش اطلاعات منعکس‌شده در بازار سرمایه را در شکل‌دهی انتظارات مدیران و شدت واکنش سرمایه‌گذاری برجسته کرده‌اند (دا سیلوا^۳، ۲۰۲۱؛ شو^۴، ۲۰۲۱؛ گونگ^۵، ۲۰۲۵). از این منظر، قیمت سهام صرفاً شاخصی از ارزش‌گذاری بازار نیست، بلکه حامل اطلاعاتی درباره فرصت‌های رشد، شرایط صنعت و چشم‌انداز آتی فعالیت‌های اقتصادی است (چن و همکاران^۶، ۲۰۱۵). توجه مدیران به اطلاعات بازار لزوماً محدود به قیمت سهام شرکت خود نیست. در ادبیات مالی، شرکت‌های همتا به بنگاه‌هایی اطلاق می‌شود که به دلیل اشتراک در صنعت، ساختار عملیاتی و شرایط رقابتی، با شوک‌های اقتصادی و اطلاعات صنعتی مشابهی مواجه‌اند و در نتیجه، رفتار آن‌ها مبنایی برای مقایسه و یادگیری مدیریتی قرار می‌گیرد. از آنجا که این شرکت‌ها در معرض شرایط اقتصادی و صنعتی مشابهی قرار دارند، قیمت سهام آن‌ها می‌تواند بازتاب‌دهنده اطلاعاتی درباره فرصت‌های سرمایه‌گذاری مشترک یا تغییرات چشم‌انداز صنعت باشد. با توجه به ماهیت تجمیعی اطلاعات در بازار سرمایه، مدیران تمامی نشانه‌های بازار را به یک اندازه معتبر تلقی نمی‌کنند، بلکه توجه بیشتری به اطلاعاتی دارند که با محیط عملیاتی و ساختار رقابتی شرکت آن‌ها همخوانی دارد (لی و لین^۷، ۲۰۲۲). در این چارچوب، قیمت سهام شرکت‌های همتا می‌تواند منبع اطلاعاتی مرتبط‌تری برای شکل‌دهی انتظارات و در نتیجه حساسیت سرمایه‌گذاری باشد (بوستامانته و فرسارد^۸، ۲۰۲۱؛ رند و همکاران^۹، ۲۰۲۳). توجه به قیمت

¹ Fazzari et al.

² Kaplan & Zingales

³ Da Silva

⁴ Xu

⁵ Gong

⁶ Chen et al.

⁷ Li & Lin

⁸ Bustamante & Fresard

⁹ Rind et al.

سهام همتایان را می‌توان در چارچوب نظریه تقلید مبتنی بر اطلاعات و نظریه رقابت تبیین کرد. بر اساس دیدگاه تقلید اطلاعاتی، مدیران در شرایط عدم اطمینان از رفتار و نتایج شرکت‌های مشابه به‌عنوان منبعی برای کاهش ابهام استفاده می‌کنند (لیبرمن و آسابا^۱، ۲۰۰۶). افزون بر این، نظریه تقلید مبتنی بر رقابت بیان می‌کند که شرکت‌ها برای حفظ موقعیت رقابتی و اجتناب از ریسک انحراف از هنجارهای صنعت، تمایل دارند رفتار سرمایه‌گذاری خود را با همتایان همسو سازند (گرنان^۲، ۲۰۱۸؛ سو^۳، ۲۰۲۱). در نتیجه، تغییرات قیمت سهام همتایان می‌تواند شدت واکنش سرمایه‌گذاری شرکت را نسبت به اطلاعات بازار تحت تأثیر قرار داده و به همگرایی در حساسیت سرمایه‌گذاری منجر شود. با این حال، اثر قیمت سهام همتایان بر حساسیت سرمایه‌گذاری یکسان نیست و به ویژگی‌های اطلاعاتی و رفتاری وابسته است. مدیران معمولاً همتایان با عملکرد مالی و عملیاتی بهتر را الگوهای معتبرتری دانسته و اطلاعات نهفته در قیمت سهام آن‌ها را قابل اتکا تر تلقی می‌کنند؛ از این‌رو انتظار می‌رود قیمت سهام همتایان با عملکرد برتر نقش پررنگ‌تری در شکل‌دهی تصمیمات سرمایه‌گذاری ایفا کند (گونگ^۴، ۲۰۲۵). افزون بر این، ویژگی‌های رفتاری مدیران نیز بر نحوه استفاده از اطلاعات بازار اثرگذار است. ادبیات مالی رفتاری نشان می‌دهد که اعتماد بیش از حد مدیریتی بر قضاوت‌ها و تصمیمات مالی اثر می‌گذارد (مالمندیر و تیت^۵، ۲۰۰۸)، به گونه‌ای که مدیران دارای اعتماد بیش از حد، به نشانه‌های مثبت قیمت سهام همتایان واکنش شدیدتری نشان داده و اطلاعات مربوط به همتایان با عملکرد ضعیف‌تر را کمتر مدنظر قرار می‌دهند (گونگ^۴، ۲۰۲۵). از سوی دیگر، یکی از چالش‌های مهم در پژوهش‌های مربوط به اعتماد بیش از حد مدیریتی، تفاوت در معیارهای اندازه‌گیری این متغیر است. مطالعات پیشین نشان می‌دهد که شاخص‌های مختلف سنجش اعتماد بیش از حد مدیریتی، به دلیل تفاوت در مبانی اندازه‌گیری، لزوماً به نتایج یکسانی منجر نمی‌شوند و در برخی موارد شواهد متفاوتی درباره نقش این ویژگی رفتاری در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری گزارش کرده‌اند (اولسون^۵، ۲۰۱۴). از این‌رو، اتکا به یک معیار واحد ممکن است تفسیر نتایج را با محدودیت همراه سازد؛ بنابراین، بررسی استحکام یافته‌ها با استفاده از معیارهای جایگزین می‌تواند به ارزیابی دقیق‌تر نقش اعتماد بیش از حد مدیریتی و افزایش قابلیت اتکای نتایج پژوهش کمک

¹ Lieberman & Asaba

² Grennan

³ Seo

⁴ Malmendier & Tate

⁵ Olsson

کند. بر این اساس، هدف پژوهش حاضر بررسی حساسیت سرمایه گذاری به قیمت سهام همتایان و نقش تعدیلی عملکرد همتایان و اعتماد بیش از حد مدیریتی است.

بررسی مطالعات داخلی اخیر نشان می دهد که پژوهش های مرتبط با حساسیت سرمایه گذاری عمدتاً بر عوامل درون سازمانی تمرکز داشته اند؛ از جمله عدم اطمینان سیاست اقتصادی (ساعدی و سراج، ۱۴۰۳)، جریان های نقدی و محدودیت های تأمین مالی (بندریان و همکاران، ۱۴۰۳) و هزینه های نمایندگی و ساختار مالکیت (خداداد و ساعی، ۱۴۰۱). در حوزه شرکت های همتا نیز اگرچه پژوهش هایی به نقش همتایان در تصمیم های مالی و حسابداری پرداخته اند، اما تمرکز آنها عمدتاً بر موضوعاتی نظیر زمان بندی افشا (فرج زاده دهکردی و دهقان دهنوی، ۱۴۰۴)، اجتناب مالیاتی (جودکی و همکاران، ۱۴۰۴)، پایداری شرکتی (شمسی و بینایی، ۱۴۰۴) و لحن گزارشگری مالی (فروغی و همکاران، ۱۴۰۳) بوده است. در مقابل، نقش اطلاعات نهفته در قیمت سهام شرکت های همتا در تبیین حساسیت سرمایه گذاری شرکت ها و نیز بررسی هم زمان نقش تعدیل گر عملکرد همتایان و اعتماد بیش از حد مدیریتی، در ادبیات داخلی مورد توجه قرار نگرفته است. از این رو، پژوهش حاضر با تمرکز بر محتوای اطلاعاتی قیمت سهام شرکت های همتا و بررسی هم زمان نقش تعدیل گر عملکرد همتایان و اعتماد بیش از حد مدیریتی، می کوشد این خلأ پژوهشی را پوشش داده و درک دقیق تری از سازوکار انتقال اطلاعات بازار به تصمیم های سرمایه گذاری شرکت ها ارائه دهد. در ادامه، ابتدا مبانی نظری و توسعه فرضیه ها ارائه می شود، سپس روش شناسی پژوهش تشریح شده و در نهایت یافته ها و نتیجه گیری ارائه خواهد شد.

مبانی نظری و توسعه فرضیه ها

سرمایه گذاری یکی از بنیادی ترین تصمیمات بنگاه است که مسیر رشد، ریسک و ارزش آتی شرکت را تعیین می کند (برک و دمارزو^۱، ۲۰۲۳). با این حال، آنچه در ادبیات مالی اهمیت یافته، صرفاً سطح سرمایه گذاری نیست، بلکه درجه واکنش آن به اطلاعات جدید است که با عنوان «حساسیت سرمایه گذاری» شناخته می شود (چن و ما^۲، ۲۰۱۷). حساسیت سرمایه گذاری بیانگر میزان واکنش مخارج سرمایه گذاری یک شرکت نسبت به تغییرات در منابع مالی داخلی (مانند جریان های نقدی) و شرایط بیرونی (مانند قیمت سهام و سیاست های اقتصادی) است (هو و همکاران^۳، ۲۰۲۴).

¹ Berk & DeMarzo

² Chen & Ma

³ Hu et al.

حساسیت سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد مدیران تا چه اندازه از اطلاعات اقتصادی و نشانه‌های بازار در تخصیص سرمایه استفاده می‌کنند و از این رو به عنوان شاخصی از کارایی تصمیم‌گیری و کیفیت پردازش اطلاعات تلقی می‌شود (لی و ژو^۱، ۲۰۲۴).

قیمت سهام یکی از عوامل اثرگذار در تصمیمات سرمایه‌گذاری است. زمانی که محتوای اطلاعاتی قیمت سهام افزایش می‌یابد، سرمایه‌گذاری شرکت‌ها واکنش بیشتری به تغییرات قیمت نشان می‌دهد؛ به بیان دیگر حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به تغییرات قیمت سهام افزایش می‌یابد (لان و همکاران^۲، ۲۰۲۴؛ گونگ، ۲۰۲۵؛ چن و همکاران^۳، ۲۰۰۷). بر اساس نظریه اطلاعات، افشای اطلاعاتی درباره عملکرد مالی، هزینه‌های سرمایه‌گذاری، چشم‌انداز آینده و ریسک‌های تجاری موجب شکل‌گیری انتظارات در بازار سرمایه می‌شود و در قیمت سهام منعکس می‌شود (گیگلر^۴، ۱۹۹۴؛ سو و همکاران^۵، ۲۰۱۰). بنابراین، بازارهای مالی صرفاً منعکس‌کننده ارزش شرکت‌ها نیستند، بلکه از طریق تجمیع و پردازش اطلاعات، در تصمیمات شرکت‌ها نیز نقش ایفا می‌کنند.

با این حال، اطلاعات منعکس‌شده در قیمت سهام تنها محدود به خود شرکت نیست. در بسیاری از صنایع، شوک‌های اقتصادی، تغییرات تقاضا، تحولات فناورانه و سیاست‌های کلان، به صورت مشترک بر مجموعه‌ای از شرکت‌های مشابه اثر می‌گذارد. در چنین شرایطی، قیمت سهام شرکت‌های همتا (شرکت‌های فعال در یک صنعت) می‌تواند حاوی اطلاعاتی درباره شوک‌های مشترک صنعتی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری همگن باشد (فوکالت و فرسارد^۶، ۲۰۱۴). اگر بازار سرمایه اطلاعات مربوط به چشم‌انداز صنعت را سریع‌تر و کاراتر از مدیران پردازش کند، تغییرات قیمت سهام همتایان می‌تواند نشانه‌ای پیش‌نگر درباره سودآوری پروژه‌های مشابه فراهم آورد. از منظر نظریه یادگیری اطلاعاتی، زمانی که مدیران با عدم اطمینان درباره کیفیت پروژه‌های سرمایه‌گذاری مواجه‌اند، به نشانه‌های بیرونی برای به‌روزرسانی باورهای خود اتکا می‌کنند. قیمت سهام همتایان، به عنوان نتیجه ارزیابی جمعی سرمایه‌گذاران، می‌تواند چنین نشانه‌ای باشد (ژانگ و همکاران^۷، ۲۰۲۳). افزایش قیمت سهام همتایان ممکن است بیانگر انتظارات مثبت بازار نسبت به فرصت‌های رشد مشترک یا کاهش ریسک صنعتی باشد؛ در نتیجه، مدیران این نشانه را در ارزیابی

¹ Li & Zhu

² Lan et al.

³ Chen et al.

⁴ Gigler

⁵ Su et al.

⁶ Foucault & Fresard

⁷ Zhang et al.

