



Paper Type: Original Article



Examining Stock Liquidity and Excess Financial Leverage: The Role of Agency Costs in Tehran Stock Exchange Firms

Rasoul Naserhojjati Rudsari^{1*}, Seyed Fakhreddin Fakhrosseini²

¹ Department of Accounting, Faculty of Accounting, Tonekabon Branch, Islamic Azad University, Tonekabon, Iran; rasoul.naserhojjatii@gmail.com.

² Department of Management and Accounting, Tonekabon Branch, Islamic Azad University, Tonekabon, Iran; sf.fakhrosseini@iau.ac.ir.

Citation:



Naserhojjati Rudsari, R., & Fakhreddin Fakhrosseini, S. F. (2025). Examining stock liquidity and excess financial leverage: The role of agency costs in Tehran Stock Exchange Firms. *Financial and banking strategic studies*, 3(1), 1-12.

Received: 18/09/2024

Reviewed: 24/11/2024

Revised: 09/01/2025

Accepted: 13/02/2025

Abstract

Purpose: In recent years, the emergence of innovative financial instruments in capital markets has not only increased the attractiveness of these markets for investors but has also led to advancements in financial knowledge, particularly in the field of behavioral finance. Given the importance of familiarity with this domain alongside technical and fundamental analysis, this research investigates the relationship between stock liquidity and excess financial leverage, considering the moderating role of agency costs in companies listed on the Tehran Stock Exchange.

Methodology: This study is descriptive-correlational in nature. The required data were collected using the systematic elimination method for the period from 2017 to 2023.

Findings: The findings indicate a significant relationship between stock liquidity and excess financial leverage. However, the moderating role of agency costs in this relationship was not confirmed.

Originality/Value: The results of this research can be highly valuable for policymakers, managers, and investors in improving financial decision-making and optimizing capital structure management. By examining the moderating role of agency costs, this study contributes to a better understanding of the relationship between stock liquidity and excess financial leverage.

Keywords: Financial leverage, Stock exchange, Stock liquidity, Agency costs.



Corresponding Author: rasoul.naserhojjatii@gmail.com 10.22105/fbs.2025.511573.1155



Licensee. **Financial and Banking Strategic Studies**. This article is an open access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution (CC BY) license (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0>).



بررسی نقدشوندگی سهام و اهرم مالی مازاد: نقش هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران

رسول ناصر حجتی رودسری^{۱*}، سیدفخرالدین فخرحسینی^۲

^۱گروه حسابداری، دانشکده حسابداری، واحد تنکابن، دانشگاه آزاد اسلامی، تنکابن، ایران.

^۲گروه مدیریت و حسابداری، واحد تنکابن، دانشگاه آزاد اسلامی، تنکابن، ایران.

چکیده

هدف: در سال‌های اخیر، ظهور ابزارهای مالی نوآورانه در بازارهای سرمایه، علاوه بر افزایش جذابیت این بازارها برای سرمایه‌گذاران، به پیشرفت دانش مالی، به ویژه در حوزه مالی رفتاری منجر شده است. با توجه به اهمیت آشنایی با این حوزه در کنار تحلیل‌های تکنیکال و بنیادی، این پژوهش به بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام و اهرم مالی مازاد با در نظر گرفتن نقش تعدیل‌کننده هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد.

روش‌شناسی پژوهش: این مطالعه از نوع توصیفی-همبستگی است. داده‌های مورد نیاز با استفاده از روش حذف سیستماتیک در بازه زمانی ۱۳۹۶ الی ۱۴۰۲ جمع‌آوری شده‌اند.

یافته‌ها: یافته‌ها نشان می‌دهد که بین نقدشوندگی سهام و اهرم مالی مازاد رابطه معناداری وجود دارد. با این حال، نقش تعدیل‌کننده هزینه‌های نمایندگی در این رابطه تایید نشده است.

اصالت/ارزش افزوده علمی: نتایج این پژوهش می‌تواند برای سیاست‌گذاران، مدیران و سرمایه‌گذاران در راستای بهبود تصمیم‌گیری‌های مالی و مدیریت بهینه ساختار سرمایه از اهمیت بالایی برخوردار باشد. این مطالعه با بررسی نقش تعدیل‌کننده هزینه‌های نمایندگی، به درک بهتر رابطه بین نقدشوندگی سهام و اهرم مالی مازاد کمک می‌کند.

کلیدواژه‌ها: اهرم مالی، بورس، نقدشوندگی سهام، هزینه‌های نمایندگی.

۱- مقدمه

نقدشوندگی به قابلیت تبدیل سریع یک دارایی به وجه نقد با حداقل کاهش محسوس در ارزش بازار آن اشاره دارد [1]، به طور خلاصه، نقدینگی یک جنبه اساسی در بازارهای مالی است که جریان کارآمد سرمایه را امکان‌پذیر می‌کند و از ثبات و عملکرد کلی سیستم مالی پشتیبانی می‌کند [2] در واقع، نقدشوندگی این امر را بررسی می‌کند که چقدر می‌توان مقادیر قابل توجهی از اوراق بهادار را با سرعت مناسب و بدون ایجاد تاثیر زیادی بر قیمت، خرید یا فروش نمود. این ویژگی در بعدهای بازاری و فردی اوراق بهادار، طی چند دهه اخیر، موضوع توجه محققین بوده است [3]. نقدینگی به قابلیت انجام معاملات خرید و فروش سهام بدون ایجاد نوسانات محسوس در قیمت آن اشاره دارد [4]. علاوه بر این، نقدینگی نقش مهمی در بهبود کارایی بازار ایفا می‌کند. با کاهش قابلیت نقدشوندگی سهام، نوعی ریسک غیر سیستماتیک به نام ریسک نقدینگی تشدید می‌شود [5]، در واقع هر چه قابلیت نقدشوندگی یک سهم کمتر باشد، آن سهم برای سرمایه‌گذاران جذابیت کمتری خواهد داشت، مگر اینکه بازده بیشتری عاید

دارنده آن شود. از این رو تا چندی پیش با توجه به اهمیت نقدشوندگی سهام، تاثیر آن بر حاکمیت شرکتی مورد توجه بوده است، نقدینگی بالاتر سهام، مشارکت سرمایه‌گذاران آگاه را تسهیل نموده و به بهبود انتشار اطلاعات مرتبط با عملکرد شرکت منجر می‌شود [6]. این کاهش در عدم تقارن اطلاعاتی، احتمال اتخاذ رفتارهای ریسک‌پذیر بیش از حد توسط سهامداران کنترل‌کننده را کاهش می‌دهد، چراکه سرمایه‌گذاران آگاه قادرند اقدامات شرکت را با دقت بیشتری ارزیابی کرده و نسبت به آن واکنش نشان دهند [7]؛ اما مطالعات اندکی به‌طور مستقیم تاثیر نقدشوندگی سهام بر سیاست‌های اهرم شرکت‌ها را بررسی می‌کنند. علاوه بر این، در شرایطی که نقدینگی سهام در سطح بالایی قرار دارد، سهامداران ممکن است تمایل کمتری برای اعمال نظارت مستقیم بر مدیریت از خود نشان دهند، چراکه سهولت در خرید و فروش سهام، اثرات ناشی از تمرکز مالکیت را کاهش می‌دهد. این شرایط به شرکت‌ها امکان می‌دهد تا بدون مواجهه با نگرانی‌های مرتبط با کنترل سهامداران، از سطح بالاتری از اهرم مالی بهره‌برداری کنند [8].

