Shahid Bahonar University of Kerman

Journal of Accounting Knowledge

Print ISSN: 2008 - 8914 Online ISSN: 2476 - 292X

Iranian Accounting Association

# Investigating the Impact of Managerial Ability on External Financing Policy with the Mediating Role of Financial Constraints

**Rezvan Fathi Shahri**[1], **Dariush Damoori**[2]✉ and **Habib Ansari Samani**[3]

1. Department of Accounting, Faculty of Economics, Management and Accounting, Yazd University, Yazd, Iran. **Email:** rezvan.fathi@stu.yazd.ac.ir
2. **Corresponding Author**, Department of Accounting, Faculty of Economics, Management and Accounting, Yazd University, Yazd, Iran. **Email:** d.damoori@yazd.ac.ir
3. Department of Economy, Faculty of Economics, Management and Accounting, Yazd University, Yazd, Iran. **Email:** h.samani@yazd.ac.ir

**Article Info**

**Article Type:**
Research Article.

**Article History:**
**Received:** 25 November 2024
**Received in revised form:** 28 January 2025
**Accepted:** 28 April 2025
**Published:** 7 November 2026

***Keywords*:**
Equity Financing,
Financial Constraint,
Loan Financial,
Managerial Ability.

**JEL Classification:**
G32, G41.

**A B S T R A C T**

**Objective:** The purpose of this study is to investigate the effect of managerial ability on external financing policy, with the mediating role of financial constraints, in companies listed on the Tehran Stock Exchange.

**Method:** The present study is applied research in terms of purpose. A sample of 130 companies listed on the Tehran Stock Exchange during the period from 2014 to 2022 was selected using the systematic elimination method and analyzed. After measuring the variables and conducting statistical analyses related to panel data, the research hypotheses were tested through 10 models using the generalized least squares regression method in version 12 of the EViews software.

**Results:** The results of this study showed that companies managed by more capable managers tend to reduce debt financing and increase equity financing, and these results are stronger for companies that do not face financial constraints.

**Conclusion:** Managerial ability can be considered an influential factor in choosing an external financing policy, especially in the presence of financial constraints. In other words, capable managers can create an optimal mix between the two important sources of financing—debt and equity—and thereby substantially reduce the cost of external financing and, consequently, maximize firm value. On the other hand, capable managers can reduce financing costs by alleviating financial constraints, thus facilitating access to external financing sources.

**Cite this article:** Fathi Shahri, R., Damoori, D., & Ansari Samani, H. (2026). Investigating the impact of managerial ability on external financing policy with the mediating role of financial constraints. *Journal of Accounting Knowledge*, *17*(3), 137-162. https://doi.org/10.22103/jak.2025.24375.4116

**Publisher:** Shahid Bahonar University of Kerman.
© The Author(s).

## Introduction

Today, financial and capital markets have provided a platform for collecting liquidity from the private sector and allocating these funds to the productive sectors. The task of the Iranian capital market, known as the Tehran Stock Exchange, as part of the financial market, is to collect funds from suppliers and create an investment process, and then allocate these funds to applicants and create a financing process, which has made this market of particular importance due to its intermediary role (Jafari Samimi et al., 2004). Also, the increase in joint-stock companies in recent years and the subsequent separation of ownership from management have led to the performance of managers receiving great attention. Managers represent shareholders in organizations and provide the conditions for the company's growth by choosing efficient operational and financial policies. Also, organizations face challenges throughout their lives, and managers play an important role in guiding the company in response to these challenges (Mashayekhi and Haji Azimi, 2018).

Managerial ability is considered as the invisible human capital of the company, which indicates the participation of managers in economic results. Also, capable managers are able to invest more favorably in projects with higher value and manage employees efficiently. Therefore, more capable managers are expected to generate more income in the short term with a given level of resources or to obtain a given level of income using fewer resources (Demarjian et al., 2012). Theoretical foundations show that managers with high ability can obtain higher financial returns (Chang et al., 2010), improve the quality of earnings (Demarjian et al., 2013), and better use investment opportunities (Lee et al., 2018). Also, managerial ability plays an important role in the company's financing decisions (Allam et al., 2024). Companies with capable managers can improve their financial constraints and the value of their cash assets (Tsai et al., 2022). Therefore, managerial ability plays an important role in financing the company and also affects the company's financial constraints (Huang et al., 2022).

In a study titled Quantifying managerial ability, Demarjian et al. (2012) designed a model for the first time that quantitatively measures managerial ability using accounting criteria. They used the Data Envelopment Analysis (DEA) model to measure the company's efficiency, and then in the next step, they separated managerial ability and inherent efficiency of the company through multivariate linear regression and by controlling for the company's inherent characteristics (Areh-Kesh-Salmasi, 2020). To assess managerial ability, the company's efficiency criterion can be used, however, the company's efficiency calculated by DEA estimation can be attributed to both the company and the manager. For example, a more capable manager, regardless of the size of the company, can better predict trends, while a manager in a larger company, regardless of his ability, can better negotiate with suppliers. Therefore, it is possible that management ability is overestimated or underestimated based on the results of the company's efficiency. Therefore, company efficiency is separated from five company characteristics that affect company performance, including company size, company market share, free cash flow, company age, and exports (Koshafer et al., 2017).

Financing is one of the most important topics in the field of management and accounting, and much research has been conducted in this field. In organizations, decisions related to financing and investment are made with foresight. In decisions related to financing, the organization uses the funds collected in the present to fulfill its obligations to financial resources in the future (Salmanian et al., 2021).

Despite the diversity in financing methods, managers should be aware of how to finance and the impact of each of them on the organization's operational performance, profitability, and future stock returns. Theoretical issues in the field of capital structure seek to reach a balance point between the two important sources of financing, namely equity and debt, in order to greatly reduce the cost of financing at that point and maximize the value of the organization's shares (Lin et al., 2013). Therefore, the main goal of managers is to maximize shareholder

wealth, and on the other hand, the financing method affects the company's costs, financial risk, earnings per share, and shareholder ownership percentage. Companies that finance through equity are known as capital companies, and companies that finance through debt are known as leveraged companies (Ebrahimi et al., 2022).

Chemmanur et al. (2009) point out that managers with higher managerial ability reduce the information risk of the company in the stock market. In other words, managers with higher managerial ability can price their company's shares fairly. Therefore, these companies experience less information risk between the internal and external values of the companies. Also, more capable managers can increase the disclosure of financial information, thus reducing the information risk and agency problems they face in the financial market, and subsequently facilitating the issuance of shares. Therefore, the first hypothesis is put forward as follows:

Hypothesis 1: Companies with high managerial ability have a negative relationship with debt financing and a positive relationship with equity financing.

However, tax policy decisions are an important factor that links managerial ability with external financing decisions through the equilibrium theory, which shows that companies tend to increase leverage because the tax benefit is greater. According to Koester et al. (2017), corporate managers tend to increase debt in the capital structure due to tax savings resulting from the use of debt. Companies with more capable managers try to reduce income tax costs by engaging in tax avoidance activities. In other words, the low cost of financing through debt is one of the attractions of this financing method. In addition, tax avoidance has a positive effect on debt financing, and companies managed by highly capable managers tend to increase debt financing when increasing external capital by engaging in tax avoidance activities. Also, managers maintain control over the management of the company by using debt in financing. Therefore, the second hypothesis of the research is as follows:

Hypothesis Two: Companies with high managerial ability have a positive relationship with debt financing and a negative relationship with equity financing.

Financial constraints are among the factors that affect the financing of companies. Organizations face financial constraints when there is a gap between the internal and external uses of their allocated funds (Fazzari et al., 1988). In other words, organizations that are financially constrained generate less cash by spending more. Therefore, in these organizations, the cost of financing is higher. In the long run, financial constraints can lead to damage to growth and profitability, and in general, financial position and stock returns, and may also cause the organization to lag behind the competition and be eliminated from the market (Fazzari et al., 1988).

Fazzari et al. (1988) found that information asymmetry and agency problems among managers, shareholders, and debt holders cause financing constraints. Companies that face financial constraints have limited and costly access to external financing sources, so the cost of financing in these organizations is higher. As a result, they face difficulties in securing funds from external sources. Companies managed by more capable managers can reduce financial constraints in the company by reducing information asymmetry and agency problems, and ultimately facilitate the use of this financing method by reducing the cost of external financing. Therefore, the third hypothesis of the research is as follows:

Hypothesis Three: In companies that do not face the mediating effect of financial constraints, managerial ability has a stronger relationship with external financing.

## Method

Research Method

The present study is applied in terms of research objective and is analytical-descriptive in nature, post-event research in terms of time and quantitative research in terms of implementation and data type. This study is an analytical study using the correlation method

and determines the relationship between variables using regression analysis. The data collection method was the library method. All information in this study is considered annually. The data necessary for testing the hypotheses were extracted based on the data available in the consolidated financial statements of the companies using the Rahavard Novin software. Also, spreadsheet software (Excel) was used to prepare the variables for use in regression models related to testing the hypotheses. In this study, version 12 of the Eviews software was used for the final analysis.

Population and Statistical Sample

Given that companies listed on the Tehran Stock Exchange have audited financial statements and that information about these companies is available in databases, the statistical population of this study includes companies listed on the Tehran Stock Exchange.

Due to some inconsistencies among the members of the population, purposive sampling was used to select companies. Therefore, in determining the statistical sample of the study, the selected companies have the following conditions:

1. The companies have been listed on the Tehran Stock Exchange before 2014 and have been present on the Tehran Stock Exchange until the end of 2022.
2. The companies' fiscal year ends at the end of Esfand and they have not changed their fiscal year or activity during the period under review.
3. Financial and investment brokerage companies, insurance companies, and banks were excluded from the statistical population due to their different nature from other companies.
4. There must be access to the companies' financial information during the period under review.

Based on the above criteria, using the systematic elimination method, finally 130 companies in the period 2014 to 2022 were considered as the research sample. Accordingly, the number of observations in the mentioned period is 1040 company-years (8 years × 130 companies).

Research Models

This study seeks to examine the relationship between management ability and external financing methods (equity and loans) with the mediating role of financial constraints. In this regard, the effects of management ability on the choice of external financing method through capital increase or long-term loans are studied. Accordingly, the dependent variable of this study is external financing, which is measured based on the research of Choo et al. (2021) using the two aforementioned models. The first model is based on financing through long-term loans, and the ratio of long-term loans to total assets of the company that took out the loan is used to calculate it. The second model is based on financing through equity issuance, and the ratio of capital increase to total assets of the companies that took out the loan is used to calculate it. In these models, the dependent variables are loan financing and equity financing, and the independent variables are management ability. Also, in order to better examine the relationship between management ability and equity financing and debt financing, the role of factors such as company size, financial leverage, cash ratio, growth opportunities, z-score, and interest coverage ratio as control variables in this relationship is considered. For this purpose, the first and second models of the research will be implemented for all sample companies to test the first and second hypotheses. Next, to examine the effect of financial constraints on the relationship between management ability and external financing, the third to tenth models will be implemented separately for companies without financial constraints, which were determined by the median and based on financial constraint criteria including (1) dividend payout ratio, (2) interest coverage ratio, (3) KZ index, and (4) WW index, in order to test the third hypothesis. The research models are as follows:

Research models for all companies without the effect of the financial constraint variable

First regression model:

$$\text{Loan financing}_1 = \alpha_0 + \beta_1\ \text{Managerial Ability}_{i.t} + \beta_2\ \text{size}_{i.t} + \beta_3\ \text{leverage}_{i.t} + \beta_4\ \text{cash}_{i.t} + \beta_5\ \text{MTB}_{i.t} + \beta_6\ z_{\text{score}_{i.t}} + \beta_7\ \text{interest coverage}_{i.t} + \varepsilon_{i,t}$$

Second regression model:

$$\text{Equity financing}_2 = \alpha_0 + \beta_1\ \text{Managerial Ability}_{i.t} + \beta_2\ \text{size}_{i.t} + \beta_3\ \text{leverage}_{i.t} + \beta_4\ \text{cash}_{i.t} + \beta_5\ \text{MTB}_{i.t} + \beta_6\ \text{z_score}_{i.t} + \beta_7\ \text{interest coverage}_{i.t} + \varepsilon_{i,t}$$

Research models for financially constrained companies based on dividend payout ratio

First regression model:

$$\text{Loan financing}_1 = \alpha_0 + \beta_1\ \text{Managerial Ability}_{i.t} + \beta_2\ \text{size}_{i.t} + \beta_3\ \text{leverage}_{i.t} + \beta_4\ \text{cash}_{i.t} + \beta_5\ \text{MTB}_{i.t} + \beta_6\ z_{\text{score}_{i.t}} + \beta_7\ \text{interest coverage}_{i.t} + \varepsilon_{i,t}$$

Second regression model:

$$\text{Equity financing}_2 = \alpha_0 + \beta_1\ \text{Managerial Ability}_{i.t} + \beta_2\ \text{size}_{i.t} + \beta_3\ \text{leverage}_{i.t} + \beta_4\ \text{cash}_{i.t} + \beta_5\ \text{MTB}_{i.t} + \beta_6\ \text{z_score}_{i.t} + \beta_7\ \text{interest coverage}_{i.t} + \varepsilon_{i,t}$$

Research models for companies without financial constraints based on the interest coverage ratio

First regression model:

$$\text{Loan financing}_1 = \alpha_0 + \beta_1\ \text{Managerial Ability}_{i.t} + \beta_2\ \text{size}_{i.t} + \beta_3\ \text{leverage}_{i.t} + \beta_4\ \text{cash}_{i.t} + \beta_5\ \text{MTB}_{i.t} + \beta_6\ z_{\text{score}_{i.t}} + \beta_7\ \text{interest coverage}_{i.t} + \varepsilon_{i,t}$$

Second regression model:

$$\text{Equity financing}_2 = \alpha_0 + \beta_1\ \text{Managerial Ability}_{i.t} + \beta_2\ \text{size}_{i.t} + \beta_3\ \text{leverage}_{i.t} + \beta_4\ \text{cash}_{i.t} + \beta_5\ \text{MTB}_{i.t} + \beta_6\ \text{z_score}_{i.t} + \beta_7\ \text{interest coverage}_{i.t} + \varepsilon_{i,t}$$

Research models for companies without financial constraints based on the KZ index

First regression model:

$$\text{Loan financing}_1 = \alpha_0 + \beta_1\ \text{Managerial Ability}_{i.t} + \beta_2\ \text{size}_{i.t} + \beta_3\ \text{leverage}_{i.t} + \beta_4\ \text{cash}_{i.t} + \beta_5\ \text{MTB}_{i.t} + \beta_6\ z_{\text{score}_{i.t}} + \beta_7\ \text{interest coverage}_{i.t} + \varepsilon_{i,t}$$

Second regression model:

$$\text{Equity financing}_2 = \alpha_0 + \beta_1\ \text{Managerial Ability}_{i.t} + \beta_2\ \text{size}_{i.t} + \beta_3\ \text{leverage}_{i.t} + \beta_4\ \text{cash}_{i.t} + \beta_5\ \text{MTB}_{i.t} + \beta_6\ \text{z_score}_{i.t} + \beta_7\ \text{interest coverage}_{i.t} + \varepsilon_{i,t}$$

Research models for financially unconstrained firms based on WW ratio

First regression model:

$$\text{Loan financing}_1 = \alpha_0 + \beta_1\ \text{Managerial Ability}_{i.t} + \beta_2\ \text{size}_{i.t} + \beta_3\ \text{leverage}_{i.t} + \beta_4\ \text{cash}_{i.t} + \beta_5\ \text{MTB}_{i.t} + \beta_6\ z_{\text{score}_{i.t}} + \beta_7\ \text{interest coverage}_{i.t} + \varepsilon_{i,t}$$

Second regression model:

$$\text{Equity financing}_2 = \alpha_0 + \beta_1\ \text{Managerial Ability}_{i.t} + \beta_2\ \text{size}_{i.t} + \beta_3\ \text{leverage}_{i.t} + \beta_4\ \text{cash}_{i.t} + \beta_5\ \text{MTB}_{i.t} + \beta_6\ \text{z_score}_{i.t} + \beta_7\ \text{interest coverage}_{i.t} + \varepsilon_{i,t}$$

## Results

Testing the First and Second Hypotheses

The results of the first model estimate indicate that the calculated significance level for the independent variable management ability is (0.000) and the estimated coefficient of this variable is negative (-0.011). This indicates that there is a negative and significant relationship between management ability and loan financing. The results of the second model estimate indicate that the calculated significance level for the independent variable management ability

is (0.008) and the estimated coefficient of this variable is positive (0.017). This indicates that there is a positive and significant relationship between management ability and equity financing. Accordingly, the first hypothesis of the study based on the negative relationship between management ability and loan financing and the positive relationship between management ability and equity financing was confirmed, and the second hypothesis of the study based on the positive relationship between management ability and loan financing and the negative relationship between management ability and equity financing was rejected. Also, according to the table, the significance level of the F statistic for the models is equal to (0.000), which shows that the estimated regression model is significant.

Test of the third hypothesis of the research

The results of the test of the third hypothesis of the research were estimated based on four methods: "dividend payout ratio", "interest coverage ratio", "KZ index" and "WW index". The calculated significance level for loan financing models is equal to (0.002), (0.000), (0.001) and (0.007) respectively, and the estimated coefficient of this variable is equal to negative (-0.024), (-0.376), (-0.016) and (-0.017) respectively. This indicates that there is a negative and significant relationship between management ability and loan financing in companies without financial constraints. Compared to all sample companies, where the significance level of management ability is (0.000) and the estimated coefficient of this variable is (-0.001), it can be argued that the negative relationship between management ability and loan financing is stronger in companies without financial constraints. On the other hand, based on the four methods of "dividend payout ratio", "interest coverage ratio", "KZ index" and "WW index", the calculated significance level for equity financing models is equal to (0.000), (0.001), (0.002) and (0.007), respectively, and the estimated coefficient of this variable is equal to positive (0.030), (0.022), (0.021) and (0.039), respectively. This indicates that there is a positive and significant relationship between management ability and equity financing in companies without financial constraints. Compared to all sample companies, where the significance level of management ability is (0.008) and the estimated coefficient of this variable is (0.017), it can be argued that the negative relationship between management ability and loan financing is stronger in companies without financial constraints. In other words, in companies without financial constraints, management ability has a stronger negative relationship with loan financing and a positive relationship with equity financing. Therefore, based on the four criteria mentioned for identifying companies without financial constraints, the third hypothesis of the study, namely that the positive relationship between management ability and loan financing and the negative relationship between management ability and equity financing is stronger in companies without financial constraints, was confirmed.