بازده مورد انتظار پروژه‌ها لحاظ می‌کنند. این سازوکار با شواهد فوکالت و فرسارد (۲۰۱۴)، چن و همکاران (۲۰۰۷) و گونگ (۲۰۲۵) همسو است که نشان می‌دهند قیمت سهام همتایان دارای اثر اطلاعاتی بر سرمایه‌گذاری شرکت است.

علاوه بر کانال اطلاعاتی، نظریه بازتاب اجتماعی و ادبیات تقلید سازمانی نیز مکانیزم مکملی ارائه می‌دهد. بر اساس نظریه بازتاب اجتماعی، تصمیمات سازمانی در تعامل با محیط اجتماعی و با ارجاع به رفتار سایر سازمان‌های مشابه شکل می‌گیرد (یین و همکاران^۱، ۲۰۲۳؛ تسار^۲، ۲۰۲۰). سازمان‌ها برای کاهش ریسک شهرت، توجه‌پذیری تصمیمات و اجتناب از خطای قابل سرزنش، رفتار شرکت‌های مشابه را به‌عنوان نقطه مرجع در نظر می‌گیرند. این پدیده به‌ویژه در تصمیمات سرمایه‌گذاری که دارای عدم اطمینان بالا و پیامدهای بلندمدت هستند، پررنگ‌تر می‌شود.

لیبرمن و آسابا (۲۰۰۶) رفتار تقلیدی شرکت‌ها را در دو چارچوب «تقلید مبتنی بر اطلاعات» و «تقلید مبتنی بر رقابت» تبیین می‌کنند. در تقلید اطلاعاتی، شرکت‌ها رفتار همتایان را به‌عنوان حامل اطلاعات برتر تلقی می‌کنند؛ در اینجا افزایش قیمت سهام همتا می‌تواند نشانه‌ای از فرصت‌های سودآور مشترک باشد. در تقلید رقابتی، شرکت‌ها برای جلوگیری از عقب‌ماندگی استراتژیک و حفظ سهم بازار، سرمایه‌گذاری‌های خود را با همتایان همسو می‌کنند. بنابراین، حتی اگر مدیران نسبت به اطلاعات بازار تردید داشته باشند، فشار رقابتی می‌تواند آن‌ها را به واکنش مشابه وادار کند. شواهد تجربی نیز نشان می‌دهد سیاست‌های مالی و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها تحت تأثیر رفتار همتایان قرار دارد (لیری و روبرتز^۳، ۲۰۱۴؛ لی و لین^۴، ۲۰۲۲).

در مجموع، قیمت سهام همتایان می‌تواند از دو مسیر مکمل بر سرمایه‌گذاری شرکت اثر بگذارد: نخست، از طریق انتقال اطلاعات درباره شوک‌های مشترک و فرصت‌های رشد صنعتی؛ و دوم، از طریق سازوکارهای بازتاب اجتماعی و فشار رقابتی که به همگرایی تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌انجامد. در هر دو حالت، افزایش قیمت سهام همتایان به‌عنوان سیگنالی مثبت درباره چشم‌انداز صنعت تفسیر شده و موجب تقویت واکنش سرمایه‌گذاری شرکت می‌شود.

با این حال، اطلاعات منعکس‌شده در قیمت سهام شرکت‌های همتا همواره با شدت یکسان بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سایر شرکت‌ها اثر نمی‌گذارد. مدیران علاوه بر تغییرات قیمت سهام، به کیفیت و قابلیت اتکای اطلاعات نهفته در آن نیز توجه دارند. از این‌رو، زمانی که عملکرد

¹ Yin et al.

² Tesar

³ Leary & Roberts

⁴ Li & lin

شرکت‌های همتا مطلوب باشد، قیمت سهام آن‌ها می‌تواند سیگنال معتبرتری از فرصت‌های رشد و چشم‌اندازهای آتی ارائه دهد و اثر بیشتری بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری داشته باشد. در مقابل، عملکرد ضعیف همتایان ممکن است موجب شود مدیران با احتیاط بیشتری به این اطلاعات واکنش نشان دهند (گونگ، ۲۰۲۵). با وجود این، انتظار می‌رود قیمت سهام شرکت‌های همتا در مجموع اثر مثبت و معناداری بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها داشته باشد، هرچند شدت این اثر به شرایط و ویژگی‌های شرکت‌های همتا وابسته است. شواهد تجربی مطالعه آرون و همکاران^۱ (۲۰۲۲) نشان می‌دهد افشای برنامه‌های سرمایه‌گذاری همتایان، یادگیری مدیران از قیمت سهام را افزایش داده و از طریق تقویت حساسیت سرمایه‌گذاری، بازخورد بازار و عملکرد شرکت را بهبود می‌بخشد. بای^۲ (۲۰۲۲) نیز نشان دادند تصمیمات نوآوری، به‌ویژه پس از عرضه اولیه عمومی، نسبت به اطلاعات قیمت سهام همتایان حساس‌تر است. تدینی (۱۴۰۰) دریافت سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به‌طور معناداری تحت تأثیر رفتار سرمایه‌گذاری همتایان صنعتی قرار می‌گیرد. بر این اساس، انتظار می‌رود حساسیت سرمایه‌گذاری شرکت نسبت به تغییرات قیمت سهام همتایان مثبت باشد. بنابراین، فرضیه اول پژوهش به‌صورت زیر تدوین می‌شود:

فرضیه اول: قیمت سهام همتایان بر سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر مثبت دارد (حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت سهام همتایان).

با این حال، واکنش سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به قیمت سهام همتایان در تمامی شرایط یکسان نیست و تحت تأثیر ویژگی‌های شرکت‌های همتا تغییر می‌کند. یکی از مهم‌ترین این ویژگی‌ها، عملکرد همتایان است. عملکرد برتر همتایان باعث می‌شود قیمت سهام آن‌ها به منبع اطلاعاتی معتبرتری برای تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تبدیل شود؛ بنابراین انتظار می‌رود در حضور همتایان با عملکرد بهتر، حساسیت سرمایه‌گذاری شرکت‌ها نسبت به قیمت سهام همتایان تقویت شود (رند و همکاران، ۲۰۲۳؛ گونگ، ۲۰۲۵).

بر اساس نظریه علامت‌دهی، در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، عملکرد مطلوب شرکت‌ها می‌تواند به‌عنوان علامتی معتبر از کیفیت مدیریت، توانایی شرکت در خلق ارزش و وجود فرصت‌های رشد تلقی شود (برگ و همکاران^۳، ۲۰۱۴؛ راس^۴، ۱۹۷۷). از این رو، قیمت سهام شرکت‌های با عملکرد برتر، محتوای اطلاعاتی غنی‌تر و قابل‌اتکاتری درباره وضعیت شرکت، شرایط صنعت و فرصت‌های

¹ Aaron et al.

² Bai

³ Bergh et al.

⁴ Ross

سرمایه گذاری در اختیار بازار قرار می‌دهد. بر اساس نظریه تقلید مبتنی بر اطلاعات نیز، اعتبار و کیفیت اطلاعات موجود در بازار نقش تعیین کننده‌ای در میزان استفاده مدیران از این اطلاعات دارد (لیبرمن و آسابا، ۲۰۰۶). از این رو، مدیران در شرایط عدم اطمینان، اطلاعات منعکس شده در قیمت سهام شرکت‌هایی را که عملکرد بهتری دارند، معتبرتر ارزیابی کرده و در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری خود وزن بیشتری برای آن قائل می‌شوند. در نتیجه، هرچه عملکرد شرکت‌های هم‌تابهتر باشد، انتظار می‌رود اطلاعات منعکس شده در قیمت سهام آن‌ها نقش پررنگ‌تری در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سایر شرکت‌ها ایفا کند (گونگ، ۲۰۲۵؛ بای و ساوو^۱، ۲۰۱۶؛ کایستیا و رانتالا^۲، ۲۰۱۵؛ گرنان، ۲۰۱۹).

شواهد تجربی نیز نشان می‌دهد اثر همتایی در تصمیم‌های شرکتی زمانی تقویت می‌شود که شرکت‌های هم‌تابه از عملکرد بالاتری برخوردار باشند. در چنین شرایطی، اطلاعات مربوط به این شرکت‌ها برای مدیران سایر بنگاه‌ها معتبرتر تلقی شده و فرآیند یادگیری و الگوبرداری از آن‌ها پررنگ‌تر می‌شود (ستو، ۲۰۲۱؛ فوکالت و فرسارد، ۲۰۱۴؛ لیری و روبرتز، ۲۰۱۴). گونگ (۲۰۲۵) نیز نشان می‌دهد که مدیران در ارزیابی اطلاعات بازار، به قیمت سهام شرکت‌های هم‌تابه با عملکرد بهتر وزن بیشتری می‌دهند و واکنش سرمایه‌گذاری آن‌ها نسبت به این اطلاعات قوی‌تر است. همچنین، بلومفیلد و همکاران^۳ (۲۰۲۴) دریافتند ارزیابی عملکرد نسبی مدیران عامل می‌تواند از طریق افشای راهبردی اطلاعات، بر انتظارات بازار و موقعیت رقابتی شرکت‌ها در میان همتایان اثرگذار باشد. جودکی و همکاران (۱۴۰۲) نیز نشان دادند شرکت‌ها در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری از همتایان خود تقلید می‌کنند و حضور شرکت‌های رهبر، اثر عملکرد همتایان بر سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. بر این اساس، انتظار می‌رود عملکرد همتایان نقش تعدیل کننده‌ای در رابطه بین قیمت سهام همتایان و حساسیت سرمایه‌گذاری ایفا کند؛ به گونه‌ای که هرچه عملکرد شرکت‌های هم‌تابهتر باشد، مدیران اطلاعات نهفته در قیمت سهام آن‌ها را معتبرتر ارزیابی کرده و حساسیت سرمایه‌گذاری شرکت‌ها نسبت به این اطلاعات افزایش یابد. بنابراین، فرضیه دوم پژوهش عبارت است از:

فرضیه دوم: عملکرد همتایان، حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت سهام همتایان را تقویت می‌کند.

¹ Bai & Savov

² Kaustia & Rantala

³ Bloomfield et al.

یکی دیگر از عواملی که می‌تواند بر حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به قیمت سهام همتایان اثرگذار باشد، اعتماد بیش از حد مدیریتی است. این مفهوم در مالی رفتاری مدرن مورد توجه قرار گرفته و با گسترش رویکردهای روان‌شناختی در حوزه مالی و حسابداری، به یکی از عوامل کلیدی در تصمیم‌گیری مالی مدیران تبدیل شده است (جان، ۲۰۲۳؛ هوانگ^۲، ۲۰۲۱). هیتون^۳ (۲۰۰۲) بیان می‌کند که مدیرانی که اعتماد بیش از حد دارند، تمایل دارند بازده سرمایه‌گذاری‌های خود را بیش از حد واقعی ارزیابی کنند؛ موضوعی که می‌تواند به ناکارآمدی در تخصیص سرمایه و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت منجر شود. همچنین، المندیر و تیت (۲۰۰۸) نشان می‌دهند که مدیران با اعتماد بیش از حد، سرمایه‌گذاری‌های بیشتری انجام داده و در فرآیندهای ادغام و تملک مشارکت گسترده‌تری دارند؛ امری که گاهی منجر به کاهش ارزش شرکت می‌شود.

ادبیات مرتبط با تأثیر اعتماد بیش از حد مدیران بر حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت سهام همتایان، عمدتاً بر نظریه «بهتر از میانگین» استوار است (جان، ۲۰۲۳؛ گونگ، ۲۰۲۵). بر اساس این نظریه، افراد تمایل دارند توانایی‌ها و عملکرد خود را بالاتر از حد متوسط جامعه ارزیابی کنند؛ سوگیری شناختی‌ای که موجب می‌شود خود را در ابعاد مختلفی مانند توانایی‌های فردی، ویژگی‌های اخلاقی، سطح هوش و عملکرد، برتر از دیگران بدانند (زل و همکاران^۴، ۲۰۲۰؛ بورخارد و همکاران^۵، ۲۰۲۳). علاوه بر این، مطابق نظریه «نسبت دادن موفقیت به خود»، افراد موفقیت‌های خود را به شایستگی‌های فردی نسبت داده و شکست‌ها را به عوامل خارجی و غیرقابل کنترل مرتبط می‌دانند (کوتس و همکاران^۶، ۲۰۲۴). مدیران با اعتماد بیش از حد، بر این باورند که شرکت آن‌ها در بسیاری از جنبه‌ها، از جمله سطح حاکمیت شرکتی، استراتژی‌ها، توانایی مالی، عملکرد و ظرفیت بهره‌گیری از فرصت‌ها، شباهت بیشتری با شرکت‌های با عملکرد خوب دارد (گارسیا سانچز و همکاران^۷، ۲۰۲۵؛ هیرشلیفر^۸، ۲۰۱۲). بر این اساس، این مدیران قیمت سهام شرکت‌های با عملکرد بالا را به عنوان منبع اطلاعاتی معتبر درباره فرصت‌های رشد شرکت خود تلقی می‌کنند و تصمیمات سرمایه‌گذاری خود را بر پایه این اطلاعات اتخاذ می‌کنند. در مقابل، آن‌ها معتقدند که قیمت سهام شرکت‌های ضعیف اطلاعات قابل اتکایی درباره شرایط شرکت‌شان ارائه نمی‌دهد و تمایل کمتری

¹ Jeon

² Huang

³ Heaton

⁴ Zell et al

⁵ Burkhard et al.