اطلاعات نامتقارن به‌عنوان یکی از عوامل موثر در بی‌ثباتی بازار عمل می‌کند، چراکه شرایطی ایجاد می‌نماید که در آن سهامداران کنترل‌کننده قادر به استفاده بی‌رویه از اهرم مالی بدون مواجهه با پاسخگویی مناسب هستند [9]. این مساله می‌تواند تعادل بازار را برهم زده و ریسک‌های سیستماتیک را افزایش دهد. با این حال، اجرای الزامات سخت‌گیرانه‌تر در زمینه افشای اطلاعات و به‌کارگیری فناوری‌های شفافیت‌ساز می‌تواند به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی کمک شایانی کند. این اقدامات نه تنها شناسایی رفتارهای مالی پرریسک را تسهیل می‌نماید، بلکه زمینه را برای نظارت موثرتر و کاهش سواستفاده از اهرم مالی فراهم می‌آورد [10].

این پژوهش علاوه بر بررسی تاثیر نقدشوندگی سهام بر اهرم مزاد، به سطح تضاد منافع بین سهامداران کنترل‌کننده و سرمایه‌گذاران اقلیت نیز می‌پردازد. همان‌طور که نقدشوندگی سهام به کاهش تضاد نمایندگی کمک می‌کند، این تاثیر باید در شرکت‌هایی با هزینه‌های نمایندگی بالاتر، قوی‌تر باشد. به همین جهت این پژوهش می‌تواند به مدیران مالی و سرمایه‌گذاران در درک بهتر تاثیر نقدشوندگی بر تصمیم‌گیری‌های مالی و ساختار سرمایه کمک کند و یافته‌های پژوهش می‌تواند به‌عنوان یک بینش جدید در تحقیقات آینده مورد استفاده قرار گیرد و محققان را ترغیب کند تا عوامل دیگری را که ممکن است بر این رابطه تاثیر بگذارند، بررسی کنند. علاوه بر این، تاکید بر اهمیت نقدشوندگی در بازارهای مالی، نشان می‌دهد که نقدشوندگی بالاتر می‌تواند به کاهش ریسک‌های مالی و بهبود عملکرد شرکت‌ها کمک کند.

از این رو پژوهش حاضر به‌دنبال پاسخ این سوال است که آیا بین نقدشوندگی سهام و اهرم مزاد با نقش تعدیلی هزینه نمایندگی رابطه معناداری وجود دارد؟

۲- مبانی نظری پژوهش

نقدینگی به‌عنوان یکی از معیارهای کلیدی برای سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی محسوب می‌شود و نقش به‌سزایی در بهینه‌سازی ثروت سهامداران و ارتقای ارزش شرکت ایفا می‌کند [11]، در واقع می‌توان گفت که نقدشوندگی سهام به قابلیت فروش سریع آن اشاره دارد. هرچه سهام با سرعت بیشتری فروخته شود و هزینه‌های مرتبط با آن کمتر باشد، می‌توان گفت که نقدشوندگی آن بالاتر است. اوراق بهاداری که به‌طور روزانه و با تناوب بالا معامله می‌شوند، در مقایسه با اوراق که کمتر و به‌صورت محدود مورد معامله قرار می‌گیرند، از نقدینگی بیشتری برخوردار بوده و در نتیجه ریسک کمتری دارند [12].

در حوزه مالی نیز، ریسک نقدینگی برخلاف ریسک مالی یا ریسک تجاری، قابل اندازه‌گیری دقیق نیست، در واقع، سرمایه‌گذاران نقدینگی را بیشتر از دیدگاه امکان خرید یا فروش سریع یک دارایی بدون ایجاد نوسانات چشمگیر در قیمت آن ارزیابی می‌کنند و بر همین اساس، دارایی‌هایی که این ویژگی را داشته باشند، به‌عنوان دارایی‌های با نقدینگی بالا شناخته می‌شوند. چارچوب‌های حاکمیت شرکتی با هدف کاهش مشکلات نمایندگی و اطمینان از اینکه مدیریت در راستای منافع سهامداران عمل می‌کند، طراحی شده‌اند. این چارچوب‌ها با ایجاد سازوکارهای نظارتی و پاسخ‌گویی، اعتماد سرمایه‌گذاران را افزایش داده و جذابیت سرمایه‌گذاری را بهبود می‌بخشند، در این راستا، روش‌های شفاف‌گزارش‌دهی و افشای اطلاعات نقش حیاتی ایفا می‌کنند، چراکه این روش‌ها نه تنها اعتماد سرمایه‌گذاران را حفظ می‌کنند، بلکه اطمینان می‌دهند که ذینفعان به‌طور کامل از فعالیت‌ها و عملکرد شرکت آگاه هستند؛ بنابراین، ترکیب حاکمیت شرکتی موثر و شیوه‌های شفافیت‌محور، به‌عنوان ابزاری کلیدی در تقویت ثبات مالی و جلب اعتماد بازار عمل می‌کند. تفکیک واضح وظایف و نقش‌ها در ساختار سازمانی، به‌عنوان یکی از ابزارهای کلیدی، از بروز تضاد منافع جلوگیری

کرده و زمینه‌ساز ارتقای رفتارهای اخلاقی و تصمیم‌گیری‌های اثربخش می‌شود [13]. از سوی دیگر، تشکیل هیات مدیره‌های کارآمد و متوازن، به‌عنوان یکی از ارکان نظارتی، تاثیر به‌سزایی بر بهبود عملکرد مالی و مدیریت ریسک در شرکت‌ها دارد [14]، همچنین، تضمین حقوق سهامداران از طریق سازوکارهای شفاف و پاسخ‌گو، به موفقیت پایدار شرکت‌های سهامی در بلندمدت کمک شایانی می‌کند [15]. شواهد تجربی حاکی از آن است که شرکت‌های دارای چارچوب‌های حاکمیتی قوی‌تر، از عملکرد مالی مطلوب‌تری برخوردار بوده و توانایی بیشتری در جذب سرمایه‌گذاران و رقابت‌پذیری در بازار دارند [16]، [17]. این ساختارها همچنین با تسهیل مدیریت ریسک، نقش کلیدی در حفظ ثبات و پایداری اقتصادی ایفا می‌کنند، علاوه بر این، حاکمیت شرکتی موثر با همسو کردن منافع ذی‌نفعان مختلف، به کاهش تنش‌های ناشی از جدایی مالکیت و مدیریت کمک می‌کند. اجرای شیوه‌های نوین حاکمیتی نه تنها به بهبود کارایی عملیاتی منجر می‌شود، بلکه با تقویت فرهنگ پاسخ‌گویی، بستری برای پایداری بلندمدت و رشد پایدار در محیط‌های رقابتی فراهم می‌کند [18].

از سوی دیگر هزینه‌های نمایندگی ناشی از تضاد منافع بین مدیران و سهامداران در شرکت‌های سهامی است که منجر به ناکارایی‌ها و کاهش ارزش شرکت می‌شود. برای کاهش این هزینه‌ها، مکانیسم‌های مختلفی از جمله قراردادهای انگیزشی، هیات مدیره‌های مستقل و افزایش شفافیت مالی به کار گرفته می‌شوند. اعطای اختیار خرید سهام یا سهام به مدیران، منافع آن‌ها را با منافع سهامداران همسو کرده و ایجاد ارزش بلندمدت را تشویق می‌کند [19]، درحالی‌که جبران خدمات مبتنی بر عملکرد که به معیارهای عملکرد شرکت مرتبط است، می‌تواند با انگیزه‌دهی به مدیران برای عمل در جهت منافع سهامداران، هزینه‌های نمایندگی را به‌طور موثر کاهش دهد [20]. حضور مدیران مستقل نشان داده است که تاثیر مثبتی بر عملکرد شرکت دارد، زیرا رابطه بین هزینه‌های نمایندگی و نتایج شرکت را تعدیل می‌کند و کمیته‌های حسابرسی قوی، نظارت مالی را بهبود بخشیده و در نتیجه هزینه‌های نمایندگی را کاهش و شفافیت را افزایش می‌دهند [21]، همچنین، گزارش‌دهی مالی بهبودیافته به سهامداران امکان می‌دهد تا عملکرد مدیران را به‌طور موثر نظارت کنند که این امر می‌تواند منجر به کاهش هزینه‌های نمایندگی شود [22]. با این حال، اثربخشی این مکانیسم‌ها ممکن است بسته به ساختار مالکیت و سطح قدرت مدیریتی متفاوت باشد که نشان‌دهنده نیاز به استراتژی‌های حاکمیتی متناسب با زمینه‌های خاص شرکتی است [23].