## Conclusions

The behavioral finance perspective discusses how management ability affects companies' financial decisions. Decisions related to the choice of financing method are the responsibility of managers. Financial constraints are also one of the factors that affect companies' financing. Recent studies in the field of financing indicate that the capital market cannot function perfectly efficiently, meaning that due to factors such as agency problems and information asymmetry, the cost of accessing external resources is higher than internal resources, which creates financial constraints in organizations. Capable managers can reduce financial constraints by reducing information asymmetry and agency problems, and facilitate and reduce the cost of external financing.

The results of the first hypothesis test showed that there is a negative and significant relationship between management ability and loan financing and a positive and significant relationship between management ability and equity financing. As a result, the first hypothesis of the research is confirmed at the 95 percent level. In justification of this hypothesis, it can be

inferred that managers with higher managerial ability increase the disclosure of financial information, thereby reducing the information risk and agency problems they face in the financial market, and subsequently facilitate the issuance of shares.

The results of the test of the second hypothesis indicate that there is a negative and significant relationship between management ability and loan financing, and a positive and significant relationship between management ability and equity financing. Accordingly, the second hypothesis of the study, based on the positive relationship between management ability and loan financing and the negative relationship between management ability and equity financing, was rejected. In justification of this hypothesis, it can be inferred that companies with more capable managers try to reduce income tax costs by engaging in tax avoidance activities. Therefore, they increase loan financing when increasing external capital. Also, managers maintain control over the management of the company by using debt in financing.

The results of the third hypothesis indicate that the negative relationship between loan financing and the positive relationship between equity financing and management ability is stronger in companies without financial constraints. In justification of this hypothesis, it can be concluded that managers who have higher ability can reduce financial constraints in the company by reducing information asymmetry and agency problems and ultimately facilitate the use of this financing method by reducing the cost of external financing.

## *Author Contributions*

This article is based on **Rezvan Fathi Shahri**'s Master's Thesis in accounting under the supervision of **Dr. Dariush Damoori** at **Yazd University**, which was finalized with the cooperation of **Dr. Habib Ansari Samani**.

**Dariush Damoori:** Conceptualization, methodology, supervision, project administration, writing—review and editing. **Habib Ansari Samani:** Validation, manuscript consultation. **Rezvan Fathi Shahri:** Resources, data curation, software, formal analysis, investigation, visualization, writing—original draft preparation, writing—review and editing.

## *Data Availability Statement*

Data available on request from the authors.

## *Acknowledgements*

The authors thank all participants in this study.

## *Ethical Considerations*

The authors avoided data fabrication, falsification, plagiarism, and misconduct.

## *Funding*

This research did not receive any specific grant from funding agencies in the public, commercial, or not-for-profit sectors.

## *Conflict of Interest*

The authors declare no conflict of interest.

مجله دانش حسابداری
شاپا چاپی: ۸۹۱۴-۲۰۰۸ شاپا الکترونیکی: ۲۴۷۶-۲۹۲X
دانشگاه شهید باهنر کرمان
انجمن حسابداری ایران

# بررسی تأثیر توانایی مدیریتی بر سیاست تأمین مالی خارجی با نقش میانجی محدودیت مالی

رضوان فتحی شهری[۱]، داریوش دموری[۲]✉ و حبیب انصاری سامانی[۳]

۱. گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری، دانشگاه یزد، یزد، ایران. **رایانامه:** rezvan.fathi@stu.yazd.ac.ir
۲. **نویسنده مسئول**، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری، دانشگاه یزد، یزد، ایران. **رایانامه:** d.damoori@yazd.ac.ir
۳. گروه اقتصاد، دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری، دانشگاه یزد، یزد، ایران. **رایانامه:** h.samani@yazd.ac.ir

**اطلاعات مقاله**

**نوع مقاله:** مقاله پژوهشی.

**تاریخ‌ها**
**تاریخ دریافت:** ۱۴۰۳/۹/۵
**تاریخ بازنگری:** ۱۴۰۳/۱۱/۹
**تاریخ پذیرش:** ۱۴۰۴/۲/۸
**تاریخ انتشار برخط:** ۱۴۰۵/۸/۱۶

**واژه‌های کلیدی:**
تأمین مالی سهام،
تأمین مالی وام،
توانایی مدیریتی،
محدودیت مالی.

**JEL Classification:**
G32, G41.

**چکیـــــــده**

**هدف:** هدف از انجام این پژوهش بررسی تأثیر توانایی مدیریتی بر سیاست تأمین مالی خارجی با نقش میانجی محدودیت مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

**روش:** پژوهش حاضر از نظر هدف پژوهشی کاربردی است که با استفاده از روش حذف سیستماتیک نمونه‌ای متشکل از ۱۳۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را در بازه زمانی ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۱ انتخاب شد و مورد تحلیل و بررسی قرار گرفت. پس از اندازه‌گیری متغیرها و تحلیل‌های آماری مرتبط با داده‌های ترکیبی، آزمون فرضیه‌های پژوهش در قالب ۱۰ مدل و با روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته توسط نسخه ۱۲ نرم‌افزار ایویوز انجام شد.

**یافته‌ها:** نتایج این پژوهش نشان داد، شرکت‌هایی که توسط مدیران تواناتر اداره می‌شود، تمایل به کاهش تأمین مالی وام و افزایش تأمین مالی سهام دارند و این نتایج برای شرکت‌هایی که فاقد محدودیت مالی هستند، قوی‌تر است.

**نتیجه‌گیری:** توانایی مدیریت را می‌توان به عنوان یک عامل تأثیرگذار در انتخاب سیاست تأمین مالی خارجی در نظر گرفت به خصوص زمانی که محدودیت‌های مالی وجود دارد. به عبارت دیگر مدیران توانا می‌توانند بین دو منبع مهم تأمین مالی یعنی وام و سهام ترکیبی بهینه ایجاد کنند و از این طریق هزینه تأمین مالی خارجی را تا حد زیادی کاهش دهند و در مقابل ارزش شرکت را به حداکثر برسانند. از طرف دیگر مدیران توانا می‌توانند با کاهش محدودیت مالی موجب کاهش هزینه تأمین مالی شوند و بدین ترتیب دسترسی به منابع تأمین مالی خارجی را تسهیل دهند.

**استناد:** فتحی شهری، رضوان؛ دموری، داریوش و انصاری سامانی، حبیب (۱۴۰۵). بررسی تأثیر توانایی مدیریتی بر سیاست تأمین مالی خارجی با نقش میانجی محدودیت مالی. *مجله دانش حسابداری*، ۱۷(۳)، ۱۳۷-۱۶۲. https://doi.org/10.22103/jak.2025.24375.4116

**ناشر:** دانشگاه شهید باهنر کرمان.
© نویسنده/ نویسندگان.

## ۱- مقدمه

امروزه بازارهای مالی و سرمایه‌ای بستری را برای جمع‌آوری نقدینگی از بخش خصوصی و اختصاص این وجوه به بخش‌های تولیدی فراهم آورده است. وظیفه بازار سرمایه ایران تحت عنوان بورس اوراق بهادار تهران به عنوان قسمتی از بازار مالی، جمع‌آوری وجوه از عرضه‌کنندگان و ایجاد فرایند سرمایه‌گذاری و سپس تخصیص این وجوه به متقاضیان و ایجاد فرایند تأمین مالی است که سبب شده تا این بازار به دلیل نقش واسطه‌ای خود از اهمیت ویژه‌ای برخوردار گردد (جعفری صمیمی و همکاران، ۱۳۸۳). همچنین افزایش شرکت‌های سهامی در سال‌های اخیر و به دنبال آن جدایی مالکیت از مدیریت، موجب شده تا عملکرد مدیران مورد توجه زیادی قرار گیرد. مدیران نماینده سهامداران در سازمان‌ها هستند و با انتخاب سیاست‌های عملیاتی و مالی کارا شرایط رشد شرکت را فراهم می‌کنند. همچنین سازمان‌ها در طول حیات خود با چالش‌هایی مواجه می‌شوند و مدیران در هدایت شرکت در واکنش به این چالش‌ها نقش مهمی ایفا می‌کنند (مشایخی و حاجی عظیمی، ۱۳۹۷). با توجه به این که کسب سود و افزایش ثروت سهامداران از اهداف اصلی سازمان‌های اقتصادی به شمار می‌رود، گزینش و به‌کارگیری مدیران توانا و شایسته یکی از مهمترین موضوعاتی است که در رویه کاری هر سازمان وجود دارد (احمدی سجادی، ۱۳۸۸).

اتخاذ تصمیات مهم در سازمان‌ها به عهده مدیران و یکی از تصمیمات مهمی که سازمان‌ها با آن مواجهند انتخاب روش تأمین مالی است. مدیران با توجه به ویژگی‌های داخلی و شرایط خارج از شرکت، از جمله شرایط اقتصادی، تورم، نرخ‌های بهره و قوانین دولتی اقدام به تأمین مالی می‌کنند. مدیران توانا به واسطه توانایی‌های ذاتی خود می‌توانند به سرعت از نوع صنعت، استراتژی‌های سازمانی، رقابت، متغیرهای کلان اقتصادی (تورم و نرخ بهره) و شاخص‌های مالی (شیوه‌های تأمین مالی، ریسک‌های مالی، تجاری، سیاسی و اعتباری) شناخت کافی به دست آورده و از این طریق بهترین روش تأمین مالی،که کمترین هزینه را به دنبال دارد انتخاب کنند (هادی و واحد، ۱۴۰۰). گیتمن[1] (۲۰۰۹) ساختار سرمایه در یک شرکت را به عنوان نسبت ترکیب بدهی و حقوق صاحبان سهام توضیح می‌دهد که برای تأمین مالی عملیات شرکت استفاده می‌شود. از آنجایی‌که بدهی باعث پریشانی مالی و خطرات ورشکستگی می‌شود، تمرکز مطالعات ساختار سرمایه بر این است که چه مقدار بدهی به عنوان منابع تأمین مالی خارجی نسبت به حقوق صاحبان سهام استفاده شود (سیماموراً، ۲۰۲۱). بنابراین تصمیمات مربوط به تأمین مالی به دلیل نیاز به افزایش بازده در سازمان و تأثیری که این تصمیم بر توانایی سازمان برای مواجهه با محیط رقابتی خود می‌گذارد برای هر واحد تجاری مهم است (ابور[3]، ۲۰۰۷).

به اعتقاد هابارد[4] (۱۹۹۸) بازار سرمایه نمی‌تواند کاملاً به شکل کارا عمل کند بدین معنی که هزینه دستیابی به منابع خارجی بیش از منابع داخلی است که این موجب ایجاد محدودیت مالی در سازمان‌ها می‌شود (پارک[5]، ۲۰۱۹). بنابراین، شرکت‌هایی که با محدودیت‌های مالی مواجه هستند، هزینه‌های بیشتری را برای تأمین مالی خارجی متحمل می‌شوند، در حالی که شرکت‌های بدون محدودیت مالی اغلب تنها با هزینه انتشار مواجه می‌شوند (وحید[6]، ۲۰۱۷).

پژوهش‌های موجود در این زمینه نشان می‌دهد توانایی مدیریتی نقش مهمی در تأمین مالی شرکت ایفا می‌کند و همچنین محدودیت‌های مالی شرکت را نیز تحت تأثیر قرار می‌دهد. (کاستودیو و متزگر[7]، ۲۰۱۴) معتقدند مدیران توانا مهارت‌های لازم را برای به دست آوردن تأمین مالی خارجی حتی در دوره محدودیت مالی کسب کرده‌اند. بنابراین می‌توانند با کاهش عدم تقارن

[1] Gitman
[2] Simamora
[3] Abor
[4] Hubbard
[5] Park
[6] Vahid
[7] Custodio & Metzger

اطلاعاتی مربوط به اعتباردهندگان خود، بهتر با تأمین‌کنندگان وجوه ارتباط برقرار کنند و محدودیت مالی را کاهش دهند. از طرف دیگر (چانگ و همکاران[1]، ۲۰۱۰) عملکرد ضعیف شرکت‌ها را به عنوان یکی از عوامل ایجاد محدودیت‌های مالی در شرکت دانستند که باعث نگرانی سرمایه‌گذاران و وام‌دهندگان در مورد ظرفیت بازپرداخت آتی آن می‌شود. در این شرایط مدیران توانا با استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب‌تر و کسب سود اقتصادی بیشتر می‌توانند وام‌دهندگان و سرمایه‌گذاران را در مورد اعتبار و کارایی استفاده از منابع مالی متقاعد کنند. همچنین براساس تئوری نمایندگی جنسن و مگ لینگ[2] (۱۹۷۶) مدیریت، منابع شرکت را برای به حداکثر رساندن منافع شخصی خود، به مصرف می‌رساند. به همین دلیل سرمایه‌گذاران و وام‌دهندگان در مورد سوء استفاده از وجوه نگران هستند. بنابراین، شرکت‌ها برای پوشش هزینه‌های نمایندگی بالقوه باید هزینه‌های بیشتری را برای تأمین مالی بپردازند. در این شرایط مدیران توانا کمتر درگیر مشکلات نمایندگی می‌شوند و می‌توانند بدون هزینه اضافی، تأمین مالی کنند، بنابراین با محدودیت‌های مالی کمتری مواجه هستند (بوی و همکاران[3]، ۲۰۱۸). در نتیجه مدیران توانا می‌توانند از طریق سودآوری شرکت، عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی محدودیت‌های مالی را کاهش دهند (هوانگ و همکاران[4]، ۲۰۲۲).

پژوهش حاضر به بررسی نقش توانایی مدیریت بر انتخاب سیاست‌های تأمین مالی خارجی از طریق وام و حقوق صاحبان سهام با نقش میانجی محدودیت مالی پرداخته است. سازمان‌ها در مقاطع مختلف زمانی با چالش‌های فراوانی مواجه می‌شوند و مدیران در برابر این چالش‌ها تصمیماتی را اتخاذ می‌کنند که بقا یا نابودی سازمان، وابسته به تصمیمات مدیران سازمان است. از جمله تصمیمات مهم مدیران تصمیمات مربوط به تأمین مالی شرکت است. انتخاب سیاست تأمین مالی بهینه، هزینه تأمین مالی را کاهش داده و موجب افزایش ثروت سهامداران ارزش شرکت خواهد شد. همچنین محدودیت مالی از جمله عواملی است که انتخاب‌های تأمین مالی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. محدودیت مالی سازمان‌ها در اثر مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی موجود بین مدیران، دارندگان بدهی و سهامداران به وجود می‌آید که موجب دسترسی محدود و پرهزینه سازمان‌ها به منابع تأمین مالی خارجی می‌شود. از این رو با توجه به اهمیت موضوع، این پژوهش به دنبال بررسی رابطه توانایی مدیریت با روش‌های تأمین مالی خارجی(وام و حقوق صاحبان سهام) است. همچنین به بررسی تأثیر میانجی محدودیت مالی بر رابطه بین توانایی مدیریت و تأمین مالی خارجی پرداخته است. همچنین نتایج این پژوهش نیازهای اطلاعاتی مدیران و شرکت را برآورده ساخته و به سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه کمک می‌کند تا تصمیمات سرمایه‌گذاری معقول و مناسبی را اتخاذ کنند. نوآوری پژوهش حاضر استفاده از متغیر میانجی محدودیت مالی با چهار روش «نسبت پرداخت سود سهام»، «نسبت پوشش بهره»، «شاخص KZ» و «شاخص WW» بر رابطه میان توانایی مدیریت و تأمین مالی خارجی است.

## ۲- مبانی نظری و بسط فرضیه‌های پژوهش

### ۲-۱- توانایی مدیریتی[5]

توانایی مدیریتی، به عنوان سرمایه انسانی نامرئی شرکت در نظر گرفته می‌شود که نشان‌دهنده مشارکت مدیران در نتایج اقتصادی است. همچنین مدیران توانا قادر به سرمایه‌گذاری مطلوب‌تر در پروژه‌هایی با ارزش بیشتر و مدیریت کارای کارمندان هستند. بنابراین انتظار می‌رود مدیران تواناتر در کوتاه مدت با سطح معینی از منابع، درآمد بیشتری ایجاد کنند و یا با استفاده از منابع کمتر، سطح معینی از درآمد را کسب کنند (دمرجیان و همکاران[6]، ۲۰۱۲). مبانی نظری نشان می‌دهد مدیران با توانایی بالا می‌توانند

[1] Chang
[2] Jensen & Meckling
[3] Bui
[4] Huang
[5] Managerial Ability
[6] Demerjian

بازده مالی بیشتری کسب کنند (چانگ و همکاران، ۲۰۱۰)، کیفیت سود را بهبود بخشند (دمرجیان و همکاران، ۲۰۱۳) و از فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهتر استفاده کنند (لی و همکاران[1]، ۲۰۱۸). همچنین توانایی مدیریتی نقش مهمی در تصمیم‌گیری‌های تأمین مالی شرکت دارد (آلام و همکاران[2]، ۲۰۲۴). شرکت‌هایی با مدیران توانا می‌توانند محدودیت‌های مالی و ارزش دارایی‌های نقدی خود را بهبود بخشند (تسای و همکاران[3]، ۲۰۲۲). بنابراین توانایی مدیریتی نقش مهمی در تأمین مالی شرکت ایفا می‌کند و همچنین محدودیت‌های مالی شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد (هوانگ و همکاران، ۲۰۲۲). با افزایش توانایی مدیریت انتظار می‌رود ارزش اقتصادی شرکت بیشتر شود. مدیران توانا از قدرت درک همزمان شرایط داخلی و خارجی شرکت برخوردارند و با احتمال بیشتری در طرح‌هایی با ارزش خالص فعلی مثبت سرمایه‌گذاری می‌کنند. از آنجا که در این شرایط انتظار می‌رود هزینه ورشکستگی و ریسک عدم پرداخت بدهی کمتر باشد بنابراین مدیران توانا قدرت تأمین مالی بیشتر با نرخ‌های کمتر را در دوره طولانی‌تر دارند (حیدری و شمس‌الدینی، ۱۴۰۰).