⁶ Coutts et al.

⁷ García - Sánchez et al.

⁸ Hirshleifer

به الگوبرداری یا یادگیری از این شرکت‌ها دارند. از این رو، اعتماد بیش از حد مدیریتی می‌تواند از طریق گزینش اطلاعات مرتبط و تفسیر جانبدارانه نشانه‌های بازار، حساسیت سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به قیمت سهام هم‌تایان را تقویت کند. به بیان دیگر، مدیران با اعتماد بیش از حد، بیشتر به شرکت‌های موفق توجه کرده و واکنش‌های سرمایه‌گذاری خود را بر اساس اطلاعات منعکس شده در قیمت سهام این شرکت‌ها شدت می‌بخشند، در حالی که قیمت سهام شرکت‌های ضعیف کمتر بر تصمیمات آن‌ها تأثیر می‌گذارد (گونگ ۲۰۲۵؛ جان، ۲۰۲۳؛ ژئو^۱، ۲۰۱۴).

با وجود پشتوانه نظری مناسب برای تبیین اثر اعتماد بیش از حد مدیریتی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری، یافته‌های پژوهش‌های تجربی در این زمینه همواره یکسان نبوده و تا حدی به نحوه اندازه‌گیری اعتماد بیش از حد مدیریتی وابسته است. اگرچه نظریه «بهتر از میانگین» و نظریه نسبت‌دادن موفقیت به خود، مبنای مناسبی برای تبیین اثر اعتماد بیش از حد مدیریتی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری فراهم می‌کنند، اما یافته‌های پژوهش‌های تجربی در این زمینه همواره یکسان نبوده و تا حدی به نحوه اندازه‌گیری اعتماد بیش از حد مدیریتی وابسته است. در پژوهش‌های تجربی، اعتماد بیش از حد مدیریتی ناگزیر با استفاده از شاخص‌های جانشین رفتاری سنجیده می‌شود؛ از این رو، همواره انتظار نمی‌رود این شاخص‌ها به یک اندازه مبنای نظری این ویژگی را منعکس کنند. برای مثال، شاخص مازاد سرمایه‌گذاری، علاوه بر اعتماد بیش از حد مدیریتی، ممکن است تحت تأثیر عواملی مانند فرصت‌های رشد، شرایط بازار، محدودیت‌های تأمین مالی و سایر عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری نیز قرار گیرد؛ از این رو، لزوماً بازتاب‌دهنده صرف سوگیری‌های شناختی مدیران نیست. در مقابل، برخی شاخص‌های دیگر، مانند مخارج سرمایه‌ای، رفتار سرمایه‌گذاری مدیران را به‌طور مستقیم‌تری منعکس می‌کنند (گرزو^۲، ۲۰۲۱؛ یئو و وود^۳، ۲۰۱۱؛ اولسون، ۲۰۱۴). بنابراین، هرچند انتظار نظری مبنی بر تقویت حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت سهام هم‌تایان در اثر اعتماد بیش از حد مدیریتی همچنان برقرار است، اما شدت شواهد تجربی می‌تواند با توجه به شاخص مورد استفاده برای اندازه‌گیری این ویژگی متفاوت باشد.

شواهد تجربی مطالعات اسمی و همکاران^۴ (۲۰۲۱) و ون‌درولد^۵ (۲۰۱۷) نیز نشان می‌دهد که اعتماد بیش از حد مدیران به‌طور کلی با افزایش سرمایه‌گذاری، نوآوری و عملکرد شرکت همراه

¹ Zhu et al.

² Grezo

³ Yeoh & wood

⁴ Smii et al.

⁵ Van der velde

است. احمدیان فر (۱۴۰۱) و تقی زاده خانقاه و بادآور نهندي (۱۳۹۹) نیز دریافتند خوش بینی و بیش اطمینانی مدیریتی حساسیت سرمایه گذاری به قیمت سهام را افزایش می دهد. بر اساس مطالب بیان شده، فرضیه سوم پژوهش عبارت است از:

فرضیه سوم: اعتماد بیش از حد مدیریتی، حساسیت سرمایه گذاری به قیمت سهام همتایان را تقویت می کند.

روش شناسی پژوهش

این مطالعه از لحاظ هدف، کاربردی و نوعی پژوهش توصیفی - همبستگی است. برای آزمون فرضیه ها، از الگوهای رگرسیونی چندمتغیره و نرم افزار ایویوز ۱۲ استفاده شده است. جامعه آماری شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۳ است که دارای این شرایط باشند: به منظور افزایش قابلیت مقایسه اطلاعات، سال مالی شرکت ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد و طی دوره مورد بررسی تغییر نکرده باشد. شرکت ها در کل دوره زمانی پژوهش در بورس اوراق بهادار تهران حضور فعال داشته و وقفه معاملاتی بیش از شش ماه غیرمتوالی نداشته باشند. داده ها و اطلاعات مالی مورد نیاز پژوهش برای کل دوره زمانی در دسترس باشد. به منظور همگن سازی، شرکت های فعال در صنایع واسطه گری مالی از جمله بانک ها، بیمه ها، شرکت های لیزینگ و صندوق های سرمایه گذاری حذف شدند. در هر صنعت حداقل پنج شرکت وجود داشته باشد. پس از اعمال این محدودیت ها، تعداد ۱۴۴ شرکت انتخاب شدند. الگوهای رگرسیونی برگرفته از پژوهش گونگ (۲۰۲۵) است. برای آزمون فرضیه اول از رابطه رگرسیونی (۱) استفاده شده است. ضریب β_1 بیانگر حساسیت سرمایه گذاری نسبت به قیمت سهام همتایان است. اگر این ضریب در سطح اطمینان ۹۵ درصد مثبت و معنادار باشد، فرضیه اول رد نمی شود.

$$INV_{i,t} = \alpha + \beta_1 Peer Q_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t-1} + \beta_3 CF_{i,t-1} + \beta_4 BM_{i,t-1} + \beta_5 LEV_{i,t-1} + \beta_6 ROE_{i,t-1} + \beta_7 CASH_{i,t-1} + \beta_8 GROWTH_{i,t-1} + \beta_9 DIVIDEND_{i,t-1} + \beta_{10} AUR_{i,t-1} + \beta_{11} LIQUIDITY_{i,t-1} + \beta_{12} INDUSTRY_{i,t-1} + \beta_{13} YEAR_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

که در آن: INV: سرمایه گذاری شرکت، Peer Q: نسبت کیوتوبین همتایان، SIZE: اندازه شرکت، CF: جریان وجه نقد، BM: نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، LEV: اهرم مالی، ROE: بازده حقوق صاحبان سهام، CASH: وجه نقد، GROWTH: رشد شرکت، DIVIDEND: تقسیم سود،

AUR: نسبت بهره‌برداری از دارایی‌ها، LIQUIDITY: نقدینگی، INDUSTRY: متغیر مجازی
اثر صنعت، YEAR: متغیر مجازی اثر سال

برای آزمون فرضیه دوم، از رابطه رگرسیونی (۲) استفاده شده است. اگر ضریب β_3 در سطح اطمینان ۹۵ درصد مثبت و معنادار باشد، فرضیه دوم رد نمی‌شود.

$$\begin{aligned} INV_{i,t} = & \alpha + \beta_1 Peer Q_{i,t-1} + \beta_2 Peer ROA_{i,t-1} + \beta_3 Peer Q_{i,t-1} * Peer ROA_{i,t-1} + \beta_4 SIZE_{i,t-1} + \beta_5 CF_{i,t-1} + \\ & \beta_6 BM_{i,t-1} + \beta_7 LEV_{i,t-1} + \beta_8 ROE_{i,t-1} + \beta_9 CASH_{i,t-1} + \beta_{10} GROWTH_{i,t-1} + \beta_{11} DIVIDEND_{i,t-1} + \beta_{12} AUR_{i,t-1} + \\ & \beta_{13} LIQUIDITY_{i,t-1} + \beta_{14} INDUSTRY_{i,t-1} + \beta_{15} YEAR_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad \text{رابطه (۲)}$$

که در آن، Peer ROA عملکرد هم‌تایان است و مابقی متغیرها همانند رابطه (۱) است. برای آزمون فرضیه سوم از رابطه رگرسیونی (۳) استفاده شده است.

$$\begin{aligned} INV_{i,t} = & \alpha + \beta_1 Peer Q_{i,t-1} + \beta_2 OCEO_{i,t-1} + \beta_3 Peer Q_{i,t-1} * OCEO_{i,t-1} + \beta_4 SIZE_{i,t-1} + \beta_5 CF_{i,t-1} + \beta_6 BM_{i,t-1} + \\ & \beta_7 LEV_{i,t-1} + \beta_8 ROE_{i,t-1} + \beta_9 CASH_{i,t-1} + \beta_{10} GROWTH_{i,t-1} + \beta_{11} DIVIDEND_{i,t-1} + \beta_{12} AUR_{i,t-1} + \\ & \beta_{13} LIQUIDITY_{i,t-1} + \beta_{14} INDUSTRY_{i,t-1} + \beta_{15} YEAR_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad \text{رابطه (۳)}$$

که در آن، OCEO اعتماد بیش از حد مدیریتی است و مابقی متغیرها همانند رابطه (۱) است و اگر ضریب β_3 در سطح اطمینان ۹۵ درصد مثبت و معنادار باشد، فرضیه سوم رد نمی‌شود.

متغیرهای پژوهش

متغیرهای این مطالعه شامل متغیرهای وابسته، مستقل، تعدیلگر و کنترلی هستند که به پیروی از پژوهش گونگ (۲۰۲۵)، انتخاب و محاسبه شدند.

متغیر وابسته: سرمایه‌گذاری شرکت (INV) است که برای اندازه‌گیری آن از تقسیم مخارج سرمایه‌ای بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها در پایان سال استفاده شده است. به پیروی از شمس و جهان‌شاد (۱۳۹۸) مخارج سرمایه‌ای (یعنی مبالغی که صرف خرید یا بهبود و ارتقای دارایی‌های مولد مانند ماشین‌آلات، ساختمان‌های تجاری و تولیدی، وسایل نقلیه در سال می‌شود) از تفاوت خالص ارزش دفتری دارایی‌های ثابت در ابتدا و پایان دوره محاسبه شده است.

متغیر مستقل: قیمت سهام هم‌تایان (Peer Q) است که برای اندازه‌گیری آن از نسبت کیوتوبین (Tobin's Q) هم‌تایان استفاده شده است. در مطالعات مالی-رفتاری انجام شده در حوزه حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به قیمت سهام استفاده از نسبت کیوتوبین به عنوان نماینده‌ای از قیمت سهام

رویه‌ای مرسوم و شناخته شده است و در مطالعات معتبری نظیر (چن و همکاران، ۲۰۰۷؛ ادمانز و همکاران^۱، ۲۰۱۷؛ فوکالت و فرساد، ۲۰۱۲ و ۲۰۱۴؛ گونگ، ۲۰۲۰۵) استفاده شده است. دلیل این انتخاب آن است که قیمت خام سهام به تنهایی به دلیل تفاوت اندازه و ساختار سرمایه شرکت‌ها و سایر عوامل، قابلیت مقایسه بین شرکت‌ها را ندارد؛ در حالی که نسبت کیوتوین، قیمت بازار سهام را نسبت به ارزش دفتری دارایی‌ها تعدیل می‌کند و علاوه بر بازتاب قیمت سهم، شاخصی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ارزیابی بازار شرکت نیز ارائه می‌دهد. نسبت کیوتوین برای هر شرکت از طریق رابطه (۴) محاسبه شده است.

$$\text{رابطه (۴)} \quad \text{Tobin's } Q = \frac{\text{مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی}}{\text{کل دارایی}}$$

برای محاسبه قیمت سهام همتایان از نسبت کیوتوین شرکت‌های همتا به استثنای شرکت A، میانگین گرفته شده و برای تعیین شرکت‌های همتا از طبقه‌بندی صنعت استفاده شده است.

متغیرهای تعدیلگر: عملکرد همتایان و اعتماد بیش از حد مدیریتی متغیرهای تعدیلگر هستند.

