



Relationship between Stock Over-Valuation and Corporate Debt Costs with Considering the Moderator Variable of Information Asymmetry

Alireza Momeni¹, Neda Sadat Nooralizadeh Asl², Ali Asghar Salehi³

Received: 2019/01/12

Accepted: 2019/05/17

Research Paper

Abstract

Companies need to attract funds to finance their projects that can finance through borrowing, loan, or issue of Musharekat. Companies create debts to attract the capital that lenders or loan providers should trust the company and be sure of their refund. This would motivates managers to price their stock more than real value. Since creditors oversee borrower's companies, they can detect over-valuation and increase the interest for over-valued companies. According to what has been said, the purpose of this study is to investigate the relationship between over-valuation and debt cost in Listed Companies in Tehran Stock Exchange. Statistical population of this research included 92 companies Listed in Tehran Stock Exchange for the period 1391-1396 are surveyed. In order to find answers to research questions, combined data method is used. Also for data analysis and extracting of research results, multivariate regression model was used. The results of testing the research hypotheses show that over-valuation, increases the cost of corporate debt but information asymmetry does not exacerbate this relationship.

Keywords: Debt Cost, Information Asymmetry, Overvaluation.

JEL classification: G32, G21.

DOI: 10.22051/ijar.2020.24032.1479

¹ Assistant Professor of Accounting, Payame Noor University of Tehran, Tehran, Iran. (momeni50688@gmail.com)

² MSc of Accounting, Payame Noor University, West Tehran Branch, Tehran, Iran. (neda.nooralizadeh@gmail.com) Corresponding author

³ Teacher Payame Noor University of Tehran, Tehran, Iran.(alias_saleh@yahoo.com)

<http://ijar.alzahra.ac.ir>



بیش‌ارزش‌گذاری سهام بر هزینه بدهی شرکت‌ها با در نظر

گرفتن متغیر تعدیل‌گر عدم‌تقارن اطلاعاتی

علیرضا مومنی^۱، علی‌اصغر صالحی^۲، نداسادات نورعلیزاده اصل^۳

تاریخ دریافت: ۹۷/۱۰/۲۲

تاریخ پذیرش: ۹۸/۰۱/۲۸

مقاله پژوهشی

چکیده

شرکت‌ها برای تأمین مالی پروژه‌های خود نیاز به جذب وجوه دارند که از طریق بازار سرمایه، استقراض، دریافت وام و یا انتشار اوراق مشارکت انجام می‌شود. شرکت‌ها برای جلب سرمایه مورد نیاز خود به ایجاد بدهی می‌پردازند که بابت دریافت آن قرض‌دهندگان یا تسهیلات‌دهندگان باید به شرکت اعتماد داشته و از بازپرداخت وجه خود مطمئن باشند. بنابراین، این امر موجب ایجاد انگیزه در مدیران می‌گردد تا سهامشان را بیشتر از ارزش واقعی قیمت‌گذاری نمایند، اما از آنجایی که بستانکاران ناظر بر شرکت‌های قرض‌گیرنده هستند، می‌توانند وجود بیش‌ارزش‌گذاری را تشخیص دهند و بهره را برای شرکت‌های بیش‌ارزش‌گذاری شده افزایش دهند. با توجه به موارد گفته شده هدف از انجام این پژوهش بررسی رابطه بین بیش‌ارزش‌گذاری و هزینه بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. جامعه آماری این پژوهش ۹۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۶ است. به منظور یافتن پاسخ سوالات تحقیق از روش داده‌های ترکیبی بهره گرفته شده است. همچنین، برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و استخراج نتایج پژوهش، از مدل رگرسیون چندمتغیره استفاده شده است. نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که بیش‌ارزش‌گذاری باعث افزایش هزینه بدهی شرکت می‌شود، اما عدم‌تقارن اطلاعاتی این رابطه را تشدید نمی‌کند.

واژه‌های کلیدی: بیش‌ارزش‌گذاری، هزینه بدهی، عدم‌تقارن اطلاعاتی

طبقه‌بندی موضوعی: G21, G32

10.22051/ijar.2020.24032.1479:DOI

^۱ استادیار، دانشگاه پیام نور تهران (momeni50688@gmail.com)

^۲ مدرس دانشگاه پیام نور تهران (alias_saleh@yahoo.com)

^۳ کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه پیام نور تهران غرب، تهران، ایران (نویسنده مسئول) (meda.nooralizadeh@gmail.com)

<http://ijar.alzahra.ac.ir>

مقدمه

در چند سال اخیر بازارهای مالی معتبر جهان شاهد رسوایی‌های بسیاری بوده است و بسیاری از مدیران متقلب راهی زندان شده‌اند. جنسن (۲۰۰۵)، اعتقاد دارد که بیش‌ارزش‌گذاری شکلی از هزینه‌های نمایندگی است که در کوتاه‌مدت سبب تأمین منافع مدیریت می‌گردد، اما در بلندمدت سبب نابودی ارزش شرکت می‌شود.

منابع مورد نیاز برای تحصیل دارایی‌ها می‌تواند از طریق سهامداران یا اعتباردهندگان تأمین شود. در عمل تضاد منافع میان این دو گروه یعنی سهامداران و اعتباردهندگان باعث ایجاد مشکلات نمایندگی شده که هزینه نمایندگی را افزایش می‌دهد (رحیمیان و همکاران، ۱۳۹۵). بازار سرمایه کارا ممکن است هزینه‌های نمایندگی ناشی از منازعه بهره بین مدیران، سهامداران و بستانکاران خارجی را از بین ببرد. با این حال، موارد واقعی ثابت کرده‌اند که بازار سهام ممکن است در برآورد خود دچار گمراهی و سوپیه شود. چنانچه بازیگران بازار سرمایه به طور عقلایی رفتار نموده و اطلاعات یکسانی داشته باشند، قیمت‌ها همواره تمامی اطلاعات موجود در ارزش ذاتی سهام را نشان می‌دهد، اما از آنجایی که در واقعیت، شرایط رقابت کامل در بازار وجود ندارد، علاوه بر نقش عرضه و تقاضا، عوامل دیگری نظیر تصمیم‌های غیرمنطقی سرمایه‌گذاران نیز بر تعیین قیمت‌ها اثر می‌گذارد. بنابراین، این عوامل به عدم انطباق قیمت سهام با ارزش ذاتی آن منجر می‌شود (مرادی و محمودی، ۱۳۹۰). مصادیق مالی رفتاری که از آن به عنوان ناهنجاری‌های بازار یاد می‌شود بیان‌کننده عدم رفتار منطقی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه است که به ایجاد واگرایی قیمت سهام از ارزش ذاتی آن منجر می‌گردد (شفیر و تیلر، ۲۰۰۶). این واگرایی قیمت سهام در دو حالت بیش‌ارزش‌گذاری و کم‌ارزش‌گذاری مطرح است. اگر قیمت سهام بالاتر از ارزش ذاتی آن باشد، بیش‌ارزش‌گذاری ایجاد می‌شود (فرانکل و لی، ۱۹۹۸). اگر قیمت سهام از ارزش ذاتی آن کمتر باشد کم‌ارزش‌گذاری صورت گرفته است.