مدیران توانا، از آگاهی بیشتری نسبت به وضعیت شرکت و صنعت برخوردارند و می‌توانند در شرایط مختلف با افزایش سطح افشای اطلاعات، علامت‌دهی مؤثری به بازار سرمایه داشته باشند و هزینه‌های نمایندگی را کاهش دهند. به همین دلیل، مدیرانی که از توانایی بالاتری برخوردارند، تمایل بیشتری به افشای اطلاعات خود در جهت نمایش عملکرد مطلوب خود به بازار سرمایه دارند تا بتوانند مزیت رقابتی کسب کنند (نیکبخت و همکاران، ۱۳۹۹). بنابراین در سازمان‌هایی که توسط مدیران توانمندتر اداره می‌شود، عدم تقارن اطلاعاتی کمتر و ارزش‌گذاری بالاتری توسط سرمایه‌گذاران برای این سازمان‌ها وجود دارد. به بیان دیگر مدیران با توانایی بالا با کاهش امکان دست‌کاری ارقام حسابداری، موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی شده و ارزش شرکت را افزایش می‌دهند (بشیری‌منش و مهری کامرود، ۱۳۹۷). مدیران توانا می‌توانند منجر به سرمایه‌گذاری کارآمدتر، محیط اطلاعاتی بهتر و ریسک کمتر در سازمان شوند. بنابراین، سرمایه‌گذاران برای شرکت‌هایی که توانایی مدیریتی بالاتری دارند، به هزینه سهام پایین‌تری نیاز دارند. به عبارت دیگر، توانایی مدیریتی بالاتر منجر به کاهش هزینه سرمایه سهام می‌شود، که نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران به طور کامل تأثیر توانایی مدیریت را تشخیص می‌دهند (جانگ و همکاران[4]، ۲۰۲۴).

دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) در پژوهشی با عنوان کمی‌سازی توانایی مدیریتی، الگویی را برای اولین بار طراحی کردند که توانایی مدیریت را به صورت کمی با استفاده از معیارهای حسابداری اندازه‌گیری می‌کند. آنها برای اندازه‌گیری کارایی شرکت از الگوی تحلیل پوششی داده‌ها[5] استفاده کردند و سپس در مرحله بعدی از طریق رگرسیون خطی چند متغیره و با کنترل ویژگی‌های ذاتی شرکت توانایی مدیریت و کارایی ذاتی شرکت را از یکدیگر تفکیک نمودند (اره‌کش سلماسی، ۱۳۹۸). برای ارزیابی توانایی مدیریت می‌توان از معیار کارایی شرکت بهره برد، با این حال کارایی شرکت محاسبه شده توسط برآورد DEA هم به شرکت و هم به مدیر قابل انتساب است. برای مثال، یک مدیر تواناتر، بدون در نظر گرفتن اندازه شرکت، می‌تواند روندها را بهتر پیش‌بینی کند، در صورتی که یک مدیر در یک شرکت بزرگ‌تر، صرف‌نظر از توانایی خود بهتر می‌تواند با تأمین‌کنندگان مذاکره کند. بنابراین احتمال دارد توانایی مدیریت بر اساس نتایج کارایی شرکت کمتر یا بیشتر برآورد شود. از این رو کارایی شرکت از پنج ویژگی شرکتی مؤثر بر عملکرد شرکت از جمله اندازه شرکت، سهم بازار شرکت، جریان نقد آزاد، سن شرکت و صادرات تفکیک شده است (کوشافر و همکاران، ۱۳۹۶).

---

[1] Lee
[2] Alam
[3] Tsai
[4] Jang
[5] Data Envelopment Analysis (DEA)

### ۲-۲- تأمین مالی خارجی[1]

تأمین مالی یکی از مهم‌ترین موضوعات در شاخه مدیریت و حسابداری است و پژوهش‌های زیادی در این زمینه صورت گرفته است. در سازمان‌ها تصمیمات مربوط به تأمین مالی و سرمایه‌گذاری با آینده‌نگری اتخاذ می‌شوند. در تصمیمات مرتبط با تأمین مالی، سازمان وجوه جمع‌آوری شده را در زمان حال استفاده می‌کند تا در آینده بتواند تعهدات خود را در مقابل تأمین‌کنندگان منابع مالی انجام دهد (سلمانیان و همکاران، ۱۴۰۰).

در بین شرکت‌های سهامی فعال در بورس تهران، وام‌های بانکی بلندمدت و انتشار سهام عادی از جمله کاربردی‌ترین منابع تأمین مالی خارجی به شمار می‌رود. با توجه به اینکه شرکت‌ها برای تأمین مالی از هر دو منبع مذکور استفاده می‌کنند و از سوی دیگر بازار سهام با تغییرات قیمتی و بازده سهام به درج هر نوع اطلاعات اساسی در نماد واکنش نشان می‌دهد. از این رو منابعی که شرکت‌ها برای تأمین سرمایه به‌کار می‌برند بسیار مهم است (جعفری صمیمی و همکاران، ۱۳۸۳).

با وجود تنوع در روش‌های تأمین مالی، مدیران باید نسبت به چگونگی تأمین مالی و تأثیر به‌کارگیری هر کدام از آنها بر عملکرد عملیاتی سازمان، سودآوری و بازده آینده سهام سازمان‌ها اطلاع داشته باشند. موضوعات تئوری در زمینه ساختار سرمایه به دنبال رسیدن به نقطه تعادل بین دو منبع مهم تأمین مالی یعنی حقوق صاحبان سهام و وام است تا بتواند در آن نقطه هزینه تأمین مالی را تا حد زیادی کاهش دهد و در مقابل ارزش سهام سازمان را به حداکثر برساند (لین و همکاران[2]، ۲۰۱۳). بنابراین هدف اصلی مدیران، افزایش حداکثری ثروت سهامداران است و از سوی دیگر، روش تأمین مالی بر هزینه‌های شرکت، ریسک مالی، سود هر سهم و درصد مالکیت سهامداران تأثیر می‌گذارد. شرکت‌هایی که از طریق سرمایه تأمین مالی انجام می‌دهند به عنوان شرکت‌های سرمایه‌ای و شرکت‌هایی که از طریق بدهی منابع خود را تأمین کنند به عنوان شرکت‌های اهرمی شناخته می‌شوند (ابراهیمی و همکاران، ۱۴۰۱).

تأمین مالی از طریق انتشار سهام یکی از روش‌های تأمین مالی بلندمدت است و هزینه آن نسبت به تأمین مالی بدهی بیشتر است. با توجه به اینکه انتشار سهام بدون سررسید است و سود سهام پایینی دارد مزایایی برای ناشر ایجاد می‌کند که می‌تواند بر معایب این روش از جمله هزینه بالاتر انتشار سهام و عدم ایجاد صرفه‌جویی مالیاتی غلبه کند. به طور کلی از مزایای تأمین مالی سهام می‌توان به عدم الزام به پرداخت سود سهام، عدم وجود سررسید و بهبود درجه اعتباری شرکت ناشی از استفاده از سهام در مقایسه با بدهی اشاره کرد و معایب آن شامل مواردی از جمله بالا بودن هزینه سرمایه، عدم ایجاد سپر مالیاتی، هزینه انتشار بالای سهام در مقایسه با بدهی و کاهش میزان مالکیت با انتشار سهام عادی است (پورعلی و علوی، ۱۳۹۲).

بدهی نقشی کلیدی در تأمین مالی بسیاری از سازمان‌ها ایفا می‌کند و به عنوان یکی از عناصر مهم ساختار سرمایه شناخته می‌شود که در سال‌های اخیر روند استفاده از آن رشد قابل توجهی داشته است. صرفه‌جویی مالیاتی و کابرد اهرم مالی که منجر به افزایش بازده دارایی‌ها می‌شود از جمله دلایل استفاده روز افزون از بدهی است (منعم و همکاران، ۱۴۰۰). به طور کلی از مزایای استفاده از بدهی می‌توان به ایجاد سپر مالیاتی، کاهش هزینه مؤثر وام، امکان کنترل بیشتر برای سهامداران در ازای وجوه کمتر به دلیل عدم برخورداری وام‌دهندگان از حق رأی و کم هزینه‌تر بودن بازپرداخت بدهی در شرایط تورمی اشاره کرد. همچنین بدهی بلندمدت می‌تواند منجر به حفظ ثبات مالی آینده شرکت شود و معایب استفاده از بدهی شامل مواردی از جمله الزام به پرداخت هزینه بهره صرف نظر از سود یا زیان سازمان، وجود سررسید جهت بازپرداخت

[1] External Financing
[2] Lin

اصل بدهی، افزایش ریسک ساختار سرمایه ناشی از استفاده بیش از حد از بدهی و همچنین ایجاد مشکلاتی از قبیل احتمال ورشکستگی و عدم پرداخت بدهی است (ایزدی‌نیا و رحیمی دستجردی، ۱۳۸۸).

**۲-۳- توانایی مدیریت و تأمین مالی خارجی**

سازمان‌هایی که توسط مدیران توانا اداره می‌شوند از کارایی بیشتری در عملیات روزانه خود برخوردار هستند. به خصوص در بحران‌های مالی، حضور یک مدیر توانا در سازمان می‌تواند منجر به بهبود عملکرد واحد تجاری شود. انتخاب استراتژی‌های مناسب تأمین مالی و انتخاب درست ساختار سرمایه یکی از تصمیم‌هایی است که مدیران توانا را از سایر مدیران جدا می‌کند. در حقیقت با انتخاب مناسب روش‌های تأمین مالی، سازمان می‌تواند از بحران‌های مالی عبور کند. از طرف دیگر، انتخاب تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و انتخاب پروژه‌هایی با بیشترین بازده از ویژگی‌های یک مدیر توانا است. با این وجود، در صورتی که تصمیم‌های درستی در شرکت اتخاذ نشود، ممکن است شرکت به مرز ورشکستگی نزدیک شود (سعیدی و بیات، ۱۴۰۰). سازمان‌ها برای سرمایه‌گذاری نیاز به منابع مالی دارند و معمولاً ترکیبی از منابع مالی را برای تأمین مالی به‌کار می‌برند. یکی از مهم‌ترین مسائل در حوزه فعالیت سازمان‌های اقتصادی و شرکت‌ها، ترکیب بهینه منابع مالی است. بهینه‌سازی ترکیب مالی، کاهش هزینه سرمایه و افزایش ارزش شرکت را به دنبال دارد (اسدی و همکاران، ۱۳۹۰). منابع مالی مناسب، چرخه تولید و پیشرفت شرکت‌های سهامی را به حرکت در می‌آورد. برای تکمیل و اجرای پروژه‌های اجرایی و صنعتی به منابع سرمایه مناسب نیاز است و این موضوع سبب اهمیت روش تأمین مالی می‌شود. از مهم‌ترین روش‌های تأمین مالی بین شرکت‌های سهامی که در بورس اوراق بهادار فعال هستند، انتشار سهام عادی و وام‌های بلند مدت بانکی است. با توجه به اینکه سازمان‌ها برای تأمین مالی از هر دو منبع ذکر شده استفاده می‌کنند و از سوی دیگر واکنش بازار سهام در مقابل درج هر نوع اطلاعات اساسی به شکل تغییرات قیمت و بازده بروز می‌کند، از این رو منابعی که شرکت‌ها برای تأمین مالی استفاده می‌کنند بسیار مهم است (جعفری صمیمی و همکاران، ۱۳۸۳).

چمنور و همکاران[1] (۲۰۰۹) اشاره می‌کنند مدیرانی که از توانایی مدیریتی بالاتری برخوردار هستند ریسک اطلاعاتی شرکت را در بازار سهام کاهش می‌دهند. به عبارت دیگر مدیران با توانایی مدیرتی بالاتر می‌توانند سهام شرکت خود را به طور عادلانه قیمت‌گذاری کنند. به همین جهت این شرکت‌ها ریسک اطلاعاتی کمتری را بین ارزش‌های داخلی و خارجی شرکت‌ها تجربه می‌کنند. همچنین مدیران توانمندتر می‌توانند افشای اطلاعات مالی را افزایش دهند، در نتیجه ریسک اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی را که در بازار مالی با آن مواجه هستند کاهش می‌یابد و به دنبال آن صدور سهام را تسهیل می‌کند. بنابراین فرضیه اول به صورت زیر مطرح می‌شود:

فرضیه اول: شرکت‌هایی که از توانایی مدیریتی بالایی برخوردار هستند با تأمین مالی وام رابطه منفی و با تأمین مالی حقوق صاحبان سهام رابطه مثبت دارند.

با این وجود، تصمیمات سیاست مالیاتی عامل مهمی است که توانایی مدیریتی را با تصمیمات تأمین مالی خارجی از طریق نظریه توازن مرتبط می‌کند که نشان می‌دهد شرکت‌ها تمایل به افزایش اهرم دارند زیرا سود مالیاتی بیشتر است. به اعتقاد کوستر و همکاران[2] (۲۰۱۷)، مدیران شرکت‌ها به دلیل صرفه‌جویی مالیاتی ناشی از استفاده بدهی تمایل به افزایش بدهی در ساختار سرمایه دارند. شرکت‌هایی که از مدیران تواناتری برخوردار هستند با درگیر شدن در فعالیت‌های اجتناب از مالیات، سعی می‌کنند هزینه‌های مالیات بر درآمد را کاهش دهند. به عبارت دیگر پایین بودن هزینه تأمین مالی از طریق

[1] Chemmanur
[2] Koester

وام یکی از جذابیت‌های این روش تأمین مالی است. علاوه بر این، اجتناب مالیاتی تأثیر مثبتی بر تأمین مالی وام دارد و شرکت‌هایی که توسط مدیرانی با توانایی بالا اداره می‌شود، تمایل دارند با شرکت در فعالیت‌های اجتناب از مالیات، تأمین مالی وام را هنگام افزایش سرمایه خارجی افزایش دهند. همچنین مدیران با استفاده از بدهی در تأمین مالی کنترل خود را بر مدیریت شرکت حفظ می‌کنند. بنابراین فرضیه دوم پژوهش به صورت زیر مطرح می‌شود:

فرضیه دوم: شرکت‌هایی که از توانایی مدیریتی بالایی برخوردار هستند با تأمین مالی وام رابطه مثبت و با تأمین مالی حقوق صاحبان سهام رابطه منفی دارند.

### ۲-۴- محدودیت مالی[1]

محدودیت مالی از جمله عواملی است که تأمین مالی شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. سازمان‌ها زمانی با محدودیت مالی مواجه هستند که بین مصارف داخلی و خارجی وجوه تخصیص داده شده آنها شکاف وجود داشته باشد (فازاری و همکاران، ۱۹۸۸). به بیان دیگر سازمان‌هایی که دارای محدودیت مالی هستد با صرف هزینه بیشتر، وجه نقد کمتری را تأمین می‌کنند. بنابراین در این سازمان‌ها، هزینه تأمین مالی بیشتر است. محدودیت مالی در بلندمدت می‌تواند منجر به ایجاد صدماتی به رشد و توانایی سودآوری و به طور کلی وضعیت مالی و بازده سهام شود و همچنین ممکن است موجب عقب ماندن سازمان از رقابت و حذف از بازار شود (ناویسی و همکاران[2]، ۲۰۰۶).

به اعتقاد مودیلیانی و میلر[3] (۱۹۵۸) با فرض وجود بازار کارا، نوع و میزان سرمایه‌گذاری سازمان‌ها بی ارتباط با ساختار مالی و حجم نقدینگی آنها است. اما در واقعیت ناکارا بودن بازار سرمایه سبب می‌شود هزینه تأمین مالی خارجی بیشتر از هزینه تأمین مالی داخلی باشد و این منجر به ایجاد محدودیت مالی برای سازمان‌ها می‌شود. در نتیجه ناکارایی در بازار سرمایه موجب می‌شود محدودیت مالی، تصمیات سرمایه‌گذاری سازمان‌ها را تحت تأثیر قرار دهد. بنابراین سازمان‌هایی که با محدودیت مالی مواجه هستند به علت عدم دسترسی یا هزینه بالای تأمین مالی خارجی نمی‌توانند تصمیمات بهینه‌ای برای سرمایه‌گذاری داشته باشند در حالی که در صورت وجود منابع داخلی به اندازه کافی می‌توانستند از آن فرصت سرمایه‌گذاری بهره‌مند شوند (پورعلیرضا و همکاران، ۱۳۹۸).

همه سازمان‌ها با محدودیت مالی مواجهند؛ اما سطوح محدودیت مالی آنها با یکدیگر متفاوت است. استفاده از وجوه خارجی به عنوان یک معیار مناسب، سازمان‌ها را بر اساس محدودیت مالی طبقه‌بندی می‌کند. سازمان‌هایی که تفاوت زیادی بین مصارف داخلی و خارجی وجوه سرمایه‌گذاری آنها وجود دارد از محدودیت مالی بیشتری برخوردار هستند. در حالی‌که سازمان‌هایی که به طور نسبی دارایی‌هایی با نقدشوندگی بالایی دارند و از خالص دارایی بالایی برخوردارند فاقد محدودیت مالی یا محدودیت مالی کمتری هستند. بنابراین محدودیت مالی، مانع تأمین وجوه مورد نیاز جهت سرمایه‌گذاری بهینه برای سازمان‌ها می‌شود (اسماعیل فام بهی، ۱۴۰۰).