در شرایط کنونی، وجود بازارهای مالی قدرتمند و به‌روز یکی از کلیدی‌ترین عوامل در جذب سرمایه‌گذاری و پیشرفت اقتصادی محسوب می‌شود. تقویت و گسترش این بازارها نقش اساسی در رونق اقتصادی و پیشرفت پایدار ایفا می‌کند، به همین جهت بازار سرمایه نقش محوری در تقویت رشد اقتصادی دارد، زیرا با تامین مالی بلندمدت ضروری و بهبود عملکرد شرکت‌ها، به جذب سرمایه‌گذاران، کاهش ریسک‌ها و افزایش نقدینگی کمک می‌کند، تامین ثبات اقتصادی از طریق توزیع و انتقال ریسک، افزایش سطح رفاه اقتصادی با ارایه و روش‌های موثر سرمایه‌گذاری و همچنین کاهش هزینه‌های واسطه‌گری مالی، نقش تعیین‌کننده‌های را در توسعه بازار سرمایه و اقتصادهای مهم دنیا ایفا نموده‌اند. عواملی مانند کاهش هزینه‌های تامین مالی و افزایش شفافیت، اهمیت بازار سرمایه را برجسته می‌کنند. ابزارهای مالی نظیر اوراق قرضه زیرساختی، تامین مالی صنایع سرمایه‌بر و ترویج مشارکت‌های عمومی-خصوصی را تسهیل می‌کنند که مستقیماً بر رشد تولید ناخالص داخلی تاثیرگذار هستند [24]، علاوه بر این، چارچوب‌های نظارتی قوی برای حفظ ثبات بازار و اعتماد سرمایه‌گذاران ضروری هستند، زیرا مدیریت موثر ریسک و کارایی بازار را تضمین می‌کنند؛ بنابراین، مقررات مناسب به جذب سرمایه‌گذاری‌های داخلی و خارجی کمک می‌کند و محیط اقتصادی پایدارتری را ایجاد می‌کند [25]، با این حال، عوامل خارجی مانند بی‌ثباتی سیاسی و نوسانات اقتصادی جهانی می‌توانند اثربخشی بازار سرمایه را تضعیف کنند که این موضوع نیازمند ایجاد چارچوب‌های قوی برای مقابله با چالش‌های موجود است [26].

در ایران نیز بورس اوراق بهادار تهران به‌عنوان مهم‌ترین نهاد بازار سرمایه، نقش کلیدی در تامین مالی شرکت‌ها و توسعه اقتصادی ایفا می‌کند. با این حال، چالش‌هایی مانند نقدشوندگی پایین، محدودیت‌های قانونی و عدم توسعه کافی ابزارهای مالی نوین، همچنان پابرجا هستند. با وجود مزایای فراوان، بازار سرمایه با چالش‌هایی همچون نوسانات قیمت‌ها، عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی مواجه است. این چالش‌ها می‌توانند کارایی بازار را کاهش داده و به بی‌اعتمادی سرمایه‌گذاران منجر شوند. اهرم مالی ابزاری حیاتی در مدیریت ساختار سرمایه شرکت‌ها محسوب می‌شود که به شرکت‌ها امکان می‌دهد از بدهی برای افزایش بازدهی حقوق صاحبان سهام استفاده کنند. استفاده بهینه از اهرم مالی می‌تواند بازدهی سهامداران را افزایش دهد، زیرا هزینه بدهی اغلب کمتر از بازدهی حاصل از سرمایه‌گذاری‌ها است [27]. البته موفقیت اهرم مالی به عوامل مختلفی از جمله نرخ بهره، شرایط بازار و توانایی شرکت در مدیریت بدهی‌ها بستگی دارد که نیازمند تحلیل دقیق و برنامه‌ریزی استراتژیک است، استفاده از اهرم مالی می‌تواند به شرکت‌ها کمک کند تا بازدهی بیشتری برای سهامداران ایجاد کنند، به شرطی که شرکت توانایی پرداخت بهره و بازپرداخت

بدهی‌های خود را حفظ کند و بازدهی حاصل از استفاده از اهرم بیشتر از هزینه‌های آن باشد. با این حال، اگر شرکت نتواند به تعهدات مالی خود عمل کند و در پرداخت بهره یا اصل بدهی‌ها با مشکل مواجه شود، اهرم مالی بالا می‌تواند به کاهش توانایی شرکت در پرداخت بدهی‌ها و حتی توقف آن منجر شود. در چنین شرایطی، ریسک شرکت افزایش می‌یابد و اعتماد سرمایه‌گذاران، اعم از سهامداران و اعتباردهندگان، از بین می‌رود که این امر تمایل آن‌ها به ادامه سرمایه‌گذاری در شرکت را کاهش می‌دهد. در حقیقت، اهرم مالی بیش از حد می‌تواند ریسک مالی را افزایش داده و در دوران رکود اقتصادی منجر به مشکلات نقدینگی یا ورشکستگی شود [28]. تحقیقات نشان می‌دهند شرکت‌هایی که از اهرم مالی متعادل استفاده می‌کنند، در بلندمدت عملکرد بهتری داشته و سرمایه‌گذاران بیشتری را جذب می‌کنند [29].

۳- پیشینه پژوهش

۳-۱- پیشینه داخلی

حشمت و همکاران [30] به بررسی تأثیرات آستان‌های اهرم مالی بر سود سهام پرداختی و بازده مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که رابطه بین اهرم مالی و بازده مالی غیرخطی و معکوس است؛ به این معنا که با کاهش نسبت بدهی به دارایی، بازده مالی افزایش می‌یابد. همچنین، تأثیر اهرم مالی بر سود سهام پرداختی نیز غیرخطی و معکوس است، به طوری که شرکت‌هایی با بدهی کمتر، توانایی بیشتری برای توزیع سود نقدی بین سهامداران دارند. این یافته‌ها حاکی از آن است که سطوح آستان‌های اهرم مالی نقش مهمی در تعیین بازده مالی و سود سهام پرداختی شرکت‌ها ایفا می‌کنند.

خواجهی و همکاران [31]، تأثیر ساختار سهامداران بر نقدشوندگی سهام با تأکید بر نقش محدودیت مالی را مورد بررسی قرار دادند، نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که بین ساختار سهامداران و نقدشوندگی رابطه غیرخطی وجود دارد؛ به طوری که بین مالکیت حقیقی و نهادی با اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام شرکت‌ها رابطه غیرخطی (U معکوس) معناداری وجود دارد. همچنین، بین سهام شناور آزاد با اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام شرکت‌ها رابطه غیرخطی (U شکل) معناداری وجود دارد. نتایج دیگر پژوهش آن‌ها نیز نشان داد که محدودیت در تامین مالی شرکت بر رابطه بین مالکیت حقیقی و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام شرکت‌ها اثر غیرخطی (U شکل) و بر رابطه بین سهام شناور آزاد و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام شرکت‌ها اثر غیرخطی (U معکوس) معناداری دارد؛ اما بر رابطه بین مالکیت نهادی و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام شرکت‌ها اثر تعدیل‌کننده معناداری ندارد.