دلیل اصلی این که چرا بازارهای گمراه نمی‌توانند نوع جدیدی از مشکل نمایندگی را حل کنند، این است که سهام بیش‌ارزش‌گذاری شده، منافع مدیران و سهامداران را به‌طور همزمان در بر می‌گیرد و پاداش متصل به بازار، ثروت مدیران و سهامداران را همزمان افزایش می‌دهد. تعیین اینکه آیا سازوکار امکان‌پذیری برای حل این مشکل وجود دارد، زمانی که بازار شکست می‌خورد، بسیار مهم است. از سوی دیگر، شرکت‌ها برای تأمین مالی پروژه‌های خود نیاز به

جذب وجوه دارند که می‌توانند تأمین مالی را از طریق استقراض، دریافت وام یا انتشار اوراق مشارکت انجام دهند. بنابراین، تأمین‌کنندگان مالی به توانایی شرکت در پرداخت هزینه بدهی توجه زیادی دارند. بدین ترتیب مدیران شرکت‌ها سعی می‌کنند تا با بیش‌ارزش‌گذاری سهام شرکت، توانایی و اعتبار شرکت را در پرداخت بدهی‌ها مطلوب نشان دهند (بریلی و مارکوس، ۲۰۱۲). فرض می‌شود که بستانکاران می‌توانند وجود بیش‌ارزش‌گذاری را تشخیص دهند و بهره را برای شرکت‌های بیش‌ارزش‌گذاری شده افزایش دهند (جنسن، ۲۰۰۵). علاوه بر این، در صورتی که عدم‌تقارن‌اطلاعاتی وجود داشته باشد، وام‌دهندگان هزینه‌های بیشتری را در جمع‌آوری و تأیید اطلاعات ارائه شده توسط شرکت قرض‌گیرنده متحمل خواهند شد (درین و همکاران، ۲۰۱۶). بنابراین، پیش‌بینی می‌شود در صورت وجود عدم‌تقارن‌اطلاعاتی، افزایش هزینه توسط وام‌دهنده بیشتر شود. همچنین، در این پژوهش فرض می‌شود که عدم‌تقارن‌اطلاعاتی که توسط منابع مختلف ارزیابی می‌شود، رابطه مثبت بین بیش‌ارزش‌گذاری و افزایش بهره وام بانکی را افزایش می‌دهد. بنابراین، با توجه به مطالب فوق، پژوهش حاضر به دنبال پاسخگویی به این سوال است که آیا بیش‌ارزش‌گذاری سهام تأثیری بر هزینه بدهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد یا خیر؟ و اینکه این تأثیر هنگامی که عدم‌تقارن‌اطلاعاتی وجود دارد چگونه است؟

با توجه به مبانی مطرح شده در این تحقیق تلاش می‌شود ارتباط بین بیش‌ارزش‌گذاری سهام و هزینه بدهی شرکت‌ها با در نظر گرفتن متغیر تعدیل‌گر عدم‌تقارن‌اطلاعاتی برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گیرد.

در ادامه با توجه به موضوع تحقیق که، تأثیر بیش‌ارزش‌گذاری سهام بر هزینه بدهی شرکت‌ها با در نظر گرفتن متغیر تعدیل‌گر عدم‌تقارن‌اطلاعاتی است، فرضیاتی جهت پاسخ به سؤالات تحقیق تدوین خواهد شد که تحقیق به دنبال رد یا پذیرش آنها خواهد بود. بنابراین، در ابتدا به بررسی مبانی نظری و پیشینه پژوهش می‌پردازیم. سپس، فرضیه‌ها، مدل‌های پژوهش و چگونگی آزمون فرضیات مطرح خواهد شد و در انتها، نتایج آزمون مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد.

مبانی نظری

بیش‌ارزش‌گذاری چیست؟

بیش‌ارزش‌گذاری زمانی رخ می‌دهد که قیمت سهام یک شرکت در بازار به صورت معنی‌داری از ارزش واقعی آن بیشتر باشد (جنسن، ۲۰۰۵). این تعریف به این معنی است که این شرکت‌ها قادر نیستند خود را از کاهش قیمت شدید در آینده نجات دهند، مگر اینکه به صورت شانس‌ی و اتفاقی عملکردشان بتواند قیمت سهام آنها را توجیه کند. در واقع احتمال وقوع چنین شانس‌ی بسیار اندک است. بنابراین، مدیران باید انتظار داشته باشند که بزودی قیمت سهام شرکت تحت مدیریتشان دچار افت شدید شود، اما آنها می‌توانند با ایجاد آگاهی در بین بازار و جامعه از بروز صدمات سنگین جلوگیری کنند. در دو دهه اخیر در بازارهای مالی جهان، حجم زیادی از بیش‌ارزش‌گذاری رخ داد (جنسن، ۲۰۰۳). جامعه اغلب فکر می‌کند که چگونه با وجود این همه تکنولوژی نوین، ارتباط از راه دور و اینترنت، بیش‌ارزش‌گذاری رخ می‌دهد؟ اما این بیش‌ارزش‌گذاری ناشی از ناتوان بودن سیستم‌های ارتباطی نیست، بلکه از رفتار حيله-گرانه و داده‌های دستکاری شده توسط مدیریت، رفتار ساده لوحانه سرمایه‌گذاران، از بین رفتن اخلاق حاکم بر رابطه نمایندگی و ناتوانی عناصر کنترلی همانند حساب‌رسان، بازرسان بورس و قانون‌گذاران (که تعدادی از این عناصر کنترلی به صورت عامدانه در شکل-گیری این اخبار نادرست و دستکاری اطلاعات که سبب بیش‌ارزش‌گذاری می‌شود، شرکت دارند)، می‌باشد (جنسن، ۲۰۰۳). در این زمان، مدیران و اعضای هیئت مدیره با شناخت از این نیروی سازمان‌یافته، نقشه بیش‌ارزش‌گذاری را برای نابودی شرکت می‌کشند. بنابراین، باید با ایجاد آگاهی در مدیران، این شناخت را در آنها ایجاد کرد که از افتادن در این تله و نابودی ارزش شرکت خودداری نمایند (جنسن، ۲۰۰۵).

هزینه بدهی

هزینه بدهی هزینه‌ای است که شرکت بابت وجوه تأمین شده از طریق وام یا انتشار اوراق قرضه بلندمدت، متحمل می‌شود. مزیت مهم هزینه‌های پرداخت شده بابت بدهی‌ها نسبت به سایر منابع مالی، این است که جزء هزینه‌های قابل قبول مالیاتی است. بنابراین، قسمتی از این هزینه‌ها از طریق کاهش مالیات پرداختی به نوعی به واحد تجاری برگشت داده می‌شود و مزیت

دیگر آن این است که نسبت به سهام عادی و سهام ممتاز یک منبع تأمین مالی ارزان قیمت محسوب می‌شود (احمد پور و همکاران، ۱۳۸۹).

تأمین مالی از طریق بدهی به علت صرفه‌جویی مالیاتی و نرخ پایین‌تر آن در مقایسه با بازده مورد انتظار سهامداران، راه‌حل مطلوب‌تری برای تأمین مالی محسوب می‌شود، اما آنچه برای اعتباردهندگان در خصوص اعطای وام اهمیت دارد، توان پرداخت اصل و بهره وام و اعتبارات پرداختی توسط وام‌گیرنده است (امیری و محمدی‌خوزوقی، ۱۳۹۱). عموماً، یکی از راهکارهایی که اعتباردهندگان جهت ارزیابی توان پرداخت اصل و بهره وام به آن توجه می‌کنند، بررسی صورت‌های مالی شرکت‌ها است.