الف) عملکرد همتایان (Peer ROA): برای محاسبه این متغیر از عملکرد شرکت‌های همتا به استثنای شرکت i میانگین ساده گرفته شده است. برای محاسبه عملکرد از شاخص بازده دارایی‌ها (ROA) استفاده می‌شود که از طریق تقسیم سود خالص بر جمع دارایی‌ها محاسبه شده است.

ب) اعتماد بیش از حد مدیریتی (OCEO): با استفاده از شاخص $OverInv_{i,t}$ (معیار مازاد سرمایه‌گذاری) اندازه‌گیری شده است. برای محاسبه این شاخص، رابطه رگرسیونی (۵) به صورت مقطعی تخمین زده شده و باقی‌مانده‌های مثبت بیانگر نشان‌دهنده اعتماد بیش از حد مدیریت هستند. بنابراین اگر باقی‌مانده رگرسیون بزرگتر از صفر باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر می‌گیرد (مالمندیر و همکاران^۲، ۲۰۱۱؛ هونگ و همکاران^۳، ۲۰۱۶، زینالی و آقابیکگی، ۱۳۹۸).

$$\text{رابطه (۵)} \quad Asset\ Growth_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Sale\ Growth_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در این رابطه $Asset\ Growth_{i,t}$: رشد دارایی‌های شرکت در سال t نسبت به سال t-1 و $Sale\ Growth_{i,t}$: رشد فروش شرکت در سال t نسبت به سال t-1 است.

متغیرهای کنترلی:

¹ Edmans et al.

² Malmendier et al.

³ Huang et al.

به پیروی از پژوهش گونگ (۲۰۲۵) و ژیانگ و همکاران^۱ (۲۰۱۱)، و با اتکا به مبانی نظری و شواهد پژوهش‌های داخلی، مجموعه‌ای از متغیرهای کنترلی در مدل لحاظ شده است تا اثر سایر عوامل مؤثر بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری کنترل شود و برآورد اثر قیمت سهام شرکت‌های هم‌تا با سوگیری ناشی از متغیرهای حذف‌شده مواجه نشود. اندازه شرکت، جریان وجه نقد و وجه نقد، توان شرکت در تأمین مالی داخلی و میزان انعطاف‌پذیری مالی آن را منعکس می‌کنند؛ عواملی که در محیط اقتصادی ایران و محدودیت‌های موجود در دسترسی به منابع مالی، می‌توانند بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری اثر قابل‌توجهی داشته باشند. همچنین، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، رشد شرکت و بازده حقوق صاحبان سهام، اطلاعاتی درباره فرصت‌های رشد، عملکرد و ارزشیابی بازار ارائه می‌کنند و از این طریق بر انگیزه و ظرفیت سرمایه‌گذاری شرکت‌ها اثر گذارند. افزون بر این، اهرم مالی، سیاست تقسیم سود، نقدینگی و نسبت بهره‌برداری از دارایی‌ها، به ترتیب بیانگر ساختار تأمین مالی، سیاست نگهداشت منابع، توان ایفای تعهدات کوتاه‌مدت و کارایی استفاده از دارایی‌ها هستند؛ عواملی که به‌ویژه در شرایط اقتصاد ایران می‌توانند بر میزان منابع قابل تخصیص به سرمایه‌گذاری و در نتیجه بر رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها اثر بگذارند (فائزی، ۱۴۰۴؛ رستمی مزوئی، ۱۴۰۲؛ دستگیر و همکاران، ۱۳۹۱). از این رو، کنترل این متغیرها امکان ارزیابی دقیق‌تر رابطه میان قیمت سهام شرکت‌های هم‌تا و حساسیت سرمایه‌گذاری را فراهم می‌کند. بر این مبنا، هر یک از متغیرهای کنترلی مطابق تعاریف عملیاتی زیر اندازه‌گیری شده‌اند. اندازه شرکت (Size) برابر با لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های پایان دوره است. جریان وجه نقد (CF) از جریان‌های نقدی عملیاتی استخراج و به‌منظور مقیاس‌زدایی بر کل دارایی‌ها تقسیم می‌شود. نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (BM) از تقسیم حقوق صاحبان سهام بر ارزش بازار شرکت محاسبه شده است. اهرم مالی (LEV) برابر با نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها است. بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) از تقسیم سود خالص بر میانگین ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به دست می‌آید. وجه نقد (CASH) نسبت موجودی نقد به کل دارایی‌ها است. رشد شرکت (GROWTH) به صورت نرخ تغییرات درآمد فروش نسبت به سال قبل محاسبه می‌شود. متغیر تقسیم سود (DIVIDEND) به صورت مجازی تعریف می‌شود؛ به طوری که پرداخت سود نقدی برابر با یک و عدم پرداخت برابر با صفر است. نسبت بهره‌برداری از دارایی‌ها (AUR) از تقسیم درآمد فروش بر کل دارایی‌ها محاسبه شده و نقدینگی (LIQUIDITY) برابر با نسبت دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری است.

¹ Jiang et al.

یافته‌های پژوهش

نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در نگاره (۱) ارائه شده است.

نگاره (۱): آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد	حداقل	حداکثر	میانگین	انحراف معیار
سرمایه‌گذاری شرکت	INV	-۰/۰۲۲۲	۰/۳۲۳۹	۰/۰۳۸۵	۰/۰۵۹۵
نسبت کیوتوبین همتایان	Peer Q	۱/۳۵۵۷	۶/۱۶۱۹	۲/۵۶۱۹	۱/۱۷۵۸
عملکرد همتایان	Peer ROA	-۰/۰۲۱۳	۰/۴۵۶۰	۰/۱۷۶۸	۰/۱۰۵۹
اعتماد بیش از حد مدیریتی	OCEO	۰/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰	۰/۴۸۵۱	۰/۵۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۱۱/۶۷۱۵	۲۱/۸۹۹۴	۱۵/۸۰۸۵	۱/۸۰۳۳
جریان وجه نقد	CF	-۰/۳۸۴۹	۰/۰۵۹۷۲	۰/۱۴۴۰	۰/۱۴۳۸
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	BM	۲/۲۴۶۴	-۰/۸۲۵۳	۰/۳۵۶۶	۰/۲۵۴۰
اهرم مالی	LEV	۱/۸۰۵۱	۰/۰۸۹۱	۰/۵۱۸۶	۰/۲۰۶۲
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	۲/۴۱۱۵	-۴/۴۷۲۹	۰/۴۱۰۵	۰/۳۶۸۳
وجه نقد	CASH	۰/۴۳۱۴	۰/۰۰۰۴	۰/۰۴۸۷	۰/۰۴۸۳
رشد شرکت	GROWTH	۱/۱۶۶۵	-۰/۲۳۲۱	۰/۳۶۳۹	۰/۳۱۷۵
تقسیم سود	DIVIDEND	۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۹۶۰۷	۰/۱۹۴۳
نسبت بهره‌برداری از دارایی‌ها	AUR	۷/۴۶۶۷	۰/۲۰۳۳	۱/۰۹۷۹	۰/۸۶۱۳
نقدینگی	LIQUIDITY	۱۲/۲۸۸۱	۰/۲۱۴۷	۱/۷۷۵۷	۱/۲۴۶۲

منبع: یافته‌های پژوهش

داده‌های پرت مشاهدات در صدک ۵ و ۹۵ حذف شدند. میانگین متغیر سرمایه‌گذاری شرکت برابر با ۰/۰۳۸۵ و انحراف معیار آن ۰/۰۵۹۵ است؛ بنابراین، انحراف معیار این متغیر حدود ۱/۵۵ برابر میانگین بوده و از ناهمگنی قابل توجه در سطح سرمایه‌گذاری شرکت‌های نمونه حکایت دارد. همچنین، دامنه تغییرات سرمایه‌گذاری از ۰/۰۲۲۲ - تا ۰/۳۲۳۹ است که نشان می‌دهد برخی شرکت‌ها در دوره مورد بررسی کاهش خالص سرمایه‌گذاری یا واگذاری دارایی را تجربه کرده‌اند، در حالی که برخی دیگر سرمایه‌گذاری نسبتاً بالایی داشته‌اند. این پراکندگی را می‌توان ناشی از تفاوت شرکت‌ها از نظر اندازه، فرصت‌های رشد، محدودیت‌های تأمین مالی، صنعت فعالیت و شرایط اقتصادی دوره پژوهش دانست و لزوم کنترل این تفاوت‌ها در برآورد مدل‌های پژوهش را تقویت می‌کند. میانگین نسبت کیوتوبین همتایان برابر با ۲/۵۶۱۹ و انحراف معیار آن ۱/۱۷۵۸ است. بالاتر بودن میانگین این متغیر از یک نشان می‌دهد بازار، به‌طور متوسط، ارزشی بیش از ارزش دفتری

دارایی‌ها برای شرکت‌های همتا قائل بوده است که می‌تواند بیانگر انتظارات مثبت نسبت به فرصت‌های رشد آن‌ها باشد. همچنین، دامنه نسبتاً گسترده این متغیر (۱/۳۵۵۷ تا ۶/۱۶۱۹) از تفاوت قابل توجه شرکت‌های همتا در ارزش‌گذاری بازار و فرصت‌های رشد حکایت دارد. عملکرد همتایان نیز با میانگین ۰/۱۷۶۸ و انحراف معیار ۰/۱۰۵۹ از پراکندگی مناسبی برخوردار است. وجود مقادیر مثبت و منفی برای این متغیر نشان می‌دهد شرکت‌های نمونه در طول دوره پژوهش با همتایانی با سطوح متفاوت عملکرد مواجه بوده‌اند؛ موضوعی که زمینه لازم را برای آزمون نقش تعدیل‌گر عملکرد همتایان فراهم می‌کند. متغیر اعتماد بیش از حد مدیریتی، دارای میانگین ۰/۴۸۵۱ است؛ که حاکی از وجود این ویژگی رفتاری در بخشی قابل توجه از مشاهدات پژوهش است.

در بین متغیرهای کنترلی نیز پراکندگی متغیرهایی مانند اندازه شرکت، جریان وجه نقد، رشد، اهرم مالی، بازده حقوق صاحبان سهام، وجه نقد، نسبت بهره‌برداری از دارایی‌ها و نقدینگی، بیانگر تفاوت ویژگی‌های مالی و عملیاتی شرکت‌های نمونه است و لزوم کنترل این عوامل را در برآورد روابط پژوهش تأیید می‌کند. در مقابل، متغیر تقسیم سود دارای میانگین ۰/۹۶۰۷ است که نشان می‌دهد بخش عمده شرکت‌های نمونه در دوره مورد بررسی سود نقدی پرداخت کرده‌اند؛ بنابراین، این متغیر از تغییرات محدودتری نسبت به سایر متغیرهای کنترلی برخوردار است. در مجموع، آماره‌های توصیفی نشان می‌دهد متغیرهای اصلی پژوهش از تنوع و پراکندگی مناسبی برای آزمون فرضیه‌ها برخوردارند و متغیرهای کنترلی نیز بخش مهمی از تفاوت‌های مالی و عملیاتی میان شرکت‌ها را پوشش می‌دهند. از این‌رو، داده‌های پژوهش ظرفیت مناسبی برای بررسی روابط مورد انتظار میان قیمت سهام همتایان، عملکرد همتایان، اعتماد بیش از حد مدیریتی و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها فراهم می‌کنند.

در پژوهش حاضر، به منظور آزمون فرضیه‌ها، از داده‌های ترکیبی با کنترل اثرات سال و صنعت استفاده شده است. برای بررسی همسانی واریانس از آزمون ویگینز-پوی استفاده شده است که احتمال آماره این آزمون برای مدل‌های رگرسیونی کمتر از خطای ۵ درصد و بیانگر وجود ناهمسانی واریانس است. از این‌رو، در برآورد مدل‌ها از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته و تصحیح خوشه‌ای در سطح شرکت‌ها استفاده شده است. نتایج آزمون براش-گادفری وجود خود همبستگی مرتبه اول را تأیید نمود که برای تخفیف اثر آن، ساختار خودرگرسیونی مرتبه اول ($AR(1)$) در مدل‌ها استفاده شد. بررسی هم‌خطی با استفاده از شاخص تورم واریانس (VIF) نشان داد که مقدار این شاخص برای تمامی متغیرها کمتر از ۱۰ بوده و مشکل هم‌خطی وجود ندارد.

نتایج آزمون فرضیه اول

مطابق با فرضیه اول، قیمت سهام همتایان بر سرمایه‌گذاری شرکت اثر مثبت دارد (حساسیت سرمایه‌گذاری به قیمت سهام همتایان). نتایج آزمون این فرضیه در نگاره (۲) ارائه شده است.