اصولیان و همکاران [32]، نیز وجه نقد مازاد، ارزش شرکت و ریسک نقدشوندگی سهام در شرکت‌های دارای فرصت رشد یا محدودیت مالی را مورد مطالعه قرار دادند نتایج آزمون‌های پژوهش آن‌ها نشان از آن دارد که وجه نقد مازاد، معیار ارزشمندی برای ریسک نقدشوندگی شرکت‌ها به‌شمار می‌رود و تحت تأثیر فرصت‌های رشد یا محدودیت‌های تامین مالی، اثر آن تشدید می‌شود. همچنین وجه نقد مازاد، تأثیر منفی و معناداری بر ارزش شرکت دارد، به علاوه، در بررسی شرکت‌های دارای فرصت رشد یا محدودیت مالی، مشخص شد برای شرکت‌هایی که فرصت رشد یا محدودیت مالی دارند، رابطه بین وجه نقد مازاد و نقدشوندگی سهام شرکت شدیدتر است.

۳-۲- پیشینه خارجی

رونالدو و دی‌مگسترینس [33]، به بررسی رابطه بین نقدینگی و کارایی قیمت در بازار جهانی ارز پرداختند. یافته‌های پژوهش آن‌ها نشان می‌دهند که نقدینگی بالاتر منجر به کاهش تأثیر معاملات بر قیمت و افزایش کارایی قیمت می‌شود. این نتایج می‌تواند به‌عنوان پایه‌ای برای بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام و اهرم مالی در بازارهای سرمایه، به‌ویژه با در نظر گرفتن نقش تعدیل‌کننده هزینه‌های نمایندگی، مورد استفاده قرار گرفته است.

فیچ و همکاران [34]، تأثیر ریسک نقدینگی تامین مالی بر قیمت‌گذاری معاملات بین‌بانکی در بحران مالی ۲۰۰۷/۲۰۰۸ را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های آنان نشان می‌دهند که افزایش ریسک نقدینگی تامین مالی، به‌ویژه در دوره‌های بحرانی، تأثیر قابل توجهی بر قیمت‌گذاری نقدینگی دارد. این نتایج می‌تواند به‌عنوان پایه‌ای برای بررسی رابطه بین نقدشوندگی و اهرم مالی در بازارهای سرمایه، به‌ویژه با در نظر گرفتن نقش تعدیل‌کننده هزینه‌های نمایندگی، مورد استفاده قرار گیرد.

هونگ و همکاران [35]، به بررسی تاثیر محدودیت‌های معامله‌گران بر تامین نقدینگی در بازارهای ارزی پرداخته‌اند. یافته‌ها آنان نشان می‌دهد که در شرایطی که معامله‌گران با محدودیت‌های سخت‌تر ارزش در معرض ریسک یا هزینه‌های تامین مالی بالاتر مواجه می‌شوند، هزینه تامین نقدینگی به‌طور نامتناسبی افزایش می‌یابد و رابطه بین هزینه‌های نقدینگی و حجم معاملات تضعیف می‌شود. این نتایج می‌تواند به‌عنوان پایه‌ای برای بررسی رابطه بین نقدشوندگی و اهرم مالی در بازارهای سرمایه، به‌ویژه با در نظر گرفتن نقش تعدیل‌کننده هزینه‌های نمایندگی، مورد استفاده قرار گیرد. همچنین، تاکید بر کاهش کشش عرضه نقدینگی به‌عنوان عامل اصلی این اثر غیرخطی، اهمیت مدیریت ریسک و تامین مالی معامله‌گران را در حفظ نقدینگی بازار برجسته می‌کند.

۴- روش پژوهش

روش تحقیق برحسب نوع داده‌ها، تجربی و توصیفی که مبتنی بر تحلیل رگرسیون است که از داده‌های واقعی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و اوراق بهادار تهران استفاده شده است و بررسی ارتباط بین متغیرهای تحقیق با استفاده از آزمون ضریب هم‌بستگی و رگرسیون می‌پردازد. روش تحقیق برحسب اجرا، برای سنجش رابطه، از هم‌بستگی پیرسون استفاده می‌شود. جامعه آماری این تحقیق شامل ۱۰۴ شرکت از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۹۶ تا پایان سال ۱۴۰۲ می‌باشند.

۴-۱- روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

برای تحلیل داده‌ها مطابق با پژوهش زیلین و همکاران (۲۰۱۹) استفاده می‌شود:

$$\text{ExcessLeverage}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Liquidity}_{it} + \beta_2 \text{ROA}_{it} + \beta_3 \text{Size}_{it} + \beta_4 \text{OCF}_{it} + \beta_5 \text{SG}_{it} + \beta_6 \text{Manager}_{it} + \beta_7 \text{Independence}_{it} + \beta_8 \text{Board Size}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\text{ExcessLeverage}_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Liquidity}_{it} + \beta_2 \text{Liquidity} * \text{FCF}_{it} + \beta_3 \text{ROA}_{it} + \beta_4 \text{Size}_{it} + \beta_5 \text{OCF}_{it} + \beta_6 \text{SG}_{it} + \beta_7 \text{Manager}_{it} + \beta_8 \text{Independence}_{it} + \beta_9 \text{Board Size}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

در این پژوهش، اهرم مازاد (Excess Leverage) به‌عنوان متغیر وابسته است و از آنجایی که اهرم از تقسیم کل بدهی به کل دارایی محاسبه می‌گردد، از این‌رو اهرم مازاد و به شرح زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{اهرم صنعتی} - \text{اهرم شرکت} = \text{اهرم مازاد}$$

$Liquidity * FCF$ بیانگر نقش تعدیلی هزینه نمایندگی است که در آن اهرم شرکت به‌عنوان یکی از شاخص‌های کلیدی در ارزیابی ساختار مالی شرکت‌ها، نشان‌دهنده نسبت بدهی‌ها به دارایی‌های شرکت است و میزان استفاده شرکت از منابع مالی قرض‌گرفته‌شده را برای تامین دارایی‌های خود اندازه‌گیری می‌کند. این شاخص به‌صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{اهرم صنعتی} - \text{اهرم شرکت} = \text{اهرم مازاد}$$

در این فرمول، کل بدهی‌ها شامل کلیه تعهدات مالی کوتاه‌مدت و بلندمدت شرکت بوده و کل دارایی‌ها نیز مجموع دارایی‌های جاری و غیرجاری شرکت را در بر می‌گیرد. اهرم شرکت به‌عنوان معیاری برای سنجش ریسک مالی شرکت استفاده می‌شود، به‌طوری که اهرم بالاتر نشان‌دهنده وابستگی بیشتر شرکت به منابع مالی خارجی و افزایش ریسک مالی است. در این پژوهش، اهرم شرکت به‌عنوان یکی از متغیرهای اصلی برای محاسبه اهرم مالی مازاد (تفاوت بین اهرم شرکت و اهرم صنعت) مورد استفاده قرار گرفته است که به تحلیل تاثیر اهرم مالی بر عملکرد و تصمیم‌گیری‌های مالی شرکت‌ها کمک می‌کند. همچنین اهرم صنعت عنوان میانگین اهرم مالی شرکت‌های فعال در یک صنعت خاص محاسبه می‌شود و به‌عنوان معیاری برای مقایسه اهرم مالی شرکت‌ها در آن صنعت استفاده می‌شود. برای محاسبه اهرم صنعت، ابتدا اهرم مالی هر شرکت (نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها) محاسبه شده و سپس میانگین این مقادیر برای کلیه شرکت‌های فعال در آن صنعت به‌دست می‌آید. این شاخص به‌عنوان یک معیار استاندارد برای ارزیابی اهرم مالی شرکت‌ها در مقایسه با میانگین صنعت عمل می‌کند و می‌تواند به شناسایی شرکت‌هایی که اهرم مالی بالاتر یا پایین‌تر از حد معمول صنعت دارند، کمک کند. در این پژوهش، اهرم صنعت به‌عنوان مبنایی برای محاسبه اهرم مالی مازاد (تفاوت بین اهرم مالی شرکت و اهرم صنعت) استفاده شده است که به درک بهتر تاثیر اهرم مالی بر عملکرد و ریسک شرکت‌ها کمک می‌کند.