نظریه عدم تقارن اطلاعاتی

تئوری عدم تقارن اطلاعاتی، موضوعی مهم و بحث‌برانگیز در ادبیات مالی است. پایه‌های این تئوری در دهه ۱۹۷۰ توسط سه محقق بزرگ اقتصادی، جورج آکرلوف، مایکل اسپنس و جوزف استیلیتز، بنا نهاده شد. آکرلوف نشان داد که اطلاعات نامتقارن می‌تواند احتمال انتخاب نادرست را در بازارها افزایش دهد. مقاله ۱۹۷۰ آکرلوف با عنوان بازار نابسامان، پژوهشی با اهمیت در ادبیات اقتصادی محسوب می‌شود. ایده او ساده، اما ژرف و فراگیر است و آثار متعدد و کاربرد گسترده دارد. در این پژوهش، آکرلوف اولین تحلیل رسمی از بازارهایی را که با مشکل اطلاعاتی انتخاب نادرست مواجه‌اند، معرفی کرد. او نوعی بازار کارا را معرفی می‌کند که در آن به اصطلاح رایج، فروشنده، اطلاعات بیشتری از خریدار دارد. آکرلوف به کمک فرضیه علمی نشان داد که مشکل اطلاعاتی ممکن است موجب توقف کل بازار شود یا به صورت انقباضی، بازار را به انتخاب نادرست محصولات کم کیفیت سوق دهد. اسپنس نشان داد که تحت شرایطی معین افراد مطلع‌تر در بازار می‌توانند با انتقال اطلاعات خود به افراد غیرمطلع، مشکلات ناشی از انتخاب نادرست را برطرف نمایند. استیلیتز نشان داد که گاه یک کارگزار غیرمطلع می‌تواند از طریق غربال اطلاعات، بهتر از یک کارگزار مطلع، اطلاعات کسب کند. ویلیام اسکات در کتاب تئوری حسابداری مالی، عدم تقارن اطلاعاتی را مزیت اطلاعاتی برخی از طرف‌های معامله نسبت به سایرین در یک دادوستد بازرگانی تعریف می‌کند. بدون شک عدم تقارن اطلاعاتی مهمترین مفهوم در حسابداری مالی است. اسکات، یکی از

اثرات وجود اطلاعات نامتقارن را اخلاص در عملکرد درست بازارها معرفی نمود. عدم تقارن اطلاعاتی ممکن است باعث شود که ارزش‌های بازار برابر با ارزش‌های فعلی نباشد (جهان‌شاد و همکاران، ۱۳۹۴).

بیش‌ارزش‌گذاری سهام، عدم تقارن اطلاعاتی و تأثیر آنها بر هزینه بدهی

عدم تقارن اطلاعاتی پدیده‌ای منفی است که به طور معمول در بازار اوراق بهادار نیز رخ می‌دهد و زمانی به وجود می‌آید که یک طرف از قرارداد یا معامله از اطلاعات بیشتری آگاهی داشته باشد، به شرط اینکه از این اطلاعات به طور مؤثر در هنگام برقراری ارتباط با طرف دیگر استفاده نماید (کلارکسون و همکاران، ۲۰۰۷). شرکت‌های با ارزش‌گذاری بالای سهام فاقد توانایی عملیاتی لازم در دستیابی به سطحی از عملکرد هستند که منعکس‌کننده قیمت واحد تجاری است (ایزدی‌نیا و میرزایی، ۱۳۹۴). از سوی دیگر شرکت‌ها برای تأمین مالی پروژه‌های خود نیاز به جذب وجوه دارند که می‌توانند تأمین مالی را از طریق استقراض، دریافت وام یا انتشار اوراق مشارکت انجام دهند. هزینه بدهی نشان‌دهنده بازده مورد انتظار وام‌دهندگان است. بنابراین، تأمین‌کنندگان مالی به توانایی شرکت در پرداخت هزینه بدهی توجه زیادی دارند. بدین ترتیب مدیران شرکت‌ها سعی می‌کنند تا با بیش‌ارزش‌گذاری سهام شرکت، توانایی و اعتبار شرکت را در پرداخت بدهی‌ها مطلوب نشان دهند (بریلی و مارکوس، ۲۰۱۲). مدیر یک شرکت بیش‌ارزش‌گذاری شده، نمی‌تواند به سادگی به بازار اطلاع دهد که سهامش بیش‌ارزش‌گذاری شده است. بنابراین، آنها ممکن است، عملکرد گزارش خود را برای توجیه افزایش قیمت سهام خود بهتر جلوه دهند. شرکت‌ها برای جلب سرمایه مورد نیاز خود نیاز به ایجاد بدهی دارند که قرض‌دهندگان یا تسهیلات‌دهندگان باید به شرکت اعتماد داشته و از بازپرداخت وجه خود مطمئن باشند. بنابراین، این امر موجب ایجاد انگیزه در مدیران می‌گردد تا سهامشان را بیشتر از ارزش واقعی قیمت‌گذاری نمایند. از آنجاییکه بستانکاران ناظر بر شرکت‌های قرض‌گیرنده هستند (کمپیل و کراکاو، ۱۹۸۰)، در این پژوهش فرض می‌شود که بستانکاران می‌توانند وجود بیش‌ارزش‌گذاری را تشخیص دهند و بهره را برای شرکت‌های بیش‌ارزش‌گذاری شده افزایش دهند. همانطور که توسط جنسن (۲۰۰۵) نشان داده شد، بیش‌ارزش‌گذاری را می‌توان به منازعات نمایندگی نسبت داد که باعث می‌شود تا مدیران اقدام به مدیریت سود نمایند که تحت

آن کیفیت اطلاعات مالی شرکت کاهش و در نتیجه ارزش شرکت از آن آسیب می‌بیند. علاوه بر این، در صورتی که عدم تقارن اطلاعاتی وجود داشته باشد، وام‌دهندگان هزینه‌های بیشتری را در جمع‌آوری و تأیید اطلاعات ارائه شده توسط شرکت قرض‌گیرنده متحمل خواهند شد. بنابراین، پیش‌بینی می‌شود در صورت وجود عدم تقارن اطلاعاتی، افزایش هزینه توسط وام‌دهنده بیشتر شود.

پیشینه پژوهش

بیگلر و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر نقدشوندگی و هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ پرداختند. نمونه آماری آنها متشکل از ۱۴۱ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بود. یافته‌های پژوهش آنها ضمن تأیید فرضیه‌های پژوهش حاکی از این است که عدم تقارن اطلاعاتی بر نقدشوندگی سهام تأثیر معنی‌داری ندارد. همچنین، عدم تقارن اطلاعاتی بر هزینه سهام تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد. به عبارت دیگر، واحدهای تجاری که از نظر عدم تقارن اطلاعاتی، دارای فرصت سرمایه‌گذاری بهتری هستند، عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه کمتری را تجربه می‌نمایند.

خسروی و کیامهر (۱۳۹۵) در تحقیقی به بررسی رابطه بین هزینه سرمایه بدهی و توانایی پیش‌بینی سودهای آتی توسط سرمایه‌گذاران در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. برای آزمون فرضیه‌های این پژوهش، اطلاعات ۱۴۵ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ استفاده شد. نتایج حاصل از پژوهش حاکی از وجود رابطه معنی‌داری بین هزینه بدهی و توانایی پیش‌بینی سودهای آتی توسط سرمایه‌گذاران است.

شیرنژاد و حسنیکلوانی (۱۳۹۵) پژوهشی را با عنوان "بررسی رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، انجام دادند. نتایج حاصل از آزمون‌های انجام شده، حاکی از آن است که بین عدم تقارن اطلاعاتی و اهرم بازار، اهرم دفتری و هزینه سرمایه رابطه معنی‌داری وجود ندارد، اما بین عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه بدهی رابطه معنی‌داری وجود دارد.

پیام و عظیمی (۱۳۹۵) در پژوهش خود به بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر هزینه سرمایه شرکت‌ها پرداختند. نتایج حاصل از بررسی ۹۴ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۳ با استفاده از داده‌های ترکیبی حاکی از آن است که بین عدم تقارن اطلاعاتی و دو معیار هزینه سرمایه یعنی هزینه سرمایه سهام عادی و هزینه بدهی رابطه معنادار وجود دارد، اما بین عدم تقارن اطلاعاتی و دو معیار دیگر هزینه سرمایه یعنی هزینه سرمایه سود انباشته و میانگین موزون هزینه سرمایه رابطه معنی‌داری وجود نداشت. با توجه به نتایج فوق، می‌توان بیان نمود که تعریف عملیاتی هزینه سرمایه بر وجود یا عدم وجود رابطه مذکور اثرگذار است.

کرم‌نیا و رضایی (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی رابطه بین بیش‌اطمینانی مدیران با سررسید بدهی‌ها و هزینه بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. برای انجام این پژوهش، داده‌های ۱۳۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴، به‌عنوان نمونه تحقیق مورد بررسی قرار گرفت. نتایج تحقیق حاکی از وجود رابطه مثبت و معنادار بین بیش‌اطمینانی مدیران و تأمین مالی از طریق بدهی‌های کوتاه‌مدت است. همچنین، سایر یافته‌های این پژوهش نیز نشان می‌دهد که رابطه منفی و معنی‌داری بین هزینه‌های بدهی و بیش‌اطمینانی مدیران وجود دارد.