نگاره (۲): نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول

$INV_{i,t} = \alpha + \beta_1 Peer Q_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t-1} + \beta_3 CF_{i,t-1} + \beta_4 BM_{i,t-1} + \beta_5 LEV_{i,t-1} + \beta_6 ROE_{i,t-1} + \beta_7 CASH_{i,t-1} + \beta_8 GROWTH_{i,t-1} + \beta_9 DIVIDEND_{i,t-1} + \beta_{10} AUR_{i,t-1} + \beta_{11} LIQUIDITY_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$					
متغیر	نماد	ضرایب	خطای معیار	آماره t	معناداری
عرض از مبدأ	α	-۰/۱۲۹۵	۰/۰۲۱۱	-۶/۱۱۹۵	۰/۰۰۰۰
نسبت کیوتوین همتایان	Peer Q	۰/۰۰۲۳	۰/۰۰۰۹	۲/۴۰۶۶	۰/۰۱۷۴
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۰۷۲	۰/۰۰۱۰	۶/۶۴۱۸	۰/۰۰۰۰
جریان وجه نقد	CF	۰/۰۲۱۴	۰/۰۰۶۱	۳/۴۶۲۳	۰/۰۰۰۷
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	BM	-۰/۰۰۶۱	۰/۰۰۵۵	-۱/۰۹۸۱	۰/۲۷۴۱
اهرم مالی	LEV	۰/۰۰۵۷	۰/۰۰۸۰	۰/۷۱۴۱	۰/۴۷۶۳
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	۰/۰۰۵۲	۰/۰۰۴۳	۱/۲۲۰۲	۰/۲۲۴۴
وجه نقد	CASH	۰/۰۷۵۰	۰/۰۲۵۸	۲/۹۰۵۳	۰/۰۰۴۳
رشد شرکت	GROWTH	-۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۲۵	-۰/۳۵۷۸	۰/۷۲۱۰
تقسیم سود	DIVIDEND	۰/۰۰۹۲	۰/۰۰۷۰	۱/۳۰۳۶	۰/۱۹۴۵
نسبت بهره‌برداری از دارایی‌ها	AUR	۰/۰۰۷۱	۰/۰۰۲۳	۳/۰۲۶۶	۰/۰۰۳۰
نقدینگی	LIQUIDITY	۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۰۵	۰/۸۰۲۲	۰/۴۲۳۸
اثرات سال و صنعت	کنترل شد.	آماره F فیشر		۲۹/۷۹۵۱	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۹۳۲	ضریب تعیین			۰/۵۱۰۳

منبع: یافته‌های پژوهش

طبق نگاره (۲)، احتمال آماره F کمتر از سطح خطای ۵ درصد بوده و مدل از نظر آماری معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر با ۰/۴۹۳۲ است و نشان می‌دهد حدود ۴۹ درصد از تغییرات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها توسط متغیرهای توضیحی و اثرات ثابت صنعت و سال تبیین می‌شود. با توجه به اینکه بخشی از مقدار ضریب تعیین به اثرات ثابت صنعت و سال مربوط است، این شاخص را نمی‌توان صرفاً به قدرت تبیین متغیرهای اصلی پژوهش نسبت داد؛ بنابراین، تفسیر نتایج عمدتاً بر علامت، معناداری آماری و اندازه ضرایب متغیرهای اصلی استوار است. ضریب متغیر نسبت کیوتوین همتایان مثبت و برابر با ۰/۰۰۲۳ است. سطح معناداری آماره t این ضریب برابر با ۰/۰۱۷۴ است که کمتر از سطح خطای ۵ درصد و از نظر آماری معنادار است. در نتیجه، قیمت سهام همتایان تأثیر مثبت و معناداری بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد و فرضیه اول پژوهش رد نمی‌شود. به بیان

دیگر، سرمایه گذاری شرکت ها نسبت به قیمت سهام همتایان حساسیت دارد. از منظر اقتصادی، با توجه به اینکه انحراف معیار نسبت کیوتوین همتایان در جدول آمار توصیفی برابر با ۱/۱۷۵۸ است، افزایش یک انحراف معیار در این متغیر موجب افزایش ۰/۰۰۲۷ واحدی سرمایه گذاری شرکت می شود. این مقدار معادل حدود ۷ درصد از میانگین سرمایه گذاری شرکت ها (۰/۰۳۸۵) است. بنابراین، اگرچه ضریب برآوردی از نظر عددی کوچک به نظر می رسد، اما از منظر اقتصادی اثر آن قابل توجه بوده و نشان می دهد که تغییرات متعارف در نسبت کیوتوین شرکت های همتا می تواند به افزایش معنادار سرمایه گذاری شرکت ها منجر شود. همچنین، در تفسیر اهمیت اقتصادی ضرایب، صرف مقدار ضریب ملاک نیست، بلکه دامنه تغییرات متغیر نیز باید در نظر گرفته شود (جلمن^۱)، ۲۰۰۸؛ انگریست و پیشکه^۲، ۲۰۰۹). با توجه به دامنه تغییرات قابل توجه متغیر Peer Q در نمونه، حتی ضریب نسبتاً کوچک آن نیز از نظر اقتصادی حائز اهمیت است.

نتایج آزمون فرضیه دوم

مطابق با فرضیه دوم پژوهش، عملکرد همتایان حساسیت سرمایه گذاری شرکت نسبت به قیمت سهام همتایان را تقویت می کند. نتایج آزمون این فرضیه در نگاره (۳) ارائه شده است.

نگاره (۳): نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم

$INV_{i,t} = \alpha + \beta_1 Peer Q_{i,t-1} + \beta_2 Peer ROA_{i,t-1} + \beta_3 Peer Q_{i,t-1} * Peer ROA_{i,t-1} + \beta_4 SIZE_{i,t-1} + \beta_5 CF_{i,t-1} + \beta_6 BM_{i,t-1} + \beta_7 LEV_{i,t-1} + \beta_8 ROE_{i,t-1} + \beta_9 CASH_{i,t-1} + \beta_{10} GROWTH_{i,t-1} + \beta_{11} DIVIDEND_{i,t-1} + \beta_{12} AUR_{i,t-1} + \beta_{13} LIQUIDITY_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$					
متغیر	نماد	ضرایب	خطای معیار	آماره t	معناداری
عرض از مبدأ	α	-۰/۱۱۱۸	۰/۰۲۱۵	-۵/۱۹۲۵	۰/۰۰۰۰
نسبت کیوتوین همتایان	Peer Q	-۰/۰۰۳۵	۰/۰۰۱۸	-۱/۹۸۴۱	۰/۰۴۹۲
عملکرد همتایان	Peer ROA	-۰/۰۳۹۳	۰/۰۳۴۶	-۱/۱۳۴۴	۰/۲۵۸۶
نسبت کیوتوین همتایان * عملکرد همتایان	Peer Q * Peer ROA	۰/۰۲۵۸	۰/۰۰۷۸	۳/۳۰۹۲	۰/۰۰۱۲
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۰۶۸	۰/۰۰۱۱	۵/۸۰۷۶	۰/۰۰۰۰
جریان وجه نقد	CF	۰/۰۲۰۳	۰/۰۰۶۰	۳/۳۶۶۴	۰/۰۰۱۰
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	BM	-۰/۰۰۸۰	۰/۰۰۵۹	-۱/۳۵۷۳	۰/۱۷۶۹
اهرم مالی	LEV	۰/۰۰۴۱	۰/۰۰۸۳	۰/۵۰۱۵	۰/۶۱۶۸
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	۰/۰۰۱۳	۰/۰۰۴۴	۰/۲۹۷۰	۰/۷۶۶۸
وجه نقد	CASH	۰/۰۷۵۱	۰/۰۲۵۶	۲/۹۳۵۹	۰/۰۰۳۹

¹ Gelman

² Angrist & Pischke

۰/۷۲۵۶	-۰/۳۵۱۶	۰/۰۰۲۵	-۰/۰۰۰۹	GROWTH	رشد شرکت
۰/۱۲۷۳	۱/۵۳۳۹	۰/۰۰۷۲	۰/۰۱۱۰	DIVIDEND	تقسیم سود
۰/۰۰۰۶	۳/۵۳۱۶	۰/۰۰۲۵	۰/۰۰۸۸	AUR	نسبت بهره‌برداری از دارایی‌ها
۰/۶۹۵۱	۰/۳۹۲۷	۰/۰۰۰۶	۰/۰۰۰۲	LIQUIDITY	نقدینگی
۰/۰۰۰۰	۲۷/۰۳۶۰	آماره F فیشر		کنترل شد.	اثرات سال و صنعت
۰/۵۰۶۸	ضریب تعیین			۰/۴۸۸۰	ضریب تعیین تعدیل شده

منبع: یافته‌های پژوهش

طبق نگاره (۳)، احتمال آماره F کمتر از سطح خطای ۵ درصد بوده و مدل از نظر آماری معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۴۸۸۰ است که نشان می‌دهد حدود ۴۹ درصد از تغییرات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها توسط متغیرهای توضیحی و اثرات ثابت صنعت و سال تبیین می‌شود. در الگوهای رگرسیونی دارای متغیر تعاملی، ضریب متغیر مستقل تنها اثر شرطی آن را در حالتی نشان می‌دهد که متغیر تعدیل‌گر در سطوح پایین باشد و به‌تنهایی بیانگر اثر نهایی متغیر تعدیلگر نیست (آیکن و وست^۱، ۱۹۹۱؛ برامبور و همکاران^۲، ۲۰۰۶). طبق نگاره (۳) ضریب متغیر نسبت کیوتوبین همتایان (PeerQ) منفی و برابر با -۰/۰۰۳۵ است و احتمال آماره t برای این ضریب ۰/۴۹۲ است که از سطح خطای ۵ درصد کمتر و معنادار است. منفی بودن این ضریب بدین معنا است که در سطوح پایین عملکرد همتایان، رابطه‌ای منفی بین متغیر نسبت کیوتوبین همتایان و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها وجود دارد. ضریب متغیر تعاملی (PeerQ * PeerROA) مثبت و برابر با ۰/۰۲۵۸ بوده و در سطح خطای ۵ درصد از نظر آماری معنادار است. از آنجایی که قدرمطلق ضریب PeerQ از قدر مطلق ضریب متغیر تعاملی بزرگتر است، می‌توان گفت با افزایش عملکرد همتایان رابطه بین قیمت سهام همتایان (PeerQ) و سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به رابطه‌ای مثبت تبدیل شده است. به عبارت دیگر، عملکرد همتایان حساسیت سرمایه‌گذاری شرکت نسبت به قیمت سهام همتایان را تقویت می‌کند و فرضیه دوم رد نمی‌شود.

نتایج آزمون فرضیه سوم

در فرضیه سوم انتظار می‌رود اعتماد بیش از حد مدیریتی، حساسیت سرمایه‌گذاری شرکت نسبت به قیمت سهام همتایان را تقویت کند. نتایج آزمون این فرضیه در نگاره (۴) ارائه شده است.

نگاره (۴): نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم

¹ Aike & West

² Brambor et al.