$$\text{اهرم مالی شرکت های صنعت} = \frac{\sum_{i=1}^n \text{صنعت}}{n}$$

n = تعداد شرکت های فعال در صنعت

همچنین در این پژوهش، نقدشوندگی سهام (*Liquidity*) به عنوان متغیر مستقل است که از طریق شاخص آمیهود اندازه گیری می شود:

$$Amihud_{it} = -\frac{1}{D_{it}} \sum_{d=1}^{D_i} \log \left(\frac{|R_{i,t,d}|}{Volume_{i,t,d}} \right).$$

در این پژوهش، هزینه نمایندگی به عنوان متغیر تعدیلی است که از طریق پراکسی جریان نقد آزاد (*FCF*) و مقیاس شده از طریق دارایی ها به شرح زیر محاسبه می گردد:

$$FCF = \frac{\text{مخارج سرمایه ای} - \text{جریان نقد عملیاتی}}{\text{کل دارایی}}$$

متغیرهای کنترلی پژوهش نیز شامل:

۱. بازده دارایی ها (*ROA*): از تقسیم سود عملیاتی به کل دارایی ها مورد سنجش قرار می گیرد.
۲. جریان نقد عملیاتی (*OCF*): از تقسیم جریان نقد عملیاتی به کل دارایی ها مقیاس بندی می شود.
۳. دارایی های مشهود (*Tangibility*): از تقسیم دارایی های ثابت به کل دارایی ها مقیاس بندی می شود.
۴. رشد فروش (*SG*): از تفاوت فروش اول دوره و پایان دوره به فروش اول دوره محاسبه می شود.
۵. مالکیت مدیریتی (*Manager*): از درصد سهام نگهداری شده توسط مدیران محاسبه می شود.
۶. هیات مدیره مستقل (*Independence*): از تقسیم هیات مدیره مستقل به کل هیات مدیره محاسبه می شود.
۷. اندازه هیات مدیره (*Independence*): از طریق لگاریتم طبیعی تعداد هیات مدیره محاسبه می شود.
۸. اندازه شرکت (*SIZE*): از طریق لگاریتم طبیعی دارایی ها مورد سنجش قرار می گیرد.

۵- یافته های پژوهش

۵-۱- آمار توصیفی

نتایج حاصل از تحلیل توصیفی داده ها برای کل نمونه در جدول ۱ ارائه شده است.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش.

Table 1- Statistica descriptiva variabilium investigationis.

متغیر	علامت	میانگین	میانگین	بیشترین مقدار	کمترین مقدار	انحراف معیار
اهرم مازاد	EXLEV	0.093	0.0677	1.466	-0.713	0.141
نقدشوندگی	LIQ	-0.031	-0.018	0.0000	-0.470	0.072
هزینه نمایندگی	FCF	0.103	0.094	0.707	-0.568	0.180
بازده دارایی ها	ROA	0.088	0.081	0.626	-0.863	0.163
اندازه شرکت	SIZE	14.118	14.118	19.377	10.491	1.353
جریان نقد عملیاتی	OCF	0.181	0.142	3.625	-2.861	0.433
رشد فروش	SG	0.137	0.096	2.938	-0.957	0.454
مالکیت مدیریتی	MAGAR	0.432	0.380	0.92	0.060	0.237
هیات مدیره مستقل	INDEP	0.539	0.60	1	0.0000	0.168
اندازه هیات مدیره	BOARD	5.048	5	7	3	0.518

میانگین اصلی ترین و مورد استفاده ترین شاخص مرکزی است. مقدار میانگین دقیقاً در نقطه تعادل و مرکز ثقل داده ها قرار می گیرد. متغیرهایی دارای

کیفیت مناسب می‌باشند که بین میانگین و میانه آن‌ها اختلاف چندانی وجود نداشته باشند. با توجه به جدول فوق ملاحظه می‌گردد که به طور متوسط اهرم مازاد شرکت‌ها چیزی حدود ۰/۰۹ است و بازده دارایی‌های شرکت با توجه تورم موجود رقم بالایی نمی‌باشد.

۲-۵- آزمون همبستگی

جدول ۲ همبستگی بین متغیرهای پژوهش را در قالب همبستگی پیرسون نشان می‌دهد. همان‌طوری که ملاحظه می‌گردد نقدشوندگی سهام یک رابطه منفی و معناداری در سطح اطمینان ۹۵٪ با اهرم مازاد دارد و همچنین متغیر هزینه نمایندگی نیز با نقدشوندگی در فاصله اطمینان ۹۹٪ رابطه منفی و معناداری دارد.

جدول ۲- نتایج آزمون همبستگی بین متغیرهای پژوهش.

Table 2- Resultata examinis correlationis inter variables investigationis.

متغیرها	اهرم مازاد	نقدشوندگی	بازده دارایی	اندازه	جریان نقد	رشد فروش	مالکیت مدیریتی	هیات‌مدیره مستقل	اندازه هیات‌مدیره
اهرم مازاد	1								
نقدشوندگی	-0.077	1							
بازده دارایی	-0.248	-0.203	1						
اندازه	0.096	0.020	-0.290	1					
جریان نقد	-0.0398	-0.133	0.078	0.126	1				
رشد فروش	-0.113	-0.618	0.241	-0.096	-0.098	1			
مالکیت مدیریتی	0.019	-0.0015	0.130	-0.058	0.077	-0.05	1		
هیات‌مدیره مستقل	0.018	-0.49	0.079	0.153	0.0021	0.093	-0.0916	1	
اندازه هیات‌مدیره	0.026	0.041	-0.095	-0.160	-0.043	-0.008	0.035	0.280	1
	0.471	0.265	0.0098	0.000	0.238	0.810	0.345	0.000	

۳-۵- آزمون مانایی

نتایج حاصل از آزمون مانایی متغیرها به شرح ذیل هست:

جدول ۳- نتایج آزمون مانایی متغیرهای مدل.

Table 3- Resultata examinis stationarieratis variabilium exempli.

متغیرها	آزمون فیشر	سطح معنی‌داری	نتیجه
BOARD	40.4677	0.0063	مانا
EXLEV	298.744	0.0000	مانا
LIQ	500.855	0.0000	مانا
FCF	462.810	0.0000	مانا
ROA	257.480	0.0111	مانا
SIZE	486.292	0.0000	مانا
OCF	461.850	0.0000	مانا

جدول ۳- ادامه.

Table 3- Continued.

نتیجه	سطح معنی داری	آزمون فیشر	متغیرها
مانا	0.0000	470.254	SG
مانا	0.0001	179.360	MAGAR
مانا	0.0014	209.667	INDEP

۴-۵- آزمون خودهمبستگی

به طور ساده، در فروض کلاسیک فرض می‌گردد که جز خطای مربوط به یک مشاهده، تحت تاثیر جز خطای مربوط به مشاهده دیگر قرار نمی‌گیرد. خودهمبستگی از درجه یک شروع می‌شود و تا درجات بالاتر ادامه دارد. با استفاده از آزمون LM می‌توان به وجود خودهمبستگی بین متغیرها پی برد که H_0 نشان از عدم وجود خودهمبستگی است. آزمون LM برای بررسی وجود خودهمبستگی انجام شده است که با توجه به آنچه در جدول ۴، $Prob > 0.05$ شده است که نشان از عدم وجود خودهمبستگی در الگو می‌باشد.