ایزدی‌نیا و میرزایی (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی تأثیر ارزش‌گذاری بالای سهام بر رابطه بین کیفیت حسابرسی و اقلام تعهدی اختیاری پرداختند. جامعه آماری پژوهش آنان شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نمونه آماری پژوهش شامل ۱۵۳ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۲ است. نتایج نشان می‌دهد که اثر تعاملی ارزش‌گذاری بالای سهام و معیارهای کیفیت حسابرسی مثبت و معنادار است. این بدان معنی است که میزان اقلام تعهدی اختیاری در شرکت‌های با ارزش‌گذاری بالا کاهش می‌یابد و حساب‌برسان با کیفیت بالا، میزان اقلام تعهدی اختیاری در شرکت‌های با ارزش‌گذاری بالا را کاهش نمی‌دهند.

ولی‌پور و دادو (۱۳۹۴) پژوهشی را با عنوان بررسی رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه انجام دادند. نتایج پژوهش نشان داد که عدم تقارن اطلاعاتی ارتباط مثبت و معنی‌داری با هزینه سرمایه سهام عادی و هزینه بدهی دارد.

چایو و شو (۲۰۱۶) در پژوهش خود تحت عنوان "بیش‌ارزش‌گذاری و هزینه بدهی بانکی"، رابطه بین بیش‌ارزش‌گذاری سهام و هزینه بهره وام‌های بانکی شرکت‌های تایوان برای سال‌های ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۲ را بررسی کردند. آنها در این پژوهش به این نتیجه رسیدند که بیش‌ارزش‌گذاری همبستگی مثبتی با افزایش بهره وام بانکی دارد. استدلال آنها این است که بانک‌ها می‌توانند بر شرکت‌ها نظارت کرده و بیش‌ارزش‌گذاری را تشخیص دهند و در برابر آن واکنش نشان دهند. یکی از این واکنش‌ها افزایش بهره وام بانکی اعطایی به شرکت‌ها می‌باشد. علاوه بر این، رابطه مثبت افزایش بهره وام و بیش‌ارزش‌گذاری برای شرکت‌هایی که با عدم تقارن اطلاعاتی شدید ظاهر می‌شوند، چشمگیرتر است، اما این رابطه مثبت برای شرکت‌هایی که پیش از دریافت وام، سهام عرضه کرده‌اند، ضعیف‌تر است.

لی و ریچی (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان "هموارسازی سود و هزینه بدهی"، دریافتند که شرکت‌ها با هموارسازی سود بالاتر، هزینه بدهی پایین‌تری دارند. نتایج این پژوهش همچنین، نشان می‌دهد که اثر هموارسازی سود بر کاهش هزینه بدهی در شرکت‌های با ابهام اطلاعاتی بیشتر و ریسک در ماندگی بزرگتر، قوی‌تر است.

درین و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه بدهی پرداختند. نتایج پژوهش آنها حاکی از آن بود که عدم تقارن اطلاعاتی با هزینه بدهی سازگار است و رابطه معنی‌داری بین عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه بدهی وجود دارد.

ویلیام گائو و فیفی ژو (۲۰۱۵) در تحقیقی رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و ساختار سرمایه را در بین کشورها مورد بررسی قرار دادند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که شرکت‌ها با سطح بالای اطلاعات نامتقارن، تمایل بیشتری به استفاده از هزینه بدهی دارند و کمتر از بدهی‌های بلندمدت استفاده می‌کنند. علاوه بر این، کشورهای با بخش‌های بانکداری توسعه‌یافته ارتباط مثبتی بین اطلاعات نامتقارن و اهرم بازار را نشان دادند.

پتاچی (۲۰۱۵) در مطالعه خود با عنوان "عدم تقارن اطلاعاتی و ساختار سرمایه: افشاء صادقانه قوانین"، از افشاء صادقانه قوانین به عنوان تکانه بیرونی به محیط اطلاعاتی برای تعیین رابطه علی عدم تقارن اطلاعاتی بر رفتار مالی شرکت استفاده نمود. این پژوهشگر دریافت که شرکت‌هایی

که سطح بالایی از عدم تقارن اطلاعاتی دارند، در مقایسه با شرکت‌هایی با سطح پایین عدم تقارن اطلاعاتی، بعد از افشاء صادقانه قوانین، بدهی خود را افزایش می‌دهند.

وی دو (۲۰۱۳) در پژوهش خود به بررسی ارزش‌گذاری غیر واقعی بر عدم شفافیت مالی و ریسک کاهش ارزش سهام پرداخت. شواهد و مدارک بدست آمده نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که به طور غیر واقعی ارزش‌گذاری شده‌اند تمایل بیشتری به مدیریت سود دارند و به این دلیل این کار را انجام می‌دهند که اطلاعات شرکت را از سهامداران مخفی نگه دارند. علاوه بر این، نرخ بازده سهام گزارش شده شرکت‌هایی که غیر واقعی ارزش‌گذاری شده‌اند، بیش از نرخ بازده سهام کنترل نشده توسط مدیریت است. همچنین، شرکت‌هایی که غیر واقعی ارزش‌گذاری شده‌اند، بیشتر در معرض ریسک افت ارزش سهام قرار دارند.

کامپلو و گراهام (۲۰۱۳) تأثیر حباب‌های قیمتی سهام را بر روی تصمیمات سرمایه‌گذاری، تأمین مالی و نگهداشت وجه نقد شرکت‌های آمریکایی بررسی کردند. تعداد نمونه مورد بررسی آنها ۱۹۴۳ شرکت و دوره زمانی پژوهش آنها طی سال‌های ۱۹۷۳ تا ۲۰۰۳ بود. نتایج رابطه مثبت و معنی‌داری بین قیمت‌های حبابی و نگهداشت وجه نقد برای شرکت‌های دچار محدودیت مالی، را نشان داد. همچنین، نتایج حاصل از بررسی تأثیر قیمت‌های حبابی بر روی انتشار سهام توسط شرکت‌ها نشان می‌دهد که شرکت‌های دچار محدودیت مالی در واکنش به قیمت‌های حبابی، سهام بیشتری منتشر می‌نمایند.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: بیش‌ارزش‌گذاری سهام بر افزایش هزینه بدهی تأثیر دارد.

فرضیه دوم: عدم تقارن اطلاعاتی، تأثیر بیش‌ارزش‌گذاری بر افزایش هزینه بدهی را تشدید می‌کند.

روش پژوهش

این پژوهش بر اساس هدف از نوع بنیادی و از لحاظ روش گردآوری اطلاعات از نوع میدانی و کتابخانه‌ای و از لحاظ اجرا و روش‌شناسی، از نوع پس‌رویدادی است و به دنبال بررسی متغیرهای مختلف با استفاده از اطلاعات تاریخی است. اطلاعات مربوط به چارچوب نظری با

استفاده از مطالعات کتابخانه‌ای از قبیل مطالعه پایان‌نامه‌های کارشناسی ارشد، مجلات تحقیقات مالی و حسابرسی و بخش عمده‌ای از طریق جستجو در اینترنت و مراجعه به مراکز علمی دانشگاهی صورت پذیرفته است. اطلاعات مورد نیاز به منظور بررسی و آزمون فرضیه‌ها از صورت‌های مالی حسابرسی شده مندرج در سامانه اطلاع‌رسانی بورس اوراق بهادار تهران بدست آمده است.