شکاف بین هزینه تأمین مالی داخلی و خارجی به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی ایجاد می‌شود. وجود عدم تقارن اطلاعاتی در سازمان‌ها موجب می‌شود مدیران در مورد فرصت‌های سرمایه‌گذاری، جریان نقدی، ارزش واقعی شرکت و چشم‌انداز آتی آن اطلاعات بیشتری نسبت به سرمایه‌گذاران برون سازمانی داشته باشند. همچنین عدم تقارن اطلاعاتی برای تأمین‌کنندگان منابع مالی ریسک اطلاعاتی ایجاد می‌کند. از این رو تأمین‌کنندگان منابع مالی در مقابل ریسک اطلاعاتی که تحمل

[1] Financial Constraints
[2] Navissi
[3] Modigliani & Miller

می‌کنند، مبلغی را به عنوان صرف ریسک برای تأمین مالی در نظر می‌گیرند. مثلاً اگر تأمین‌کنندگان نسبت به قرض‌دهی به سازمان اقدام کنند نرخ بهره بالاتری درخواست خواهند کرد و اگر قصد خرید سهام منتشره سازمان را داشته باشند ارزشیابی پایینی نسبت به قیمت سهام خواهد داشت. در نتیجه با قیمت کمتری سهام منتشره را خریداری خواهند نمود که این موضوع تحت عنوان قیمت‌گذاری پایین نامیده می‌شود. به همین علت سرمایه‌گذاران جهت سرمایه‌گذاری در چنین سازمان‌هایی تقاضای نرخ بازده بالاتری دارند (مایرز و ماجلوف[1]، ۱۹۸۴).

فازاری و همکاران [2] (۱۹۸۸) دریافتند عدم تقارن اطلاعات و مشکل نمایندگی در بین مدیران، سهامداران و دارندگان بدهی باعث ایجاد محدودیت‌های تأمین مالی می‌شود. شرکت‌هایی که با محدودیت مالی مواجه هستند دسترسی محدود و پر هزینه‌ای به منابع تأمین مالی خارجی دارند بنابراین هزینه تأمین مالی در این سازمان‌ها بیشتر است. در نتیجه در تأمین وجوه از منابع خارجی با مشکل رو به رو هستند. شرکت‌هایی که توسط مدیران تواناتر اداره می‌شوند با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی می‌توانند محدودیت‌های مالی را در شرکت کاهش دهند و در نهایت با کاهش هزینه تأمین مالی خارجی استفاده از این روش تأمین مالی را تسهیل می‌نمایند. بنابراین فرضیه سوم پژوهش به صورت زیر مطرح می‌شود:

فرضیه سوم: در شرکت‌هایی که با اثر میانجی محدودیت مالی مواجه نیستند توانایی مدیریتی رابطه قوی‌تری با تأمین مالی خارجی دارد.

## ۳- پیشینه پژوهش

### ۳-۱- پیشینه داخلی

فروغی و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی تأثیر توانایی مدیریتی بر اجتناب مالیاتی پرداختند. در این پژوهش توانایی مدیریتی بخشی از کارایی شرکت است که از عوامل ذاتی شرکت تأثیر نمی‌پذیرد و از روش تحلیل پوششی داده‌ها محاسبه شده است. فرضیه پژوهش با استفاده از رگرسیون چند متغیره مبتنی بر داده‌های ترکیبی آزمون شده است. نتایج نشان می‌دهد توانایی مدیریتی بر اجتناب مالیاتی تأثیر منفی و معناداری دارد. زارعی و عبدالله زاده شقاقی (۱۳۹۷) به بررسی تأثیر رشد شرکت و ساختار مالکیت بر رابطه میان کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که کیفیت افشای اطلاعات بر تأمین مالی سهام و تأمین مالی وام تأثیر مثبت دارد. همچنین متغیر رشد شرکت، مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی سهام و تأمین مالی وام تأثیر مثبت دارد. مشایخی و حاجی عظیمی (۱۳۹۷) به بررسی تأثیر توانایی مدیریتی بر عملکرد شرکت در مراحل رشد، بلوغ و افول پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد افزایش توانایی مدیریتی بر بهبود راندمان شرکت در قالب بازده سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت و معناداری دارد. همچنین بین توانایی مدیریت و عملکرد شرکت فقط در مراحل رشد و بلوغ رابطه مثبت و معناداری دیده می‌شود ولی در شرکت‌های فعال در مرحله افول این رابطه دیده نمی‌شود. حسن‌ملکی و حقانی (۱۴۰۱) به بررسی رابطه بین توانایی مدیریتی با محدودیت‌های مالی و ارزش نگهداشت وجه نقد پرداختند. نتایج این پژوهش حاکی از آن است که توانایی مدیریتی در شرکت‌ها منجر به کاهش محدودیت‌های مالی می‌شود و ارزش نگهداشت وجه نقد را بهبود می‌دهد. در نتیجه می‌توان نتیجه گرفت که توانایی مدیریتی عامل مهمی در بهبود تصمیمات سرمایه‌گذاری و کارایی عملیاتی شرکت است. یوسف‌زاده و همکاران (۱۴۰۱) به بررسی اثرگذاری توانایی مدیریتی بر رابطه بین عدم اطمینان محیطی و اجتناب مالیاتی پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که در ارتباط با محیط‌های بی ثبات، مدیرانی که از توانایی بیشتری برخوردار هستند با دید

[1] Myers & Majluf
[2] Fazzari

بلندمدت، تصمیمات بلندمدت مطلوب‌تری را اتخاذ می‌کنند و راهبردهای بهتری را برای سازگاری با محیط انتخاب می‌کنند در نتیجه فعالیت‌های اجتناب از مالیات کمتری دارند. طاهری و جلیلی (۱۴۰۲) به بررسی محدودیت‌های مالی در شرکت‌ها و رابطه آن با استراتژی‌های تأمین مالی با تأکید بر نقش تعدیل‌گر حاکمیت شرکتی پرداختند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد محدودیت‌های مالی با معامله با اشخاص وابسته، رابطه منفی و با ساختار سرمایه رابطه مثبت دارد. همچنین حاکمیت شرکتی تنها بر رابطه بین محدودیت‌های مالی با ساختار سرمایه اثر تعدیلی دارد. رسولخانی و بولو (۱۴۰۳) به بررسی توانایی مدیریتی و هموارسازی سود پرداختند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهند توانایی مدیریتی با هموارسازی سود رابطه مثبت دارد و مدیران توانا اطلاعات آینده‌نگرانه‌تری را از طریق هموارسازی سود ارائه و موجب افزایش محتوای اطلاعاتی سود در مورد عملکرد آتی می‌شوند.

**۳-۲- پیشینه خارجی**

لی و همکاران[1] (۲۰۱۸) به بررسی رابطه میان شرکت‌هایی که توسط مدیران توانا اداره می‌شوند و کسب فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب‌تر پرداختند. نتایج نشان می‌دهد بین توانایی مدیریتی و فرصت سرمایه‌گذاری رابطه مثبت وجود دارد و این رابطه فقط در شرکت‌های فاقد محدودیت مالی معنادار است. تینگ و همکاران[2] (۲۰۲۱) به بررسی تأثیر میانجی ساختار سرمایه بر رابطه میان توانایی مدیریتی و عملکرد شرکت پرداختند. نتایج نشان می‌دهد سطوح پایین (بالا) بدهی احتمالاً در شرکت‌هایی با مدیران عامل با توانایی بالا (کم) مشاهده می‌شود، توانایی مدیریتی بر عملکرد شرکت تأثیر مثبت می‌گذارد، و ساختار سرمایه واسطه رابطه مثبت بین توانایی مدیریت و عملکرد شرکت است. چو و همکاران[3] (۲۰۲۱) به بررسی رابطه میان توانایی مدیریت و تأمین مالی خارجی پرداختند. نتایج نشان می‌دهد شرکت‌هایی با مدیران تواناتر تمایل به کاهش تأمین مالی وام و افزایش تأمین مالی سهام دارند. این نتایج برای شرکت‌هایی که از لحاظ مالی محدود نیستند و به خوبی اداره می‌شوند برجسته‌تر است. سیماموراً[4] (۲۰۲۱) به بررسی نقش تعدیل کننده توانایی مدیریتی بر رابطه میان رفتار ریسک‌پذیری و عملکرد شرکت پرداخته است. نتایج نشان می‌دهد رفتار ریسک‌پذیر برای توانایی مدیریتی بالاتر بر عملکرد شرکت‌ها تأثیر مثبت دارد. توانایی مدیریتی دانش، مهارت و اطلاعات بالاتری را برای به دست آوردن مزایا و کاهش هزینه‌های رفتار ریسک‌پذیر برای بهبود عملکرد شرکت فراهم می‌کند. نقش توانایی مدیریتی در ایجاد رفتار ریسک‌پذیر باعث افزایش عملکرد شرکت‌ها بیشتر برای مدیران با توانایی بالا رخ می‌دهد. کورت و همکاران[5] (۲۰۲۲) به بررسی نقش سیگنال‌های حسابرسی پرهزینه در فعالیت‌های تأمین مالی خارجی آتی شرکت‌های دارای محدودیت مالی می‌پردازد. نتایج نشان می‌دهد در صورت مواجهه با محدودیت‌های مالی بالاتر، شرکت‌ها هزینه‌های حسابرسی بیشتری می‌پردازند و گزارش‌های حسابرسی‌شان زودتر تکمیل می‌شود. شرکت‌های دارای محدودیت مالی که به دنبال سهام هستند و تحت حسابرسی‌های پرهزینه‌تری قرار گرفته‌اند، نتایج مطلوب‌تری را با توجه به عملکرد بلندمدت سهام و کارایی سرمایه‌گذاری پس از عرضه‌های سهام تجربه شده نشان می‌دهند. هوانگ و همکاران[6] (۲۰۲۲) به بررسی تأثیر توانایی مدیریتی بر محدودیت‌های مالی شرکت پرداختند. نتایج نشان می‌دهد بین توانایی مدیریتی و محدودیت‌های مالی شرکت رابطه منفی وجود دارد. همچنین توانایی مدیریتی احتمالاً از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، کاهش تضادهای نمایندگی و افزایش سودآوری شرکت، به کاهش محدودیت‌های مالی کمک می‌کند. بنرجی و دب[7] (۲۰۲۳) به بررسی رابطه توانایی مدیریت با کارایی مدیریت سرمایه در گردش و عملکرد شرکت‌ها پرداختند. نتایج حاکی از آن است

[1] Lee
[2] Ting
[3] Choo
[4] Simamora
[5] Kurt
[6] Huang
[7] Banerjee & Guha Deb

که بین توانایی مدیریت و چرخه تبدیل وجه نقد رابطه منفی وجود دارد که بیانگر این است مدیران توانمندتر کارایی بالاتر مدیریت سرمایه در گردش را نشان می‌دهند. آتاونه و همکاران[1] (۲۰۲۴) به بررسی رابطه توانایی مدیریت و ارزش شرکت پرداختند. نتایج نشان می‌دهد بین توانایی مدیریت و ارزش شرکت رابطه مثبت وجود دارد به طوری که یک افزایش انحراف استاندارد در توانایی مدیریت با افزایش ۵/۷٪ در ارزش شرکت نسبت به سطح میانگین همراه است.

## ۴- روش پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف پژوهشی کاربردی است و از نظر ماهیت پژوهشی تحلیلی- توصیفی، از نظر زمانی پژوهشی پس رویدادی و از بعد اجرا و نوع داده‌ها پژوهشی کمی است. این پژوهش، تحقیقی تحلیلی به روش همبستگی است و رابطه بین متغیرها را با استفاده از تحلیل رگرسیون مشخص می‌کند. روش جمع‌آوری اطلاعات روش کتابخانه‌ای بوده است.

کلیه اطلاعات این پژوهش به شکل سالانه در نظر گرفته شده است. داده‌های لازم برای آزمون فرضیه‌ها بر اساس داده‌های موجود در صورت‌های مالی تلفیقی شرکت‌ها با استفاده از نرم‌افزار ره‌آورد نوین، استخراج شده‌اند. همچنین از نرم افزار صفحه گسترده (اکسل) برای آماده‌سازی متغیرها برای استفاده در مدل‌های رگرسیونی مربوط به آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است. بدین منظور ابتدا اطلاعات جمع‌آوری شده در صفحات کاری محیط نرم‌افزار اکسل وارد شده است و در ادامه برای دستیابی به متغیرهای پژوهش محاسبه‌های لازم انجام شد. پس از محاسبه تمامی متغیرهای لازم برای استفاده در مدل‌ها، این متغیرها در صفحات کاری واحدی ترکیب و در نهایت به نرم‌افزار مورد استفاده برای تجزیه و تحلیل نهایی منتقل شدند. در این پژوهش جهت تجزیه و تحلیل نهایی از نسخه ۱۲ نرم‌افزار ایویوز[2] استفاده شده است.

### ۴-۱- جامعه و نمونه آماری

با توجه به اینکه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از صورت‌های مالی حسابرسی شده برخوردارند و اطلاعات این شرکت‌ها در بانک‌های اطلاعاتی قابل دسترسی هستند از این رو جامعه آماری این پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

به دلیل وجود برخی ناهماهنگی‌ها بین اعضای جامعه برای انتخاب شرکت‌ها از نمونه‌گیری هدفمند استفاده شده است. از این رو در تعیین نمونه آماری پژوهش، شرکت‌های انتخاب شده دارای شرایط زیر هستند:

۱. شرکت‌ها قبل از سال ۱۳۹۴ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند و تا پایان سال ۱۴۰۱ در بورس اوراق بهادار تهران حضور داشته باشند.

۲. سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد و در طی دوره مورد بررسی تغییر سال مالی یا تغییر فعالیت نداشته باشند.

۳. شرکت‌های واسطه‌گری مالی و سرمایه‌گذاری، شرکت‌های بیمه و بانک‌ها به علت ماهیت متفاوت با سایر شرکت‌ها از جامعه آماری حذف شدند.

۴. دسترسی به اطلاعات مالی شرکت‌ها در دوره مورد بررسی وجود داشته باشد.

بر اساس معیارهای فوق با استفاده از روش حذف سیستماتیک، در نهایت تعداد ۱۳۰ شرکت در بازه زمانی ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۱ به عنوان نمونه پژوهش در نظرگرفته شده است. بر این اساس تعداد مشاهدات در بازه زمانی مذکور ۱۰۴۰ سال- شرکت (۸ سال×۱۳۰ شرکت) است.

[1] Atawnah
[2] Eviews

جدول ۱. روش حذف سیستماتیک

| شرح | تعداد |
|---|---|
| شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در پایان سال ۱۳۹۴ | ۴۳۸ |
| شرکت‌هایی سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه نبوده و در دوره مورد بررسی تغییر سال مالی داشته‌اند. | (۱۳۶) |
| شرکت‌های واسطه‌گری مالی و سرمایه‌گذاری، شرکت‌های بیمه و بانک‌ها | (۵۶) |
| دسترسی به اطلاعات مالی شرکت‌ها در دوره مورد بررسی وجود داشته باشد. | (۱۱۶) |
| نمونه آماری پژوهش | ۱۳۰ |

### ۴-۲- مدل‌های پژوهش

این پژوهش به دنبال بررسی رابطه توانایی مدیریت با روش‌های تأمین مالی خارجی (سهام و وام) با نقش میانجی محدودیت مالی است. در این راستا تأثیرات توانایی مدیریت بر انتخاب روش تأمین مالی خارجی از طریق افزایش سرمایه یا وام‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت مورد مطالعه قرار می‌گیرد. بر این اساس متغیر وابسته این پژوهش تأمین مالی خارجی است که برای اندازه‌گیری آن بر اساس پژوهش چو و همکاران[1] (۲۰۲۱) از دو مدل مذکور استفاده شده است. مدل اول، بر پایه تأمین مالی به وسیله وام‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت است و برای محاسبه آن از نسبت وام‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت به کل دارایی‌های شرکت که اقدام به اخذ وام کردند استفاده می‌شود. مدل دوم، بر پایه تأمین مالی به وسیله انتشار سهام است که برای محاسبه آن از نسبت افزایش سرمایه به کل دارایی‌های شرکت‌هایی که اقدام به افزایش سرمایه کردند استفاده می‌شود. در این مدل‌ها ارتباط بین توانایی مدیریت و روش‌های تأمین مالی خارجی بررسی می‌شود، در این مدل‌ها متغیرهای وابسته تأمین مالی وام و تأمین مالی سهام و متغیرهای مستقل توانایی مدیریت است. همچنین به منظور بررسی بهتر رابطه توانایی مدیریت با تأمین مالی سهام و تأمین مالی وام نقش عواملی از جمله اندازه شرکت، اهرم مالی، نسبت وجه نقد، فرصت‌های رشد، امتیاز Z و نسبت پوشش بهره به عنوان متغیرهای کنترلی در این رابطه مورد توجه قرار می‌گیرد. به این منظور در ابتدا مدل‌های اول و دوم پژوهش، برای تمامی شرکت‌های نمونه به منظور آزمون فرضیه اول و دوم اجرا خواهد شد. در ادامه جهت بررسی تأثیر محدودیت مالی بر رابطه توانایی مدیریت و تأمین مالی خارجی، مدل‌های سوم تا دهم صرفاً برای شرکت‌های فاقد محدودیت مالی که توسط میانه و بر اساس معیارهای محدودیت مالی شامل (۱) نسبت پرداخت سود سهام، (۲) نسبت پوشش بهره، (۳) شاخص KZ و (۴) شاخص WWمشخص شدند به منظور آزمون فرضیه سوم و به صورت جداگانه اجرا خواهند شد. مدل‌های پژوهش به شرح زیر است:

#### ۴-۲-۱- مدل‌های پژوهش برای تمامی شرکت‌ها بدون تأثیر متغیر محدودیت مالی

مدل رگرسیونی اول:

$$\text{Loan financing}_1 = \alpha_0 + \beta_1\ \text{Managerial Ability}_{i.t} + \beta_2\ \text{size}_{i.t} + \beta_3\ \text{leverage}_{i.t} + \beta_4\ \text{cash}_{i.t} + \beta_5\ \text{MTB}_{i.t} + \beta_6\ \text{z}_{\text{score}_{i.t}} + \beta_7\ \text{interest coverage}_{i.t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۱)$$

مدل رگرسیونی دوم:

$$\text{Equity financing}_2 = \alpha_0 + \beta_1\ \text{Managerial Ability}_{i.t} + \beta_2\ \text{size}_{i.t} + \beta_3\ \text{leverage}_{i.t} + \beta_4\ \text{cash}_{i.t} + \beta_5\ \text{MTB}_{i.t} + \beta_6\ \text{z_score}_{i.t} + \beta_7\ \text{interest coverage}_{i.t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۲)$$