$INV_{i,t} = \alpha + \beta_1 Peer Q_{i,t-1} + \beta_2 OCEO_{i,t-1} + \beta_3 Peer Q_{i,t-1} * OCEO_{i,t-1} + \beta_4 SIZE_{i,t-1} + \beta_5 CF_{i,t-1} + \beta_6 BM_{i,t-1} + \beta_7 LEV_{i,t-1} + \beta_8 ROE_{i,t-1} + \beta_9 CASH_{i,t-1} + \beta_{10} GROWTH_{i,t-1} + \beta_{11} DIVIDEND_{i,t-1} + \beta_{12} AUR_{i,t-1} + \beta_{13} LIQUIDITY_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$					
متغیر	نماد	ضرایب	خطای معیار	آماره t	معناداری
عرض از مبدأ	α	-۰/۱۲۹۸	۰/۰۱۸۸	-۶/۸۸۱۹	۰/۰۰۰۰
نسبت کیوتوین همتایان	$Peer Q$	۰/۰۰۳۲	۰/۰۰۱۰	۲/۹۹۶۶	۰/۰۰۲۸
اعتماد بیش از حد مدیریتی	$OCEO$	-۰/۰۰۲۱	۰/۰۰۳۳	-۰/۶۴۸۷	۰/۵۱۶۷
نسبت کیوتوین همتایان * اعتماد بیش از حد مدیریتی	$Peer Q * OCEO$	-۰/۰۰۱۹	۰/۰۰۱۲	-۱/۵۶۰۶	۰/۱۱۹۱
اندازه شرکت	$SIZE$	۰/۰۰۶۷	۰/۰۰۰۸	۷/۵۳۳۰	۰/۰۰۰۰
جریان وجه نقد	CF	۰/۰۱۵۷	۰/۰۰۶۶	۲/۳۶۹۱	۰/۰۱۸۱
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	BM	-۰/۰۰۲۸	۰/۰۰۵۷	-۰/۴۹۹۸	۰/۶۱۷۴
اهرم مالی	LEV	۰/۰۱۷۵	۰/۰۰۹۵	۱/۸۲۹۴	۰/۰۶۷۸
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	۰/۰۱۱۶	۰/۰۰۴۷	۲/۴۳۲۰	۰/۰۱۵۳
وجه نقد	$CASH$	۰/۰۹۱۱	۰/۰۳۰۲	۳/۰۰۹۶	۰/۰۰۲۷
رشد شرکت	$GROWTH$	-۰/۰۰۳۷	۰/۰۰۲۸	-۱/۲۹۷۹	۰/۱۹۴۷
تقسیم سود	$DIVIDEND$	۰/۰۱۱۲	۰/۰۰۷۲	۱/۵۵۶۹	۰/۱۱۹۹
نسبت بهره‌برداری از دارایی‌ها	AUR	۰/۰۰۶۵	۰/۰۰۲۶	۲/۴۵۸۵	۰/۰۱۴۲
نقدینگی	$LIQUIDITY$	۰/۰۰۱۳	۰/۰۰۰۸	۱/۵۲۱۴	۰/۱۲۸۶
اثرات سال و صنعت	کنترل شد	آماره F فیشر		۲۹/۲۱۱	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۰۸۱	ضریب تعیین		۰/۵۲۶۱	

منبع: یافته‌های پژوهش

طبق نگاره (۴) احتمال آماره F کمتر از سطح خطای پنج درصد و مدل معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۵۰۸۱ است که نشان می‌دهد حدود ۵۱ درصد از تغییرات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها توسط متغیرهای توضیحی و اثرات ثابت صنعت و سال مدل تبیین شده است. ضریب متغیر تعاملی قیمت سهام همتایان و اعتماد بیش از حد مدیریتی منفی و مقدار احتمال آماره t مربوط به این متغیر برابر با ۰/۱۱۹۱ بوده که بیشتر از سطح خطای ۵ درصد است و از نظر آماری معنادار نیست و فرضیه سوم رد می‌شود. این یافته بیانگر آن است که اعتماد بیش از حد مدیریتی نقش تعدیل‌گر معناداری در رابطه بین قیمت سهام همتایان و سرمایه‌گذاری شرکت ایفا نمی‌کند و شدت واکنش سرمایه‌گذاری شرکت‌ها نسبت به تغییرات قیمت سهام همتایان به سطح اعتماد بیش از حد مدیران وابسته نیست.

آزمون استحکام

عدم معناداری نقش تعدیل گر اعتماد بیش از حد مدیریتی تا حد زیادی به نحوه اندازه گیری این ویژگی رفتاری مرتبط است. پژوهش ها نشان می دهند که اثر اعتماد بیش از حد بر تصمیمات سرمایه گذاری به سنجه مورد استفاده وابسته است و شاخص های مختلف، به ویژه شاخص های مبتنی بر رگرسیون، ممکن است با تورش همراه باشند (گروزو، ۲۰۲۱؛ یثو و وود، ۲۰۱۱؛ اولسون، ۲۰۱۴). در پژوهش حاضر، اعتماد بیش از حد مدیریتی ابتدا با شاخص مازاد سرمایه گذاری اندازه گیری شده که مطابق با طبقه بندی گروزو (۲۰۲۱) در زمره شاخص های مبتنی بر رفتار سرمایه گذاری غیرعادی قرار می گیرد و می تواند تحت تأثیر عواملی مانند فرصت های رشد، شرایط بازار و محدودیت های مالی باشد. بنابراین، این احتمال وجود دارد که شاخص مازاد سرمایه گذاری به طور کامل منعکس کننده رفتار واقعی سرمایه گذاری مدیران نباشد. از این رو، به منظور افزایش اعتبار نتایج، آزمون استحکامی با استفاده از شاخص مخارج سرمایه ای، به عنوان شاخص مبتنی بر شدت سرمایه گذاری، انجام شده است. بدین منظور، به پیروی از پژوهش فروغی و مودنی (۱۳۹۶) و رجب علی زاده (۲۰۲۳) برای اندازه گیری اعتماد بیش از حد مدیریتی (OCEO) از معیار $CAPEX_{i,t}$ استفاده شده که عبارت است از نسبت مخارج سرمایه ای شرکت در سال t به کل دارایی های شرکت در پایان سال $t-1$. این شاخص یک متغیر دو وجهی است در صورتی که نسبت مخارج سرمایه ای شرکت i در دوره مالی t بیشتر از میانه نسبت مخارج سرمایه ای همان دوره شرکت های صنعت مربوطه عضو نمونه باشد، بیانگر اعتماد بیش از حد مدیریتی بوده و این شاخص عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر می گیرد. نتایج آزمون استحکام فرضیه سوم در نگاره (۵) ارائه شده است.

نگاره (۵): نتایج آزمون استحکام فرضیه سوم

$INV_{i,t} = \alpha + \beta_1 Peer Q_{i,t-1} + \beta_2 OCEO_{i,t-1} + \beta_3 Peer Q_{i,t-1} * OCEO_{i,t-1} + \beta_4 SIZE_{i,t-1} + \beta_5 CF_{i,t-1} + \beta_6 BM_{i,t-1} + \beta_7 LEV_{i,t-1} + \beta_8 ROE_{i,t-1} + \beta_9 CASH_{i,t-1} + \beta_{10} GROWTH_{i,t-1} + \beta_{11} DIVIDEND_{i,t-1} + \beta_{12} AUR_{i,t-1} + \beta_{13} LIQUIDITY_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$					
متغیر	نماد	ضرایب	خطای معیار	آماره t	معناداری
عرض از مبدأ	α	-۰/۱۲۰۴	۰/۰۱۴۹	-۸/۰۵۵۶	۰/۰۰۰۰
نسبت کیوتوبین همتایان	$Peer Q$	۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۰۷	۱/۲۳۵۲	۰/۲۱۸۸
اعتماد بیش از حد مدیریتی	$OCEO$	۰/۰۲۵۵	۰/۰۰۴۱	۶/۱۱۹۵	۰/۰۰۰۰
نسبت کیوتوبین همتایان * اعتماد بیش از حد مدیریتی	$Peer Q * OCEO$	۰/۰۰۶۹	۰/۰۰۱۵	۴/۳۶۱۲	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت	$SIZE$	۰/۰۰۵۴	۰/۰۰۰۷	۷/۳۸۹۲	۰/۰۰۰۰
جریان وجه نقد	CF	۰/۰۰۴۱	۰/۰۰۴۹	۰/۸۳۱۶	۰/۴۰۷۰

نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	BM	-۰/۰۰۳۷	۰/۰۰۴۵	-۰/۸۴۰۳	۰/۴۰۲۲
اهرم مالی	LEV	۰/۰۱۳۵	۰/۰۰۶۳	۲/۱۲۷۵	۰/۰۳۵۲
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	۰/۰۰۴۹	۰/۰۰۳۴	۱/۴۵۴۰	۰/۱۴۸۲
وجه نقد	CASH	۰/۰۴۷۹	۰/۰۱۹۹	۲/۴۰۶۷	۰/۰۱۷۴
رشد شرکت	GROWTH	-۰/۰۰۱۶	۰/۰۰۲۴	-۰/۶۶۵۱	۰/۵۰۷۰
تقسیم سود	DIVIDEND	۰/۰۱۲۰	۰/۰۰۴۷	۲/۵۲۳۱	۰/۰۱۲۸
نسبت بهره‌برداری از دارایی‌ها	AUR	۰/۰۰۳۹	۰/۰۰۰۷	۵/۳۵۲۶	۰/۰۰۰۰
نقدینگی	LIQUIDITY	۰/۰۰۲۰	۰/۰۰۰۷	۲/۶۴۴۶	۰/۰۰۹۱
اثرات سال و صنعت	کنترل شد	آماره F فیش		۵۹/۷۱۴۹	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۸۲۵	ضریب تعیین		۰/۶۹۴۱	

منبع: یافته‌های پژوهش

طبق نگاره (۵) احتمال آماره F کمتر از سطح خطای پنج درصد و مدل معنادار است. ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر با ۰/۶۸۲۵ است که بیانگر آن است حدود ۶۸ درصد از تغییرات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها توسط متغیرهای توضیحی و اثرات ثابت سال و صنعت مدل تبیین می‌شود. ضریب متغیر تعاملی نسبت کیوتوبین همتایان و اعتماد بیش از حد مدیریتی مثبت و برابر با ۰/۰۰۶۹ است. معناداری آماره t این ضریب برابر با ۰/۰۰۰۰ بوده که کمتر از سطح خطای ۵ درصد و معنادار است. علامت مثبت و معناداری این ضریب بیانگر آن است که اعتماد بیش از حد مدیریتی نقش تعدیلگر مثبتی در رابطه بین قیمت سهام همتایان و سرمایه‌گذاری شرکت ایفا می‌کند؛ به گونه‌ای که با افزایش سطح اعتماد بیش از حد مدیریتی، حساسیت سرمایه‌گذاری شرکت نسبت به قیمت سهام همتایان افزایش می‌یابد و فرضیه سوم بر اساس معیار جایگزین رد نمی‌شود. این نتایج نشان می‌دهد که اثر اعتماد بیش از حد مدیریتی می‌تواند به سنجه اندازه‌گیری آن وابسته باشد.

بحث و نتیجه‌گیری

این پژوهش با تمرکز بر حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به قیمت سهام همتایان و بررسی نقش تعدیلگر عملکرد همتایان و اعتماد بیش از حد مدیریتی انجام شده است. نتایج آزمون فرضیه اول نشان داد که قیمت سهام همتایان تأثیر مثبت و معناداری بر سرمایه‌گذاری شرکت دارد. این یافته بیانگر آن است که مدیران، تغییرات قیمت سهام همتایان را به عنوان نشانه اطلاعاتی از شرایط صنعت، فرصت‌های رشد و چشم‌انداز فعالیت‌های اقتصادی تلقی کرده و از آن در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری خود بهره می‌گیرند. به بیان دیگر، سرمایه‌گذاری شرکت‌ها نسبت به تحولات قیمت سهام همتایان حساسیت دارد. این نتیجه با دیدگاه اطلاعاتی بازار سرمایه همخوانی دارد و نشان

می‌دهد که قیمت سهام، افزون بر بازتاب ارزش گذاری سرمایه‌گذاران، حاوی اطلاعاتی است که می‌تواند بر تصمیمات شرکت‌ها اثرگذار باشد. یافته‌های پژوهش حاضر با نتایج مطالعات چن و همکاران (۲۰۰۷) و فوکالت و فرسارد (۲۰۱۴) و گونگ (۲۰۲۵) سازگار است که نشان می‌دهند مدیران از تغییرات قیمت سهام برای استخراج اطلاعات جدید و به‌روزرسانی انتظارات خود درباره فرصت‌های سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنند. همچنین، این نتیجه با شواهد لیری و روبرتز (۲۰۱۴) در خصوص نقش شرکت‌های هم‌تا در شکل‌دهی سیاست‌های مالی شرکت‌ها هم‌راستا است.

یافته‌های مربوط به فرضیه دوم نشان داد عملکرد هم‌تایان، رابطه بین قیمت سهام هم‌تایان و سرمایه‌گذاری شرکت را تقویت می‌کند. به گونه‌ای که اثر قیمت سهام بر تصمیمات سرمایه‌گذاری زمانی قوی‌تر است که هم‌تایان عملکرد بهتری داشته باشند. این نتیجه بیانگر آن است که مدیران در استفاده از اطلاعات بازار، گزینشی عمل می‌کنند و به شرکت‌هایی توجه دارند که به عنوان الگوهای موفق و معتبر در صنعت شناخته می‌شوند. این یافته با ادبیات یادگیری بین شرکتی و تقلید مبتنی بر اطلاعات همخوانی دارد. شرکت‌های با عملکرد برتر معمولاً به عنوان مرجع قابل اتکاتری برای تفسیر شرایط صنعت و شناسایی فرصت‌های سرمایه‌گذاری تلقی می‌شوند. نتایج پژوهش حاضر با یافته‌های گونگ (۲۰۲۵) و لیبرمن و آسابا (۲۰۰۶) همخوانی دارد.