جامعه آماری پژوهش

جامعه آماری تحقیق، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۹۱ تا پایان سال ۱۳۹۶ است. تعداد نمونه مورد مطالعه در این تحقیق با استفاده از روش غربالگری و با توجه به معیارهای زیر انتخاب شد: الف) به لحاظ افزایش توان مقایسه، دوره‌های مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد؛ ب) شرکت‌ها می‌بایست جزء شرکت‌های سرمایه‌گذار، بانک‌ها، هلدینگ، لیزینگ و واسطه‌گری مالی نباشند؛ ج) اطلاعات مالی شرکت‌ها برای محاسبه متغیرهای تحقیق در دوره زمانی مذکور به طور کامل در دسترس باشد؛ د) قبل از سال ۱۳۹۱ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند؛ ه) شرکت‌ها در دوره مورد بررسی، توقف معاملاتی نداشته و تغییر سال مالی نداده باشند. با محدودیت‌های در نظر گرفته شده، تعداد شرکت‌های حائز شرایط از کل شرکت‌ها با انجام روش غربال‌گری به ۹۲ شرکت رسید.

متغیرها و نحوه محاسبه آنها

متغیر وابسته

$Debt\ Cost_{i,t}$: نسبت هزینه بدهی است که در پژوهش حاضر نسبت هزینه بدهی از رابطه ۱ بدست می‌آید.

$$Debt\ Cost_{i,t} = \frac{\text{مجموع هزینه‌های تأمین مالی (بهره)}}{\text{مجموع بدهی‌ها}} \quad (۱)$$

متغیر مستقل

$OV_{i,t-1}$: بیش ارزش گذاری سهام در سال گذشته که یک متغیر دامی است. برای اندازه گیری آن بر اساس روش هامز و اسکانتز (۲۰۱۰) و هامز و همکاران (۲۰۱۳) از نسبت قیمت به سود هر سهم (P/E) استفاده شده است. در هر سال ابتدا شرکت‌ها بر مبنای P/E سال گذشته خود از کوچک به بزرگ مرتب می‌شوند. سپس به پنجگانه‌های با اندازه مساوی تقسیم می‌شوند، به طوری که در اولین پنجگانه شرکت‌های با بالاترین نسبت P/E قرار دارند. شرکت‌هایی که در هر سال در پنجگانه اول قرار گیرند به عنوان شرکت‌های با ارزش گذاری بالا شناخته می‌شوند و عدد یک را اختیار کرده و مابقی عدد صفر می‌گیرند.

متغیرهای کنترلی

$LnMVA_{i,t}$: لگاریتم طبیعی ارزش بازار دارایی‌های شرکت در سال t است. ارزش بازار دارایی‌های شرکت برابر با ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به علاوه ارزش دفتری بدهی‌های شرکت است.

$Profit_{i,t}$: سودآوری شرکت است که تحت رابطه ۲ محاسبه شده است.

$$Profit_{i,t} = \frac{\text{سود خالص}}{\text{مجموع دارایی‌ها}} \quad (۲)$$

$LEVi,t$: اهرم شرکت است که تحت رابطه ۳ محاسبه شده است.

$$LEVi,t = \frac{\text{مجموع بدهی‌ها}}{\text{مجموع دارایی‌ها}} \quad (۳)$$

$TANGi,t$: مشهود بودن دارایی‌های شرکت است که تحت رابطه ۴ محاسبه شده است.

$$TANGi,t = \frac{\text{خالص دارایی ثابت مشهود}}{\text{مجموع دارایی‌ها}} \quad (۴)$$

$Ln Debt_{i,t}$: اندازه بدهی برابر با لگاریتم طبیعی بدهی‌های شرکت در سال t است.

$Maturity_{i,t}$: سررسید بدهی که تحت رابطه ۵ محاسبه شده است.

$$Maturity_{i,t} = \frac{\text{بدهی‌های کوتاه مدت}}{\text{مجموع بدهی‌ها}} \quad (۵)$$

مدل تحلیلی آزمون فرضیه‌های پژوهش

جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش، مدل‌های رگرسیونی تحت رابطه ۶ و ۷ ارائه شده است.

مدل رگرسیونی فرضیه اول

$$\text{Debt Cost}_{i,t} = B_0 + B_1 \text{OV}_{i,t-1} + B_2 \ln \text{MVA}_{i,t} + B_3 \text{Profit}_{i,t} + B_4 \text{LEV}_{i,t} + B_5 \text{TANG}_{i,t} + B_6 \ln \text{Debt}_{i,t} + B_7 \text{Maturity}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

مدل رگرسیونی فرضیه دوم

$$\text{Debt Cost}_{i,t} = B_0 + B_1 \text{OV}_{i,t-1} + B_2 \text{ASY}_{i,t} + B_3 \text{ASY}_{i,t} \cdot \text{OV}_{i,t-1} + B_4 \ln \text{MVA}_{i,t} + B_5 \text{Profit}_{i,t} + B_6 \text{LEV}_{i,t} + B_7 \text{TANG}_{i,t} + B_8 \ln \text{Debt}_{i,t} + B_9 \text{Maturity}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

که در این روابط $\text{Debt Cost}_{i,t}$ برابر با نسبت هزینه بدهی، $\text{OV}_{i,t-1}$ برابر با بیش‌ارزش‌گذاری سهام در سال گذشته، $\ln \text{MVA}_{i,t}$ برابر با لگاریتم طبیعی ارزش بازار دارایی‌های شرکت در سال t ، $\text{Profit}_{i,t}$ برابر با سودآوری شرکت، $\text{LEV}_{i,t}$ برابر با اهرم شرکت، $\text{TANG}_{i,t}$ برابر با اندازه دارایی‌های مشهود یا ثابت شرکت، $\text{Maturity}_{i,t}$ برابر با سررسید بدهی‌های شرکت و در نهایت $\text{ASY}_{i,t}$ برابر با عدم تقارن اطلاعاتی است.

بررسی آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در نگاره ۱ نشان داده شده است

نگاره (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
هزینه بدهی	۰/۰۶۴۷	۰/۰۶۰۴	۰/۲۰۴۰	۰/۰۰۰	۰/۰۴۲۱	۰/۵۱۶۴	۲/۸۲۰۷
بیش‌ارزش‌گذاری	۰/۱۹۵۷	۰/۰۰۰	۱	۰/۰۰۰	۰/۳۹۷۱	۱/۵۳۴۴	۳/۳۵۳۴
اهرم مالی	۰/۵۶۸۶	۰/۵۷۵۲	۱/۱۸۸۹	۰/۰۹۰۲	۰/۱۷۶۴	-۰/۳۰۴۹	۲/۸۶۲۹
لگاریتم بدهی‌ها	۱۳/۵۵۹۷	۱۳/۴۸۷۳	۱۸/۷۴۵۹	۱۰/۳۹۳۱	۱/۵۶۵۲	۰/۶۰۱۶	۳/۶۱۲۱
لگاریتم ارزش بازار دارایی‌ها	۱۴/۶۲۷۸	۱۴/۴۴۹۵	۱۹/۲۷۱۲	۱۱/۱۰۹۶	۱/۵۲۸۲	۰/۷۷۱۰	۳/۶۹۷۴
سودآوری	۰/۱۲۲۹	۰/۱۰۴۳	۰/۶۲۶۸	-۰/۴۰۰۳	۰/۱۳۷۱	۰/۶۱۷۲	۴/۹۸۸۷
دارایی‌های ثابت مشهود	۰/۲۵۷۶	۰/۲۲۲۵	۰/۸۰۱۱	۰/۰۱۹۰	۰/۱۷۸۳	۰/۸۷۱۵	۳/۰۸۲۴

نام متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
سررسید بدهی	۰/۸۸۷۳	۰/۹۲۶۵	۱	۰/۳۹۰۷	۰/۱۰۷۹	-۱/۶۸۸۸	۵/۹۸۸۹
عدم تقارن اطلاعاتی	۰/۰۲۶۳	۰/۰۱۷۴	۰/۲۹۷۰	۰/۰۰۰	۰/۰۲۹۳	۳/۱۳۳۳	۲۰/۲۴۴۶
عدم تقارن اطلاعاتی - بیش ارزش گذاری	۰/۰۰۵۷	۰/۰۰۰	۰/۱۹۳۵	۰/۰۰۰	۰/۰۱۸۶	۵/۳۳۳۶	۳۹/۲۳۷۰

منبع: یافته‌های پژوهش

بررسی مانایی متغیرهای پژوهش

یک متغیر وقتی مانا است که میانگین، واریانس و کواریانس آن در طول زمان ثابت باقی بماند. در این پژوهش متغیر بیش ارزش-گذاری (OV) مقادیر صفر و یک دارد و نیاز به بررسی مانایی ندارد. نتایج آزمون مانایی در نگاره ۲ درج گردیده است.