#### ۴-۲-۲- مدل‌های پژوهش برای شرکت‌های فاقد محدودیت مالی بر اساس معیار پرداخت سود سهام

مدل رگرسیونی اول:

$$\text{Loan financing}_1 = \alpha_0 + \beta_1\ \text{Managerial Ability}_{i.t} + \beta_2\ \text{size}_{i.t} + \beta_3\ \text{leverage}_{i.t} + \beta_4\ \text{cash}_{i.t} + \beta_5\ \text{MTB}_{i.t} + \beta_6\ \text{z}_{\text{score}_{i.t}} + \beta_7\ \text{interest coverage}_{i.t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۳)$$

[1] Choo

مدل رگرسیونی دوم:

$$\text{Equity financing}_2 = \alpha_0 + \beta_1\ \text{Managerial Ability}_{i.t} + \beta_2\ \text{size}_{i.t} + \beta_3\ \text{leverage}_{i.t} + \beta_4\ \text{cash}_{i.t} + \beta_5\ \text{MTB}_{i.t} + \beta_6\ \text{z_score}_{i.t} + \beta_7\ \text{interest coverage}_{i.t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۴)$$

### ۴-۲-۳- مدل‌های پژوهش برای شرکت‌های فاقد محدودیت مالی بر اساس معیار پوشش بهره

مدل رگرسیونی اول:

$$\text{Loan financing}_1 = \alpha_0 + \beta_1\ \text{Managerial Ability}_{i.t} + \beta_2\ \text{size}_{i.t} + \beta_3\ \text{leverage}_{i.t} + \beta_4\ \text{cash}_{i.t} + \beta_5\ \text{MTB}_{i.t} + \beta_6\ \text{z_score}_{i.t} + \beta_7\ \text{interest coverage}_{i.t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۵)$$

مدل رگرسیونی دوم:

$$\text{Equity financing}_2 = \alpha_0 + \beta_1\ \text{Managerial Ability}_{i.t} + \beta_2\ \text{size}_{i.t} + \beta_3\ \text{leverage}_{i.t} + \beta_4\ \text{cash}_{i.t} + \beta_5\ \text{MTB}_{i.t} + \beta_6\ \text{z_score}_{i.t} + \beta_7\ \text{interest coverage}_{i.t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۶)$$

### ۴-۲-۴- مدل‌های پژوهش برای شرکت‌های فاقد محدودیت مالی بر اساس معیار KZ

مدل رگرسیونی اول:

$$\text{Loan financing}_1 = \alpha_0 + \beta_1\ \text{Managerial Ability}_{i.t} + \beta_2\ \text{size}_{i.t} + \beta_3\ \text{leverage}_{i.t} + \beta_4\ \text{cash}_{i.t} + \beta_5\ \text{MTB}_{i.t} + \beta_6\ \text{z_score}_{i.t} + \beta_7\ \text{interest coverage}_{i.t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۷)$$

مدل رگرسیونی دوم:

$$\text{Equity financing}_2 = \alpha_0 + \beta_1\ \text{Managerial Ability}_{i.t} + \beta_2\ \text{size}_{i.t} + \beta_3\ \text{leverage}_{i.t} + \beta_4\ \text{cash}_{i.t} + \beta_5\ \text{MTB}_{i.t} + \beta_6\ \text{z_score}_{i.t} + \beta_7\ \text{interest coverage}_{i.t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۸)$$

### ۴-۲-۵- مدل‌های پژوهش برای شرکت‌های فاقد محدودیت مالی بر اساس نسبت WW

مدل رگرسیونی اول:

$$\text{Loan financing}_1 = \alpha_0 + \beta_1\ \text{Managerial Ability}_{i.t} + \beta_2\ \text{size}_{i.t} + \beta_3\ \text{leverage}_{i.t} + \beta_4\ \text{cash}_{i.t} + \beta_5\ \text{MTB}_{i.t} + \beta_6\ \text{z_score}_{i.t} + \beta_7\ \text{interest coverage}_{i.t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۹)$$

مدل رگرسیونی دوم:

$$\text{Equity financing}_2 = \alpha_0 + \beta_1\ \text{Managerial Ability}_{i.t} + \beta_2\ \text{size}_{i.t} + \beta_3\ \text{leverage}_{i.t} + \beta_4\ \text{cash}_{i.t} + \beta_5\ \text{MTB}_{i.t} + \beta_6\ \text{z_score}_{i.t} + \beta_7\ \text{interest coverage}_{i.t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۱۰)$$

### ۴-۳- متغیرهای پژوهش

متغیرهای این پژوهش شامل متغیرهای مستقل، وابسته، میانجی و کنترلی است که در ادامه به توصیف آنها پرداخته می‌شود.

### ۴-۳-۱- متغیر مستقل

متغیر مستقل این پژوهش توانایی مدیریتی است که باقی مانده معادله (۱۲) است.

برای اندازه‌گیری توانایی مدیریت از مدل دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) که مبتنی بر متغیرهای حسابداری است، استفاده شده است. در این مدل توانایی مدیریت توسط کارایی شرکت به عنوان متغیر وابسته و کنترل ویژگی‌های ذاتی شرکت، محاسبه می‌شود. دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) برای سنجش کارایی شرکت از مدل تحلیل پوششی داده‌ها (DEA) استفاده کرده‌اند. مدل تحلیل پوششی داده‌ها، یک مدل آماری است که با استفاده از داده‌های ورودی و خروجی، عملکرد یک سیستم را اندازه‌گیری می‌کند. در این مدل درآمد حاصل از فروش به عنوان خروجی در نظر گرفته شده است و ۴ متغیر دیگر از جمله بهای تمام شده کالای فروش رفته، هزینه‌های عمومی، اداری و فروش، خالص دارایی‌ها، ماشین‌آلات و تجهیزات و دارایی‌های نامشهود شرکت به عنوان ورودی درنظرگرفته شده که تا حد زیادی حق انتخاب مدیریت را در رسیدن به درآمد مورد نظر پوشش می‌دهند.

$$FirmEfficiency = \frac{Sales}{v_1 GOGS + v_2 SG\&A + v_3 PPE + v_4 OInt} \quad (۱۱)$$

در این مدل کارایی شرکت اندازه‌گیری می‌شود که در این رابطه:

Sales: تنها خروجی مدل است که نمایانگر فروش شرکت است.

GOCS: ورودی مدل است که نمایانگر بهای تمام شده کالای فروخته شده شرکت است.

SG&A: ورودی مدل است که نمایانگر هزینه‌های عمومی، اداری و فروش است.

PPA: ورودی مدل است که نمایانگر خالص دارایی، ماشین آلات و تجهیزات است.

OInt: ورودی مدل است و نمایانگر سایر دارایی‌های نامشهود است.

در این مدل ضریب v برای هر ورودی لحاظ شده است به این دلیل که میزان تأثیر هر ورودی در این مدل بر کارایی متفاوت است. مقدار کارایی عددی بین ۰ تا ۱ است عدد صفر نماینده عدم کارایی است و هر چه به عدد ۱ نزدیک‌تر می‌شویم نشان‌دهنده افزایش کارایی شرکت است. با این وجود کارایی شرکت که توسط این مدل ایجاد شده است نمی‌تواند توانایی مدیریتی را اندازه‌گیری کند، زیرا نتیجه اقدام مشترک شرکت‌ها و مدیران است.

محاسبه کارایی شرکت با هدف اندازه‌گیری توانایی مدیریت صورت می‌گیرد و با توجه به اینکه ویژگی‌های ذاتی شرکت در محاسبات مربوط به کارایی دخالت دارد، نمی‌توان به درستی توانایی مدیریت را اندازه‌گیری کرد، زیرا تحت تأثیر این ویژگی‌ها، کمتر یا بیشتر از مقدار واقعی محاسبه می‌شود. دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) جهت کنترل تأثیر ویژگی‌های ذاتی شرکت در مدلی که ارائه کرده‌اند کارایی شرکت را به دو بخش تقسیم کرده‌اند؛ کارایی بر اساس ویژگی‌های ذاتی شرکت و توانایی مدیریت. آنها با کنترل ۶ ویژگی خاص شرکت شامل اندازه شرکت، سهم بازار، جریان نقدی، عمر پذیرش شرکت در بورس، تمرکز در صنعت و فروش خارجی (صادرات) این کار را انجام دادند. هر یک از این متغیرها می‌توانند به مدیران کمک کنند تا تصمیمات بهتری بگیرند یا بالعکس در جهت محدود کردن توانایی مدیریت عمل کنند. با کمک الگوی زیر توانایی مدیریت را محاسبه می‌کنیم. در این مدل برای استخراج توانایی مدیریتی با تخمین امتیاز کارایی ویژگی‌های خاص شرکت یک عبارت خطا برای اندازه‌گیری توانایی مدیریت به دست می‌آید.

$$gatheredFirm\ Efficiency_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Ln(Asset)_{i,t} + \alpha_2 Market\ Share_{i,t} + a_3 FCF_Indicator_{i,t} + a_4 Ln(Firm\ Age)_{i,t} + a_5 FCI_{i,t} + \varepsilon_{i,t} gathered \quad (۱۲)$$

Firm efficiency: کارایی شرکت، که از طریق رابطه (۱۱) محاسبه شده است.

Ln (Asset): لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت

Market share: سهم بازار شرکت از صنعت، برابر است با نسبت فروش شرکت به کل فروش صنعت

FCF_Indicator: جریان نقد آزاد شرکت، متغیری مجازی است اگر جریان‌های نقد عملیاتی شرکت مثبت باشد برابر با ۱ در غیر این صورت برابر ۰ است.

Ln (Firm Age): لگاریتم طبیعی سن شرکت (زمان تأسیس تا زمان پژوهش)

FCI: ارز خارجی موجود برای شرکت‌های صادرات محور، اگر شرکت صادرات داشته باشد این متغیر برابر ۱ در غیر این صورت برابر ۰ است.

$\varepsilon_{i,t}$ : توانایی مدیریت

**۴-۳-۲- متغیرهای وابسته**

متغیر وابسته این پژوهش تأمین مالی خارجی است که برای اندازه‌گیری آن بر اساس پژوهش چو و همکاران[1] (۲۰۲۱) از دو نسبت زیر استفاده شده است. نسبت اول، بر پایه تأمین مالی به وسیله وام‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت (LoanFinancing) است و برای محاسبه آن از نسبت وام‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت به کل دارایی‌های شرکت که اقدام به اخذ وام نمودند استفاده می‌شود. نسبت دوم، بر پایه تأمین مالی به وسیله انتشار سهام (EquityFinancing) است که برای محاسبه آن از نسبت افزایش سرمایه به کل دارایی‌های شرکت‌هایی که اقدام به افزایش سرمایه اقدام نمودند استفاده می‌شود.

**۴-۳-۳- متغیر میانجی**

متغیر میانجی این پژوهش محدودیت مالی است. شرکت‌ها به دلیل عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی با محدودیت مالی رو به رو می‌شوند. در این پژوهش با استفاده از چهار معیار، محدودیت مالی را اندازه‌گیری می‌کنیم. (۱) نسبت پرداخت سود که توسط فازاری و همکاران (۱۹۸۸) تعریف شده است. (۲) نسبت پوشش بهره که توسط وایتد[2] (۱۹۹۲) پیشنهاد شده است. (۳) شاخص KZ، توسط لامونت و همکاران[3] (۲۰۰۱) و کاپلان و زینگالس[4] (۱۹۹۷) ارائه شده است و (۴) شاخص WW، که توسط وایتد و وو[5] (۲۰۰۶) تعریف شده است.

۱. نسبت پرداخت سود سهام: نسبت کل سود تقسیمی شرکت به درآمد خالص

بر اساس این شاخص شرکت‌های بالای میانه به عنوان شرکت‌های فاقد محدودیت مالی و شرکت‌های پایین میانه به عنوان شرکت‌های دارای محدودیت مالی طبقه‌بندی می‌شوند.

۲. نسبت پوشش بهره: نسبت سود عملیاتی به هزینه‌های مالی

بر اساس این شاخص شرکت‌های بالای میانه به عنوان شرکت‌های فاقد محدودیت مالی و شرکت‌های پایین میانه به عنوان شرکت‌های دارای محدودیت مالی طبقه‌بندی می‌شوند.

۳. شاخص KZ: برای شناسایی شرکت‌های دارای محدودیت مالی از شاخص KZ استفاده می‌شود که توسط لامونت و همکاران (۲۰۰۱) و کاپلان و زینگالس (۱۹۹۷) ارائه شده و تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸) آن را بر اساس مختصات ایران بومی‌سازی کردند. در پژوهش حاضر از شاخص بومی‌سازی شده استفاده شده است. بر اساس این شاخص شرکت‌های بالای میانه به عنوان شرکت‌های دارای محدودیت مالی و شرکت‌های پایین میانه به عنوان شرکت‌های فاقد محدودیت مالی طبقه‌بندی می‌شوند.

$$\text{KZ Index} = 17.330 - 37.486 \times \text{C} - 15.216 \times \text{DIV} + 3.394 \times \text{LEV} - 1.402 \times \text{MTB} \qquad (۱۴)$$

C: نسبت وجه نقد بر دارایی‌ها　　DIV: سود تقسیمی بر دارایی‌ها

LEV: نسبت بدهی به دارایی‌ها　　MTB: نسبت ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری

۴. شاخص WW: یکی دیگر از معیارهای شناسایی محدودیت مالی شاخص WW است که توسط وایتد و وو[6] (۲۰۰۶) ارائه شده و ابراهیمی کردلر و همکاران (۱۳۸۷) آن را بومی‌سازی کردند. در پژوهش حاضر از شاخص بومی‌سازی شده استفاده شده است. بر اساس این شاخص شرکت‌های بالای میانه به عنوان شرکت‌های دارای محدودیت مالی و شرکت‌های پایین میانه به عنوان شرکت‌های فاقد محدودیت مالی طبقه‌بندی می‌شوند.

---

[1] Choo
[2] Whited
[3] Lamont
[4] Kaplan & Zingales
[5] Whited & wu
[6] Whited & wu

$$\text{WW Index} = 80.04 - 5.182 \times \text{CFO} - 0.106 \times \text{DIV} + 5.112 \times \text{LEV} - 0.662 \times \text{LogTA} \quad (۱۵)$$

CFO: نسبت جریان خالص نقدی به کل دارایی‌ها　　DIV:نسبت سود تقسیمی به کل دارایی‌ها

LEV: نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها　　Log TA: لگاریتم مجموع دارایی‌ها

### ۴-۳-۴- متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت: لگاریتم مجموع دارایی‌ها

اهرم: نسبت بدهی شرکت به کل دارایی‌ها

وجه نقد: نسبت وجوه نقد و موجودی نزد بانک به کل دارایی‌ها

MTB: نسبت ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری سهام

معیار Z: احتمال اینکه یک شرکت ظرف دو سال ورشکست شود که توسط آلتمن[1] (۱۹۶۸) معرفی شده است.

$$Z_{Score} = 0.012X_1 + 0.014X_2 + 0.033X_3 + 0.006X_4 + 0.999X_5 \quad (۱۶)$$

$X_1$: نسبت سرمایه در گردش به کل دارایی‌ها　　$X_2$: نسبت سود انباشته به کل دارایی‌ها

$X_3$: نسبت سود قبل از بهره و مالیات به کل دارایی‌ها　　$X_4$: نسبت ارزش بازار سرمایه به کل بدهی‌ها

$X_5$: نسبت فروش به کل دارایی‌ها

در این مدل هر چقدر امتیاز Z کمتر باشد شرکت با بحران مالی بیشتری رو به رو است. در این صورت شرکت‌هایی که امتیاز Z محاسبه شده آن‌ها از ۱/۸۱ کمتر باشد به عنوان شرکت‌های ورشکسته و شرکت‌هایی که امتیاز Z آنها بین ۱/۸۱ و ۲/۹۹ باشد در گروه شرکت‌هایی با درماندگی مالی و شرکت‌هایی که امتیاز Z آنها بیشتر از ۲/۹۹ باشد به عنوان شرکت‌های سالم طبقه‌بندی می‌شود.