نتایج آزمون فرضیه سوم نشان داد نقش تعدیل‌گر اعتماد بیش از حد مدیریتی بر حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به قیمت سهام هم‌تایان به نحوه اندازه‌گیری این ویژگی رفتاری وابسته است. به‌طور مشخص، در آزمون اصلی پژوهش که اعتماد بیش از حد مدیریتی با استفاده از شاخص مازاد سرمایه‌گذاری اندازه‌گیری شد، شواهد آماری کافی برای تأیید فرضیه سوم به دست نیامد؛ اما در آزمون استحکام، با استفاده از شاخص جایگزین مبتنی بر مخارج سرمایه‌ای، اثر تعدیل‌گر اعتماد بیش از حد مدیریتی معنادار و در جهت مورد انتظار مشاهده شد. این نتایج نشان می‌دهد نتیجه‌گیری درباره نقش اعتماد بیش از حد مدیریتی به معیار اندازه‌گیری این متغیر رفتاری وابسته است. رد شدن فرضیه در آزمون اصلی را می‌توان تا حد زیادی به محدودیت‌های شاخص مازاد سرمایه‌گذاری نسبت داد. این شاخص بر پایه باقیمانده یک رابطه رگرسیونی محاسبه می‌شود و علاوه بر اعتماد بیش از حد مدیریتی، ممکن است تحت تأثیر عواملی مانند فرصت‌های رشد، شرایط بازار، محدودیت‌های تأمین مالی و فروض مدل نیز قرار گیرد؛ از این‌رو، احتمال بروز تورش اندازه‌گیری در آن افزایش می‌یابد (پریرا و همکاران^۱، ۲۰۲۴؛ گرزو، ۲۰۲۰). همچنین، در شرایط تورمی اقتصاد ایران، افزایش

¹ Pereira et al.

اسمی ارزش دارایی‌ها و سایر متغیرهای مالی می‌تواند این شاخص را بیش از پیش از رفتار واقعی سرمایه‌گذاری مدیران فاصله دهد و توان آن را در انعکاس ویژگی‌های رفتاری کاهش دهد. در مقابل، شاخص مخارج سرمایه‌ای مستقیماً شدت سرمایه‌گذاری شرکت را منعکس می‌کند و نسبت به شاخص مازاد سرمایه‌گذاری کمتر تحت تأثیر فروض رگرسیونی و عوامل مداخله‌گر قرار دارد؛ از این رو، نتایج حاصل از این شاخص از قابلیت اتکای بیشتری برخوردار است. معنادار شدن اثر تعدیل‌گر اعتماد بیش از حد مدیریتی در آزمون استحکام نشان می‌دهد مدیران دارای اعتماد بیش از حد، نسبت به اطلاعات منعکس شده در قیمت سهام همتایان واکنش سرمایه‌گذاری قوی‌تری نشان می‌دهند. این یافته با مبانی نظری مالی رفتاری نیز سازگار است. هیتون (۲۰۰۲) و مالمندیر و تیت (۲۰۰۸) بیان می‌کنند که مدیران دارای اعتماد بیش از حد، بازده پروژه‌های سرمایه‌گذاری را خوش‌بینانه‌تر ارزیابی کرده، تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری دارند و کمتر تحت تأثیر ریسک‌های بالقوه قرار می‌گیرند.

از این رو، این مدیران برای ارزیابی فرصت‌های رشد و تأیید تصمیم‌های خود، وزن بیشتری به اطلاعات بیرونی، از جمله اطلاعات منعکس شده در قیمت سهام شرکت‌های همتا، به‌ویژه شرکت‌های موفق، می‌دهند. بنابراین، هرچند مبانی نظری از نقش اعتماد بیش از حد مدیریتی در تقویت حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به قیمت سهام همتایان حمایت می‌کند، نتایج این پژوهش نشان می‌دهد تأیید تجربی این انتظار تا حدی به شیوه اندازه‌گیری اعتماد بیش از حد مدیریتی بستگی دارد. به بیان دیگر، هنگامی که این ویژگی با شاخص‌های متفاوت اندازه‌گیری می‌شود، ممکن است نتایج متفاوتی به دست آید. از این رو، تفاوت نتایج حاصل از شاخص مازاد سرمایه‌گذاری و مخارج سرمایه‌ای را نباید به معنای رد مبانی نظری دانست، بلکه این تفاوت بیش از هر چیز بیانگر حساسیت نتایج به معیار اندازه‌گیری اعتماد بیش از حد مدیریتی است. این یافته نشان می‌دهد در پژوهش‌های مالی رفتاری، انتخاب شاخص مناسب برای سنجش ویژگی‌های رفتاری مدیران از اهمیت بالایی برخوردار است و می‌تواند بر نتیجه‌گیری‌های تجربی پژوهش اثرگذار باشد.

بر اساس یافته‌های فرضیه اول، پیشنهاد می‌شود مدیران در کنار اطلاعات مالی داخلی، تغییرات قیمت سهام شرکت‌های همتا را نیز به عنوان یکی از منابع اطلاعاتی در ارزیابی فرصت‌های سرمایه‌گذاری و تشخیص شرایط صنعت مدنظر قرار دهند؛ البته این اطلاعات باید در کنار اطلاعات بنیادی شرکت و سایر عوامل مؤثر بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مورد استفاده قرار گیرد. همچنین، با توجه به نتایج فرضیه دوم، پیشنهاد می‌شود در تحلیل اطلاعات بازار، به قیمت سهام شرکت‌های

همتایی که از عملکرد مطلوب تری برخوردارند توجه بیشتری شود؛ زیرا نتایج پژوهش نشان داد اطلاعات منعکس شده در قیمت سهام این شرکت‌ها نقش مؤثرتری در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سایر شرکت‌ها دارد. افزون بر این، با توجه به نتایج آزمون استحکام فرضیه سوم، پیشنهاد می‌شود هیئت‌مدیره‌ها و کمیته‌های سرمایه‌گذاری در ارزیابی تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مدیران، به نقش ویژگی‌های رفتاری مدیران نیز توجه داشته باشند؛ زیرا یافته‌ها نشان داد اعتماد بیش از حد مدیریتی می‌تواند حساسیت سرمایه‌گذاری نسبت به اطلاعات بازار را تقویت کند.

همچنین، به سازمان بورس و اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود با توسعه سامانه‌های مقایسه عملکرد شرکت‌های هم‌صنعت، ارتقای کیفیت افشای اطلاعات و فراهم کردن دسترسی آسان‌تر به اطلاعات مقایسه‌ای شرکت‌های همتا، زمینه استفاده مؤثرتر مدیران و سرمایه‌گذاران از اطلاعات بازار را فراهم کند. چنین اقداماتی می‌تواند به بهبود انتقال اطلاعات میان شرکت‌ها و در نهایت تخصیص کاراتر منابع در بازار سرمایه منجر شود.

با وجود این، یافته‌های پژوهش باید با در نظر گرفتن برخی محدودیت‌ها تفسیر شود. متغیر سرمایه‌گذاری در این پژوهش از تقسیم مخارج سرمایه‌ای بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها در پایان سال محاسبه گردید. اگرچه این معیار در ادبیات مالی به عنوان یکی از روش‌های متداول سرمایه‌گذاری مورد استفاده قرار می‌گیرد، اما ممکن است تحت تأثیر عواملی مانند واگذاری دارایی‌ها و رویه‌های حسابداری قرار گیرد. همچنین، اگرچه در مدل‌های پژوهش اثرات ثابت صنعت و سال کنترل شده است، پویایی تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و آثار بلندمدت اطلاعات بازار بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به طور مستقیم بررسی نشده است. از سوی دیگر، متغیر *Peer Q* بر پایه نسبت کیوتوبین اندازه‌گیری شده و در شرایط تورمی اقتصاد ایران ممکن است علاوه بر فرصت‌های رشد و انتظارات بازار، از فاصله میان ارزش دفتری و ارزش اقتصادی دارایی‌ها نیز تأثیر پذیرد؛ بنابراین، نتایج مربوط به این متغیر باید با در نظر گرفتن این محدودیت تفسیر شود. همچنین، با توجه به اینکه جامعه آماری پژوهش به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران محدود بوده است، تعمیم نتایج به سایر بازارها یا شرکت‌های خارج از بورس باید با احتیاط انجام شود.

با توجه به این محدودیت‌ها، پیشنهاد می‌شود پژوهش‌های آینده از سنجش‌های جایگزین سرمایه‌گذاری و اعتماد بیش از حد مدیریتی استفاده کنند تا میزان پایداری نتایج در برابر معیارهای مختلف اندازه‌گیری بررسی شود. همچنین، بررسی سازوکار انتقال اطلاعات قیمت سهام همتایان به تصمیم‌های واقعی سرمایه‌گذاری، از طریق عواملی مانند عدم تقارن اطلاعاتی، هزینه تأمین مالی،

کیفیت حاکمیت شرکتی و شدت رقابت در صنعت، نیز می‌تواند به توسعه ادبیات این حوزه کمک کند. افزون بر این، انجام پژوهش‌های مشابه در سایر بازارهای سرمایه و مقایسه نتایج با بورس اوراق بهادار تهران، امکان ارزیابی میزان تعمیم‌پذیری یافته‌های پژوهش را فراهم خواهد کرد.

ملاحظات اخلاقی

این پژوهش با رعایت کامل اصول اخلاق پژوهش انجام شده و نویسندگان اصالت علمی مقاله، صحت داده‌ها و نتایج، و نبود هرگونه جعل، تحریف یا سرقت علمی را تأیید می‌کنند.

مشارکت نویسندگان

تمامی نویسندگان در کلیه مراحل پژوهش، از طراحی و اجرا تا تحلیل داده‌ها و نگارش مقاله، مشارکت فعال داشته‌اند.

تعارض منافع

به اظهار نویسندگان، این مقاله فاقد هرگونه تعارض منافع مالی، سازمانی یا فردی است.

حامی مالی

این پژوهش بدون دریافت هرگونه حمایت مالی از نهادهای دولتی یا خصوصی انجام شده است.

References

- Aaron, A., Jia, X., & Ng, J. (2022). Peers' disclosure of investment plans and market feedback to managers. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4265273>
- Ahmadianfar, F. (2022). Examining the relationship between managerial optimism and investment-cash flow sensitivity: The moderating role of audit committee gender. *Accounting and Management Outlook*, 5(67), 94–106. https://www.jamv.ir/article_158879.html (In Persian)
- Aiken, L. S., & West, S. G. (1991). *Multiple regression: Testing and interpreting interactions*. Sage Publications.
- Ali-Rind, A., Boubaker, S., & Jarjir, S. L. (2023). Peer effects in financial economics: A literature survey. *Research in International Business and Finance*, 64, Article 101873. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2022.101873>
- Angrist, J. D., & Pischke, J.-S. (2009). *Mostly harmless econometrics: An empiricist's companion*. Princeton University Press. <https://doi.org/10.2307/j.ctvc4j72>
- Bahari, F. (2025). Investigating the impact of corporate governance on investment sensitivity to cash flow changes: Evidence from companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Strategic Studies in Financial Management and Insurance*, 2(1), 50–66. <https://doi.org/10.22105/SSFMI.V2I1.71> (In Persian)
- Bai, J., Philippon, T., & Savov, A. (2016). Have financial markets become more informative? *Journal of Financial Economics*, 122(3), 625–654. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2023889>

- Bai, M. (2022). An empirical study on the relationship between stock price information and enterprise innovation management based on information learning mechanism. *Computational Intelligence and Neuroscience*, 2022, Article 9425405. <https://doi.org/10.1155/2022/9425405>
- Bandarian, A., Kianifar, A., & Emami Dehcheshmeh, S. (2024). The interactive role of financial constraints on the relationship between opportunistic related-party transactions and investment–cash flow sensitivity and financing in the Tehran Stock Exchange. *Accounting and Management Outlook*, 7(98), 196–218. <https://doi.org/10.30495/QJMA.2024.218619.1099> .(In Persian)
- Bergh, D. D., Connelly, B. L., Ketchen, D. J., Jr., & Shannon, L. M. (2014). Signalling theory and equilibrium in strategic management research: An assessment and a research agenda. *Journal of Management Studies*, 51(8), 1334–1360. <https://doi.org/10.1111/joms.12097>
- Berk, J. B., & DeMarzo, P. M. (2023). *Corporate finance* (6th ed.). Pearson Education.
- Bloomfield, M. J., Heinle, M. S., & Timmermans, O. (2024). Relative performance evaluation and strategic peer-harming disclosures. *Journal of Accounting Research*, 62(3), 877–933. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12543>
- Brambor, T., Clark, W. R., & Golder, M. (2006). Understanding interaction models: Improving empirical analyses. *Political Analysis*, 14(1), 63–82. <https://doi.org/10.1093/pan/mpi014>
- Burkhard, B., Sirén, C., van Essen, M., Grichnik, D., & Shepherd, D. A. (2023). Nothing ventured, nothing gained: A meta-analysis of CEO overconfidence, strategic risk taking, and performance. *Journal of Management*, 49(8), 2629–2666. <https://doi.org/10.1177/01492063221110203>
- Bustamante, M. C., & Frésard, L. (2021). Does firm investment respond to peers' investment? *Management Science*, 67(8), 4703–4724. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2020.3695>
- Chen, G., Crossland, C., & Luo, S. (2015). Making the same mistake all over again: CEO overconfidence and corporate resistance to corrective feedback. *Strategic Management Journal*, 36(10), 1513–1535. <https://doi.org/10.1002/smj.2291>
- Chen, Q., Goldstein, I., & Jiang, W. (2007). Price informativeness and investment sensitivity to stock price. *The Review of Financial Studies*, 20(3), 619–650. <https://doi.org/10.2139/ssrn.451322>
- Chen, S., & Ma, H. (2017). Peer effects in decision-making: Evidence from corporate investment. *China Journal of Accounting Research*, 10(2), 167–188. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2016.11.002>
- Coutts, A., Gerhards, L., & Murad, Z. (2024). What to blame? Self-serving attribution bias with multi-dimensional uncertainty. *The Economic Journal*, 134(661), 1835–1874. <https://doi.org/10.1093/ej/ueae005>
- da Silva, P. P. (2021). Do managers pay attention to the market? A review of the relationship between stock price informativeness and investment. *Journal of Multinational Financial Management*, 59, Article 100675. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2020.100675>
- Dastgir, M., Saeedi, R., Bataghva, H., & Zivdar, Z. (2013). The effect of operating cash flows and firm size on capital investment decisions of companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Empirical Research in Accounting*, 2(1), 1–16. <https://doi.org/10.22051/JERA.2013.536> .(In Persian)