جدول ۴- آزمون خودهمبستگی بروش گادفری.

Table 4- Examinatio autocorrelationis secundum methodum Godfrey.

عنوان مدل	آزمون	F آماره	احتمال
مدل ۱	خودهمبستگی	1.657	0.7566
مدل ۲	خود همبستگی	1.657	0.4643

۵-۵- آزمون تشخیص مدل

با توجه به فرض ثابت بودن ضرایب متغیرها، آیا عرض از مبدا در تمامی سال‌ها ثابت است یا خیر. برای آزمون تشخیص مدل از آماره چاو استفاده می‌شود. نتایج این آزمون در جدول ذیل خلاصه شده است. در صورتی که مقدار P -Value کمتر از ۵٪ باشد از روش پانل برای برآورد استفاده می‌شود. مطابق با جدول ۵ سطح معنی داری آماره F برای مدل‌های رگرسیونی تحقیق از ۰/۰۵ کوچکتر می‌باشند. به این ترتیب می‌توان نتیجه گرفت فرض H_0 (مدل تلفیقی) رد و مدل ترکیبی تایید می‌شود.

جدول ۵- آزمون تشخیص مدل (آزمون اثرات ثابت).

Table 5- Examinatio recognitionis exempli (Examinatio effectuum fixorum).

عنوان مدل	F آماره	احتمال	مقایسه با ۰/۰۵	نتیجه آزمون
مدل ۵	17.389	0.0000	کوچکتر	رد فرض صفر - مدل ترکیبی
مدل ۶	15.306	0.0000	کوچکتر	رد فرض صفر - مدل ترکیبی

۶- نتایج آزمون‌ها

به منظور بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام و اهرم مازاد از نتایج جدول ۶ استفاده می‌شود. نتایج ارایه شده در جدول ۶ نشان دهنده‌ی رابطه بین نقدشوندگی سهام و اهرم مالی مازاد، با کنترل سایر متغیرهای تاثیرگذار است. مقدار R^2 برابر با ۰/۷۸۱ نشان می‌دهد که تقریباً ۷۸٪ از تغییرات متغیر وابسته (اهرم مازاد) توسط متغیرهای مستقل مدل توضیح داده می‌شود. مقدار R^2 تعدیل شده برابر با ۰/۷۴۱ نیز تایید می‌کند که مدل از قدرت توضیح دهنده‌ی بالایی برخوردار است. مقدار آماره F برابر ۱۹/۸۱۲ و سطح معناداری آن (۰/۰۰۰۰) نشان دهنده معناداری کلی مدل است؛ بنابراین، مدل رگرسیونی به درستی برازش یافته و رابطه‌ی معنادار بین متغیرهای مستقل و وابسته وجود دارد. همچنین، مقدار آماره دوربین-واتسون (۱/۷۶۵) نشان می‌دهد که مشکل جدی خودهمبستگی میان باقیمانده‌های مدل وجود ندارد.

در بررسی ضرایب متغیرها، نقدشوندگی سهام (*LIQ*) ضریب -0.102 داشته و در سطح 0.017 معنادار است که نشان می‌دهد افزایش نقدشوندگی سهام با کاهش اهرم مالی مازاد همراه است. بازده دارایی‌ها¹ ضریب -0.109 داشته و در سطح 0.000 معنادار است که نشان می‌دهد شرکت‌های سودآور کمتر به استفاده از اهرم مالی مازاد نیاز دارند. اندازه شرکت (*SIZE*) با ضریب -0.018 و سطح معناداری 0.000 نیز تاثیر منفی و معناداری بر اهرم مازاد دارد که بیانگر این است که شرکت‌های بزرگ‌تر به دلیل دسترسی بیشتر به منابع مالی، کمتر از اهرم مازاد استفاده می‌کنند. جریان نقد عملیاتی (*OCF*) با ضریب -0.017 و سطح معناداری 0.001 اثر معناداری بر اهرم مازاد ندارد. رشد فروش (*SG*) دارای ضریب -0.012 و سطح معناداری 0.000 است که نشان می‌دهد افزایش رشد فروش منجر به کاهش استفاده از اهرم مازاد می‌شود. مالکیت مدیریتی (*MAGAR*) با ضریب -0.007 و سطح معناداری 0.9152 اثر معناداری ندارد. هیات‌مدیره مستقل (*INDEP*) ضریب 0.0134 و سطح معناداری 0.0020 دارد که بیانگر این است که استقلال هیات‌مدیره با افزایش اهرم مالی مازاد همراه است. در نهایت، اندازه هیات‌مدیره (*BOARD*) با ضریب 0.004 و سطح معناداری 0.1751 اثر معناداری بر اهرم مالی مازاد ندارد.

جدول ۶- نتیجه آزمون مدل اثرات ثابت.

Table 6- Resultatum experimenti exemplaris effectuum fixorum.

Variable	ضریب	آماره t	سطح معناداری
C	0.341	10.872	0.0000
LIQ	-0.102	-3.144	0.0017
ROA	-0.109	-5.846	0.0000
SIZE	-0.018	-9.840	0.0000
OCF	-0.017	-1.814	0.0701
SG	-0.012	-4.209	0.0000
MAGAR	-0.0007	-0.106	0.9152
INDEP	0.0134	3.103	0.0020
BOARD	0.004	1.357	0.1751
R-squared	0.781	F	19.812
Adjusted R-squared	0.741	Durbin-Watson	1.765

به‌طور خلاصه، یافته‌ها نشان می‌دهند که نقدشوندگی سهام، بازده دارایی‌ها، اندازه شرکت و رشد فروش تاثیر منفی و معناداری بر اهرم مالی مازاد دارند، درحالی‌که استقلال هیات‌مدیره تاثیر مثبت و معناداری بر آن دارد. سایر متغیرها از جمله جریان نقد عملیاتی، مالکیت مدیریتی و اندازه هیات‌مدیره اثر معناداری بر اهرم مازاد نشان ندادند. این نتایج می‌تواند برای مدیران مالی و سیاست‌گذاران در راستای بهینه‌سازی ساختار سرمایه و مدیریت نقدینگی شرکت‌ها مورد استفاده قرار گیرد. به‌منظور بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام و اهرم مازاد با نقش تعدیلی هزینه نمایندگی از نتایج جدول ۷ استفاده می‌شود.

جدول ۷- نتیجه آزمون مدل.

Table 7- Resultatum experimenti exemplaris.

Variable	ضریب	آماره t	سطح معناداری
C	0.406	8.203	0.0000
LIQ	-0.086	-3.831	0.0001
FCF	-0.027	-2.665	0.0079
LIQ*FCF	-0.099	-1.279	0.2013
ROA	-0.116	-6.933	0.0000
SIZE	-0.022	-7.614	0.0000
OCF	-0.0061	-0.748	0.4545
SG	-0.011	-4.420	0.0000
MAGAR	-0.001	-0.165	0.8684
INDEP	0.005	0.599	0.5493
BOARD	0.003	0.806	0.4203
R-squared	0.754	F	16.695
Adjusted R-squared	0.709	Durbin-Watson	1.460

¹ Return on Assets (ROA)

نتایج ارزیابی شده در جدول ۷ نشان‌دهنده‌ی رابطه بین نقدشوندگی سهام و اهرم مالی مازاد با نقش تعدیل‌کنندگی هزینه‌های نمایندگی است. مقدار R^2 برابر با ۰/۷۵۴ نشان می‌دهد که حدود ۷۵/۴٪ از تغییرات متغیر وابسته (اهرم مازاد) توسط متغیرهای مستقل مدل توضیح داده می‌شود. مقدار R^2 تعدیل شده برابر با ۰/۷۰۹ نیز نشان‌دهنده‌ی برازش مناسب مدل است. مقدار آماره F برابر با ۱۶/۶۹۵ و سطح معناداری آن ۰/۰۰۰۰ تایید می‌کند که مدل از لحاظ کلی معنادار است. همچنین، مقدار آماره دوربین-واتسون (۱/۴۶۰) نشان می‌دهد که احتمال وجود خودهمبستگی جزئی بین باقیمانده‌های مدل وجود دارد، اما در محدوده قابل قبول است.