پوشش هزینه بهره: نسبت سود عملیاتی به هزینه‌های مالی

## ۵- یافته‌های پژوهش

### ۵-۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

تجزیه و تحلیل آمار توصیفی روشی است برای پردازش و ارائه خلاصه از داده‌ها که دید کلی از داده‌های جمع‌آوری شده را ارائه می‌دهد. جدول (۲) نشان دهنده نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش است. برای توصیف متغیرها از شاخص‌هایی مانند میانگین، میانه، حداقل، حداکثر، انحراف معیار، چولگی و کشیدگی استفاده شده است. این آماره‌ها مربوط به ۱۳۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در ۸ دوره زمانی در سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۱ است. میانگین یکی از مهمترین شاخص‌های مرکزی است که نشان‌دهنده مقدار متوسط داده‌ها است. میانگین متغیر اهرم مالی ۰/۵۱۲ و نشان‌دهنده این است که ۵۱ درصد از دارایی‌های شرکت‌های مورد بررسی را بدهی تشکیل می‌دهد. همچنین مقدار میانگین متغیر فرصت‌های رشد نشان می‌دهد ارزش بازار سهام شرکت‌های مورد بررسی حدود ۵/۵۱۶ برابر ارزش دفتری آنها است انحراف معیار، پراکندگی داده‌ها از میانگین را نشان می‌دهد. مقدار پایین انحراف معیار، نشان دهنده پراکندگی کم و مقدار بالای انحراف معیار، نشان‌دهنده پراکندگی زیاد است. متغیر تأمین مالی وام با انحراف معیار ۰/۰۴۳ دارای کمترین پراکندگی از میانگین و متغیر نسبت پوشش بهره با انحراف ۱۲۸۰۳۸۴۸، دارای بیشترین پراکندگی از میانگین است که علت این امر وجود شرکت‌هایی با سود عملیاتی بالا و هزینه بهره بسیار پایین است. چولگی

[1] Altman

نشان‌دهنده میزان عدم تقارن توزیع داده‌ها است. اگر ضریب چولگی صفر باشد، جامعه کاملاً متقارن و مقدار مقدار منفی این ضریب نشان‌دهنده چولگی به چپ و مقدار مثبت آن نشان‌دهنده چولگی به راست است. کشیدگی، میزان برجستگی توزیع داده‌ها نسبت به توزیع نرمال استاندارد است. اگر مقدارکشیدگی صفر باشد، توزیع داده‌ها از لحاظ کشیدگی وضعیت نرمال خواهد داشت، اگر این مقدار منفی، منحنی پهن و اگر مثبت، منحنی برجسته است. کشیدگی تمامی متغیرهای این پژوهش مثبت است.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

| متغیر | مشاهده | میانگین | میانه | بیشترین | کمترین | انحراف‌معیار | چولگی | کشیدگی |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| توانایی مدیریت | ۱۰۴۰ | ۰ | -۰/۰۲۱ | ۰/۷۰۹ | -۰/۵۸۷ | ۰/۲۰۰ | ۰/۴۰۷ | ۳/۱۳۱ |
| تأمین مالی وام | ۱۰۴۰ | ۰/۰۱۶ | ۰ | ۰/۳۰۴ | ۰ | ۰/۰۴۳ | ۳/۵۶۴ | ۱۶/۷۸۷ |
| تأمین مالی سهام | ۱۰۴۰ | ۰/۰۵۱ | ۰ | ۱/۲۹۵ | ۰ | ۰/۱۲۰ | ۴/۰۱۲ | ۲۵/۲۱۹ |
| نسبت پوشش بهره | ۱۰۴۰ | ۱۴۵۵۹۴۱ | ۷/۴۵۰ | ۲۸۲۰۲۲۶۷۵ | -۵۴۹۱۱ | ۱۲۸۰۳۸۴۸ | ۱۴/۹۰۸ | ۲۷۳/۷۵۳ |
| نسبت پرداخت سود | ۱۰۲۰ | ۱/۰۶۴ | ۰/۴۰۸ | ۱۱۳/۵۲۷ | ۰ | ۶/۱۴۶ | ۱۴/۷۵۴ | ۲۴۲/۶۹۱ |
| شاخص KZ | ۱۰۴۰ | ۸/۱۳۶ | ۱۱/۱۴۸ | ۶۵/۰۷۳ | -۲۹۹/۸۶۰ | ۱۵/۳۳۲ | -۱۱/۱۴۶ | ۱۹۳/۵۲۷ |
| شاخص WW | ۱۰۴۰ | ۶۳/۱۷۹ | ۶۳/۳۱۲ | ۷۰/۱۰۸ | ۵۷/۲۳۳ | ۱/۶۹۰ | -۰/۴۳۴ | ۳/۲۳۰ |
| اندازه | ۱۰۴۰ | ۲۹/۳۲۲ | ۲۹/۰۴۴ | ۳۵/۳۸۷ | ۲۵/۲۲۲ | ۱/۷۶۲ | ۰/۷۵۲ | ۳/۳۵۶ |
| اهرم مالی | ۱۰۴۰ | ۰/۵۱۲ | ۰/۵۲۲ | ۱/۵۱۲ | ۰/۰۲۵ | ۰/۲۰۲ | ۰/۰۱۶ | ۳/۱۰۴ |
| نسبت وجه نقد | ۱۰۴۰ | ۰/۰۵۰ | ۰/۰۳۴ | ۰/۵۹۹ | ۰ | ۰/۰۵۲ | ۲/۸۸۹ | ۱۹/۸۹۵ |
| فرصت‌های رشد MTB | ۱۰۴۰ | ۵/۵۱۶ | ۳/۴۷۸ | ۲۲۷/۶۸۲ | -۱۱/۲۳۸ | ۱۰/۷۱۵ | ۱۲/۳۳۴ | ۲۲۰/۹۳۶ |
| امتیاز z | ۱۰۴۰ | ۱/۰۶۷ | ۰/۸۷۱ | ۸/۲۵۴ | ۰/۰۲۸ | ۰/۷۷۱ | ۳/۰۴۸ | ۱۸/۶۸۷ |

## ۵-۲- فروض کلاسیک

با توجه به اینکه داده‌های این پژوهش از نوع ترکیبی هستند. ابتدا باید روش تخمین مشخص شود. در تخمین مدل‌های رگرسیونی با دو روش داده‌های تلفیقی و داده‌های تابلویی رو به رو هستیم. برای انتخاب بین دو روش مذکور از آزمون F لیمر استفاده می‌شود. بر اساس این آزمون اگر سطح معناداری کمتر از ۵٪ باشد از روش تابلویی و اگر سطح معنی‌داری بیشتر از ۵٪ باشد از روش تلفیقی برای تخمین مدل استفاده می‌شود. جدول ۳ نتایج آزمون F لیمر را نمایش می‌دهد.

جدول ۳. نتایج آزمون F لیمر

| مدل پژوهش | نوع آزمون | آماره F | درجه آزادی | P_value | نتیجه |
|---|---|---|---|---|---|
| مدل اول | آزمون F لیمر | ۶/۸۴۰ | ۱۲۹۹۰۳ | ۰/۰۰۰ | پانل(داده‌های تابلویی) |
| مدل دوم | آزمون F لیمر | ۱/۳۵۴ | ۱۲۹۹۰۳ | ۰/۰۰۸ | پانل(داده‌های تابلویی) |
| مدل سوم | آزمون F لیمر | ۵/۲۶۱ | ۱۱۲۴۰۰ | ۰/۰۰۰ | پانل(داده‌های تابلویی) |
| مدل چهارم | آزمون F لیمر | ۱/۲۳۰ | ۱۱۲۴۰۰ | ۰/۰۷۷ | داده‌های تلفیقی |
| مدل پنجم | آزمون F لیمر | ۶/۶۱۴ | ۱۱۰۴۰۲ | ۰/۰۰۰ | پانل(داده‌های تابلویی) |
| مدل ششم | آزمون F لیمر | ۱/۳۷۴ | ۱۱۰۴۰۲ | ۰/۰۱۴ | پانل(داده‌های تابلویی) |
| مدل هفتم | آزمون F لیمر | ۵/۴۵۱ | ۱۲۵۳۸۷ | ۰/۰۰۰ | پانل(داده‌های تابلویی) |
| مدل هشتم | آزمون F لیمر | ۰/۶۰۸ | ۱۲۵۳۸۷ | ۰/۹۵۶ | داده‌های تلفیقی |
| مدل نهم | آزمون F لیمر | ۶/۰۶۸ | ۱۱۲۴۰۰ | ۰/۰۰۰ | پانل(داده‌های تابلویی) |
| مدل دهم | آزمون F لیمر | ۰/۹۳۲ | ۱۱۲۴۰۰ | ۰/۶۶۵ | داده‌های تلفیقی |

پس از اینکه مشخص شد برای تخمین مدل‌ها باید از روش داده‌های تابلویی استفاده شود از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. زیرا روش تابلویی خود با استفاده از دو مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی می‌تواند صورت گیرد. بر اساس این آزمون اگر سطح معناداری کمتر از ۵٪ باشد برای تخمین مدل باید از روش اثرات ثابت و اگر سطح معناداری بیشتر از ۵٪ باشد از روش اثرات تصادفی برای تخمین مدل استفاده می‌شود. جدول ۴ نتایج آزمون هاسمن را نمایش می‌دهد.

قبل از انجام هرگونه تخمین، باید وجود یا عدم وجود ناهمسانی واریانس بررسی شود. زیرا اگر واریانس جملات خطا ناهمسان باشند، نشان دهنده این است که مدل به درستی تخمین زده نشده و نتایج حاصل از آن ممکن است نادرست باشد. بر اساس این آزمون اگر سطح معناداری کمتر از ۵٪ باشد ناهمسانی واریانس و اگر سطح معنی‌داری بیشتر از ۵٪ باشد همسانی واریانس در جملات خطا وجود دارد. در نهایت اگر ناهمسانی واریانس وجود داشت با برآورد مدل به روش حداقل مربعات تمیم‌یافته مشکل ناهمسانی واریانس را رفع می‌کنیم. جدول ۵ نتایج آزمون واریانس ناهمسانی را نشان می‌دهد.

**جدول ۴. نتایج آزمون هاسمن**

| مدل پژوهش | نوع آزمون | آماره | درجه آزادی | P_value | نتیجه |
|---|---|---|---|---|---|
| مدل اول | آزمون هاسمن | ۶/۲۰۵ | ۷ | ۰/۵۱۵ | اثرات تصادفی |
| مدل دوم | آزمون هاسمن | ۴۰/۹۷۹ | ۷ | ۰/۰۰۰ | اثرات ثابت |
| مدل سوم | آزمون هاسمن | ۵/۶۱۳ | ۷ | ۰/۵۸۵ | اثرات تصادفی |
| مدل پنجم | آزمون هاسمن | ۱۲/۴۹۵ | ۷ | ۰/۰۸۵ | اثرات تصادفی |
| مدل ششم | آزمون هاسمن | ۳۷/۷۰۳ | ۷ | ۰/۰۰۰ | اثرات ثابت |
| مدل هفتم | آزمون هاسمن | ۸/۳۱۸ | ۷ | ۰/۳۰۵ | اثرات تصادفی |
| مدل نهم | آزمون هاسمن | ۷/۰۹۴ | ۷ | ۰/۴۱۹ | اثرات تصادفی |

**جدول ۵. نتایج آزمون واریانس ناهمسانی**

| مدل پژوهش | نوع آزمون | آماره | P_value | نتیجه |
|---|---|---|---|---|
| مدل اول | آزمون نسبت درست نمایی (LR) | ۱۷۶۵۶/۳۴ | ۰/۰۰۰ | ناهمسانی واریانس |
| مدل دوم | آزمون نسبت درست نمایی (LR) | ۳۱۰۶/۰۰۷ | ۰/۰۰۰ | ناهمسانی واریانس |
| مدل سوم | آزمون نسبت درست نمایی (LR) | ۱۰۳۱۶/۸۴ | ۰/۰۰۰ | ناهمسانی واریانس |
| مدل چهارم | آزمون نسبت درست نمایی (LR) | ۳۷۴۰/۷۲۲ | ۰/۰۰۰ | ناهمسانی واریانس |
| مدل پنجم | آزمون نسبت درست نمایی (LR) | ۱۳۰۰۹/۲۹ | ۰/۰۰۰ | ناهمسانی واریانس |
| مدل ششم | آزمون نسبت درست نمایی (LR) | ۳۲۸۷/۴۳۴ | ۰/۰۰۰ | ناهمسانی واریانس |
| مدل هفتم | آزمون نسبت درست نمایی (LR) | ۱۷۶۰۰/۲۶ | ۰/۰۰۰ | ناهمسانی واریانس |
| مدل هشتم | آزمون نسبت درست نمایی (LR) | ۴۷۸۷/۶۹۵ | ۰/۰۰۰ | ناهمسانی واریانس |
| مدل نهم | آزمون نسبت درست نمایی (LR) | ۱۵۹۸۴/۶۷ | ۰/۰۰۰ | ناهمسانی واریانس |
| مدل دهم | آزمون نسبت درست نمایی (LR) | ۳۰۳۳/۴۵۰ | ۰/۰۰۰ | ناهمسانی واریانس |

### ۵-۳- نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش در جدول ۶ اورده شده است. با توجه به جدول ۶ نتایج برآورد مدل اول حاکی از آن است که سطح معناداری برای متغیر مستقل توانایی مدیریت (۰/۰۰۰) و ضریب برآوردی این متغیر منفی (۰/۰۱۱-) است. این موضوع بیانگر آن است که بین توانایی مدیریت و تأمین مالی وام رابطه منفی و معناداری وجود دارد. همچنین نتایج برآورد مدل دوم نشان می‌دهد سطح معناداری محاسبه شده برای متغیر مستقل توانایی مدیریت (۰/۰۰۸) و ضریب برآوردی این متغیر مثبت (۰/۰۱۷) است. این موضوع بیانگر آن است که بین توانایی مدیریت و تأمین مالی سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بر

این اساس فرضیه اول پژوهش مبنی بر رابطه منفی توانایی مدیریت با تأمین مالی وام و رابطه مثبت توانایی مدیریت با تأمین مالی سهام تأیید شد و فرضیه دوم پژوهش مبنی بر رابطه مثبت توانایی مدیریت با تأمین مالی وام و رابطه منفی توانایی مدیریت با تأمین مالی سهام رد شد. همچنین با توجه به جدول سطح معناداری آماره F برای مدل‌ها برابر با (۰/۰۰۰) است که نشان می‌دهد مدل رگرسیونی برآورد شده معنادار است.

**جدول ۶. نتایج برآورد مدل‌های پژوهش**

| | تمامی شرکت‌ها | | شرکت‌های فاقد محدودیت مالی | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | پرداخت سود سهام | | پوشش بهره | | شاخص KZ | | شاخص WW | |
| مدل‌ها | مدل اول | مدل دوم | مدل سوم | مدل چهارم | مدل پنجم | مدل ششم | مدل هفتم | مدل هشتم | مدل نهم | مدل دهم |
| متغیر وابسته | وام | سهام | وام | سهام | وام | سهام | وام | سهام | وام | سهام |
| عرض از مبدأ (c) | -۰/۰۲۶ | -۰/۰۷۳ | -۰/۰۶۴ | -۰/۰۵۱ | -۱۱/۲۸۳ | -۰/۱۰۰ | -۰/۰۴۹ | -۰/۰۶۹ | -۰/۰۵۰ | -۰/۱۳۸ |
| | ۰/۰۰۰ | ۰/۰۲۰ | ۰/۰۱۲ | ۰/۰۴۵ | ۰/۰۰۰ | ۰/۰۱۲ | ۰/۰۰۶ | ۰/۰۳۹ | ۰/۰۴۱ | ۰/۰۰۴ |
| توانایی مدیریت | -۰/۰۱۱ | ۰/۰۱۷ | -۰/۰۲۴ | ۰/۰۳۰ | -۰/۳۷۶ | ۰/۰۲۲ | -۰/۰۱۶ | ۰/۰۲۱ | -۰/۰۱۷ | ۰/۰۳۹ |
| | ۰/۰۰۰ | ۰/۰۰۸ | ۰/۰۰۲ | ۰/۰۰۰ | ۰/۰۰۰ | ۰/۰۰۱ | ۰/۰۰۱ | ۰/۰۰۲ | ۰/۰۰۷ | ۰/۰۰۷ |
| اندازه شرکت | ۰/۰۰۰۸ | ۰/۰۰۵ | ۰/۰۰۲ | ۰/۰۰۴ | ۰/۱۵۰ | ۰/۰۰۶ | ۰/۰۰۲ | ۰/۰۰۴ | ۰/۰۰۱ | ۰/۰۰۸ |
| | ۰/۰۰۰ | ۰/۰۰۰ | ۰/۰۰۱ | ۰/۰۰۰ | ۰/۰۰۰ | ۰/۰۰۰ | ۰/۰۰۰ | ۰/۰۰۰ | ۰/۰۲۰ | ۰/۰۰۰ |
| اهرم مالی | ۰/۰۱۱ | -۰/۰۹۰ | ۰/۰۱۵ | -۰/۰۸۷ | ۳/۸۲۹ | -۰/۰۹۸ | -۰/۰۰۱ | -۰/۰۷۴ | ۰/۰۳۱ | -۰/۱۲۳ |
| | ۰/۰۰۰ | ۰/۰۰۰ | ۰/۱۳۹ | ۰/۰۰۰ | ۰/۰۰۰ | ۰/۰۰۰ | ۰/۷۷۰ | ۰/۰۰۰ | ۰/۰۰۰ | ۰/۰۰۰ |
| وجه نقد | -۰/۰۰۵ | -۰/۰۰۹ | -۰/۰۰۱ | -۰/۰۲۸ | ۹/۷۲۷ | -۰/۰۹۵ | ۰/۰۱۴ | -۰/۰۱۸ | ۰/۰۰۷ | -۰/۰۳۹ |
| | ۰/۱۲۶ | ۰/۷۵۴ | ۰/۹۳۳ | ۰/۰۰۰ | ۰/۰۰۴ | ۰/۰۰۳ | ۰/۳۱۲ | ۰/۴۱۴ | ۰/۷۵۰ | ۰/۲۴۹ |
| فرصت رشد | ۰/۰۰۴ | -۰/۰۰۰۱ | -۰/۰۰۰۱ | -۰/۰۰۰۳ | -۰/۰۱۳ | -۱/۴۴E-۰۶ | -۰/۰۲۹ | ۶/۶۹E-۰۵ | ۰/۰۰۰۱ | ۰/۰۰۰۸ |
| | ۰/۰۰۰ | ۰/۳۷۳ | ۰/۵۳۰ | ۰/۱۵۲ | ۰/۳۴۹ | ۰/۹۸۷ | ۰/۰۰۰ | ۰/۴۳۳ | ۰/۶۳۹ | ۰/۱۶۸ |
| امتیاز z | -۰/۰۰۱ | -۰/۰۰۵ | -۰/۰۰۴ | -۰/۰۰۴ | -۰/۳۸۸ | -۰/۰۰۶ | -۰/۰۰۱ | -۰/۰۰۲ | -۰/۰۰۳ | -۰/۰۰۷ |
| | ۰/۰۰۰ | ۰/۰۰۵ | ۰/۰۳۶ | ۰/۱۱۸ | ۰/۰۰۰ | ۰/۰۰۰ | ۰/۱۹۷ | ۰/۰۶۲ | ۰/۰۰۳ | ۰/۰۰۰ |
| نسبت پوشش‌بهره | -۰/۰۰۰۱ | -۰/۰۰۱ | -۰/۰۰۰۸ | -۰/۰۰۱ | -۰/۰۵۸ | -۰/۰۰۱ | -۰/۰۰۰۳ | -۰/۰۰۱ | -۰/۰۰۰۶ | -۰/۰۰۱ |
| | ۰/۰۰۲ | ۰/۰۰۹ | ۰/۰۰۷ | ۰/۰۱۷ | ۰/۰۰۹ | ۰/۰۰۷ | ۰/۰۲۹ | ۰/۰۱۶ | ۰/۰۰۵ | ۰/۰۱۲ |
| آماره F | ۱۸/۹۹۰ | ۲۲/۹۴۵ | ۴/۸۷۱ | ۳۰/۵۶۲ | ۱۱۰/۴۷۰ | ۸۰/۵۰۸ | ۴/۳۲۴ | ۲۲/۱۰۱ | ۵/۷۹۶ | ۱۸/۳۴۹ |
| سطح معناداری آماره F | ۰/۰۰۰ | ۰/۰۰۰ | ۰/۰۰۰ | ۰/۰۰۰ | ۰/۰۰۰ | ۰/۰۰۰ | ۰/۰۰۰ | ۰/۰۰۰ | ۰/۰۰۰ | ۰/۰۰۰ |
| دوربین واتسون | ۱/۸۹۲ | ۲/۰۷۷ | ۱/۵۱۳ | ۲/۲۷۴ | ۱/۵۱۴ | ۲/۰۶۱ | ۱/۵۲۹ | ۲/۱۵۳ | ۱/۵۴۹ | ۲/۱۱۷ |
| ضریب تعیین | ۰/۱۲۱ | ۰/۱۴۳ | ۰/۱۶۳ | ۰/۲۹۸ | ۰/۹۴۵ | ۰/۵۲۳ | ۰/۱۵۸ | ۰/۲۳۹ | ۰/۱۷۵ | ۰/۲۰۴ |
| ضریب تعیین تعدیل‌شده | ۰/۱۱۵ | ۰/۱۳۶ | ۰/۱۵۰ | ۰/۲۸۹ | ۰/۹۳۶ | ۰/۵۱۷ | ۰/۱۴۴ | ۰/۲۲۹ | ۰/۱۶۲ | ۰/۱۹۳ |

نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش بر اساس چهار روش «نسبت پرداخت سود سهام»، «نسبت پوشش بهره»، «شاخص KZ» و «شاخص WW» برآورد شد. سطح معناداری محاسبه شده برای مدل‌های تأمین مالی وام برای مدل‌های تأمین مالی وام به ترتیب برابر با (۰/۰۰۲)، (۰/۰۰۰)، (۰/۰۰۱) و (۰/۰۰۷) است و ضریب برآوردی این متغیر به ترتیب برابر با منفی (-۰/۰۲۴)، (-۰/۳۷۶)، (-۰/۰۱۶) و (-۰/۰۱۷) است. این موضوع بیانگر این است که در شرکت‌های فاقد محدودیت مالی نیز بین توانایی مدیریت و تأمین مالی وام رابطه منفی و معناداری وجود دارد. در مقایسه با تمامی شرکت‌های نمونه که سطح معناداری توانایی مدیریت (۰/۰۰۰) و ضریب برآوردی این متغیر (-۰/۰۰۱) است می‌توان استدلال کرد رابطه منفی توانایی مدیریت و تأمین مالی وام در شرکت‌های فاقد محدودیت مالی قوی‌تر است. از طرف دیگر بر اساس چهار روش «نسبت پرداخت سود سهام»، «نسبت پوشش بهره»، «شاخص KZ» و «شاخص WW» سطح معناداری محاسبه شده برای مدل‌های تأمین مالی سهام به ترتیب برابر با (۰/۰۰۰)، (۰/۰۰۱)، (۰/۰۰۲)

و (۰/۰۰۷) است و ضریب برآوردی این متغیر به ترتیب برابر با مثبت (۰/۰۳۰)، (۰/۰۲۲)، (۰/۰۲۱) و (۰/۰۳۹) است. این موضوع بیانگر این است که در شرکت‌های فاقد محدودیت مالی نیز بین توانایی مدیریت و تأمین مالی سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. در مقایسه با تمامی شرکت‌های نمونه که سطح معناداری توانایی مدیریت (۰/۰۰۸) و ضریب برآوردی این متغیر (۰/۰۱۷) است می‌توان استدلال کرد رابطه منفی توانایی مدیریت و تأمین مالی وام در شرکت‌های فاقد محدودیت مالی قوی‌تر است. به عبارت دیگر در شرکت‌های فاقد محدودیت مالی، به شکل قوی‌تری توانایی مدیریت با تأمین مالی وام رابطه منفی و با تأمین مالی سهام رابطه مثبت دارند. بنابراین بر اساس چهار معیار ذکر شده برای تشخیص شرکت‌های فاقد محدودیت مالی، فرضیه سوم پژوهش مبنی بر قوی‌تر بودن رابطه مثبت توانایی مدیریت با تأمین مالی وام و رابطه منفی توانایی مدیریت با تأمین مالی سهام در شرکت‌های فاقد محدودیت مالی تأیید شد.

## ۶- نتیجه‌گیری و پیشنهادهای پژوهش

دیدگاه مالی رفتاری چگونگی تأثیر توانایی مدیریت بر تصمیمات مالی شرکت‌ها را مورد بحث قرار می‌دهد. تصمیمات مربوط به انتخاب روش تأمین مالی به عهده مدیران است. همچنین محدودیت مالی یکی از عواملی است که تأمین مالی شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. مطالعات اخیر در زمینه تأمین مالی حاکی از آن است که بازار سرمایه نمی‌تواند کاملاً به شکل کارا عمل کند بدین معنی که به دلیل وجود عواملی نظیر مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی هزینه دستیابی به منابع خارجی بیش از منابع داخلی است که این موجب ایجاد محدودیت مالی در سازمان‌ها می‌شود. مدیران توانا می‌توانند از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی، محدودیت مالی را کاهش و موجب تسهیل و کاهش هزینه تأمین مالی خارجی شوند. با توجه به مباحث مطرح شده و در راستای پیشینه موجود، در پژوهش حاضر با استفاده از داده‌های ۱۳۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه ۸ ساله از سال ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۱ به بررسی تأثیر توانایی مدیریتی بر سیاست تأمین مالی خارجی با نقش میانجی محدودیت مالی مورد پرداخته شد و چنین فرض شد توانایی مدیریت با تأمین مالی خارجی در ارتباط است و همچنین محدودیت مالی رابطه بین توانایی مدیریت و تأمین مالی خارجی را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

نتایج آزمون فرضیه اول نشان دادکه بین توانایی مدیریت و تأمین مالی وام رابطه منفی و معنادار و بین توانایی مدیریت و تأمین مالی سهام رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. در نتیجه فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می‌شود. در توجیه این فرضیه می‌توان استباط کرد مدیرانی که از توانایی مدیریتی بالاتری برخوردار هستند افشای اطلاعات مالی را افزایش می‌دهند، در نتیجه ریسک اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی را که در بازار مالی با آن مواجه هستند کاهش می‌یابد، و به دنبال آن صدور سهام را تسهیل می‌دهند. نتایج به دست آمده از این فرضیه در راستای پژوهش چو و همکاران[1] (۲۰۲۱) است. تینگ و همکاران[2] (۲۰۲۱) نیز در پژوهش خود به رابطه منفی توانایی مدیریت و تأمین مالی بدهی اشاره کردند.

نتایج آزمون فرضیه دوم حاکی از آن است که که بین توانایی مدیریت و تأمین مالی وام رابطه منفی و معنادار و بین توانایی مدیریت و تأمین مالی سهام رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. بر این اساس فرضیه دوم پژوهش مبنی بر رابطه مثبت توانایی مدیریت با تأمین مالی وام و رابطه منفی توانایی مدیریت با تأمین مالی سهام رد شد. در توجیه این فرضیه می‌توان استباط کرد. شرکت‌هایی که از مدیران تواناتری برخوردار هستند با درگیر شدن در فعالیت‌های اجتناب از مالیات، سعی می‌کنند هزینه‌های مالیات بر درآمد را کاهش دهند. به همین جهت تأمین مالی وام را هنگام افزایش سرمایه خارجی افزایش

[1] Choo
[2] Ting

می‌دهند. همچنین مدیران با استفاده از بدهی در تأمین مالی کنترل خود را بر مدیریت شرکت حفظ می‌کنند. نتایج به دست آمده از این فرضیه در راستای پژوهش چو و همکاران (۲۰۲۱) است. اما در مقابل پژوهش سیماموراا (۲۰۲۱) و فان۲ (۲۰۲۱) نشان داد توانایی مدیریتی و تأمین مالی بدهی رابطه مثبت و معناداری دارد.

نتایج فرضیه سوم حاکی است که رابطه منفی تأمین مالی وام و رابطه مثبت تأمین مالی سهام با توانایی مدیریت در شرکت‌های فاقد محدودیت مالی قوی‌تر است. در توجیه این فرضیه می‌توان گفت مدیرانی که از توانایی بالاتری برخوردارند با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی می‌توانند محدودیت‌های مالی را در شرکت کاهش و در نهایت با کاهش هزینه تأمین مالی خارجی استفاده از این روش تأمین مالی را تسهیل می‌نمایند. نتایج به دست آمده از این فرضیه در راستای پژوهش چو و همکاران (۲۰۲۱) است. پژوهش هوانگ و همکاران۳ (۲۰۲۲) و تسای و همکاران۴ (۲۰۲۲) نشان می‌دهد توانایی مدیریتی از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، کاهش تضادهای نمایندگی و افزایش سودآوری شرکت، به کاهش محدودیت‌های مالی کمک می‌کند. بر اساس پژوهش کورت و همکاران۵ (۲۰۲۲) شرکت‌هایی که با محدودیت مالی بالا رو به رو هستند با پرداخت هزینه حسابرسی بالاتر تأمین مالی سهام را افزایش می‌دهند. پورسلیمان و همکاران۶ (۲۰۲۰) نیز رابطه مثبت بین محدودیت‌های مالی و تأمین مالی بدهی را در پژوهش خود نشان دادند. محدودیت‌های مالی شرکت‌ها اثر چشمگیری بر استراتژی‌های تأمین مالی خارجی شرکت دارد.

در پژوهش حاضر به عنوان نوآوری از متغیر میانجی محدودیت مالی با چهار روش «نسبت پرداخت سود سهام»، «نسبت پوشش بهره»، «شاخص KZ» و «شاخص WW» استفاده شده است. همچنین متغیرهای دیگری مانند ساختار مالکیت، کیفیت گزارشگی مالی، راهبری شرکتی و کنترل داخلی وجود دارد که می‌تواند رابطه توانایی مدیریت و تأمین مالی خارجی را تحت تأثیر قرار دهد لذا پژوهشگران می‌توانند از این متغیرها به عنوان متغیر میانجی در پژوهش‌های آتی استفاده کنند.

از محدودیت‌های بزرگ پژوهش عدم دسترسی به برخی از اطلاعات مانند سرقفلی، هزینه تحقیق و توسعه و اجاره عملیاتی در صورت‌های مالی شرکت‌ها است. از این رو مدل دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) که برای محاسبه کارایی شرکت مورد استفاده قرار گرفته است با تعدیلاتی رو به رو شده است.

[1] Simamora
[2] Phan
[3] Huang
[4] Tsai
[5] Kurt
[6] Poursoleiman

## ملاحظات اخلاقی

### پیروی از اصول اخلاق پژوهش

نویسندگان اصول اخلاقی را در انجام و انتشار این پژوهش علمی رعایت و این موضوع مورد تأیید همه آنهاست.

### مشارکت نویسندگان

**جمع‌آوری داده‌ها:** رضوان فتحی شهری؛ **تهیه گزارش پژوهش:** رضوان فتحی شهری و دکتر داریوش دموری؛ **تحلیل داده‌ها:** رضوان فتحی شهری و دکتر داریوش دموری؛ **بازبینی و مشاوره علمی:** دکتر حبیب انصاری سامانی.

این مقاله برگرفته از پایان‌نامه **رضوان فتحی شهری** در رشته **حسابداری** به راهنمایی **دکتر داریوش دموری** و مشاوره **دکتر حبیب انصاری سامانی** در **دانشگاه یزد** است.

**نویسنده اول:** تهیه و آماده‌سازی نمونه‌ها، گردآوری داده‌ها، انجام محاسبات، تجزیه و تحلیل آماری داده‌ها، تحلیل و تفسیر نتایج، نگارش پیش‌نویس اولیه مقاله.

**نویسنده دوم:** استاد راهنمای پایان‌نامه، طراحی و مفهوم‌سازی پژوهش، روش‌شناسی، نظارت بر مراحل انجام پژوهش، بررسی و کنترل نتایج، اصلاح، بازبینی و نهایی‌سازی مقاله.

**نویسنده سوم:** استاد مشاور پایان‌نامه، مشارکت در اعتبارسنجی یافته‌ها، مشاوره علمی در فرآیند پژوهش، مطالعه و بازبینی مقاله.

### تعارض منافع

بنا بر اظهار نویسندگان این مقاله تعارض منافع ندارد.


### حامی مالی

نویسندگان هیچگونه حمایت مالی برای تحقیق، تألیف و انتشار این مقاله دریافت نکرده‌اند.

### تقدیر و تشکر

بدینوسیله از داوران محترم بابت ارائه نکات ارزنده و همچنین از معاونت محترم پژوهشی دانشگاه یزد به دلیل حمایت معنوی در اجرای پژوهش حاضر تقدیر به عمل می‌آید.


## منابع


ابراهیمی، آیت الله؛ سلگی، محمد؛ وجودی نوبخت، آرمین و موسوی، مجید (۱۴۰۱). بیش اطمینانی مدیران و کارایی تصمیمات سرمایه‌گذاری و تأمین مالی. *پژوهش‌های راهبردی بودجه و مالیه*، ۳(۳)، ۱۶۷-۱۳۵. https://dor.isc.ac/dor/20.1001.1.27171809.1401.3.3.5.2

ابراهیمی کردلر، علی؛ محمدآبادی، مهدی و حصارزاده، رضا (۱۳۸۷). بررسی رابطه تضاد منافع بین سهامداران و اعتباردهندگان با توزیع سود سهام و محدودیت در تأمین مالی. *بورس اوراق بهادار*، ۱(۴)، ۷۴-۵۳. http://noo.rs/iq8aj

احمدی سجادی، سیدعلی (۱۳۸۸). نظریه نمایندگی در نظام راهبری شرکتی. *فصلنامه حقوق*، ۳۹(۴)، ۲۷۶-۲۵۷. https://jlq.ut.ac.ir/article_20210.html

اره‌کش سلماسی، محمد (۱۳۹۸). بررسی رابطه بین توانایی مالی مدیران با محدودیت مالی شرکت‌ها در طی دوره رشد شرکت‌ها. *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، ۲۰(۲)، ۵۶-۴۶. https://www.jamv.ir/article_136507.html?lang=fa

اسدی، غلامحسین؛ خشنود، سمیرا، و دولو، مریم (۱۳۹۰). بررسی عوامل مؤثر بر ساختار مالی بنگاه‌ها. *چشم‌انداز مدیریت مالی*، ۱(۴)، ۲۳-۹. https://jfmp.sbu.ac.ir/article_94440.html

اسماعیل فام‌بهی، وحید (۱۴۰۰). رابطه بین محدودیت مالی و سقوط قیمت سهام بر حاکمیت شرکتی. *نخبگان علوم و مهندسی*، ۶(۶)، ۶۸-۵۷. https://elitesjournal.com/fa/page.php?rid=629

ایزدی‌نیا، ناصر و رحیمی دستجردی، محسن (۱۳۸۸). تأثیر ساختار سرمایه بر نرخ بازده سهام و درآمد هر سهم. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی (تحقیقات حسابداری)*، ۱(۳)، ۱۶۱-۱۳۶. https://doi.org/10.22034/iaar.2009.105200

بشیری‌منش، نازنین و مهری کامرود، ملیحه (۱۳۹۷). تأثیر توانایی مدیریت بر کیفیت افشای اطلاعات با تأکید بر محافظه‌کاری. *پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی*، ۷(۱۲)، ۹۰-۷۱. https://www.arfr.ir/article_68837.html

پورعلی، محمدرضا و علوی، وحید (۱۳۹۲). مروری بر روش‌های تأمین مالی و نظریه‌های مرتبط با ساختار سرمایه. *دومین کنفرانس ملی حسابداری، مدیریت مالی و سرمایه‌گذاری*، گرگان. https://civilica.com/doc/253943

پورعلیرضا، کریم؛ برادران حسن‌زاده، رسول؛ بادآورنهندی، یونس و زینالی، مهدی (۱۳۹۸). ارتباط محدودیت مالی با کارایی سرمایه‌گذاری و استراتژی سرمایه در گردش. *دانش سرمایه‌گذاری*، ۸(۳۲)، ۱۴۹-۱۲۹. https://jik.srbiau.ac.ir/article_15130.html

تهرانی، رضا و حصارزاده، رضا (۱۳۸۸). تأثیر جریان‌های نقدی آزاد و محدودیت در تأمین مالی بر بیش سرمایه‌گذاری و کم سرمایه‌گذاری. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی (تحقیقات حسابداری)*، ۱(۳)، ۶۷-۵۰. https://doi.org/10.22034/iaar.2009.105195

جعفری صمیمی، احمد؛ یحیی‌زاده‌فر، محمود و عبادی دولت‌آبادی، میرکریم (۱۳۸۳). بررسی رابطه روش‌های تأمین مالی (منابع خارجی) و بازده و قیمت سهام شرکت‌های بورس تهران. *دانشور رفتار*، ۱۱(۵(ویژه مقالات مدیریت ۲))، ۵۴-۴۴. http://noo.rs/Ds7Qj

حسن ملکی، علیرضا و حقانی، علی، (۱۴۰۱). بررسی ارتباط بین توانایی مدیریت با محدودیت‌های مالی و ارزش نگهداشت وجه نقد. *فصلنامه تحلیل بازار سرمایه*، ۲(۳)، ۱۶۳-۱۴۰. https://journals.iau.ir/article_698358.html

حیدری، عاطفه و شمس الدینی، سکینه (۱۴۰۰). بررسی رابطه بین توانایی‌های مدیریت با تأمین مالی از منابع خارجی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *هفتمین کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های نوین حسابداری، مدیریت و علوم انسانی در هزاره سوم*، تهران. https://civilica.com/doc/1303706