- Edmans, A., Jayaraman, S., & Schneemeier, J. (2017). The source of information in prices and investment-price sensitivity. *Journal of Financial Economics*, 126(1), 74–96. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.06.007>
- Farajzadeh Dehkordi, H., & Dehghan Dehnavi, A. (2025). The effect of peer firms on the timing of financial statement disclosure. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 22(85), 207–236. <https://doi.org/10.22054/qjma.2025.82491.2624> .(In Persian)
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., & Petersen, B. C. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988(1), 141–195. <https://doi.org/10.2307/2534426>
- Foroughi, D., & Mozani, N. (2018). The effect of managerial overconfidence on firm value. *Journal of Financial Accounting Knowledge*, 4(4), 65–83. (In Persian) https://jfak.journals.ikiu.ac.ir/article_1310.html?lang=en
- Foroughi, D., Hamidian, N., & Asadi Amirabadi, N. (2024). The effect of peer firms' financial reporting tone on corporate investment: The moderating role of disclosure quality and industry competition. *Advances in Accounting (Shiraz University)*, 16(2), 169–210. <https://doi.org/10.22099/jaa.2025.51844.2471>. (In Persian)
- Foucault, T., & Fresard, L. (2012). Cross-listing, investment sensitivity to stock price and the learning hypothesis. *Review of Financial Studies*, 25(11), 3305–3350. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhs093>
- Foucault, T., & Fresard, L. (2014). Learning from peers' stock prices and corporate investment. *Journal of Financial Economics*, 111(3), 554–577. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.11.006>
- García-Sánchez, I. M., Araujo, D. J. C., & Enciso-Alfaro, S. Y. (2025). What do we need to know about the CEO's personality traits? A review on the influence on strategic and sustainability decisions. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 32(3), 4081–4134. <https://doi.org/10.1002/csr.3173>
- Gelman, A. (2008). Scaling regression inputs by dividing by two standard deviations. *Statistics in Medicine*, 27(15), 2865–2873. <https://doi.org/10.1002/sim.3107>
- Gigler, F. (1994). Self-enforcing voluntary disclosures. *Journal of Accounting Research*, 32(2), 224–240. <https://doi.org/10.2307/2491283>
- Gong, R. (2025). Peers' performance and sensitivity of investment to peers' stock price: Examining the moderating role of CEO overconfidence. *Journal of Business Research*, 186, Article 114948. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2024.114948>
- Grennan, J. (2019). Dividend payments as a response to peer influence. *Journal of Financial Economics*, 131(3), 549–570. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.01.012>
- Grežo, M. (2021). Overconfidence and financial decision-making: A meta-analysis. *Review of Behavioral Finance*, 13(3), 276–296. <https://doi.org/10.1108/RBF-01-2020-0020>
- Heaton, J. B. (2002). Managerial optimism and corporate finance. *Financial Management*, 31(2), 33–46. <https://doi.org/10.2139/ssrn.71411>
- Hirshleifer, D., Low, A., & Teoh, S. H. (2012). Are overconfident CEOs better innovators? *The Journal of Finance*, 67(4), 1457–1498. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1598021>
- Hu, W., Zhang, X., & He, Y. (2024). Cash flow sensitivity of cash: When should we use it to measure financial constraints? *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 62(2), 637–682. <https://doi.org/10.1007/s11156-023-01219-3>

- Huang, R., Tan, K. J. K., & Faff, R. (2016). CEO overconfidence and corporate debt maturity. *Journal of Corporate Finance*, 36, 93–110. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.11.006>
- Huang, Y. (2021). Research on the impact of managers and investors' overconfidence on investment efficiency—The moderation of stock price fluctuation. In J. Xu, F. P. García Márquez, M. H. Ali Hassan, G. Duca, A. Hajiyev, & F. Altiparmak (Eds.), *Proceedings of the Fifteenth International Conference on Management Science and Engineering Management* (pp. 749–760). Springer. https://doi.org/10.1007/978-3-030-79203-9_57
- Jeon, H. J. (2023). CEO overconfidence: A dual-detriment to investment-price sensitivity via market negligence and reduced informed trading. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 19(3), Article 100378. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2023.100378>
- Jiang, L., Kim, J. B., & Pang, L. (2011). Control-ownership wedge and investment sensitivity to stock price. *Journal of Banking & Finance*, 35(11), 2856–2867. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.03.010>
- Joudaki, M., Ghanbari, S., & Kabiri, M. T. (2025). Examining the relationship between peer firms' performance and tax avoidance of firms operating in the same geographical region. *Accounting and Auditing Studies*, 14(53), 107–126. <https://doi.org/10.22034/iaas.2025.222699>. (In Persian)
- Joudaki, Y., Khalili, Y., & Rahmati, L. (2023). Examining the moderating effect of leader and young firms in the industry on the relationship between peer firms' performance and corporate investment based on information asymmetry and competitiveness theories. *Advances in Accounting*, 15(2), 71–104. <https://doi.org/10.22099/jaa.2024.48344.2369>. (In Persian)
- Kaplan, S. N., & Zingales, L. (1997). Do investment–cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *The Quarterly Journal of Economics*, 112(1), 169–215. <https://doi.org/10.1162/003355397555163>
- Kaustia, M., & Rantala, V. (2015). Social learning and corporate peer effects. *Journal of Financial Economics*, 117(3), 653–669. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.06.006>
- Khodadad, S., & Saei, S. (2022). The effect of agency costs on the relationship between ownership structure and investment–cash flow sensitivity. *Accounting and Management Outlook*, 5(59), 56–74. <https://doi.org/10.30495/QJMA.2022.6059.3245>. (In Persian)
- Lan, Y., Xian, J., & Bai, N. (2024). Digital technology adoption and investment sensitivity to stock price. *Economics Letters*, 243, Article 111935. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2024.111935>
- Leary, M. T., & Roberts, M. R. (2014). Do peer firms affect corporate financial policy? *The Journal of Finance*, 69(1), 139–178. <https://doi.org/10.1111/jofi.12094>
- Li, G., & Zhu, K. (2024). Private information and investment-q sensitivity: Evidence from new products. *China Journal of Accounting Research*, 17(1), Article 100344. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2024.100344>
- Li, J., & Lin, Y. E. (2022). Firm-level strategic competition and peer effects in corporate investment among Chinese firms. *Journal of Systems Science and Systems Engineering*, 31(6), 753–774. <https://doi.org/10.1007/s11518-022-5547-3>

- Lieberman, M. B., & Asaba, S. (2006). Why do firms imitate each other? *Academy of Management Review*, 31(2), 366–385. <https://doi.org/10.5465/amr.2006.20208686>
- Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 20–43. <https://doi.org/10.2139/ssrn.470788>
- Malmendier, U., Tate, G., & Yan, J. (2011). Overconfidence and early-life experiences. *Journal of Finance*, 66(5), 1687–1733. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01685.x>
- Olsson, H. (2014). Measuring overconfidence: Methodological problems and statistical artifacts. *Journal of Business Research*, 67(8), 1766–1770. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2014.03.002>
- Pereira, C., Castro, B., Gomes, L., & Canha, H. (2024). Firms' investment level and (in)efficiency: The role of accounting information system quality. *International Journal of Financial Studies*, 12(1), Article 9. <https://doi.org/10.3390/ijfs12010009>
- Rajabalizadeh, J. (2023). CEO overconfidence and financial reporting complexity: Evidence from textual analysis. *Management Decision*, 61(13), 356–385. <https://doi.org/10.1108/MD-06-2023-1033>
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40. <https://doi.org/10.2307/3003485>
- Rostami Mazouei, N. (2024). Investigating the effect of cash flow management on firm performance: The mediating role of the business cycle in companies listed in the Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing With Applications*, 1(2), 103–114. <https://doi.org/10.22105/aaa.v1i2.39>. (In Persian)
- Saeedi, J., & Seraj, S. (2024). Economic policy uncertainty and investment–cash flow sensitivity. *Journal of Modern Research Approaches in Management and Accounting*, 8(29), 1104–1115. <https://doi.org/10.30495/MRA.2024.29.110>. (In Persian)
- Seo, H. (2021). Peer effects in corporate disclosure decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 71(1), Article 101364. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2773675>
- Shamsi, F., & Jahanshad, A. (2019). The effect of managerial overconfidence based on investment and capital expenditures on risk and capital productivity indices. *Financial Management Strategy*, 7(27), 123–146. <https://doi.org/10.22051/jfm.2018.19679.1650>. (In Persian)
- Shamsi, R., & Binaei, M. M. (2025). The impact of peer corporate sustainability performance on corporate sustainability performance. *Financial and Behavioral Researches in Accounting*, 5(3), 134–156. <https://doi.org/10.30486/FBRA.2025.140407011218933>. (In Persian)
- Smii, H., Kouki, M., & Soltani, H. (2021). Managerial overconfidence and investment decision: Empirical validation in the Tunisian context. *International Journal of Finance and Banking Research*, 7(4), 82–94. <https://doi.org/10.11648/j.ijfbr.20210704.11>
- Su, F., Zhai, L., & Liu, J. (2023). Do MD&A risk disclosures reduce stock price crash risk? Evidence from China. *International Journal of Financial Studies*, 11(4), Article 147. <https://doi.org/10.3390/ijfs11040147>

- Tadini, N. S. (2021). *The effect of peer firms on investment decisions and operating cash flows: Evidence from the chemical industry* [Master's thesis, Ershad Institute of Higher Education]. (In Persian)
- Taghizadeh Khaneghah, V., & Badavar-Nahandi, Y. (2020). The relationship between managerial overconfidence, internal financing, and investment efficiency. *Accounting Knowledge*, 11(41), 209–238. <https://doi.org/10.22103/jak.2020.13748.2944>. (In Persian)
- Tesar, J. (2020). How do social norms and expectations about others influence individual behavior? A quantum model of self/other-perspective interaction in strategic decision-making. *Foundations of Science*, 25(1), 135–150. <https://doi.org/10.1007/s10699-019-09582-y>
- Van der Velde, P. H. (2017). *What is the effect of CEO overconfidence on firm value*. Erasmus University Rotterdam.
- Xu, L. (2021). Stock price informativeness and managerial inefficiency. *International Review of Economics & Finance*, 74, 348–364. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2021.03.006>
- Yeoh, L. Y., & Wood, A. (2011). *Overconfidence, competence and trading activity*. University of Essex.
- Yin, X., Li, J., Li, D., Ren, Y., & Wang, G. (2023). Social norms in managerial decision-making: Psychological and/or neural perspectives. *Frontiers in Psychology*, 13, Article 1099149. <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2022.1099149>
- Zell, E., Krizan, Z., & Alicke, M. D. (2020). The better-than-average effect in comparative self-evaluation: A comprehensive review and meta-analysis. *Psychological Bulletin*, 146(2), 118–149. <https://doi.org/10.1037/bul0000218>
- Zeynali, A., & Aghabeygi, M. (2019). The relationship between CEO overconfidence and firm returns and earnings management in firms listed on the Tehran Stock Exchange. *Accounting and Management Outlook*, 2(10), 67–87. https://www.jamv.ir/article_91187.html (In Persian)
- Zhang, X., Song, Y., & Liao, Q. (2023). Geographical peer effect in serial mergers and acquisitions: The influence of social learning and director network. *PLOS ONE*, 18(12), Article e0294950. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0294950>
- Zhu, D. H., & Chen, G. (2014). CEO narcissism and the impact of prior board experience on corporate strategy. *Administrative Science Quarterly*, 60(1), 31–65. <https://doi.org/10.1177/0001839214554989>