در بررسی ضرایب متغیرها، نقدشوندگی سهام (LIQ) ضریب -۰/۰۸۶ داشته و در سطح ۰/۰۰۰۱ معنادار است که نشان می‌دهد افزایش نقدشوندگی سهام با کاهش اهرم مالی مازاد همراه است. هزینه نمایندگی (FCF) ضریب -۰/۰۲۷ داشته و در سطح ۰/۰۰۷۹ معنادار است که نشان می‌دهد افزایش هزینه‌های نمایندگی باعث کاهش اهرم مازاد می‌شود. متغیر تعاملی نقدشوندگی سهام و هزینه نمایندگی ($LIQ*FCF$) ضریب -۰/۰۹۹ دارد، اما سطح معناداری ۰/۲۰۱۳ نشان می‌دهد که اثر تعدیلی هزینه نمایندگی در این رابطه معنادار نیست.

از دیگر متغیرهای کنترل، بازده دارایی‌ها (ROA) ضریب -۰/۱۱۶ داشته و در سطح ۰/۰۰۰۰ معنادار است که نشان می‌دهد شرکت‌های سودآور کمتر از اهرم مازاد استفاده می‌کنند. اندازه شرکت ($SIZE$) ضریب -۰/۰۲۲ و سطح معناداری ۰/۰۰۰۰ دارد که بیانگر تاثیر منفی و معنادار آن بر اهرم مازاد است. جریان نقد عملیاتی (OCF) ضریب -۰/۰۰۶۱ و سطح معناداری ۰/۴۵۴۵ دارد که نشان می‌دهد اثر آن بر اهرم مازاد معنادار نیست. رشد فروش (SG) دارای ضریب -۰/۰۱۱ و سطح معناداری ۰/۰۰۰۰ است که نشان می‌دهد افزایش رشد فروش منجر به کاهش استفاده از اهرم مازاد می‌شود. مالکیت مدیریتی ($MAGAR$) با ضریب -۰/۰۰۱ و سطح معناداری ۰/۸۶۸۴ اثر معناداری ندارد. هیات‌مدیره مستقل ($INDEP$) با ضریب ۰/۰۰۵ و سطح معناداری ۰/۵۴۹۳ و اندازه هیات‌مدیره ($BOARD$) با ضریب ۰/۰۰۳ و سطح معناداری ۰/۴۲۰۳ نیز تاثیر معناداری بر اهرم مازاد ندارند.

به طور خلاصه، این پژوهش با بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام و اهرم مالی مازاد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، نشان داد که نقدشوندگی بالاتر سهام با کاهش معنادار اهرم مالی مازاد همراه است. این یافته از این ایده حمایت می‌کند که شرکت‌های با نقدشوندگی بالا، به دلیل دسترسی آسان‌تر به منابع نقدی و امکان تامین مالی داخلی، وابستگی کمتری به بدهی‌های خارجی دارند. همچنین، هزینه‌های نمایندگی تاثیر مستقیم و منفی بر اهرم مازاد نشان دادند که بیانگر تمایل کمتر شرکت‌های با هزینه‌های نمایندگی بالا به استفاده از اهرم مالی اضافی است. با این حال، نقش تعدیل‌کنندگی هزینه‌های نمایندگی در رابطه بین نقدشوندگی و اهرم مازاد تایید نشد (سطح معناداری: ۰/۲۰۱۳) که احتمالاً نشان‌دهنده تاثیرپذیری این رابطه از عوامل دیگری نظیر ساختار مالکیت یا شرایط کلان اقتصادی است.

متغیرهای کنترلی نظیر بازده دارایی‌ها، اندازه شرکت ($SIZE$) و رشد فروش (SG) نیز تاثیر منفی و معناداری بر اهرم مازاد داشتند که همسو با تئوری‌های مالی است: شرکت‌های سودآور و بزرگ‌تر تمایل به استفاده از سود انباشته و منابع داخلی دارند، درحالی‌که رشد فروش بالا امکان تامین مالی بدون اتکا به بدهی را فراهم می‌کند. در مقابل، استقلال هیات‌مدیره ($INDEP$) تاثیر مثبت و معناداری بر اهرم مازاد نشان داد که ممکن است ناشی از تمایل هیات‌های مستقل به استفاده از بدهی برای نظارت بهتر بر مدیریت باشد. سایر متغیرها نظیر جریان نقد عملیاتی، مالکیت مدیریتی و اندازه هیات‌مدیره تاثیر معناداری نداشتند.

این یافته‌ها حاکی از آن است که بهبود نقدشوندگی سهام و کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌تواند به بهینه‌سازی ساختار سرمایه و کاهش ریسک مالی کمک کند. با این حال، عدم تایید نقش تعدیل‌کنندگی هزینه‌های نمایندگی، لزوم بررسی عوامل محیطی و ساختاری موثر بر این رابطه در تحقیقات آینده را برجسته می‌سازد. پیشنهاد می‌شود مطالعات آتی با تمرکز بر نقش متغیرهای واسطه‌ای (مانند حاکمیت شرکتی) و استفاده از داده‌های طولی، درک عمیق‌تری از مکانیسم‌های تاثیرگذار بر اهرم مالی ارائه دهند. نتایج این پژوهش می‌تواند به سیاست‌گذاران و مدیران در تدوین راهبردهای مالی مبتنی بر شواهد و بهبود ثبات مالی شرکت‌ها یاری رساند.

تشکر و قدردانی

نویسندگان از حسن همکاری مشارکت‌کنندگان در این پژوهش تشکر می‌کنند.

منابع مالی

این پژوهش بدون کمک هزینه تحقیق انجام شده است.

تعارض با منافع

هیچ‌گونه تعارض منافع در این پژوهش وجود ندارد.