نگاره (۲): نتایج آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

نتیجه	آزمون «فیلیس-پرون»		نماد	نام متغیر
	احتمال	آماره		
مانا	۰/۰۰۰	۲۷۱/۷۵۴	DEBTCOST	هزینه بدهی
مانا	۰/۰۰۲۲	۲۴۳/۴۵۸	LEV	اهرم مالی
مانا	۰/۰۰۰	۲۹۷/۰۳۵	LNDEBT	لگاریتم بدهی‌ها
مانا	۰/۰۰۰	۳۰۶/۹۶۹	LN MVA	لگاریتم ارزش بازار دارایی‌ها
مانا	۰/۰۰۰۱	۲۶۴/۶۴۰	PROFIT	سودآوری
مانا	۰/۰۰۰	۳۷۸/۵۹۴	TANG	دارایی‌های ثابت مشهود
مانا	۰/۰۰۰	۳۴۵/۴۷۳	MATURITY	سررسید بدهی
مانا	۰/۰۰۰	۳۰۶/۸۱۷	ASY	عدم تقارن اطلاعاتی
مانا	۰/۰۰۰	۱۷۲/۶۱۰	ASY_OV	عدم تقارن اطلاعاتی و بیش ارزش گذاری

منبع: یافته‌های پژوهش

بر اساس آزمون «فیلیس-پرون» چون مقدار احتمال همه متغیرها کمتر از ۵ درصد است، همه متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی در دوره پژوهش در سطح ۵ درصد مانا بوده و نیازی به آزمون

هم جمعی وجود ندارد. بنابراین، مشکل رگرسیون کاذب در ضرایب برآوردی وجود نخواهد داشت.

آزمون‌های انتخاب نوع مدل (F لیمر و هاسمن)

مدل رگرسیون پژوهش با استفاده از داده‌های ترکیبی برآورد گردیده است. ابتدا به منظور انتخاب بین روش‌های داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی، از آزمون F لیمر استفاده شد. اگر احتمال آزمون F لیمر کوچک‌تر از ۵ درصد باشد، از داده‌های تابلویی و در غیر این صورت از داده‌های تلفیقی استفاده خواهد شد. در صورتی که داده‌ها بصورت تابلویی باشند، برای بررسی این موضوع که آیا عرض از مبدأ به صورت اثرات ثابت است، یا اینکه در ساختار واحدهای مقطعی به صورت تصادفی عمل می‌کند، از آزمون هاسمن استفاده شد. اگر احتمال آزمون هاسمن کوچک‌تر از ۵ درصد باشد، فرض صفر (اثرات تصادفی) رد می‌شود و اثرات ثابت انتخاب می‌شود (اشرف زاده و مهرگان، ۱۳۸۷). نگاره ۳ نتایج آزمون F لیمر مدل فرضیه‌های پژوهش را نشان می‌دهد.

نگاره (۳): نتایج آزمون F لیمر فرضیه‌های پژوهش

متغیرها	نوع آزمون	آماره	احتمال	نتیجه
مدل فرضیه اول	F لیمر	۳۱/۵۹۶۳۷۲	۰/۰۰۰	تابلویی
مدل فرضیه دوم	F لیمر	۳۲/۲۵۷۱۳۲	۰/۰۰۰	تابلویی

منبع: یافته‌های پژوهش

از آنجا که احتمال آزمون F لیمر کمتر از ۵ درصد است، به منظور برآورد مدل‌های پژوهش از روش داده‌های تابلویی استفاده خواهد شد. با توجه به نتایج آزمون F لیمر، لازم است آزمون هاسمن برای تعیین نوع داده‌های تابلویی انجام گیرد.

نگاره (۴): نتایج آزمون هاسمن فرضیه‌های پژوهش

متغیرها	نوع آزمون	آماره	احتمال	نتیجه
مدل فرضیه اول	هاسمن	۲۹/۲۲۹۱۰۸	۰/۰۰۰۱	اثرات ثابت
مدل فرضیه دوم	هاسمن	۳۰/۴۸۵۲۲۲	۰/۰۰۳۴	اثرات ثابت

بنابراین، با توجه به اینکه احتمال به دست آمده از آزمون هاسمن کمتر از ۵ درصد است، مدل‌های پژوهش برای آزمون فرضیات بر اساس رویکرد داده‌های تابلویی با اثرات ثابت تخمین زده می‌شود.

تجزیه و تحلیل نتایج حاصل از برآورد فرضیه‌های پژوهش

فرضیه نخست این پژوهش بدین صورت است که بیش‌ارزش‌گذاری سهام برافزایش هزینه بدهی شرکت تأثیر دارد. برای تأیید این فرضیه انتظار می‌رود که در سطح اطمینان مورد نظر ضریب برآوردی متغیر بیش‌ارزش‌گذاری سهام (OV) مثبت باشد. به منظور آزمون این فرضیه، از رابطه زیر استفاده شده است.

$$\text{Debt Cost}_{i,t} = B_0 + B_1 \text{OV}_{i,t} + B_2 \ln \text{MVA}_{i,t} + B_3 \text{Profit}_{i,t} + B_4 \text{LEV}_{i,t} + B_5 \text{TANG}_{i,t} + B_6 \ln \text{Debt}_{i,t} + B_7 \text{Maturity}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

نگاره شماره ۵ نتایج حاصل از برآورد رابطه فوق بعد از اعمال روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) برای رفع ناهمسانی واریانس را نشان می‌دهد.

نگاره (۵): نتایج برآورد فرضیه اول

نام متغیر	نماد	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره آزمون t	احتمال آزمون t
عرض از مبدا	C	۰/۰۳۱۳۳۹	۰/۰۲۰۸۲۶	۱/۵۰۴۸۲۵	۰/۱۳۳۱
بیش‌ارزش‌گذاری	OV	۰/۰۰۳۴۷۹	۰/۰۰۱۴۵۵	۲/۳۹۱۱۳۲	۰/۰۱۷۲
اهرم مالی	LEVERAGE	۰/۰۱۰۶۸۳	۰/۰۰۹۰۳۶	۱/۱۸۲۲۸۸	۰/۲۳۷۷
اندازه بدهی‌ها	LNDEBT	۰/۰۰۰۸۵۱	۰/۰۰۲۷۳۴	۰/۳۱۱۰۹۲	۰/۷۵۵۹
اندازه شرکت	LN MVA	۰/۰۰۲۴۳۸	۰/۰۰۱۸۵۲	۱/۳۱۶۴۱۴	۰/۱۸۸۷
سودآوری	PROFIT	-۰/۰۱۴۰۴۶	۰/۰۰۷۳۸۴	-۱/۹۰۲۲۷۶	۰/۰۵۷۸
دارایی‌های ثابت مشهود	TANG	-۰/۰۰۴۲۱۵	۰/۰۰۸۳۰۱	-۰/۵۰۷۷۴۳	۰/۶۱۱۹
سررسید بدهی	MATURITY	-۰/۰۲۰۰۲۹	۰/۰۰۹۶۵۶	-۲/۰۷۴۳۰۸	۰/۰۳۸۶
ضریب تعیین		۰/۹۲۸۴۰۳	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۹۱۲۹۱۴
آماره F		۵۹/۹۳۹۹۴	احتمال آماره F		۰/۰۰۰
دوربین واتسون		۱/۶۱۱۸۹۴			

منبع: یافته‌های پژوهش

همان گونه که نتایج نشان می دهد سطح معنی داری برای متغیر بیش ارزش گذاری (OV) برابر با ۰/۰۱ است که کمتر از سطح خطای مورد نظر یعنی ۵ درصد است. این موضوع بدین معنی است که بیش ارزش گذاری از نظر آماری به طور معنی داری بر هزینه بدهی اثر می گذارد. با توجه به این که ضریب همبستگی محاسبه شده برای متغیر (OV) برابر با ۰/۰۳۴۷۹ بدست آمده، ارتباط بین این متغیر با هزینه بدهی شرکت، مثبت است. بنابراین، فرضیه حاضر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد نخواهد شد. به عبارتی، شرکت های عضو نمونه با بیش ارزش گذاری، دارای هزینه بدهی بیشتری هستند. در میان متغیرهای کنترلی متغیر سررسید بدهی شرکت (MATURITY) رابطه معنی داری با هزینه بدهی شرکت دارد. همچنین، ضریب تعیین این مدل تقریباً ۰/۹۲ است.