رسولخانی، محمدباقر و بولو، قاسم (۱۴۰۳). توانایی مدیریتی و هموارسازی سود. *مجله دانش حسابداری*، ۱۵(۱)، ۲۴-۱. https://jak.uk.ac.ir/article_3735.html

زارعی، قاسم، عبدالله‌زاده شقاقی، علی (۱۳۹۷). رابطه بین کیفیت افشاء اطلاعات و تأمین مالی خارجی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران: نقش تعدیلگر رشد شرکت و ساختار مالکیت. *چشم‌انداز مدیریت مالی*، ۸(۳۳)، ۶۰-۳۳. https://jfmp.sbu.ac.ir/article_95520.html

سعیدی، حمید و بیات، علی (۱۴۰۰). بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد سرمایه فکری. *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، ۴(۴۴)، ۸۸-۷۷. https://www.jamv.ir/article_135559.html

سلمانیان، مریم؛ وکیلی فرد، حمیدرضا؛ حمیدیان، محسن؛ صراف، فاطمه و دارابی، رؤیا (۱۴۰۰). پیش‌بینی محدودیت مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با به‌کارگیری روش‌های Relief-Svm-Chaid. *دانش سرمایه‌گذاری*، ۱۰(۳۷)، ۱۹۴-۱۷۹. https://jik.srbiau.ac.ir/article_17096.html

طاهری، ماندانا و جلیلی، افسانه (۱۴۰۲). محدودیت‌های مالی در شرکت‌ها و رابطه آن با استراتژی‌های تأمین مالی با تأکید بر نقش تعدیل‌گر حاکمیت شرکتی. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۱۱(۲)، ۱۸-۱. https://doi.org/10.22108/amf.2023.135738.1769

فروغی، داریوش و محمدی، هاجر (۱۳۹۰). چگونگی ارتباط تأمین مالی از طریق بدهی و کیفیت سود. *پژوهش حسابداری*، ۱(۱)، ۱۵۴-۱۳۸. http://noo.rs/HosT4

کوشافر، مصطفی؛ نوروش، ایرج و مشایخی، بیتا (۱۳۹۶). سنجش کارایی و توانایی مدیریت بر اساس معیارهای مالی. *دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت*. ۶(۲۳)، ۱۸۷-۲۰۲. https://www.jmaak.ir/article_10950.html

مشایخی، بیتا و حاجی عظیمی، فرزاد (۱۳۹۷). اثر بخشی توانایی‌های مدیریتی بر عملکرد شرکت در مراحل چرخه عمر. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۷(۲۷)، ۵۴-۲۹. https://doi.org/10.22051/jera.2017.10264.1300

منعم، رؤیا؛ وکیلی فرد، حمیدرضا؛ رهنمای رودپشتی، فریدون و نیکومرام، هاشم (۱۴۰۰). تعیین الگوی غالب ساختار سرمایه در صنعت خودرو و ساخت قطعات. *راهبرد مدیریت مالی*، ۹(۳۲)، ۲۰۲-۱۷۷. https://jfm.alzahra.ac.ir/article_5484.html

نیکبخت، محمدرضا؛ جهاندوست مرغوب، مهران و ویسی حصار، ثریا (۱۳۹۹). بررسی تأثیر پیچیدگی شرکت بر ارتباط بین توانایی مدیریت و عدم شفافیت اطلاعات. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۱۲(۳(پیاپی ۴۵))، ۱۰۴-۸۳. https://dorl.net/dor/20.1001.1.23223405.1399.12.3.5.1

هادی، امید و واحد، نگین (۱۴۰۰). تأثیر توانایی مدیریت بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت. *کنفرانس ملی مدیریت، اقتصاد و علوم اسلامی*. https://sid.ir/paper/901371/fa

یوسف‌زاده، سارا؛ بیطاری، جلیل و بدیعی، حسین (۱۴۰۱). بررسی اثرگذاری توانایی مدیریت بر رابطه بین عدم اطمینان محیطی و اجتناب مالیاتی. *حسابداری مدیریت*، ۱۵(۵۴)، ۱۶۲-۱۴۷. https://sanad.iau.ir/fa/Article/816780

## References


Abor, J. (2007). Corporate governance and financing decisions of Ghanaian listed firms: Corporate governance. *The International Journal of Business in Society*, *7*(1), 83-92. https://doi.org/10.1108/14720700710727131

Ahmadi Sajjadi, S. A. (2010). Representation theory in corporate management system. *Law Quarterly, Journal of Faculty of Law and Political Science*, *39*(4), 257-276. https://jlq.ut.ac.ir/article_20210.html [In Persian].

Alam, M. S., Hasan, M. M., Alam, N., & Islam, M. S. (2024). Managerial ability and debt choice. *Abacus*, https://doi.org/10.1111/abac.12334

Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and prediction of corporate bankruptcy. *Journal of Finance*, *23*(4), 589–609. https://doi.org/10.2307/2978933

Arehkesh Salmasi, M. (2020). Investigating the relationship between managers' financial capability and corporate financial limitation during corporate growth. *Journal of Accounting and Management Vision*, *2*(20), 46-56. https://www.jamv.ir/article_136507.html?lang=en [In Persian].

Asadi, Gh., Khoshnoud, S., & Davllou, M. (2013). Investigating the factors affecting the financial structure of companies. *Financial Management Perspectives*, *1*(4), 9-23. ghttps://jfmp.sbu.ac.ir/article_94440.html?lang=en [In Persian].

Atawnah, N., Eshraghi, A., Baghdadi, G. A., & Bhatti, I. (2024). Managerial ability and firm value: A new perspective. *Research in International Business and Finance*, *67*, 102-133. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2023.102133

Banerjee, P., & Guha Deb, S. (2023). Working capital management efficiency, managerial ability, and firm performance: new insights. *Applied Economics*, 1-18. https://doi.org/10.1080/00036846.2023.2208857

Bashirimanesh, N., & Mehri Kamrod, M. (2018). Impact of management ability on information disclosure quality with an emphasis on conservatism. *Applied Research in Financial Reporting*, *7*(1), 71-90. www.arfr.ir/68837 [In Persian].

Bui, D. G., Chen, Y. S., Hasan, I., & Lin, C. Y. (2018). Can lenders discern managerial ability from luck? Evidence from bank loan contracts. *Journal of Banking & Finance*, *87*, 187–201. https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.09.023

Chemmanur, T. J., Paeglis, I., & Simonyan, K. (2009). Management quality, financial and investment policies, and asymmetric information. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, *44*(5), 1045-1079. https://doi.org/10.2139/ssrn.967460

Chang, Y. Y., Dasgupta, S., & Hilary, G. (2010). CEO ability, pay, and firm performance. *Management Science*, *56*(10), 1633–1652. https://doi.org/10.1287/mnsc.1100.1205

Choo, M. R., Wang, C. W., Yin, C., & Li, J. L. (2021). Managerial ability and external financing. *Asia-Pacific Financial Markets*, *28*, 207-241. https://doi.org/10.1007/s10690-020-09313-5

Custodio, C., & Metzger, D. (2014). Financial expert CEOs: CEO's work experience and firm's financial policies. *Journal of Financial Economics*, *114*(1), 125–154. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.06.002

Demerjian, P. R., Lev, B., & McVay, S. (2012). Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests. *Management Science*, *58*(7), 1229-1248. https://doi.org/10.1287/mnsc.1110.1487

Demerjian, P. R., Lev, B., Lewis, M. F., & McVay, S. E. (2013). Managerial ability and earnings quality. *The Accounting Review*, *88*(2), 463-498. https://doi.org/10.2308/accr-50318

Ebrahimi, A. A., Solgi, M., Vojoudi Nobakht, A., & Mosavi, M. (2022). Managements overconfidence and efficiency of investment decisions and financing. *Budget and Finance Strategic Research*, *3*(3), 135-167. https://dor.isc.ac/dor/20.1001.1.27171809.1401.3.3.5.2 [In Persian].

Ebrahimi Kordlor, A., Mohammadabadi, M., & Hesarzadeh, R. (2009). Investigating the relationship between the conflict of interests between shareholders and creditors with the distribution of dividends and restrictions on financing. *Stock Exchange*, *1*(4), 53-74. http://noo.rs/iq8aj [In Persian].

Izadinia, N., & Rahimi Dastjerdi, M. (2009). The effect of capital structure on the rate of return on stocks and earnings per share. *Accounting and Auditing Research*, *1*(3), 136-161. https://doi.org/10.22034/iaar.2009.105200 [In Persian].

Fazzari, S., Hubbard, R. G., & Petersen, B. C. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, *1*, 141-195. https://doi.org/10.2307/2534426

Foroughi, D., & Mohammadi, H. (2011). How to relate financing through debt and profit quality. *Accounting Research*, *1*(1), 138-154. http://noo.rs/HosT4 [In Persian].

Gitman, L. J. (2009). *Principles of managerial finance* (12th ed.). Prentice Hall. [Amazon].

Hadi, O., & Vaheed, N. (2021). The Effect of management ability on the relationship between capital structure and firm value. *National Conference on* Management, *Economics and Islamic Sciences*. https://sid.ir/paper/901371/fa [In Persian].

Hassan Maleki, A., & Haqqani, A. (2022). Investigating the relationship between management ability, financial constraints and the holding value of cash. *Quarterly Journal of Capital Market Analysis*, *2*(3), 140-163. https://journals.iau.ir/article_698358.html [In Persian].

Heydari, A., & Shams-al-Dini, S. (2021). Studying the relationship between management capabilities and external financing in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *7th International Conference on New Research in Accounting, Management and Humanities in the Third Millennium*, Tehran. https://civilica.com/doc/1303706 [In Persian].

Hubbard, R. G. (1998). Capital-market imperfections and investment. *Journal of Economic Literature*, *36*(1), 193–225. http://www.jstor.org/stable/2564955

Huang, Q., Xiong, M., & Xiao, M. (2022). Does managerial ability affect corporate financial constraints? Evidence from China. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, *35*(1), 3731-3753. 10.1080/1331677X.2021.2004186

Ismail Fam Behi, V. (2021). The relationship between financial constraint and stock price collapse on corporate governance. *Science and Engineering Elite*, *6*(6), 57-68. https://elitesjournal.com/fa/page.php?rid=629 [In Persian].

Jafari Samimi, A., Yahyazadeh Far, M., & Ebadi, M. (2004). Investigating the relationship between financing methods (external sources) and returns and stock prices of Tehran Stock Exchange companies. *Daneshwar Behavat*, *11*(5 (special management articles 2)), 44-54. http://noo.rs/Ds7Qj [In Persian].

Jang, S., Choi, H., & Kim, H. (2024). Managerial ability and cost of equity capital. *Advances in Accounting*, *65*, 100681. https://doi.org/10.1016/j.adiac.2023.100681

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, *3*(4), 305–360. https://doi.org/10.1007/978-94-009-9257-3_8

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

Koester, A., Shevlin, T., & Wangerin, D. (2017). The role of managerial ability in corporate tax avoidance. *Management Science, 63*(10), 3285–3310. https://doi.org/10.1287/mnsc.2016.2510

Kooshafar, M., Noravesh, I., & Mashayekhi, B. (2017). Measure performance and management ability based on financial criteria. *Journal of Management Accounting and Auditing Knowledge*, *6*(23), 187-202. https://www.jmaak.ir/article_10950.html?lang=en [In Persian].

Kurt, A. C., Becker, M. J., Hoitash, R., & Hoitash, U. (2022). Financial constraints, auditing, and external financing. *European Accounting Review*, *33*(4), 1227–1256. https://doi.org/10.1080/09638180.2022.2159471

Lamont, O., Polk, C., & Saaá-Requejo, J. (2001). Financial constraints and stock returns. *The Review of Financial Studies*, *14*(2), 529-554. https://doi.org/10.1093/rfs/14.2.529

Lee, C. C., Wang, C. W., Chiu, W. C., & Tien, T. S. (2018). Managerial ability and corporate investment opportunity. *International Review of Financial Analysis*, *57*, 65-76. https://doi.org/10.1016/j.irfa.2018.02.007

Lin, C., Ma, Y. M., & Yuhai, X. (2013). Corporate ownership structure and the choice between bank debt and public debt. *Journal of Financial Economics*, *109*, 517-534. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.03.006

Mashayekhi, B., & Haji Azimi, F. (2018). Managerial ability and company performance in life cycle stages. *Empirical Research in Accounting*, *8*(1), 29-54. https://doi.org/10.22051/jera.2017.10264.1300 [In Persian].

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, *48*(3), 261-297. https://doi.org/10.1080/17446540802345448

Monem, R., Vakilifard, H. R., Rahnamayroudposhti, F., & Nikomaram, H. (2021). The determination of the dominant pattern of the capital structure in automotive and parts industry. *Financial Management Strategy*, *9*(32), 177-202. https://jfm.alzahra.ac.ir/article_5484.html?lang=en [In Persian].

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, *13*(2), 187-221. https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0

Navissi, F., & Naiker, V. (2006). Institutional ownership and corporate value. *Managerial Finance*, 32(3), 247-256. https://doi.org/10.1108/03074350610646753

Nikbakht, M. R., Jahandoust Marghoub, M., & Weysihesar, S. (2020). Investigating the effect of company complexity on the relationship between managementability and lack of transparency of information. *Financial Accounting Research*, *12*(3), 83-104. https://dorl.net/dor/20.1001.1.23223405.1399.12.3.5.1 [In Persian].

Park, J. (2019). Financial constraints and the cash flow sensitivities of external financing: Evidence from Korea. *Research in International Business and Finance*, *49*, 241-250. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.03.007

Phan, N. H. (2021). Managerial ability, managerial incentives and firm performance: Empirical evidence from Vietnam. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, *8*(4), 193-200. DOI: 10.13106/jafeb.2021.vol8.no4.0193

Pourali, M. R., & Alavi, V. (2013). A review of financing methods and theories related to capital structure. *Second National Conference on Accounting, Financial Management and Investment*, Gorgan. civilica.com/doc/253943 [In Persian].

Pouralireza, K., Baradaran Hasanzadeh, R., Badavar Nahandi, Y., & Zeynali, M. (2019). Relationship between financial constraint and investment efficiency and working capital strategy. *Journal of Investment Knowledge*, *8*(32), 129-150. https://jik.srbiau.ac.ir/article_15130.html?lang=en [In Persian].

Poursoleiman, E., Mansourfar, Gh., & Abidin, S. (2020). Financial leverage, debt maturity, future financing constraints and future investment. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, *13*(4), 613-634. https://doi.org/10.1108/IMEFM-10-2019-0430

Rasoulkhani, M. B., & Blue, Gh. (2024). Managerial ability and income smoothing. *Journal of Accounting Knowledge*, *15*(1), 1-24. https://jak.uk.ac.ir/article_3735.html?lang=en [In Persian].

Saeedi, H., & Bayat, A. (2021). Investigating the effect of management ability on the relationship between the quality of corporate governance and the performance of intellectual capital. *Journal of Accounting and Management Vision*, *4*(44), 77-88. https://www.jamv.ir/article_135559.html?lang=en [In Persian].

Salmanian, M., Vakilifard, H. R., hamidian, M., Sarraf, F., & Darabi, R. (2021). Predict the financial limitations of companies accepted in Tehran Stock Exchange using the Relief-Svm-Caiid methods. *Journal of Investment Knowledge*, *10*(37), 179-194. https://jik.srbiau.ac.ir/article_17096.html?lang=en [In Persian].

Simamora, A. J. (2021). Capital structure and performance: Exanination of managerial ability as moderating role. *Asian Academy of Management Journal of Accounting & Finance*, *17*(1). https://doi.org/10.21315/aamjaf2021.17.1.7

Simamora, A. J. (2021). Firms performance, risk taking and managerial ability. *International Journal of Productivity and Performance Management*, *72*(3), 789-808. https://doi.org/10.1108/IJPPM-03-2021-0172

Taheri, M. (2023). The relationship between financing restrictions and financing strategies: An emphasis on the mediating role of corporate governance. *Journal of Asset Management and Financing*, *11*(2), 1-18. https://doi.org/10.22108/amf.2023.135738.1769 [In Persian].

Tehrani, R., & Hesarzadeh, R. (2009). The effect of free cash flow and financing constraints on over-investment and under-investment. *Accounting and Auditing Research*, *1*(3), 50-67. https://doi.org/10.22034/iaar.2009.105195 [In Persian].

Ting, I. W. K., Tebourbi, I., Lu, W. M., & Kweh, Q. L. (2021). The effects of managerial ability on firm performance and the mediating role of capital structure: Evidence from Taiwan. *Financial Innovation*, *7*, 1-23. https://doi.org/10.1186/s40854-021-00320-7

Tsai, J. F., Mai, N. T., & Bui, D. G. (2022). Managerial ability, financial constraints, and the value of cash holding. *Applied Economics Letters*, *29*(5), 462-468. https://doi.org/10.1080/13504851.2020.1870917

Vahid, F., Nemati, K., & Kheiry, M. (2017). The impact of financial constraints on the relationship between cash flow and external financing of companies listed in Stock Exchange. *HELIX*, *7*(2), 937-943. https://doi.org/10.29042/2017-937-943

Whited, T. M. (1992). Debt, liquidity constraints, and corporate investment: Evidence from panel data. *The Journal of Finance*, 47(4), 1425-1460. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04664.x

Whited, T. M., & Wu, G. (2006). Financial constraints risk. *The Review of Financial Studies*, *19*(2), 531-559. https://doi.org/10.1093/rfs/hhj012

Yousefzadeh, S, Bitari, J., & Badiei, H. (2022). Investigating the effect of management ability on the relationship between environmental uncertainty and tax avoidance. *Management Accounting*, *15*(54), 147-162. https://sanad.iau.ir/fa/Article/816780 [In Persian].

Zarei, Gh., & Abdollahzadeh Shaghaghi, A. (2018). The relationship between information disclosure quality and foreign financing of companies acquired in Tehran Stock Exchange: The moderator of corporate growth and ownership structure. *Financial Management Perspective*, *8*(23), 33-60. https://jfmp.sbu.ac.ir/article_95520.html?lang=en [In Persian].