منابع

- [1] Maxim, L. G. (2024). The close connection between liquidity and profitability: Analysis of the retail market. *PressAcademia procedia*, 18(1), 80–81. <https://dergipark.org.tr/en/pub/pap/issue/83208/1436117>
- [2] Tetiana, K., & Vitalii, H. (2024). Use of dynamic indicator models for assessing bank liquidity. *Scientific journals of vinnitsa national agrarian university*, 1(67), 130–142. <http://efm.vsau.org/en/particles/use-of-dynamic-indicator-models-for-assessing-bank-liquidity>
- [3] Saeedi, A., & Dadar, O. (2007). Study of the relationship between stock liquidity index and previous lags in TSE listed companies. *Industrial management studies*, 6(16), 75–97. (In Persian). https://jims.atu.ac.ir/article_4443.html
- [4] Eyshi Ravandi, M., Moeinaddin, M., Taftiyan, A., & Rostami Bashmani, M. (2024). Examining the impact of investment on stock returns on the Iranian Stock Exchange. *Dynamic management and business analysis*, 3(1), 40–52. (In Persian). https://www.dmbaj.com/article_714926.html
- [5] Ghasemi, A., Nezafati alamshiri, M., Najafi, Y., & Hamidian, M. (2024). The relationship between stock liquidity and dividend policies in banks with financial constraints. *Quarterly studies in banking management and islamic banking*, 10(3), 128–145. (In Persian). https://jifb.ibi.ac.ir/article_212189.html
- [6] Spiropoulos, H., & Zhao, R. (2023). Stock liquidity, cash flow sensitivity and the value of cash. *International review of economics & finance*, 88, 1565–1581. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2023.07.035>
- [7] Yu, J., & Li, E. (2024). A study of the effect of stock liquidity on enterprise risk-taking level. *Highlights in business, economics and management*, 44, 273–290. DOI:10.54097/jhjhnc43
- [8] Mukherjee, T., Dutta, S. R., & Sen, S. S. (2023). Stock liquidity and firm value: The mediating role of capital structure. *Colombo business journal*, 14(2). <https://account.cbj.sjlo.info/index.php/sljo-j-cbj/article/view/158>
- [9] Jamiu, Y., Olajide, A., & Isaac, O. (2024). The role of asymmetric information in shaping investment strategies: implications for financial market stability. *Al-ghary journal of Economic and administrative sciences*, 20, 646–666. <http://dx.doi.org/10.36325/ghjec.v20i4.17548>
- [10] Wulandari, J. P., & Siagian, A. (2024). Enhancing transparency to mitigate information asymmetry: A study of LQ 45 Companies. *KnE social sciences*, 166–180. <https://doi.org/10.18502/kss.v9i25.16960>
- [11] Pourrezaei Nav, A., Didar, H., & Ghayour, F. (2024). Investigating the effect of credit ratings on the relationship between corporate governance qualities and liquidity based on the international composite liquidity survey. *Financial accounting research*, 16(1), 27–50. (In Persian). <https://doi.org/10.22108/far.2024.141603.2048>
- [12] Khoramdin, J., & Yahyizadehfar, M. (2009). The role of liquidity factors and illiquidity risk on excess stock return in Tehran Stock Exchange. *Accounting and auditing review*, 15(4), 101–118. (In Persian). <https://dor.isc.ac/dor/20.1001.1.26458020.1387.15.4.7.1>
- [13] Chen, X. Y. (2024). A literature review of corporate governance. *Edelweiss applied science and technology*, 8(6), 8945–8949. <https://doi.org/10.55214/25768484.v8i6.3916>
- [14] Angwaomaodoko, E. A. (2025). Corporate governance and firm performance: Investigating the impact of governance structures on economic outcome. *Path of science*, 10(12), 1001–1011. <http://dx.doi.org/10.22178/pos.112-1>
- [15] Dandara, L., & Revenco, V. (2024). Shareholders' rights in joint-stock companies: legal regulations and opportunities for effective corporate governance. *Journal of research on trade, management and economic development*, 22(2), 60–80. <https://doi.org/10.59642/JRTMED.2.2024.04>
- [16] Fatah, R. D. (2024). The impact of corporate governance mechanisms on firm performance. *British journal of interdisciplinary research*, 1(1), 35–49. <https://doi.org/10.58934/bjir.v1i1.2>
- [17] Laporšek, S., Dolenc, P., Grum, A., & Stubelj, I. (2021). Ownership structure and firm performance—the case of slovenia. *Economic research-ekonomska istraživanja*, 34(1), 2975–2996. <https://hrcaj.srce.hr/file/434889>
- [18] Nelea, C. (2024). Perfectioning of analysis of the earnings per share intended for fundamenting economic decisions. *Revista economică*, 76(1), 76–84. <https://doi.org/10.56043/reveco-2024-0007>

- [19] Linh, B. T. H., & Tu, D. T. (2024). The impact of agency costs on firm performance: empirical evidence from real estate companies listed on Vietnam Stock Exchange. *Advances and applications in statistics*, 91(12), 1555–1578. <https://doi.org/10.17654/0972361724079>
- [20] Moez, D. (2024). Does managerial power explain the association between agency costs and firm value? The French case. *International journal of financial studies*, 12(3), 1–14. <https://doi.org/10.3390/ijfs12030094>
- [21] Ria, R. R. A., & Edy, E. F. S. (2024). Pengaruh agency cost terhadap kinerja perusahaan dengan corporate governance sebagai variabel moderasi. *AkMen jurnal ilmiah*, 21(3), 310–322. <https://doi.org/10.37476/akmen.v21i3.4935>
- [22] Njoku, O. E., Lee, Y., & Koo, J.-H. (2024). The effects of agency problems and dividend policy on the asymmetric behaviour of selling, general and administrative expenses: Does ownership structure matter? *Asian academy of management journal of accounting & finance*, 20(2), 29–84. <http://dx.doi.org/10.21315/aamjaf2024.20.2.2>
- [23] Chirairo Fcma Cgma, F., & Molele, M. (2024). The impact of agency capital on company value -an integrated reporting approach -evidence from south Africa. *Journal of business and econometrics studies*, 1(4), 1–11. <http://dx.doi.org/10.61440/JBES.2024.v1.34>
- [24] Şerban, D., Banţa, V. C., Creţu, R. F., Țuţui, D., & Gabriela, A. (2025). Key factors in the development of capital markets globally. *Journal of management*, 1, 119–138. <https://B2n.ir/gf9272>
- [25] Ogundunmade, T. P. (2014). Effect of capital market on economic growth: An analysis using the autoregressive distributed lag (ARDL) approach. *Financial statistical journal*, 7 (1), 1-15. <https://doi.org/10.24294/fsj.v7i1.7495>
- [26] Quito, B., Guerrero-Riofrío, P., Álvarez-García, J., & Flores-Chamba, J. (2025). Efeito do desenvolvimento financeiro no crescimento econômico nas economias desenvolvidas e em desenvolvimento: será a medição do desenvolvimento financeiro relevante? *RPER*, (70), 161–181. <https://doi.org/10.59072/rper.vi70.714>
- [27] Li, X. (2025). Research on the impact of financial leverage on corporate capital structure. *Journal of modern business and economics*, 1(3), 1–5. <http://dx.doi.org/10.70767/jmbe.v1i3.422>
- [28] Cevik, S., & Miryugin, F. (2022). Leverage shocks: Firm-level evidence on debt overhang and investment. *Review of economics*, 73(1), 79–101. <https://doi.org/10.5089/9781513564654.001>
- [29] Rifana, A., & Geetha, D. (2022). Impact of financial leverage on shareholders return and financial performance: evidence from top 100 listed companies in National Stock Exchange. *Orissa journal of commerce*, 43(2), 126–143. <https://doi.org/10.54063/ojc.2022.v43i02.09>
- [30] HESHMAT, D., Kordlouie, H. R., Ahmadi, F., & Ghasemi, M. (2025). Investigating the threshold effects of financial leverage on dividends paid and financial returns among listed companies. *Journal of investment knowledge*, 14(54), 381–408. http://www.jik-ifea.ir/article_23544_en.html
- [31] Khajavi, S., Weysihsar, S., & Nasirifar, H. (2022). The effect of shareholder structure on stock liquidity with emphasis on the role of financial constraints. *Financial accounting research*, 13(4), 67–92. **(In Persian)**. <https://dor.isc.ac/dor/20.1001.1.20087691.1400.13.4.4.9>
- [32] Osoolian, M., Tajvidi, E., & Pazouki, Y. (2021). Investigating excess cash, firm value and stock liquidity risk in firms with growth opportunities or financial constraints. *Accounting and auditing review*, 28(2), 248–273. **(In Persian)**. <https://doi.org/10.22059/acctgrev.2021.322165.1008545>
- [33] Rinaldo, A., & de Magistris, P. S. (2022). Liquidity in the global currency market. *Journal of financial economics*, 146(3), 859–883. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2022.09.004>
- [34] Fecht, F., Reitz, S., & Weber, P. (2024). A dealer's funding liquidity risk and its money market trades in the 2007/08 crisis. *Journal of financial stability*, 75, 101337. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2024.101337>
- [35] Huang, W., Rinaldo, A., Schrimpf, A., & Somogyi, F. (2025). Constrained liquidity provision in currency markets. *Journal of financial economics*, 167, 104028. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2025.104028>