نگاره (۶): نتایج برآورد فرضیه دوم

نام متغیر	نماد	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره آزمون t	احتمال آزمون t
عرض از مبدا	C	۰/۰۳۵۹۰۸	۰/۰۲۰۳۶۹	۱/۷۶۲۹۱۶	۰/۰۷۸۶
بیش ارزش گذاری	OV	۰/۰۰۲۸۵۷	۰/۰۰۲۰۸۱	۱/۳۷۳۳۳۴	۰/۱۷۰۳
عدم تقارن اطلاعاتی	ASY	۰/۱۱۲۵۱۶	۰/۰۳۳۱۶۷	۳/۳۹۲۴۲۱	۰/۰۰۰۸
عدم تقارن اطلاعاتی - بیش ارزش گذاری	ASY_OV	۰/۰۰۴۵۹۷	۰/۰۴۷۶۲۱	۰/۰۹۶۵۳۱	۰/۹۲۳۱
اهرم مالی	LEVERAGE	۰/۰۱۰۰۴۵	۰/۰۰۹۰۹۲	۱/۱۰۴۸۲۳	۰/۲۶۹۸
اندازه بدهی ها	LNDEBT	۰/۰۰۰۶۵۳	۰/۰۰۲۷۲۶	۰/۲۳۹۶۲۱	۰/۸۱۰۷
اندازه شرکت	LN MVA	۰/۰۰۲۲۳	۰/۰۰۱۸۴۸	۱/۲۰۶۸۵۸	۰/۲۲۸۱
سودآوری	PROFIT	-۰/۰۱۲۶۴۷	۰/۰۰۷۴۱۳	-۱/۷۰۶۱۸۱	۰/۰۸۸۷
دارایی های ثابت مشهود	TANG	-۰/۰۰۱۷۴۲	۰/۰۰۸۱۶۹	-۰/۲۱۳۱۹۲	۰/۸۳۱۳
سررسید بدهی	MATURITY	-۰/۰۲۲۴۶۳	۰/۰۰۹۶۳۶	-۲/۳۳۱۰۱۱	۰/۰۲۰۲
ضریب تعیین		۰/۹۲۹۹۹۴	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۹۱۴۴۷۲
آماره F		۵۹/۹۱۳۲۷	احتمال آماره F		۰/۰۰۰
دوربین واتسون		۱/۵۹۲۶۱۷			

منبع: یافته های پژوهش

این عدد نشان می دهد که ۹۲ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی مذکور قابل تبیین است. مقدار احتمال یا سطح معنی داری F برابر ۰/۰۰۰۰ است و چون این مقدار کمتر از ۵ درصد است، فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می شود. به عبارتی،

مدل رگرسیونی معنادار است و از اعتبار بالایی برای برآزش فرضیه پژوهش برخوردار است. مقدار آماره دوربین واتسون ۱/۶۱۱۸۹۴ است که حاکی از آن است که بین اجزای مدل، خودهمبستگی سریالی وجود ندارد و بین جملات باقیمانده (اخلال) مدل، ارتباط و همبستگی وجود ندارد. بنابراین، استقلال اجزای خطا تأیید می‌شود.

فرضیه دوم این پژوهش بدین صورت است که عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر بیش‌ارزش‌گذاری بر افزایش هزینه بدهی را تشدید می‌کند. برای تأیید این فرضیه انتظار می‌رود که در سطح اطمینان مورد نظر ضریب برآوردی متغیر عدم تقارن اطلاعاتی و بیش‌ارزش‌گذاری سهام (ASY_OV) مثبت باشد. به منظور آزمون این فرضیه، از رابطه زیر استفاده شده است.

$$\text{Debt Cost}_{i,t} = B_0 + B_1 \text{OV}_{i,t-1} + B_2 \text{ASY}_{i,t} + B_3 \text{ASY}_{i,t} \cdot \text{OV}_{i,t-1} + B_4 \ln \text{MVA}_{i,t} + B_5 \text{Profit}_{i,t} + B_6 \text{LEV}_{i,t} + B_7 \text{TANG}_{i,t} + B_8 \ln \text{Debt}_{i,t} + B_9 \text{Maturity} + \varepsilon_{i,t}$$

نگاره شماره ۶ نتایج حاصل از برآورد رابطه فوق بعد از اعمال روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) برای رفع ناهمسانی واریانس را نشان می‌دهد.

نتایج نشان می‌دهد سطح معنی‌داری برای متغیر عدم تقارن اطلاعاتی و بیش‌ارزش‌گذاری سهام (ASY_OV) بیشتر از ۵ درصد است که نشان می‌دهد متغیر تعدیل‌گر عدم تقارن اطلاعاتی، تأثیر بیش‌ارزش‌گذاری بر افزایش هزینه بدهی را تشدید نمی‌کند. بنابراین، فرضیه دوم پژوهش رد شد. مقدار احتمال یا سطح معنی‌داری F برابر ۰/۰۰۰ است و چون این مقدار کمتر از ۵ درصد است، فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود. به عبارتی، مدل رگرسیونی معنادار است و از اعتبار بالایی برای تبیین رابطه بین متغیرها برخوردار است.

نتیجه‌گیری

نتایج پژوهش برای فرضیه اول نشان می‌دهد که ضریب برآوردی برای متغیر بیش‌ارزش‌گذاری، مثبت و از لحاظ آماری معنی‌دار است. بنابراین، فرضیه‌ی حاضر در سطح اطمینان ۵ درصد تأیید می‌شود. نتایج این پژوهش برای فرضیه اول، مشابه نتایجی است که در پژوهش چایو و شو (۲۰۱۷) به دست آمده است. نتایج پژوهش ویلسون و وو (۲۰۱۵) که بر اساس

اطلاعات تایوان و در بازه‌ی زمانی ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۲ انجام شده است نیز نشان می‌دهد که بیش ارزش‌گذاری، همبستگی مثبتی با افزایش بهره تسهیلات بانکی دارد.

نتایج پژوهش برای بررسی اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر تشدید رابطه بین بیش‌ارزش‌گذاری بر هزینه بدهی شرکت‌ها، نشان می‌دهد که ضریب برآوردی برای متغیر عدم تقارن اطلاعاتی و بیش‌ارزش‌گذاری از لحاظ آماری معنی‌دار نیست. بنابراین، فرضیه‌ی حاضر در سطح اطمینان ۵ درصد، رد شد. نتایج آزمون این فرضیه در بورس اوراق بهادار تهران، مشابه نتایج پژوهش چایو و شو (۲۰۱۷) است که نشان داد عدم تقارن اطلاعاتی، رابطه مثبت بین بیش‌ارزش‌گذاری و افزایش بهره تسهیلات بانکی را افزایش نمی‌دهد.

پیشنهادات

با توجه به نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه اول، به استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی به ویژه اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود که در هنگام تصمیم‌گیری بر اساس اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی، ارزش ذاتی و ارزش بازار سهام شرکت را مورد توجه قرار دهند. همچنین، به سازمان بورس، تحلیلگران مالی و بانک‌ها پیشنهاد می‌شود که موضوع ارزش‌گذاری سهام شرکت‌ها را مورد توجه قرار دهند و قوانین جدی‌تری از سوی نهادهای ناظر جهت اطلاع‌رسانی سریع و دقیق به بازار سرمایه توسط شرکت‌ها انجام شود. ارائه آموزش‌هایی به سرمایه‌گذاران از سوی سازمان بورس اوراق بهادار تهران درباره مفاهیم، قواعد سرمایه‌گذاری و ارزشیابی سهام شرکت‌ها می‌تواند در کاهش خطای ارزشیابی موثر واقع شود. به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که هنگام ارزیابی سهام شرکت‌ها به دقت صورت‌های مالی آنها را بررسی کرده و تمامی جوانب شرکت‌ها همچون عدم تقارن اطلاعاتی و پدیده تضادهای نمایندگی را مدنظر قرار دهند و از انجام معاملات ذهنی بر پایه عقاید دیگر سرمایه‌گذاران خودداری نمایند. علاوه بر آن برای انجام تحقیقات آتی پیشنهاد می‌شود:

۱. با توجه به اینکه تحلیل انجام شده در این پژوهش در سطح شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است، پیشنهاد می‌شود که فرضیه‌های پژوهش در سطح صنایع مختلف و به صورت تفکیک شده بررسی و تجزیه و تحلیل شود.

۲. در این پژوهش، هزینه مالی به عنوان شاخص هزینه بدهی در نظر گرفته شده بود. پیشنهاد می‌شود در مطالعات آتی با تغییر این شاخص و بررسی سایر متغیرهای اثرگذار احتمالی، برای مثال افزایش نرخ هزینه بانکی، تأثیر حجم معاملات و ... پدیده بیش ارزش گذاری و هزینه بدهی و عدم تقارن اطلاعاتی مورد بررسی قرار گیرد.
۳. در این پژوهش به منظور اندازه‌گیری بیش‌ارزش‌گذاری از نسبت P/E استفاده گردید. پیشنهاد می‌شود بیش‌ارزش‌گذاری سهام را با استفاده از سایر معیارهای موجود اندازه‌گیری و تأثیر آن بر هزینه بدهی مورد بررسی قرار گیرد.

منابع

- Ahmadpour, A., KashaniPour, M., & Shojaei, M. R. (2010). Investigating the Impact of Corporate Governance and Audit Quality on the Cost of Debt Financing. *Accounting and Auditing Reviews*, 17(4), 17-48. (In Persian).
- Amiri, H., & Mohammad Khorezoughi, H. (2013). Analysis of the relationship between financing through debt and the quality of profits of companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting Quarterly*, 4(16), 61-81. (In Persian).
- Ashrafzadeh, H., & Mehregan, N. (2008). *Advanced panel data econometric*. Tehran University Press. (In Persian).
- Biglar, K., Rezaei, Gh., & Ghadimi, Z. (2017). Impact of information asymmetry on stock liquidity and capital cost. *Second International Management and Accounting Conference*, Tehran, Salihan Higher Education Institute. (In Persian).
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Marcus, A. J. (2012). *Fundamentals of corporate finance*. McGraw-Hill/Irwin.
- Campbell, T. S., & Kracaw, W. A. (1980). Information production, market signalling, and the theory of financial intermediation. *The Journal of Finance*, 35(4), 863-882.
- Campello, M., & Graham, J. R. (2013). Do stock prices influence corporate decisions? Evidence from the technology bubble. *Journal of Financial Economics*, 107(1), 89-110.
- Chen, W. J. (2013). Can corporate governance mitigate the adverse impact of investor sentiment on corporate investment decisions? Evidence from Taiwan. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 5(2), 101.
- Chiou, C. L., & Shu, P. G. (2017). Overvaluation and the cost of bank debt. *International Review of Economics & Finance*, 48, 235-254.
- Clarkson, G., Jacobsen, T. E., & Batcheller, A. L. (2007). Information asymmetry and information sharing. *Government Information Quarterly*, 24(4), 827-839.
- Derrien, F., Kecskés, A., & Mansi, S. A. (2016). Information asymmetry, the cost of debt, and credit events: Evidence from quasi-random analyst disappearances. *Journal of Corporate Finance*, 39, 295-311.

- Ding, S., Jia, C., Wilson, C., & Wu, Z. (2015). Political connections and agency conflicts: the roles of owner and manager political influence on executive compensation. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 45(2), 407-434.
- Frankel, R., & Lee, C. M. (1998). Accounting valuation, market expectation, and cross-sectional stock returns. *Journal of Accounting and economics*, 25(3), 283-319.
- Gao, W., & Zhu, F. (2015). Information asymmetry and capital structure around the world. *Pacific-Basin Finance Journal*, 32, 131-159.
- Houmes, R. E., & Skantz, T. R. (2010). Highly valued equity and discretionary accruals. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(1- 2), 60-92.
- Houmes, R., Foley, M., & Cebula, R. J. (2013). Audit quality and overvalued equity. *Accounting Research Journal*.
- Izadi nia, N., & Mirzaei, M. (2015). The effect of high stock valuation on the relationship between audit quality and discretionary accruals. *Empirical studies of financial accounting*, 12(45), 31-80. (In Persian).
- Jahanshad, A., & Malekian, H. (2015). The role of trust in investors' reaction to profit announcement by emphasizing the requirements of formal institutions and information asymmetry. *Accounting and Audit Research*, 26, 92-107. (In Persian).
- Jensen, M. C. (2005). Agency costs of overvalued equity. *Financial management*, 34(1), 5-19.
- Jensen, M. C., & Fuller, J. (2003). What's a Director to Do?.
- Karam nia, A., & Rezaei, E. (2017). Investigating the Relationship between Better Reliability of Managers with Debt Maturities and Debt Costs in Companies Accepted in Tehran Stock Exchange. The first conference on accounting, management and economics with the dynamics of the national economy, Malayer, Islamic Azad University of Malayer. (In Persian).
- Khosravi, M., & Kiamehr, A. (2017). Investigating the relationship between cost of capital and the ability to predict future profits by investors in companies admitted to Tehran Stock Exchange. Tehran, Sixth International Accounting and Management Conference with a New Science Research Approach. (In Persian).
- Li, S., & Richie, N. (2016). Income smoothing and the cost of debt. *China Journal of Accounting Research*, 9(3), 175-190.
- Moradi, J., & Mahmoudi, L. (2011). Divergence of price and intrinsic value of stocks and expected returns. *Researcher Quarterly (Management)*, 8(21), 1-13. (In Persian).
- Payam, M. A., & Azimi, P. (2016). Investigating the Impact of Information Asymmetry on Cost of Capital. First International Conference on New Paradigms of Business and Organizational Intelligence Management, Shahid Beheshti University, Tehran. (In Persian).
- Petacchi, R. (2015). Information asymmetry and capital structure Evidence from regulation FD. *Journal of Accounting and* , 59(2-3), 143-162.

- Rahimian, N., Qaderi, B., & Rasooli, P. (2017). Capital Structure and Representation Theory: Experimental Evidence from the Tehran Stock Exchange. *Accounting Research*, 6(4), 41-66. (In Persian).
- Shafir, E., & Thaler, R. H. (2006). Invest now, drink later, spend never: On the mental accounting of delayed consumption. *Journal of economic psychology*, 27(5), 694-712.
- Shirnezhad, L., & Hassani kalvani, Z. (2016). Investigating the relationship between information asymmetry and capital structure in companies Listed on Tehran Stock Exchange. *International Elite Management Conference*, Shahid Beheshti University, Tehran. (In Persian).
- Wali Pour, H., & Dado, B. (2015). Investigating the relationship between information asymmetry and cost of capital. *First International Conference on Accounting, Management and Economics Auditing*, Isfahan, Conference Secretariat. (In Persian).